

نموذج قياسي لتقويم الأسهم السعودية

د. خالد بن ابراهيم الدخيل*

يستهدف هذا البحث بصفة أساسية بناء نموذج اقتصادي متعدد المتغيرات لتقويم الأسهم العادية المتداولة في المملكة العربية السعودية وذلك لكل قطاع من قطاعات الأنشطة الاقتصادية المختلفة ، وهي القطاع المالي والقطاع الصناعي ، وقطاع الخدمات بالإضافة إلى القطاع الزراعي ، وقد روعي عند بناء هذه النماذج المقترحة أن هناك اختلافات جوهرية ومعنوية بين سلوك الأسهم في كل قطاع منها . وبذلك تكون الدراسة هنا قائمة على أساس نوعي تأخذ في الحسبان ظروف وأوضاع كل قطاع منها على حدة .

ينقسم البحث إلى أربعة أجزاء - الجزء الأول يتضمن أهم الدراسات والبحوث السابقة في هذا المجال على المستوى الدولي كما يشمل أهم الدراسات على المستوى المحلي - أما الجزء الثاني من البحث فيستعرض النموذج النظري والفروض الأساسية للنموذج . كما يتم في الجزء الثالث من البحث عرض منهجية البحث والتحليل ، ويقدم الجزء الرابع النتائج الإحصائية ، أما الجزء الخامس والأخير فيقدم خلاصة هذا البحث وأهم النتائج والتوصيات .

١- الدراسات السابقة:

لقد كان "Meader 1935" هو أول من قدم نمودجا قياسيا متعدد المتغيرات ، يربط بين القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع وبعض المتغيرات المستقلة الأخرى المؤثرة في سوق الأسهم الأمريكية (١ ، ص ٦٧) ، وكانت صيغة النموذج المقدم هي :

$$P_t = 1.7 + 0.0135 t + 0.12 BV + 0.002 WC + 0.3 E + 8.4 D$$

حيث :

(P_t) القيمة السوقية للسهم بالدولار .

(t) عمر السهم أو الزمن بالسنوات من تاريخ إصدار السهم .

(BV) القيمة الدفترية للسهم بالدولار .

* كلية العلوم الإدارية - قسم الاقتصاد - جامعة الملك سعود .

(WC) ما يخص السهم من رأس المال المتحرك مقدرا بالدولار .

(E) نسبة الربح المتحقق إلى القيمة الأساسية للسهم .

(D) نسبة العائد الموزع إلى القيمة الأساسية للسهم .

وقد أظهر النموذج وجود علاقة طردية بين القيمة الحالية للسهم وهذه المتغيرات المذكورة .

كما تعتبر الدراسة التي قدمها بنك نيويورك لدراسة سوق الأسهم العادية في الولايات المتحدة الأمريكية من أهم الدراسات الاقتصادية المشهورة في هذا المجال ، حيث تم بناء نموذج لتقويم أسهم الأنشطة المختلفة في أميركا وقد استخدم هذا النموذج بعض العلاقات اللوغاريتمية [٢، ١٥٩] ، وقد أخذت الصورة العامة للنموذج الصيغ التالية :

$$C_i = a_0 + a_1 G_i + a_2 S_i + a_3 D_i + a_4 M_i + e_1$$

$$\log P_i = b_0 + b_1 \log E_i + b_2 (\log E_i)^2 + b_3 \log C_i + e_2$$

حيث

"Constants" ثوابت (a_0, b_0)

"Regression Parameters" معاملات انحدار ($a_1, a_2, a_3, \dots, b_1, b_2, b_3, \dots$)

(C_i) الربح الموزع للسهم i بالدولار .

(G_i) درجة النمو للسهم i .

(S_i) النسبة المئوية للتغير في القيمة الدفترية للسهم .

(D_i) العائد الموزع للسهم (i) كنسبة مئوية من القيمة الأساسية للسهم .

(M_i) متغير صوري Dummy Variable ويأخذ قيما معينة طبقا لنوعية تسجيل السهم (i) في

البورصات الأمريكية المختلفة .

(P_i) القيمة المناسبة للسهم i بالدولار .

(E_i) الربح المتحقق من السهم (i) بالدولار .

(e_1, e_2) خطأ الانحدار ويتبع التوزيع الطبيعي بتوقع صفر وتباين σ^2 ،

$i = [1, 2, 3, \dots, n]$

كما استخدم في هذا النموذج درجات معينة أعطيت للأسهم المسجلة بكل بورصة من البورصات الأمريكية المختلفة (متغيرات صورية) وكانت أعلى هذه الدرجات هي الرقم ٧ ، وقد خصص هذا الرقم للأسهم المسجلة في بورصة نيويورك ، باعتبار أن هذه البورصة هي أقدم البورصات الأمريكية كما أنها تعتبر المركز المالي للاقتصاد الأمريكي . كما خصص الرقم ٦

للأسهم المسجلة في بورصة الأسهم الأمريكية AMEX ، وهكذا تم التدرج في الترتيب طبقاً لمدى أهمية كل بورصة في سوق الأسهم بالولايات المتحدة الأمريكية . هذا ولقد انتشرت هذه النماذج في الدول الغربية ، وجرى تطويرها من آن لآخر حتى تساير التغيرات المستمرة التي تحدث في تلك العوامل المؤثرة ، والتي يختلف تأثيرها من بلد لآخر ومن سوق لآخر .

كذلك تجدر الإشارة إلى الدراسة التي قام بها Niederhoffer and Regan (٣) في عام ١٩٧٠م وفيها تم اختبار مدى أهمية الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم وقد قاما بدراسة أداء أسوأ ٥٠ سهماً وأفضل ٥٠ سهماً في تلك السنة مقارنة مع ١٠٠ سهم تم اختيارها عشوائياً ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين التغير في أرباح الشركات والتغير في أسعار أسهمها .

أما بالنسبة للنماذج الاقتصادية القياسية على المستوى المحلي ، فيوجد العديد من الدراسات السابقة ، والمطبقة على المملكة العربية السعودية ، نذكر منها على سبيل المثال لالحصر دراسة الدكتور عبدالسلام (٤) فقد قام بدراسة العلاقة بين أسعار الأسهم في المملكة وبعض المؤشرات المالية خلال الفترة ١٩٨١-١٩٨٥م ، وتوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح والقيمة الدفترية ، بالإضافة إلى الأرباح الموزعة وهذا مما يتفق مع نتائج الدراسات التي أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية ، وبالطبع فقد شهدت سوق الأسهم في المملكة تطورات مهمة منذ ذلك الحين ، ومن أهمها قيام مؤسسة النقد العربي السعودي بنشر أسعار الأسهم ، وتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك ، وذلك من بداية عام ١٩٨٥م ، كذلك هناك الدراسات التي قدمها الدكتور غازي مدني وآخرون (٥) . وقد أشارت إلى وجود اختلافات معنوية بين مؤشرات قطاعات الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة ، وعللت ذلك باختلاف خصائص هذه القطاعات ، ووجود إعانة مقدمة من الدول للبعض منها ، واقترح الباحثون أن يؤخذ هذا في الحسبان عند دراسة موضوع الأسهم في المملكة ، وتجدر الإشارة إلى أنه رغم اختلاف خصائص كل قطاع فلقد اتفقت النتائج العامة لهذه الدراسة مع نتائج دراسة الدكتور عبدالسلام من حيث العلاقة الطردية بين سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح والقيمة الدفترية .

كما أن هناك الدراسة التي قدمها الدكتور الدسوقي (٦) لتقدير قيمة أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة ، وقد غطت هذه الدراسة الفترة من ١٣٩٨- ١٤١٠ هـ والتي توافقت ١٩٧٨- ١٩٩٠م وقد أثبتت وجود علاقة طردية بين أسعار أسهم هذا النوع من الشركات وبعض العوامل

المؤثرة مثل العائد الدوري الموزع والقيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية السابقة للسهم . وكذلك هناك دراسة الدكتور عبدالقادر والدكتور الطاهر(٧) والتي غطت الفترة من ١٩٧٨-١٩٩٢م ، وقد ركزت هذه الدراسة على تحليل أرقام الشركات بالنسبة لعناصر الربحية والسيولة وبعض المؤشرات المحاسبية الأخرى ، وقد أثبتت أيضا وجود علاقة إيجابية وطرديّة بين أسعار الأسهم وهذه المؤشرات السالف ذكرها . وأخيرا هناك دراسة تطبيقية للدكتور عبدالقادر(٨) ، لتحديد أهم العوامل المؤثرة على أسعار البنوك التجارية وقد شملت الدراسة ١١ بنكا سعوديا وامتدت الفترة بين عامي ١٩٨٧م و١٩٩٢م وقد كانت أهم نتائج الدراسة : أن الأرباح الموزعة والمؤشر العام لأسعار الأسهم لها علاقة موجبة مع سعر السهم العادي والعائد المتوقع من السهم ، وبينت الدراسة أن أفضل النتائج كانت في حالة استخدام الأرباح الموزعة كمغير مستقل في النموذج ، كما نستنتج أن العلاقة نفسها تبقى طردية سواء وجدت إعانة أم لم توجد مع وجود الاختلاف النسبي والذي يرجع إلى طبيعة قطاع النشاط .

وللأهمية المتزايدة لمثل هذه الدراسات ، ولكونها أحد الأساليب الهامة في التحليل ، سواء كان ذلك في الدول المتقدمة أو الدول النامية ، فقد قمنا هنا في هذا البحث باختيار بعض النماذج المقترحة لسلوك أسهم الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة ، وقد أخذنا هنا في الحسبان السمات الخاصة بكل مجموعة منها ، وأهم هذه السمات هي حداثة السوق بالنسبة لبعض هذه المجموعات من النشاط الاقتصادي إذا ما قورنت ببعض الآخر من هذه الأنشطة ، فعلى سبيل المثال فإن مجموعة الأسهم الزراعية أحدث كثيرا في إصدارها عن مجموعة الأسهم الصناعية أو المالية ، هذا بالإضافة إلى وجود ضمان حكومي للعائد من أسهم شركات الخدمات ، مما يقرب صفات أسهم هذه المجموعة من صفات الأسهم الممتازة ، علاوة على وجود إعانات لأنواع أخرى من النشاط الاقتصادي كإعانات الشركات الزراعية (٥ ، ص ٢٤٩) و(٦ ، ص ٢٥٥) و(٩ ، ص ٩) ، كما تجدر الإشارة أيضا إلى وجود بعض السمات السلوكية الخاصة بالمستثمرين في المملكة ، فهناك إقبال على أسهم بعض أوجه النشاط الاقتصادي ، وعزوف عن البعض الآخر ، فأسهم القطاع المالي في المملكة تحظى بإقبال كبير من المستثمرين في المملكة بصرف النظر عن تحقيق أسهم شركات هذا القطاع لأرباح من عدمه ، ولقد بلغت أسعار الأسهم في هذا القطاع أضعافا كثيرة إذا ما قورنت بالقيمة الاسمية لها . ولقد وصلت في بعض الحالات إلى ٨٠ ضعفاً مثل حالة بنك الرياض ويرجع السبب في ذلك إلى تميز هذا القطاع بالمملكة بوجود مطاردة كبيرة على أسهمهم من أجل المضاربة . كذلك فإن دور الدولة وعلاقتها بالاقتصاد في المملكة مختلف

إلى حد كبير عن كثير من الدول النامية الأخرى ، فنسبة مساهمة القطاع الحكومي في إجمالي الشركات المساهمة تبلغ تقريبا ٤٤٪ ، وعلى سبيل المثال لا الحصر تملك الدولة حصة قدرها ٢٩٪ في بنك الرياض ، ٢٥٪ في بنك القاهرة ، ٤٠٪ في شركة الأسماك ، ٣٠٪ في النقل الجماعي ، ٨١٪ في شركة تبوك الزراعية ، ٧٢٪ في كهرباء الوسطى وفي كهرباء الشرقية ٣٩٪ والغربية ٤٨٪. ويبلغ حصة الدولة في كهرباء الجنوب ٩٨٪ أي أن هذه الحصة تختلف كثيرا من قطاع لآخر ومن شركة لأخرى ، وزيادة حصة الحكومة في مثل هذه الشركات له بالطبع أثر واضح في تداول أسهمها لما تتمتع به حصة الحكومة من الثبات والاستقرار (١٠ ، ص ٣٢) ، هذا وقد كانت النسبة المئوية لإجمالي رأس المال المدفوع في القطاعات المختلفة كما يلي : القطاع الزراعي ٦ ، ٢٪ والقطاع المالي ٩ ، ٨٪ والقطاع الصناعي ٢ ، ٣٣٪ وفي قطاع الخدمات والكهرباء بلغت النسبة ٣ ، ٥٥٪ (١١) ومن هذا يتبين أن قطاع الخدمات يحظى بأعلى نسبة من حجم الأسهم في المملكة ، يليه القطاع الصناعي .

إن هذه الأسباب مجتمعة جعلت هناك ضرورة لدراسة وتحليل بيانات كل قطاع من هذه القطاعات على حدة ، أي أن الدراسة هنا قائمة على أساس نوعي ، وبذلك سوف يتم بناء نماذج خاصة لكل من الأوجه الرئيسية للنشاط الاقتصادي ، وهي على الترتيب القطاع المالي ، والقطاع الصناعي ، وقطاع النقل والخدمات ، بالإضافة إلى القطاع الزراعي ، ومن هنا فإن النماذج التي نسعى إلى إنشائها من خلال هذا البحث تمثل خطوة متواضعة ضمن خطوات أخرى عديدة ضرورية ولازمة نحو تحقيق هدف إنشاء نموذج اقتصادي قياسي عام للمملكة العربية السعودية ، وهذا هو الهدف البعيد لمثل هذه الدراسات .

٢- النموذج النظري:

هناك عدد كبير من العوامل المؤثرة على سعر السهم العادي كظاهرة ، وعلى العائد المتوقع منه ، وفي هذا البحث سوف نقصر التحليل قدر الإمكان على أهم تلك العوامل المؤثرة ، وسوف نعتبر أن خطأ الانحدار العشوائي تتمثل فيه محصلة هذه العوامل الأخرى التي لم يتم تحديدها ، ومن ثم فإن الصور العامة للنماذج التي سنقوم باختبارها تأخذ الصيغ التالية :

$$P_{it} = a_0 + a_1 B_{it} + a_2 E_{it} + a_3 R_{it} + a_4 S_{it} + a_5 P_{i,t-1} + a_6 D_{i,t-1} + e_1 \quad (1)$$

$$\ln P_{it} = b_0 + b_1 \ln B_{it} + b_2 \ln E_{it} + \dots + e_2 \quad (2)$$

$$D_{it} = c_0 + c_1 B_{it} + c_2 E_{it} + c_3 R_{it} + c_4 S_{it} + c_5 P_{i,t-1} + c_6 D_{i,t-1} + e_3 \quad (3)$$

$$\ln D_{it} = d_0 + d_1 \ln B_{it} + d_2 \ln E_{it} + \dots + e_4 \quad (4)$$

ويمكن تعريف المتغيرات الداخلة في هذه النماذج كالتالي :

المتغيرات التابعة (Dependent Variables) :

- . (P_{it}) هي القيمة السوقية للسهم (i) في الفترة الزمنية (t) .
- . $(\ln P_{it})$ هي لوغاريتم القيمة السوقية للسهم (i) في الفترة الزمنية (t) .
- . (D_{it}) هي العائد الدوري للسهم (i) في الفترة الزمنية (t) .
- . $(\ln D_{it})$ هي لوغاريتم العائد الدوري للسهم (i) في الفترة الزمنية (t) .

المتغيرات المستقلة "Independent Variables" :

- . (B_{it}) هي القيمة الدفترية للسهم (i) بالريال في الفترة الزمنية (t) .
- . (E_{it}) هي نصيب السهم (i) من الأرباح بالريال في الفترة الزمنية (t) .
- . (R_{it}) هي العائد الرأسمالي الناتج عن التغير في القيمة السوقية للسهم (i) في الفترة الزمنية (t) .
- . (S_{it}) هي حجم السهم (i) مقدراً بالمليون سهم في الفترة الزمنية (t) .
- . $(P_{i,t-1})$ هي القيمة السوقية للسهم (i) بالريال وذلك بفترة إبطاء واحدة "lagged variable" .
- . $(D_{i,t-1})$ هي العائد الدوري للسهم (i) بالريال بفترة إبطاء واحدة "lagged variable" .
- . (c_0, b_0, a_0) ترمز إلى الثوابت "Constant terms" .
- . (c_i, b_i, a_i) ترمز لمعاملات الانحدار "Regression Coefficients" .

(e_i) ترمز إلى الخطأ العشوائي للدالة (Stochastic error term) ويتبع التوزيع الطبيعي بتوقع صفر وتباين (σ^2) .

. $t, i = (1, 2, 3, \dots)$

وبالإضافة إلى هذه الدالات السلوكية Behavioral Equations فإن النماذج تتضمن بعض

الدالات التعريفية Definitional Equations أو ما تسمى بالمطابقات Identities وهي :

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t \quad (5)$$

$$R_t = P_t - P_{t-1} \quad (6)$$

حيث :

B_t هي القيمة الدفترية للسهم في الفترة (t) .

x العائد الرأسمالي لسهم معين في سنة معينة هو الفرق بين القيمة السوقية لهذا السهم أول العام وقيمته آخر العام . أما العائد الاقتصادي Economic Return من السهم i في سنة معينة فهو يتضمن كلا من العائد الرأسمالي والعائد الدوري الموزع (D_t) ولحساب هذا العائد الاقتصادي (x) نستخدم القاعدة :

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

E_t هي الأرباح الكلية للسهم في الفترة (t) .

D_{it} هي الأرباح الموزعة للسهم في الفترة (t) .

R_t العائد الرأسمالي في الفترة (t) .

P_t هي القيمة السوقية للسهم في الفترة (t) .

وقد تم استخدام هذه المطابقات لاستكمال بعض بيانات المتغيرات التفسيرية اللازمة للتحليل .

يفترض الباحث أن هناك علاقة إيجابية بين كل متغير تابع وهذه المتغيرات المستقلة حيث تزيد القيمة السوقية للسهم كلما زادت قيمته الدفترية ، ويقصد بها حصة السهم من جملة أصول الشركة ، كذلك نفترض أن القيمة السوقية السابقة (بفترة إبطاء واحدة) حيث إن الدول النامية تمر عادة بفترة طويلة تزداد فيها أسعار الأسهم بصفة مستمرة حتى تصل إلى حالة من الاستقرار ، وهذا هو النمط الذي سارت فيه أسعار الأسهم بجميع الدول قبل إنشاء الأسواق المالية المنظمة وتفاعل آليات العرض والطلب فيها بموضوعية وحيدة كاملين .

أما بالنسبة للأرباح الموزعة فقد افترض الباحث أنه كلما زادت القيمة الدفترية للسهم زاد العائد الدوري الموزع ، وكذلك كلما زادت الأرباح الكلية أو القيمة السوقية للسهم زاد ذلك العائد . كما أن الشركات في الدول النامية عادة ما تنظر إلى العائد الدوري الموزع السابق وتقوم بتوزيع عوائد مشابهة أو أكثر من الرقم السابق حتى تضمن إقبال المستثمرين على طلب أسهمها وأحيانا تقوم بصرف هذا العائد من الاحتياطات المتكونة لديها ، كذلك افترضنا أن هذا العائد يتناسب طرديا مع العائد الرأسمالي ومع حجم أسهم الشركة بالإضافة إلى القيمة السوقية السابقة للسهم .

نتوقع من تحليل بيانات مجموعات الأنشطة الاقتصادية المختلفة تأكيد وتفسير العلاقات الطردية السابقة بين المتغير التابع (P_{it}) أو (D_{it}) والمتغيرات الأخرى المستقلة التي تتضمنها هذه النماذج المقترحة ، وبالتالي تكون إشارة جميع معاملات التفاضل الجزئية للمتغير التابع بالنسبة للمتغيرات المستقلة هي إشارات موجبة ، ولذلك فإننا نتوقع أن تكون معاملات الانحدار لهذه المتغيرات المستقلة هي معاملات إيجابية .

هذا ، ولقد استبعدنا من التحليل هنا بعض المتغيرات المستقلة التي وجدنا بينها وبين بعض المتغيرات المستقلة الأخرى ارتباطا عاليا مثل معدل النمو في الأرباح (G_{it}) وذلك لتلافي وجود مشكلة الارتباط المتعدد Multicollinearity ، وحتى يكون النموذج تنبؤيا بدرجة معنوية عالية ،

كذلك يجدر التنويه بأننا لم نجد عند تحليل بيانات الأسهم السعودية أي ارتباط يذكر بين بيانات العوامل التالية : (R_{it} , D_{it} , E_{it}) وهي نصيب السهم من الأرباح الكلية والعائد الدوري الموزع بالإضافة إلى العائد الرأسمالي المتحقق عن التغير في القيمة السوقية للسهم - وذلك على الترتيب ، وهذا من السمات الدولية ، حيث يوجد هناك عادة ارتباط كبير بين بيانات مثل هذه العوامل ، ويعود السبب في ذلك إلى أن كثيرا من الشركات السعودية يمكن تصنيفها على أنها حديثة أو مازالت في دور الإنماء ، وعادة ما تقوم بتجنيب جزء كبير من أرباحها السنوية ، كما قد لا توزع أرباحا لسنوات عديدة متتالية ، كذلك فإن أسعار الأسهم في المملكة قد شهدت زيادات كبيرة دون تحقيق هذه الشركات لأرباح تذكر ، وفي حالات أخرى حدثت مثل هذه الزيادات مع وجود خسائر في عمليات التشغيل ، هذا وسوف يتم التعرض لهذه السمات الخاصة بالأسهم السعودية لاحقا في هذا البحث عند تناولنا بالتحليل أسهم كل قطاع منها على حدة في الجزء الثالث من البحث .

ويجدر التنويه هنا إلى أن مثل ذلك الارتباط قد يكون السبب في زيادة قيمة معامل التحديد R^2 عندما نقوم بزيادة عدد المتغيرات الداخلة في التحليل ، ولذلك فقد اكتفينا بأقل عدد ممكن من هذه المتغيرات لتلافي ظهور مثل هذه المشكلة ، خاصة وأن عدد درجات الحرية سوف يتأثر بالمتغيرات المضافة التي لن يكون لها أي أهمية إحصائية تذكر ، كذلك ننبه إلى أن قطاع النقل والخدمات بالمملكة تضمن الدولة بالنسبة له عائدا معينا . وقد كان هذا العائد المضمون عند بداية الفترة الخاضعة للتحليل ١٥٪ من القيمة الأساسية للسهم ثم أصبح بعد ذلك ١٠٪ كما انخفض في السنوات الخمس الأخيرة من هذه المدة المشمولة بالدراسة إلى ٧٪ (٩ ، ص ٩٩) و (٦ ، ص ٢٥٥) وهذا هو السبب فيما ذكرناه آنفا من اقتراب سمات هذه المجموعة ضمن الأسهم العادية في المملكة .

٣- منهج البحث والتحليل:

تشكل الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية مجتمع هذه الدراسة ، ويمكن تصنيف هذه الشركات إلى أربعة مجموعات متميزة ، مجموعة أولى تضم الشركات حديثة التكوين أو التي لم تبدأ نشاطها بعد ، ومجموعة ثانية تضم الشركات التي بدأت في مزاولة نشاطها ولكنها لم تكمل بعد فترة الحظر المنصوص عليها نظاما حتى يمكن أن يتم تداول أسهمها في السوق الثانوية ، ومجموعة ثالثة تشمل الشركات التي تعمل منذ أكثر من عشر سنوات ولكن أسهمها لا تتصف بديمومة التداول ، كما لا تتوافر بياناتها كاملة خلال المدة المشمولة بالدراسة ، ومجموعة رابعة تضم الشركات التي تتداول أسهمها بصفة شبه يومية كما تتوافر بالنسبة لها

البيانات اللازمة للتحليل ، وهذه المجموعة الأخيرة هي مجتمع الدراسة لهذا البحث وقد أدى تطبيق هذا المعيار إلى اختيار بيانات عدد ٣٣ شركة مساهمة فقط من بين ما يقارب خمسين شركة يرجع تاريخ إنشائها إلى ما قبل عام ١٤٠٥ هـ ، من بينها تسع شركات مالية ، ثماني شركات صناعية ، إحدى عشرة شركة نقل وخدمات ، وخمس شركات زراعية ، ويوضح الملحق رقم (١) الشركات المساهمة التي تتضمنها هذه الدراسة وتاريخ إنشاء كل شركة منها ، ولقد غطت هذه البيانات الفترة من ١٤٠٥/٥/٢٦ حتى ١٤١٥/٥/٣٠ أي فترة عشر سنوات** ، وذلك بالنسبة لكل من هذه الشركات . كما تم الاعتماد بالنسبة لأسعار الأسهم على البيانات المنشورة لمؤسسة النقد العربي السعودي خلال تلك الفترة ، وبالنسبة للقيمة الدفترية نصيب السهم من الأرباح السنوية والعائد الموزع فلقد كان مصدر البيانات النشرات المالية الشهرية التي يصدرها كل من بنك الرياض والبنك العربي الوطني ، أما بالنسبة لحجم الأسهم فلقد تم الاعتماد على بيانات الشركات المساهمة السعودية والتي تقوم بنشرها سنويا الغرفة التجارية الصناعية بالرياض ، ونعرض في الجدول التالي رقم (١) الانحراف المعياري (S.D.) لبيانات هذه المتغيرات الخاضعة للتحليل كمقياس للتشتت ، وتدل الانحرافات المعيارية المرتفعة على التغيرات الكبيرة التي حدثت في بعض هذه المتغيرات ، أما المنخفضة منها فتدل على التغيرات المحدودة ، كما يتم في نفس هذا الجدول عرض معامل الاختلاف لتوضيح مدى التفاوت النسبي ، والأرقام التي يتضمنها هذا الجدول تؤكد مدى التشتت النسبي الكبير في بعض هذه القطاعات من النشاط الاقتصادي إذا ما قورن ذلك ببعض الآخر منها ، إن أهم ما يلاحظ هو التذبذب العالي في قطاع أسهم الشركات المالية وخاصة بالنسبة لكل من القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية له ، بينما كان أقل هذه القطاعات تذبذبا قطاع النقل والخدمات ، وهو القطاع الذي تضمن الدولة بالنسبة له عائدا ثابتا يصرف في نهاية كل عام ، وجاء القطاع الصناعي والقطاع الزراعي في مركز متوسط نسبيا بين هذين القطاعين السابقين من حيث

** يجدر التنويه هنا بأننا قيدنا بيانات لفترة محدودة وهي عشر سنوات فقط لأسباب تتعلق بعدم توافر البيانات الدقيقة عن الأسهم قبل تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ ، وهو تاريخ بدء قيام مؤسسة النقد العربي السعودي بتنظيم عملية تداول الأسهم في المملكة ، وأنه بسبب محدودية حجم العينة الخاضعة للدراسة فإن بعض الكتاب (١٢ ، ص ١٩٣) يرى تعديل معامل التحديد (R^2) في مثل هذه الحالة طبقا للقاعدة :

$$\overline{R}^2 = 1 - \left[\frac{n-1}{n-k} \times \frac{ESS}{TSS} \right]$$

حيث

(n) هي حجم العينة ،

(k) عدد المعلمات Parameters ،

(ESS) مجموع مربعات الخطأ Residual Sum of Squares ،

(TSS) مجموع المربعات الكلي Total Sum of Squares .

وبالطبع فإن ناتج معامل التحديد سوف يقل كلما صغر حجم العينة الخاضعة للدراسة .

تذبذب تلك الأرقام ، إن وجود ذلك التشتت النسبي يتفق مع ما أشارت إليه الدراسات السابقة في هذا المجال من وجود اختلافات نسبية ظاهرة بين سلوك الأسهم في كل قطاع منها ، كما أن هذا يرجح الحاجة إلى مثل هذه الدراسة النوعية حتى تتواءم وتتلاءم مع مثل هذه التباينات ، وهذا هو النهج الذي اتبعناه في هذا البحث .

ومن الملاحظ هنا أن عنصر الزمن في هذه الدراسة كان محددا وهو عشر سنوات فقط ، ويعود السبب في ذلك إلى أن المملكة العربية السعودية هي دولة حديثة التطور وأن التنظيم الأخير لتداول الأسهم في المملكة عن طريق البنوك التجارية وتحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي لم يبدأ العمل به إلا من تاريخ ٢٦ / ٥ / ١٤٠٥ هـ الموافق ١٩٨٥ م وقبل هذا التاريخ لم يكن هناك أي مصدر رسمي لبيانات الأسهم بالمملكة ، وكانت أسعار الأسهم متباينة من جهة أخرى ولا يمكن الاعتماد عليها وهذا هو السبب الأساسي لقصر المدة المشمولة بالدراسة .

جدول رقم (١):

الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمتغيرات الخاضعة للتحليل

مسلسل	متغير Variable	أسهم الشركات المالية		أسهم الشركات الصناعية		أسهم شركات النقل والخدمات		أسهم الشركات الزراعية	
		الانحراف المعياري S.D	معامل الاختلاف S.D/X̄	الانحراف المعياري S.D	معامل الاختلاف S.D/X̄	الانحراف المعياري S.D	معامل الاختلاف S.D/X̄	الانحراف المعياري S.D	معامل الاختلاف S.D/X̄
١	P _{it}	٦٦٣	٠,٧٥	٢٤٣,٥	٠,٧٤	٣١,٠٢	٠,٣٤	١٦٠,٩	٠,٨٩
٢	B _{it}	٦٥٩,٢	١,٣٩	١٩٦,٥	٠,٩٤	٢٧,٩	٠,٢٩	٨٧,١	٠,٥٦
٣	E _{it}	٤٤,٩	٠,٨٧	١٩,٧	٠,٨٣	٢,٨٨	١,١	١٥,٦	١,٠١
٤	R _{it}	٨,٩٥	٠,٦١	٨,٤	٠,٩٧	٥,٧٢	١,٧٥	٩,٢٤	١,٠٩
٥	S _{it}	٢,١١	٠,٥٦	٣٢,٦	٢,٤٥	٢٨,٨	١,١	١,٤١	٠,٤٧
٦	D _{it}	١٢,٢	٠,٨١	٧,٥٨	٠,٦٣	٢,١	٠,٤٢	٧,٥٧	٠,٧١
٧	P _{i,t-i}	٥٣١,٣	٠,٩٦	١٤٢,٤	٠,٦١	٣٥	٠,٣٥	١٦١,٤	٠,٨٨
٨	D _{i,t-1}	١١,٨٧	٠,٧٦	٨,٦٣	٠,٧٠	٤	٠,٦٦	٦,٩٥	٠,٧١

* مصدر البيانات : مؤسسة النقد العربي السعودي ، نشرات أسعار الأسهم .

* تم حساب الانحراف المعياري (S.D) باستخدام القاعدة $\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\hat{R}_i - R)^2}$
كما تم حساب معامل الاختلاف باستخدام القاعدة $\frac{S.D}{E(R)}$

٤- أفضل النتائج الإحصائية :

إن أسلوب التحليل الإحصائي المتبع في هذه الدراسة هو الانحدار الخطي المتعدد *Multiple Linear Regression Analysis* وذلك باستخدام برنامج SAS وتم تحديد أفضل النماذج وهي التي تحتوي على أهم أو أكثر المتغيرات المستقلة تأثيراً على المتغيرات التابعة باستخدام طريقة تحليل الانحدار المتدرج *Stepwise Regression* . هذا ولقد تم عرض أفضل النتائج الإحصائية في الجدول التالي رقم (٢) وذلك للنماذج المقترحة والخاصة بسعر السهم في كل قطاع ، بدءاً بالقطاع المالي ثم القطاع الصناعي ومروراً بقطاع الخدمات وانتهاءً بالقطاع الزراعي ، كما تم في نفس الجدول عرض أفضل النتائج الخاصة بنماذج العائد الدوري في كل من هذه الأنشطة النوعية المميزة وطبقاً لنفس الترتيب السابق . وتظهر النتائج الإحصائية أن هناك ٣٢ معلمة تم تقديرها في كلا المعادلتين (١٦ معلمة خاصة بتقدير سعر السهم و١٦ معلمة خاصة بتقدير العائد الدوري) . ومن هذه ٣٢ معلمة كان هناك ٢٢ معلمة منها إشارتها متفقة مع افتراضات الدراسة وهذا يدل على موافقة نتائج هذه الدراسة مع النموذج النظري المتبنى . وهذا وتمثل القيم داخل الأقواس في الجدول معاملات الإحصاء (t) الخاص بكل متغير وتشير إلى مدى معنوية أو أهمية كل معامل إحصائي ، ويلاحظ أن هذه المعنوية في أغلب الحالات تحققت عند درجة ثقة ٩٠٪ على الأقل ، كما يوضح الجدول مدى حسن القياس في تحليل الانحدار للنماذج المختارة من خلال قيم معامل التحديد R^2 وإحصاء F . وتجدر الإشارة إلى أنه تم اختيار النماذج التي كانت فيها كل من معامل التحديد (R^2) ، (F) مرتفعاً بصورة أكبر - هذا بفرض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة . ونظراً لوجود علاقة طردية بين كل من معامل التحديد R^2 وإحصاء F في مثل هذه النماذج (١٣ ، ص ٢٢٢) فقد اكتفينا عند تحليل النتائج بالإشارة إلى قيم R^2 فقط . يلاحظ أن هذه القيم تتراوح بين ٨٩٪ وذلك لمعادلة القيمة السوقية للسهم (القطاع الصناعي) و٩٩٪ وذلك لمعادلة القيمة السوقية للسهم أيضاً (القطاع الزراعي) . أخيراً يوضح نفس الجدول إحصاء أو اختبار Durbin-Watson وذلك للوقوف على ما إذا كانت هناك مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي (Serial Autocorrelation) من عدمه ، ولقد أوضحت قيمة هذا الإحصاء عدم وجود مثل هذه المشكلة في النماذج المختارة .

* هذه الأرقام لا تشمل ثوابت الانحدار .

جدول رقم ٢

نتائج التحليل الانحداري للنماذج المقترحة والخاصة بسعر السهم (P_{it})
والعائد الدوري للسهم (D_{it})

	القيمة السوقية للسهم (P_{it})				العائد الدوري الموزع (D_{it})			
	المالي	الصناعي	الخدمات	الزراعي	المالي	الصناعي	الخدمات	الزراعي
Constants	١,٨٥	١٠,٦	١٨,٣٨-	٠,٠٢٧-	١,١-	٠,٦٤	١,٣٩٩	٢,٨٣
E_{it}	٠,٢٩ -١,٨٢+	٦,٨ (١,٤٩)	٤,٩ (٤,٣١)	١,٨٧ (٣,٧٢)	٠,٠٦- (٠,٦٣-)	٠,٠٣٦ (٢,٢٦)	٠,٣٢٢- (٣,٩-)	٠,٥٢٧ (١,٧٩)
R_{it}	٠,٠٦ (٠,٢٤)	١١,٩٩- (١,١١-)	١,٦٧- (٢,٣٧-)	١,٣٣- (٣,٥-)	٠,١٨٩- (٠,١٩-)	٠,١٦٦ (٠,٨٧)	٠,١٣٩ (٣,١٢)	٠,٢٦٤- (٠,٤٩-)
$D_{i,t-1}$	٠,٣١- (١,٧٥-)	٥,٤٤- (٠,٧٨-)	١٢,٠٦ (٣,٥٩)	٠,٥٨ (٠,٦٩)	٠,٧٧ (٤,٥٣)	٠,٩٠٥ (٦,٥٢)	٠,٠٤٤ (٠,٤٣)	٠,٤٠٣ (٦,٤٤)
$P_{i,t-1}$	٠,٨٦ (٣,٩٤)	١,٣٨٩ (٢,٠٣)	٠,٤١٦ (٢,٦١)	٠,٩٢ (٧٠,٤)	٠,٠١ (١,٤٨)	٠,٠٠٦- (٠,٨٦-)	٠,٠٤٧ (٦,٢٧)	٠,٠١١ (٠,٦٣)
R^2	٠,٩٣	٠,٨٩	٠,٩٦	٠,٩٩	٠,٩٦	٠,٩٥	٠,٩٧	٠,٩٥
F	١٩,٣	٨,٤٧	٤٣,٠٦	٥٧,٧	٣٨,٤	١٩,٥	٥٦,٠	٥٥,٧
D.W.	١,٦٠	١,١٧	٢,١٨	١,٧٤	١,٠٤	٢,٠٧	٢,٩٣	١,٥٦

x تمثل القيم داخل الأقواس معاملات الإحصاء (t).
x مصدر البيانات : جدول تحليل الانحدار للقطاعات المختلفة .

هذا وقد كانت أفضل النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من النماذج المقترحة سواء الخطية أو اللوغاريتمية والتي يلخصها الجدول رقم (٢) على الوجه التالي :

أولاً : في قطاع الشركات المالية

(١) بالنسبة لسعر السهم (P_{it}) فلقد كانت أفضل النتائج للنموذج اللوغاريتمي التالي :

$$\ln P_{it} = 0.85 + 0.29 \ln E_{it} + 0.06 \ln R_{it} - 0.31 \ln D_{i,t-1} + 0.86 \ln P_{i,t-1}$$

ويتضح من الجدول أن هذا النموذج قادر على تفسير نحو ٩٣٪ من التغيرات التي تطرأ على أسعار أسهم هذا القطاع وأن هذا التغير يتأثر إيجابياً ومعنوياً بكل من حصة السهم من الأرباح

والقيمة السوقية بفترة إبطاء واحدة ، أما بالنسبة للعائد الرأسمالي فرغما عن الإشارة الموجبة لمعامل الانحدار واتفاقها مع توقعات النموذج إلا أن المعنوية الإحصائية لم تكن بدرجة كافية ، كما كانت الإشارة الجبرية لمعامل انحدار العائد الموزع بفترة إبطاء واحدة متناقضة مع توقعات النموذج النظري .

(٢) بالنسبة للعائد الدوري الموزع (D_{it}) فلقد كان أفضل النماذج هو :

$$D_{it} = - 1.1 + 0.01 P_{i,t-1} - 0.06 E_{it} + 0.77 D_{i,t-1} - 0.189 R_{it}$$

هذا النموذج قدم تفسيراً للنحو ٩٦٪ من التغيرات في العائد الموزع في هذا القطاع ، وجاءت إشارات معاملات انحدار كل من $P_{i,t-1}$ ، $D_{i,t-1}$ متفقة مع توقعات النموذج النظري ، أما معاملات انحدار (E_{it}) ، (R_{it}) فكانت متناقضة وغير معنوية إحصائياً .

ثانياً : في قطاع الشركات الصناعية

(٣) كانت أفضل النتائج بالنسبة لسعر السهم في هذا القطاع النموذج :

$$P_{it} = 10.6 + 6.8 E_{it} - 11.99 R_{it} - 5.44 D_{i,t-1} + 1.389 P_{i,t-1}$$

وهذا النموذج قدم تفسيراً للنحو ٨٩٪ من التغيرات في أسعار أسهم القطاع الصناعي ، وأظهر أن أهم المتغيرات تأثيراً في هذا القطاع هي حصة السهم من الأرباح الكلية والقيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة ، ولم تتفق إشارات معاملات انحدار كل من العائد الموزع بفترة إبطاء واحدة ولا العائد الرأسمالي الذي ينتج من التغير في القيمة السوقية للسهم مع توقعات النموذج النظري ، ولكنها كانت غير معنوية إحصائياً .

(٤) بالنسبة للعائد الدوري الموزع فلقد كانت أفضل النتائج للنموذج :

$$D_{it} = 0.642 - 0.006 P_{i,t-1} + 0.036 E_{it} + 0.905 D_{i,t-1} + 0.166 R_{it}$$

هذا وقد جاءت معاملات الانحدار متفقة هنا مع توقعات النموذج عموماً فيما عدا معامل انحدار القيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة فقد كان متناقضاً ولكنه كان غير معنوي إحصائياً . وعلى ذلك كانت أهم العوامل تأثيراً هي العائد الموزع بفترة إبطاء واحدة ونصيب السهم من الأرباح الكلية ، كما أنه رغم الإشارة الموجبة لمعامل العائد الرأسمالي إلا أنه غير معنوي إحصائياً ، هذا وقد قدم النموذج تفسيراً للنسبة ٩٥٪ من التغيرات في العائد من هذا القطاع الصناعي .

ثالثا : في قطاع النقل والخدمات

(٥) أفضل النماذج بالنسبة لسعر السهم في هذا القطاع كان :

$$P_{it} = - 18.38 + 4.9 E_{it} - 1.67 R_{it} + 12.06 D_{i,t-1} + 0.416 P_{i,t-1}$$

وقد قدم هذا النموذج تفسيراً للنسبة ٩٦٪ من التغيرات في أسعار أسهم هذا القطاع ، وتبين أن هذا التغير يتأثر إيجابياً بكل من حصة السهم من الأرباح والعائد الموزع بفترة إبطاء واحدة وكذلك القيمة السوقية بفترة إبطاء واحدة ، كما جاءت إشارة معامل انحدار العائد الرأسمالي متناقضة مع توقعات النموذج النظري .

(٦) بالنسبة للعائد الموزع فلقد كانت أفضل النماذج :

$$D_{it} = 1.399 + 0.44 D_{i,t-1} - 0.322 E_{it} + 0.047 P_{i,t-1} + 0.139 R_{it}$$

هذا النموذج قدم تفسيراً للنسبة ٩٧٪ من التغيرات في العائد من أسهم هذا القطاع ، وكانت أهم هذه المتغيرات تأثيراً هي القيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة والعائد الرأسمالي الناتج عن التغير في تلك القيمة السوقية ، هذا ولقد كان معامل انحدار العائد الموزع بفترة إبطاء واحدة رغم إشارته الموجبة غير معنوي ، كما تناقضت إشارة معامل انحدار حصة السهم من الأرباح الكلية مع توقعات النموذج النظري وستعرض لتفسير هذا لاحقاً بالبحث .

رابعا : في القطاع الزراعي

(٧) بالنسبة لسعر السهم في هذا القطاع فلقد كانت أفضل النتائج للنموذج :

$$P_{it} = - 0.027 + 1.87 E_{it} + 0.58 D_{i,t-1} + 0.92 P_{i,t-1} - 1.33 R_{it}$$

هذا النموذج قدم تفسيراً للنحو ٩٩٪ من التغيرات في أسعار أسهم القطاع الزراعي ، وظهر من هذا النموذج أن هذا التغير يتأثر إيجابياً بكل من نصيب السهم من الأرباح الكلية ، بالإضافة إلى القيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة ، هذا ولم تكن معنوية معامل انحدار العائد الموزع بفترة إبطاء واحدة بدرجة كافية كما تناقضت إشارة معامل انحراف العائد الرأسمالي مع توقعات النموذج النظري .

(٨) بالنسبة للعائد الموزع كانت أفضل النماذج هي :

$$D_{it} = 2.83 + 0.403 D_{i,t-1} + 0.527 E_{it} - 0.011 P_{i,t-1} - 0.264 R_{it}$$

وقد قدم هذا النموذج تفسيراً للنسبة ٩٥٪ من التغيرات في العائد الموزع من القطاع الزراعي ، ولم تكن معنوية معامل القيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة بدرجة كافية ، كما تناقضت

إشارة معامل انحدار العائد الرأسمالي مع توقعات النموذج ، ولكنها كانت غير معنوية إحصائيا . وكان أهم المتغيرات تأثيرا هو العائد الموزع بفترة إبطاء واحدة وحصة السهم من الأرباح وكان معامل انحدار كل منهما إيجابيا ومعنويا .

نخلص مما سبق إلى أن أهم تلك المتغيرات تأثيرا على سعر السهم في المملكة - وأن كان هذا بدرجات متفاوتة بين قطاع اقتصادي وآخر - كان على التوالي هو حصة أو نصيب السهم من الأرباح الكلية ، وقيمة السهم بفترة إبطاء واحدة ، بالإضافة إلى العائد الدوري الموزع بفترة إبطاء واحدة ، أما بالنسبة للعائد الدوري كمتغير تابع فلقد تبين أن أهم هذه المتغيرات تأثيرا هو العائد الدوري بفترة إبطاء واحدة و يليه حصة السهم من الأرباح هذا بالإضافة إلى القيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة .

توضح نتائج التحليل أن أفضل النماذج المختارة تتمتع بجودة توفيق عالية على وجه العموم ، وهذا يشمل جميع قطاعات الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة ، فقد قدمت هذه النماذج كما ذكرنا تفسيرا للنسبة ٨٩٪ وبلغت في بعض الحالات ٩٩٪ من التغيرات في قيمة المتغير التابع ، وكان كل من معامل انحدار $(P_{i,t-1}, E_{it})$ وهذه تمثل كلا من حصة السهم من الأرباح ، والقيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة معنويين بدرجة ثقة ٩٥٪ في أغلب الحالات ، وبالنسبة لمعامل انحدار (S_{it}) والذي يمثل حجم الأسهم لم يكن معنويا في أي من النماذج التي تم اختبارها ، مما يدل على أنه لا توجد علاقة تذكر بين حجم السهم والقيمة السوقية له في أي قطاع من قطاعات الأنشطة الاقتصادية المختلفة في المملكة العربية السعودية ، وهذا أيضا ينطبق على المتغير (B_{it}) والذي يمثل القيمة الدفترية للسهم . أما بالنسبة لبقية المعاملات التي ظهر عدم معنويتها بدرجة كافية ، فقد يرجع ذلك إلى وجود بعض الازدواجيات الخطية بين بيانات هذه المتغيرات والمتغيرات الأخرى المرافقة لها ، كذلك كانت هناك بعض معاملات انحدار بالسالب مما لا يتفق مع الفرض الخاص بوجود علاقة طردية بين المتغيرات التفسيرية والمتغيرات التابعة كما أسلفنا مثل رقم انحدار $D_{i,t-1}$ في كل من القطاع المالي والقطاع الصناعي ، ورقم معامل الانحدار R_{it} في القطاع الزراعي ، إلا أنه يمكن تبرير ذلك بأنه في الوقت الذي انخفضت فيه الأرباح الموزعة على المساهمين بعد انتهاء فترة طفرة النفط في المملكة ، وحتى في الحالات التي حقق فيها البعض من هذه الشركات خسائر واضحة فإنه لم يحدث أي انخفاض يذكر في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات ، وكان هذا ظاهرا وواضحا من بعض هذه القطاعات من النشاط الاقتصادي ، وأوضح مثال على ذلك قطاع الأسهم المالية ، وهذه سمة من سمات سوق الأسهم في الخليج

عامة وفي المملكة العربية السعودية خاصة ، حيث تتميز هذه الأسواق بوجود أموال طائلة تطارد عددا محدودا من الأسهم ، وكثيرا ما يلجأ بعض المستثمرين إلى الاستثمار بالخارج ، وذلك بسبب ضيق السوق المحلية وتلك القدرة الاستيعابية المحدودة ، ومن السهولة بمكان للمحلل الاقتصادي أن يدرك القدرة الاستيعابية المحدودة ، والانعكاسات التي قد تنتج عنه على الاقتصاد الوطني ، هذا ولقد قدر ما أعاده القطاع الخاص بالمملكة بعد خيبة الأمل التي منيت بها الاستثمارات في الأسواق المالية الدولية في أكتوبر ١٩٨٧ بما قيمته ١٦,٧ مليارا من الدولارات الأمريكية ، وذكر أنه لا يزال لدى القطاع الخاص بالمملكة استثمارات بالخارج قيمتها ٦٤ مليارا أخرى (١١) .

هناك تساؤل مهم ، وهو هل الأرباح الموزعة أو العائد الدوري بفترة إبطاء واحدة ($D_{i,t-1}$) أهم تأثيرا على القيمة السوقية الحالية للسهم (P_{it}) من حصة السهم من الأرباح الكلية (E_{it})؟ وهذه تشمل بالطبع كلا من الأرباح الموزعة والأرباح غير الموزعة المحجوزة كاحتياطيات ، كذلك ما مدى أهمية العائد الرأسمالي بالنسبة للمستثمر السعودي (R_{it})؟ من التحليل السابق يلاحظ أن أغلب معاملات الانحدار لهذه المتغيرات التفسيرية كانت موجبة ، حيث كان هناك ٢٧ معلمة موجبة من بين ٤٠ معلمة شملها هذا الجدول التحليلي ، وفي الغالب هذه المعلامات كانت معنوية بدرجة ثقة ٩٠٪ على الأقل كما أشرنا سابقا . وهنا تجدر الإشارة إلى أنه إذا كان هناك متغيران تفسيريان (س ، ص) وبفرض أنه تساوى معاملا انحدارهما ، لكن قيمة الإحصاء (t) بالنسبة للمتغير س كانت أكبر من قيمة الإحصاء (t) للمتغير ص ، فإن هذا يعني أن المتغير س أهم تأثيرا من المتغير ص ، هذا ، ويظهر التحليل السابق أنه كان للقيمة السوقية بفترة إبطاء واحدة ثم لحصة السهم من الأرباح التأثير الأكبر على القيمة الحالية للسهم ، وذلك في جميع القطاعات النوعية للأنشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة ، وظهر بالإضافة إلى ذلك ما للعائد الموزع الأخير من أثر واضح في قطاع الخدمات وما للعائد الرأسمالي من تأثير في القطاع المالي خاصة . أما بالنسبة للعائد الدوري الموزع فلقد تأثر في هذه القطاعات جميعها بالعائد الدوري السابق وبالنسبة أيضا لقطاع الخدمات فقد تأثر بالإضافة إلى ذلك بكل من القيمة السوقية السابقة والعائد الرأسمالي من السهم وهذه نتيجة منطقية تتفق مع ظروف وأوضاع الاستثمار في تلك القطاعات المختلفة وتظهر السمات الخاصة بكل من القطاع المالي وقطاع الخدمات والذي يتمثل فيه الحجم الأكبر من الأسهم السعودية .

بالنسبة للعائد الدوري (D_{it}) كمتغير تابع فلقد ظهر أن أهم المتغيرات المؤثرة عليه هما على

الترتيب $(P_{i,t-1}, D_{i,t-1})$ ، وهذه تمثل كلا من العائد الدوري والقيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة، وذلك على التوالي، ولم يظهر كذلك في أي من هذه النماذج المفضلة أي أهمية تذكر للمتغير (B_{it}, S_{it}) وهي تمثل حجم الأسهم والقيمة الدفترية على الترتيب، وهذا يؤكد أيضا على أن العائد من السهم في المملكة لا يتأثر بكم حجم الشركة أو القيمة الدفترية للسهم.

لقد كانت هناك بعض معاملات انحدار بالسالب للمتغير (E_{it}, R_{it}) وهي تمثل الربح الرأسمالي وحصة السهم من الأرباح الكلية على التوالي، وقد لوحظ هذا خاصة في قطاع أسهم الخدمات وقطاع الأسهم الزراعية، مما يدل على عدم وجود علاقة طردية بين المتغير التابع (سواء كان هذا هو سعر السهم أو العائد منه) وهذه المتغيرات التفسيرية، ويمكن تعليل ذلك بأنه نظرا لوجود ضمان حكومي بتوزيع عائد محدد في قطاع أسهم الخدمات، وعدم ارتباط هذا العائد المحدد (٧٪ حاليا) بتحقيق الشركة لأرباح من عدمه، لذلك لم يكن هناك للربح المتحقق من النشاط الخدمي أي تأثير على قيمة السهم أو العائد منه، كذلك فإن الإعانات الحكومية التي تقدم من الدولة لقطاع الشركات الزراعية كان لها نفس التأثير، وقد لوحظ أن القيمة السوقية لأسهم هذين القطاعين شبه ثابتة ولم يحدث فيها تغير يذكر، ومثل هذه الحالة لا يمكن أن يتوافر معها وجود عائد رأسمالي، وبالإضافة إلى ذلك فإن كثيرا من شركات الخدمات قد حققت خسائر لسنوات عديدة متتالية، ونذكر في هذا الصدد وعلى سبيل المثال لا الحصر الشركات الأربع الكبرى في قطاع الخدمات بالمملكة وهي شركات كهرباء (١٤، ص ٢٧) قد حققت خسارة قدرها ٢، ٣١٥٨ مليون ريال في عام ١٤٠٢ هـ، كما كانت أرباح الأسهم المقرر توزيعها طبقا للضمان الحكومي في تلك السنة ٥٧٥ مليون ريال، وعلى ذلك كانت جملة الإعانة المطلوبة من الدولة لهذه الشركات في هذه السنة ٢، ٣٧٣٣ مليون ريال، وهذا الرقم يمثل ٢١٨٪ من مجموع إيرادات هذه الشركات في تلك السنة، حيث بلغت جملة هذه الإيرادات ١٧٠٥ مليون ريال، كما بلغت جملة خسائر التشغيل للشركات الثلاث الكبرى منها عام ١٩٨٦ مبلغ ٦٧٢٣ مليون ريال (١٥، ص. ص ١٤٢-١٤٦).

بالنسبة للشركات الصناعية والشركات الزراعية فلقد أظهر التحليل وجود علاقة طردية بين العائد الدوري الموزع (D_{it}) والأرباح المحققة (E_{it}) حيث كانت معاملات الانحدار موجبة ومعنوية، أما بالنسبة لأسهم الشركات المالية فلم تكن هذه العلاقة واضحة بنفس هذا القدر، وكانت سلبية في أغلب نماذج هذا القطاع، ويمكن تفسير ذلك بأن شركات القطاع المالي قد قامت بتوزيع عائد من الاحتياطات التي بلغت في بعض هذه الشركات المالية أضعاف رأس المال، فعلى سبيل المثال

لقد كان رأس مال بنك الرياض المنشأ عام ١٩٥٧م مبلغ ٢٠٠ مليون ريال ، وقد بلغت مجموع احتياطات البنك في عام ١٩٨٩م مبلغ ٤٠٠٠ مليون ريال ، كما بلغت الأرباح المتبقية ٢٨٧ مليون ريال ، وبذلك بلغت حقوق المساهمين ٤٤٨٧ مليون ريال ، أي ما يساوي ٢٢ ضعفا لرأس المال ، كما بلغت قيمة السهم ٨٠ ألف ريال خلال فترة طفرة النفط ١٩٧٨م ، أي ثمانين ضعفا خلال عشرين عاما من تاريخ الإنشاء (١٦ ، ص ٢٤) ، ثم انخفض بعد ذلك إلى أقل من ٣٠ ألف ريال في بداية عام ١٩٨٧م وعاود الارتفاع مرة أخرى مع نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات ، ففي عام ١٩٩٢م قام بنك الرياض بتجزئة كل سهم إلى عشرة أسهم ، القيمة الأساسية لكل منها ١٠٠ ريال ، ثم قام بتجزئة كل سهم بعد ذلك إلى أربعة أسهم ، كما قام بمضاعفة رأس المال - هذا ولقد بلغ مجموع حقوق المساهمين والإيداعات أكثر من ٥٠ مليارا في نهاية عام ١٩٩٣م (١٧) ، وعلى هذا فإن ظاهرة الارتفاع الفجائي أو الانخفاض الفجائي في قيمة أسهم الشركات المالية هي من سمات سوق الأسهم في المملكة وليس لها في الواقع سبب مقنع ، وقد يساعد على حدوث مثل هذا الوضع غياب المعلومات والبيانات عن المستثمر ، كما يلاحظ أن هناك بعض الظواهر العشوائية سائدة في القطاع المالي مثل ظاهرة ارتفاع سعر سهم بنك القاهرة السعودي في عام ١٩٨٩م بدون وجود أي أسباب موضوعية لذلك ، بل كان يتوقع العكس تماما حيث حقق البنك خسائر في عدة سنوات متتالية وهذا من الظواهر اللافتة للنظر ، وبسببها تنخفض وترتفع قيمة الأسهم كثيرا وفي فترة زمنية محددة ، فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المالية خلال الفترة الخاضعة للدراسة ، وبلغت نسبة الزيادة في عام ١٩٨٩م فقط ٨٢٪. لأسهم البنك العربي السعودي ، ٧١٪. لأسهم البنك التجاري المتحد ، ٦٩٪. لأسهم بنك القاهرة السعودي ، ٥٦٪. لأسهم البنك السعودي الأمريكي ، ٤٨٪. لأسهم البنك السعودي البريطاني ، ٤٧٪. لأسهم البنك السعودي الفرنسي ، ٣٩٪. لأسهم البنك السعودي الهولندي ، ٥٢٪. لأسهم البنك السعودي للاستثمار ، هذا في الوقت الذي لم يصرف فيه أي عائد من أربع شركات مالية منها ، وهي البنك السعودي للاستثمار ، البنك السعودي البريطاني وبنك القاهرة السعودي والبنك التجاري المتحد ، كما لم يزد معدل العائد الموزع من البنوك الأخرى عن ٥ ، ٥٪. وهذا معدل ضعيف نسبيا (١٨) . كما أن سهم بنك الراجحي الذي بدأ تخصيصه في شهر فبراير ١٩٨٩م بسعر ١٠٠ ريال للسهم ، تضاعفت قيمته ثلاث مرات خلال شهر واحد من هذا التخصيص ، وبلغت قيمته خلال ١١ شهرا فقط من تاريخ التخصيص ١٤٠٠ ريال أي ١٤ ضعفا ، وهذا الوضع في الحقيقة ليس قاصرا على

القطاع المالي فقط وإن كان ظاهرا في هذا القطاع بصورة أوضح ، فشركة الخزف التي وزعت ربحا متواضعا في عام ١٩٩٠م فقط بعد أن توقفت عن صرف الأرباح لمدة تزيد عن خمس سنوات ارتفع سعر سهمها في العام التالي مباشرة ١٩٩١م بمعدل ٤٢٪ ، وارتفع سهم شركة الأسمدة في هذا العام بمعدل ٩١٪ ، كذلك هناك شركات انخفض سهمها إلى أقل من القيمة الأساسية مثل سهم شركة المواشي وشركة النقل البحري (١٨) ، وهذه نسب عالية ولافتة للنظر وليست من الظواهر المألوفة في الأسواق المالية الدولية .

أخيرا فإنه بالإضافة إلى ما تم تقديمه من اختبارات إحصائية للنماذج المقترحة فلقد قام Dur bin بتقديم اختبار آخر يصلح للتطبيق على هذه النماذج المقدمة وذلك في حالة وجود متغير تابع بفترة إبطاء ضمن المتغيرات التفسيرية أو المستقلة ويسمى هذا الاختبار المقترح باختبار (h) (١٢ ، ص ٤٢٨) ، حيث :

$$h = r \sqrt{\frac{n}{(1-n) \text{ var } (b)}}$$

وحيث (n) ترمز هذا لحجم العينة ، $r = 1 - \frac{D \cdot w}{2}$ ، $\text{var } (b)$ هي التباين المقدّر لمعامل المتغير بفترة إبطاء في تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى "OLS" ، غير أن هذا الاختبار لا ينجح إذا ما كانت $[n \text{ var}(b)]$ أكبر من أو تساوي الواحد الصحيح ، ويحدث هذا في حالة صغر حجم العينة ، ولقد كان هذا هو السبب في فشل إجراء هذا الاختبار لبعض هذه النماذج المقدمة ويوضح الجدول التالي رقم (٣) نتائج هذا الاختبار .

قمنا هنا باستعراض الخبرة الأجنبية في مجال تقويم الأسهم العادية ، ولقد اتضح من هذه الأدبيات المختلفة أن قيمة السهم العادي تعتمد بدرجة أو بأخرى على سياسة الشركة في توزيع الأرباح ، ومقدار العائد الموزع في المرتبة الأولى ، والسؤال الذي يطرح نفسه هو هل ذلك العائد الموزع هو العامل الوحيد الذي له تأثير كبير على القيمة السوقية للأسهم ، أم هو ترجمة وتعبير عن متغيرات أخرى عديدة وهامة تؤثر على هذه القيمة السوقية وبقوى مختلفة ، وتظهر محصلتها في رفع أو خفض قيمة السهم ، فلقد أظهرت الدراسة التي قدمها Miller & Ma digliana (١٩ ، ص ٤١١) بأن الشركات التي تلقى قبولا حسنا من المستثمرين ويزيد بالتالي سعر سهمها هي الشركات ذات درجة النمو العالية ، والتي يتوقع منها المستثمر تحقيق أرباح مستمرة تتزايد عاما بعد آخر ، وأن هناك ١٢ متغيرا هاما ينظر إليها المستثمر في السوق الأمريكية

بداية من العائد الموزع وانتهاء بصحة رئيس الدولة ، وكلها عوامل تؤثر على سلوك المستثمر وقراره الاستثماري ، بينما المتغيرات التي استخدمناها هنا في تحليلنا لسلوك الأسهم السعودية هي متغيرات محدودة ، وهذا راجع لعدم توافر البيانات من جهة ولعدم وجود سوق مالية منتظمة للأسهم في المملكة طبقا للمفهوم الحقيقي للسوق المالي ، ومن هنا لا يمكن التعويل كثيرا على نتائج هذا التحليل الكمي ، وعلى ذلك نلفت النظر إلى أن الجزء الكمي من هذا التحليل هو جزء فرعي وغير أساسي وخاص بالمدى القصير فقط ، وهذا راجع بصفة أساسية إلى قصر الفترة الزمنية المشمولة بالدراسة ، كما تجدر الإشارة إلى أن نتائج هذا التحليل الكمي لا ترقى لتأكيد حقائق أو استنتاجات يصعب تأكيدها دون توافر بيانات عن مدة زمنية مناسبة ، وعلى ذلك فإنه يلزم القيام بدراسات أخرى كلما توافرت هناك بيانات أكثر عمقا واتساعا وذات نوعية مختلفة بدرجة أكبر .

جدول رقم (٣)

نتائج اختبار (h) للنماذج المقدمة للأسهم السعودية

رقم النموذج	قيمة (r)	قيمة المتغير (b)	قيمة الإحصاء (h)
(١)	أولا: الأسهم المالية :	٠, ٠٤٨	٠, ٨٧ +
(٢)	٠, ٢٠ +	٠, ٠٢٨٩	٠, ٠٧٥ -
	٠, ٠٢ -		
(٣)	ثانيا: الأسهم الصناعية :	٠, ٣٦	*
(٤)	٠, ٤٢ +	٠, ٠١٩٦	٠, ١١٥٧ -
	٠, ٠٣٥ -		
(٥)	ثالثا: أسهم الخدمات :	٠, ٠٤٢٤	٠, ١٣٦٢ +
(٦)	٠, ٠٣٥ -	٠, ٠١٠٤	*** (١, ٦٥٦ -)
	٠, ٤٧ -		
(٧)	رابعا: الأسهم الزراعية :	٠, ٠٠١٦٩	٠, ١٢٠٠ +
(٨)	٠, ١٣ +	٠, ٠٠٣٩٦	٠, ٥٤٥٤ +
	٠, ٢٢ +		

(*) يفشل الاختبار (h) هنا لأن $[n \text{ var } (b) > 1]$.

(**) يوجد هنا ارتباط ذاتي سالب بين البواقي طبقا لاختبار (h) .

- النماذج المتبقية وعددها ستة نماذج من بين ثمانية نماذج مقدمة كانت قيمة (h) $> 1, ٦٤٥$ أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي في هذه النماذج ، وفي حالة زيادة قيمة الإحصاء (h) عن هذا الرقم فإن هذا يعني وجود ارتباط ذاتي موجب بين البواقي .

٥ - خلاصة البحث وأهم النتائج :

لقد استهدف هذا البحث بصفة أساسية بناء نماذج انحدارية لسلوك أسهم الأنشطة الاقتصادية المختلفة في المملكة العربية السعودية ، وتقوم الدراسة هنا على أساس نوعي حيث قمنا ببناء نماذج خاصة لكل من القطاع المالي والقطاع الصناعي وقطاع الخدمات بالإضافة إلى القطاع الزراعي ، وهذا ولقد تم في مقدمة هذا البحث استعراض بعض النماذج الدولية وكذلك تم عرض خلاصة بعض الدراسات السابقة للأسهم في المملكة ، والتي كان من أهم نتائجها أنه توجد تباينات بين سلوك الأسهم في القطاعات المختلفة بالمملكة ، كما أوصت بعض هذه الدراسات بأن يؤخذ هذا في الاعتبار عند دراسة سلوك الأسهم في المملكة ، ومن ثم فلقد تم وضع بعض الفروض الخاصة بالنموذج وتقديم الصورة العامة للنموذج النظري واختبار أربعة نماذج اثنين منها أحدهما خطي والآخر لوجاريتمي وهما خاصان بتقدير سعر السهم واثنان آخران خاصان بتقدير العائد من السهم ، وتم هذا الاختبار على بيانات كل من هذه القطاعات الاقتصادية المختلفة المذكورة ، وقد غطت البيانات الخاضعة للتحليل فترة عشر سنوات من ٢٦ / ٥ / ١٤٠٥ إلى ٣٠ / ٥ / ١٤١٥ هـ ، وتم تحديد أهم هذه المتغيرات المستقلة تأثيراً ثم أهم متغيرين فأهم ثلاثة متغيرات وهكذا حتى ستة متغيرات ، وذلك لاختبار أفضل النماذج المفسرة لسلوك الأسهم في المملكة . وقد أظهرت النتائج والتحليل أن أهم المتغيرات تأثيراً على سعر السهم كان على التوالي ، حصة السهم من الأرباح ، وقيمتها السوقية بفترة إبطاء واحدة ، والعائد الدوري الموزع الأخير وقد كان هذا بدرجات متفاوتة اختلفت من قطاع لآخر ، وقد كان أكثر القطاعات تأثيراً بهذه العوامل هو قطاع الخدمات ، كذلك أظهر التحليل أن أهم هذه المتغيرات تأثيراً على العائد الدوري من السهم كان على الترتيب العائد الدوري بفترة إبطاء واحدة ، وحصة السهم من الأرباح ، والقيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة ، ولقد اختلفت هنا أيضاً درجات هذا التأثير من قطاع لآخر ، وهذا ينسج مع فروض هذا البحث والمنهجية التي اتبعت في التحليل ، وهي الدراسة النوعية لكل قطاع منها على حدة ، وهذا ولقد لوحظ من نتائج هذا التحليل أن هناك بعض المتغيرات التي لم يظهر لها أي تأثير يذكر على سعر السهم أو العائد منه ، مثل حجم الأسهم (S_{it}) والقيمة الدفترية للسهم (B_{it}) ، وهذا يؤكد بأنه لا صحة للاعتقاد بأن حجم الأسهم بالشركة أو القيمة الدفترية لأسهمها لها أي تأثير يذكر على سعر السهم أو العائد منه في المملكة .

كما أظهر التحليل وجود بعض معاملات انحدار بالسالب لبعض المتغيرات في نماذج بعض

القطاعات ، مما لا يتفق مع فروض وجود العلاقة الطردية بين المتغيرات التفسيرية والمتغيرات التابعة ، وقد ظهر مثل هذا المعامل السلبي بالنسبة للمتغير (D_{it}) والذي يمثل العائد الموزع الأخير في قطاع الأسهم المالية ، إلا أنه يمكن تبرير ذلك بأنه في الوقت الذي انخفضت فيه الأرباح الموزعة على المساهمين ، وحتى في الحالات التي لم توزع فيها الشركات أرباحاً لأعوام عديدة والتي حقق البعض من هذه الشركات خسائر لسنوات متتالية ، فإنه لم يحدث أي انخفاض يذكر في القيمة السوقية لأسهم القطاع المالي ، بسبب وجود أموال طائلة وعدد محدود من الأسهم في هذا القطاع ، حيث إن حجم الأسهم في القطاع المالي يعتبر صغيراً إذا ما قورن بحجم الأسهم في القطاع الصناعي أو قطاع الخدمات بالمملكة ، هذا وقد قدمت النماذج تفسيراً لنسبة ٨٩٪ من التغيرات التي حدثت وبلغت النسبة في بعض هذه النماذج ٩٩٪ ، كما كانت المعنوية الإحصائية بدرجة ثقة ٩٠٪ على الأقل في أغلب هذه النماذج المقدمة .

كذلك أظهر التحليل بأنه كان للعائد الموزع الأخير $(D_{i,t-1})$ ثم للأرباح الكلية (E_{it}) الأهمية الكبرى في التأثير بالنسبة لأسعار أسهم قطاع الخدمات ولم يكن لحجم الأسهم في هذا القطاع (S_{it}) أو الأرباح الرأسمالية (R_{it}) أي تأثير يذكر ، كما لم تكن العلاقة إيجابية ، ويعلل ذلك بوجود ضمان حكومي للعائد من هذا القطاع ، وعدم ارتباط هذا العائد بتحقيق شركات هذا القطاع لأرباح من عدمه .

أما بالنسبة للقطاع الصناعي والقطاع الزراعي فلقد اتفقت نتائج التحليل مع فروض النموذج إلى درجة كبيرة ، وعلى وجه العموم أظهر التحليل بعض سمات خاصة بكل قطاع من الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة ، وهذه السمات ليست من الظواهر المألوفة في الأسواق المالية الدولية .

وأهم ملاحظات هذا البحث وتوصياته هي:

١- من شروط النموذج الجيد أن يناسب الظروف والأحوال الخاصة بالدولة المعنية بالدراسة ، وأن يربط بين العناصر المؤثرة بطريقة هادفة ، هذا بالإضافة إلى كون النموذج لا يحتاج إلى تقدير عدد كبير من المعلمات حتى يتسم بالبساطة مع إمكانية التطوير ، وعلى هذا فمن المنطقي وجود نماذج أخرى للتقويم في الدول النامية تناسب ظروف وأوضاع هذه الدول بصفة خاصة . كما أنه ليس بالضرورة أن تكون تلك النماذج متوافقة مع متغيراتها مع النماذج المستخدمة في الدول المتقدمة .

٢- إن هناك حلقة مفرغة في الدول النامية بسبب ندرة ومحدودية البيانات المالية ، فالبيانات الخاصة بالأوراق المالية في بلدان لا توجد بها سوق مالية طبقاً للمعنى الحقيقي للسوق من

الصعب تجميعها بالإضافة إلى كونها لا يمكن الاعتماد عليها بدرجة كبيرة ، كما تجدر الإشارة إلى أن البيانات التي تم تحليلها في هذه الدراسة هي بيانات خاصة بقطاعات من النشاط الاقتصادي لكل منها طبيعة وظروف خاصة ، مما جعل هناك فائدة محدودة تظهر لبعض هذه المتغيرات إذا ما قورن ما تحقق منها بالفائدة المتحققة في قطاعات أخرى .

٣ - لقد جمعت الفترة الخاضعة للدراسة بين فترات اقتصادية ذات سمات مختلفة فقد شهدت هذه الفترة بعض سنوات الوفرة المالية مقارنة بالسنوات التي تلتها ، وكذلك ببعض فترات الانكماش الاقتصادي ، كما تجدر الإشارة إلى أن النماذج التي قدمت هي نماذج خاصة بالمدى القصير تعتمد على عدد محدود من المتغيرات ، كما أن قيم معاملات "D.W" أشارت إلى عدم وجود مشكلة ارتباط تسلسلي Serial Correlation في النماذج المفضلة التي تم تقديمها ، وبالتالي فإن هذه النتائج قد لا تكون هي نفسها في المدى الزمني الطويل .

٤ - أظهر التحليل بعض السمات الخاصة بالسوق السعودية للأسهم ، من أهم هذه السمات وجود أموال طائلة تطارد عددا محدودا من الأسهم خاصة في القطاع المالي . كما أظهر التحليل أن حجم الأسهم بالملكة لا يساير المكانة الاقتصادية ولا الوفرة في الدخل بدليل وجو طلب كبير على الأسهم المحلية وحجم كبير من الأموال مستثمر في الخارج . ولقد اتسمت السوق السعودية بحساسية كبيرة للأحداث الاقتصادية الدولية ، ويتمثل هذا كما ذكرنا في عودة ما يقارب ٦٢ مليارا من الريالات إلى السوق السعودية عقب نكسة الأسواق المالية الدولية في أكتوبر ١٩٨٧ . وهذه الأموال العائدة قد أثرت في زيادة معدلات الطلب على الأسهم وبالتالي في ارتفاع أسعارها بحيث أصبح واضحا أنها مقيمة أكثر مما يجب "Overvalued" .

٥ - تتسم السوق السعودية للأسهم بموسمية التعامل ، حيث تبرز هناك فترات يرتفع خلالها معدل التداول ، وترتفع أسعار الأسهم بشكل ملحوظ ، وخاصة عند انتهاء السنة المالية للشركات وإعلان الأرباح ، كما ينكمش معدل التداول وتنخفض الأسعار بشكل ملحوظ أيضا عندما يسافر الكثيرون لقضاء عطلة الصيف بالخارج ، كذلك تتسم هذه السوق بأن أغلب المستثمرين النشطين فيها هم من كبار المساهمين الذي يملكون زمام الأمور ، وهذا ينعكس بالتالي على أسعار الأسهم ، وعموما فإن المراقب المتتبع لأسعار الأسهم في المملكة لن يحتاج إلى كثير من العناية لكي يدرك أن أسعار الأسهم في المملكة بصفة عامة مبالغ فيها ، وأنه ليس هناك أي مبرر يعلل مثل هذا الارتفاع الملحوظ . كما أن هذا الارتفاع ناتج عن ظروف خاصة بالطلب والعرض على هذه الأسهم في المملكة وليس له سبب اقتصادي واضح .

٦- إن الباحث يؤيد الرأي الذي ينادي بالسير قدما في تجربة التخصيص بالمملكة ، ونعني بها دخول القطاع الخاص لامتلاك الحصص العامة في المشروعات السلعية والخدمية في المملكة ، بدءا بالقطاع الصناعي ، ومرورا بقطاع النقل والخدمات ، وانتهاء بالقطاع النفطي ، ولعل أهم تجارب المملكة في هذا السبيل هو تخصيص ٣٠٪ من أسهم شركة سابك العملاقة ، ففي هذا تخفيف للعبء عن أجهزة الدولة ، شريطة أن يكون هذا التخصيص من خلال الدراسة المتأنية التي تأخذ بعين الاعتبار جميع الظروف والأبعاد الاقتصادية والاجتماعية ، وبالطبع هناك تجارب ناجحة لدول عديدة سبقتنا في مجال التخصيص يمكن الاستفادة منها مثل بريطانيا . كما أن هناك أمرا على جانب كبير من الأهمية وهو أنه لا يمكن فصل التخصيص عن مشكلة عدم وجود سوق مالية ، أو بمعزل عن الاقتصاديات الخليجية باعتبار أن هذه الاقتصاديات متجانسة ولها نفس الخصائص . كذلك ماذا عن مشكلة ضمان عائد ٧٪ على أسهم شركات الخدمات ، إن هذا الضمان سوف يشكل عبئا كبيرا على الدولة ومتزايدا مع تزايد تقديم مثل هذه الخدمات ما لم تطبق اقتصاديات السوق على ما تقدمه هذه الشركات من خدمات .

٧- التخصيص يتطلب سوقا متطورا للأوراق المالية في المملكة وعلى مستوى دول المنطقة ، والمملكة يمكن أن تكون مركزا لهذه السوق الخليجية حيث يتوافر بها الكثير من المكونات اللازمة لإنشاء مثل هذه السوق . ففي المملكة عدد مناسب من الشركات المساهمة ، وهناك حجم مناسب من الأسهم ، وهذا الحجم في تنام مستمر نتيجة إنشاء شركات جديدة ونتيجة للتوجه نحو التخصيص ، وهناك ضرورة لتداول هذه الأسهم ، وعملية التداول هذه يلزم تنظيمها بواسطة سوق مالية طبقا للمعنى الحقيقي للسوق المالية .

٨- يوصي الباحث بالإسراع في إنشاء بورصة أوراق مالية في المملكة على غرار الأسواق المالية الدولية حيث إن ذلك يشكل عاملا مهما في توفير رأس المال اللازم لخطط التنمية كما يعمل هذا على تنظيم عملية تداول الأوراق المالية وتوفير البيانات والمعلومات الصحيحة واللازمة للمستثمرين حيث إن ذلك يزيد من ثقة المستثمر بالسوق بالإضافة إلى أنه يمثل حافزا لعودة الأموال المهاجرة للخارج وإعادة توطينها وهذا شيء مرغوب فيه رغم الآثار السلبية للأموال العائدة في المدى الطويل وسوف تساهم في تنمية وازدهار المملكة . لذلك يمكن القول إن إنشاء بورصة في المملكة أصبح ضرورة لا تقتصر فائدتها على البائع والمشتري فقط بل تشمل المساهم والشركة والدولة كل على حد سواء . إن هذه كلها أمور تتكامل مع بعضها البعض وتنسجم مع أهداف دول المنطقة وتطلعاتها . كما أن هذه مفاهيم وأمر جديرة بالدراسة والاهتمام من قبل الباحثين .

ملحق رقم (١)
« الشركات المساهمة السعودية المشمولة بالدراسة وتاريخ إنشائها »

مسلسل	اسم الشركة	تاريخ الإنشاء	مسلسل	اسم الشركة	تاريخ الإنشاء
I	الشركات المالية :		III	شركات الخدمات والنقل :	
١	البنك العربي الوطني	١٤٠٠ هـ	١٨	السعودية للفنادق	١٣٩٧ هـ
٢	البنك السعودي الأمريكي	١٤٠١ هـ	١٩	الشركة العقارية	١٣٩٧ هـ
٣	البنك السعودي البريطاني	١٣٩٩ هـ	٢٠	النقل البحري (قديم)	١٣٩٢ هـ
٤	بنك القاهرة السعودي	١٤٠٠ هـ	٢١	النقل البحري (جديد)	١٣٩٨ هـ
٥	البنك السعودي الهولندي	١٣٩٧ هـ	٢٢	النقل الجماعي	١٣٩٩ هـ
٦	البنك السعودي التجاري المتحد	١٤٠٣ هـ	٢٣	خدمات السيارات	١٤٠٣ هـ
٧	بنك الرياض	١٣٧٧ هـ	٢٤	شركة المواشي	١٤٠١ هـ
٨	البنك السعودي للاستثمار	١٣٩٧ هـ	٢٥	شركة كهرباء الوسطى	١٣٩٩ هـ
٩	البنك السعودي الفرنسي	١٣٩٨ هـ	٢٦	شركة كهرباء الغربية	١٤٠٢ هـ
II	الشركات الصناعية :		٢٧	شركة كهرباء الشرقية	١٣٩٩ هـ
١٠	الصناعات الأساسية (سابق)	١٣٩٧ هـ	٢٨	شركة كهرباء الجنوبية	١٤٠١ هـ
١١	شركة الأسمدة (سافكو)	١٣٨٥ هـ	IV	الشركات الزراعية :	
١٢	الحزف السعودي	١٣٩٨ هـ	٢٩	الوطنية للتنمية الزراعية	١٣٩٨ هـ
١٣	السعودية للزيوت (صافولا)	١٣٩٩ هـ	٣٠	القصيم الزراعية	١٤٠٤ هـ
١٤	التصنيع الوطنية	١٤٠٥ هـ	٣١	حائل للتنمية الزراعية	١٤٠٥ هـ
١٥	المصانع العربية السعودية	١٣٧٩ هـ	٣٢	تبوك للتنمية الزراعية	١٤٠٤ هـ
١٦	الغاز والتصنيع الأهلية	١٣٨٣ هـ	٣٣	السعودية للأسمك	١٤٠١ هـ
١٧	الجبس الأهلية	١٣٧٨ هـ			

مصادر البيانات : مؤسسة النقد العربي السعودي - بيانات أسعار الأسهم الفترة من ٢٦ / ٥ / ١٤٠٥ إلى ٣٠ / ٥ / ١٤١٥ هـ وكذلك البيانات المنشورة للشركات المساهمة السعودية - مجلس الغرف التجارية الصناعية السنوات من (١٤٠٥ - ١٤١٥) هـ - النشرات الشهرية لكل من بنك الرياض - اتجاهات الأسهم السعودية - والبنك العربي الوطني - التقرير الاقتصادي - الأعداد الشهرية - النشرة من جمادى الأولى ١٤٠٥ هـ إلى جمادى الآخرة ١٤١٥ هـ .

المراجع

- Hayes, D.A. and W.S. Bauman, Investment Analysis and Management, (١)
New York Macmillan Publishing Company, Inc., 1979.
- Khoury, S.J., Investment Management, Theory and Applications, New (٢)
York, Macmillan Publishing Company, 1983.
- Niederhoffer, V. and Regan, P., Earnings Changes Analysis, Forecast and (٣)
Stock Prices, Financial Analysis Journal, 28 (3), 1972, p.65-71.
- (٤) عبدالسلام ، محمود إبراهيم ، أثر المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم المتداولة في
المملكة العربية السعودية ، المجلة المصرية للدراسات التجارية ، المجلد ١٢ ، العدد الثاني ،
١٩٨٨م ، ص ص ٢١٠ - ٢٣٠ .
- (٥) مدني ، غازي عبيد ، عدنان صوفي وياسين الجفري ، تكوين مؤشرات لقياس الأداء في
سوق الأسهم السعودي والتنبؤ بالوضع الاقتصادي ، مجلة جامعة الملك سعود (العلوم
الإدارية) ، المجلد الثاني (١٤١٠ هـ - ١٩٩٠ م) ، ص ص ٢٤٩ - ٢٨٣ .
- (٦) الدسوقي ، السيد إبراهيم ، الأسهم الممتازة وأسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة
العربية السعودية ، مجلة جامعة الملك سعود (العلوم الإدارية) ، المجلد الخامس (١٤١٣ هـ -
١٩٩٣ م) ، ص ص ٢٥٥ - ٢٩٤ .
- (٧) أحمد عبدالقادر ، فريد بشير الطاهر ، أثر المؤشرات المالية على أسعار الأسهم
السعودية ، مجلة البحوث التجارية المعاصرة ، كلية تجارة سوهاج ، جامعة أسيوط ، المجلد ٧ ،
العدد (١) ، يونيو ١٩٩٣ م ، ص ص ٢٥١ - ٢٦٧ .
- (٨) عبدالقادر عبدالله ، دراسة تطبيقية لأهم العوامل المحددة لأسعار أسهم البنوك التجارية
في سوق الأسهم السعودي ، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ، السنة الثامنة عشرة العدد
(٧١) أكتوبر ١٩٩٣ ، ص ص ٧١ - ٨٩ .
- (٩) فلمبان ، غازي محفوظ ، الاستثمار بالأسهم في المملكة العربية السعودية (جدة/
تهامة) ، ١٤٠٧ هـ .
- (١٠) المنيف ، ماجد ، التخصيص في المملكة العربية السعودية : ملاحظات أولية ، جمعية
الاقتصاد السعودية : إصدارات علمية (٧) : نظرة في التخصيص ، ص ص ٢٧ - ٥٢ .

(١١) التقرير السنوي ، مؤسسة النقد العربي السعودي ، إدارة الأبحاث الاقتصادية والإحصائية ، أعداد مختلفة .

Greene, William H. "Econometric Analysis". New York: Macmillan Publishing Company. (1993).

Gujarati, Damodar. "Basic Econometrics", New York, McGraw-Hill Book Company, 1988.

(١٤) تقييم الأداء الاقتصادي للشركات العاملة في قطاع الكهرباء ، الغرفة التجارية الصناعية ، إدارة البحوث الاقتصادية ، الرياض ، ١٤٠٤ هـ .

(١٥) الواقع المالي والإداري للشركات المساهمة السعودية ، الغرفة التجارية الصناعية ، إدارة البحوث الاقتصادية ، الرياض ، ١٩٨٩ م .

(١٦) التقرير السنوي لبنك الرياض ، بنك الرياض ، العبيكان للطباعة والنشر ، الرياض ، ١٩٨٩ م .

(١٧) اتجاهات الأسهم السعودية ، بنك الرياض ، العدد ٧٩ ، أكتوبر ١٩٩٤ م ، ص ٤ - ٥ .

(١٨) نشاط سوق الأسهم ، مجلة تجارة الرياض ، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض ، عدد يونيو ١٩٩٠ م ، ص ٢٠ - ٢٣ .

Miller M., and Madigliana F., Dividend Policy Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business Oct. 1981, pp 411-431.

على
دائم في
المراكز الأكاديمية
والجامعات في
العربي والغربي، من
المشاركة الفعالة للأه
المختصين في تلك اله
والجاء

فضيلة - محكمة
تصدر عن مجلس النشر العلمي
جامعة الكويت

- صدر

العدد الأول

في يناير ١٩٨١

المجلة العربية للملوم الانسانية

- تلبي رغبة الأكاديميين
والمتقنين من خلال
نشرها للبحوث الأصيلة
في شتى فروع العلوم
الإنسانية باللغتين العربية
والإنجليزية، إضافة إلى
الأبواب الأخرى
النحوات، المناقشات
مراجعات الكتب،
التقارير.

رئيسة التحرير

د. شفيقة بستكي

توجه المراسلات إلى رئيس التحرير: ص.ب. ٢٦٥٨٥ الصفقة

رمز بريدي 13126 الكويت

المقر: كلية الآداب - السويخ

هاتف: ٤٨١٧٦٨٩ - ٤٨١٦٢٦١ - ٤٨١٥٤٥٣ - فاكس: ٤٨١٣٥١٤