

دور البيانات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية :
دراسة نظرية إختبارية بالتطبيق على المملكة العربية السعودية

دكتور. رضا إبراهيم صالح
كلية التجارة - جامعة طنطا

دور البيانات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية : دراسة نظرية إختبارية بالتطبيق على المملكة العربية السعودية

١ - مقدمة :

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين مجموعة من البيانات المحاسبية وأسعار الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، وتحديد تلك البيانات ذات الأهمية فى اتخاذ القرارات الاستثمارية فى سوق الأوراق المالية. ويعد سوق الأوراق المالية من المستلزمات الأساسية للتنمية الاقتصادية والمالية لأية دولة خصوصاً تلك الدول التى تتيح للقطاع الخاص أن يلعب دوراً هاماً فى عملية التنمية، حيث يودى وجود الأسواق المالية النشطة والمتطورة إلى توجيه المدخرات للاستثمار فى الأنشطة الإنتاجية. وقد تم اختيار سوق الأسهم السعودية كمجال للدراسة نظراً لما تشهده حالياً من مرحلة تحويلية هامة تزداد خلالها توجهات الدولة نحو مشاركة القطاع الخاص فى مختلف الأنشطة الاقتصادية، وتشجيع المستثمرين لتوجيه استثماراتهم نحو بدائل الاستثمار المختلفة من خلال بيع مشروعات القطاع العام إلى القطاع الخاص، وتعاظم الدور الذى يمكن أن تلعبه البيانات المحاسبية خلال تلك المرحلة فى تقييم الشركات التى يتم خصصتها وتحديد القيمة الحقيقية لأسهمها، وتطوير التقارير المالية والإفصاح المحاسبى لتلبية احتياجات مختلف الأطراف من المتعاملين فى سوق رأس المال. وعلى ذلك تبدو أهمية التعرف على المتغيرات المحاسبية الأكثر أهمية فى التأثير على أسعار الأسهم، ومن ثم يمكن للجهات المنظمة لأسواق رأس المال السعى نحو توفير ونشر تلك البيانات بصفة دورية ومنظمة، الأمر الذى يساعد على تدعيم كفاءة هذه الأسواق وتهيئة المناخ الاقتصادى لتقبل ونجاح عملية التخصيص دون إحداث هزات عنيفة بالاقتصاد لا يستطيع السوق تحملها.

ولقد تناولت العديد من الدراسات دور البيانات المحاسبية فى مختلف المجالات التى تهم مستخدمى التقارير المالية، إلا أنه لا يوجد اتفاق بين تلك الدراسات على أهمية وطبيعة تلك البيانات التى تؤثر على قرارات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية، وذلك لأن الطلب على تلك البيانات المحاسبية ونوعيتها يختلف نتيجة لاختلاف تفضيلات المستثمرين ورغباتهم وقدراتهم الاستثمارية، وتكلفة الحصول على تلك البيانات والمنافع المتوقعة نتيجة استخدامها فى اتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة. وقد حاولت تلك الدراسة تحديد مدى أهمية البيانات المحاسبية التى تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال الدراسة التحليلية لبعض الدراسات السابقة فى هذا المجال، والتى أظهرت وجود مجموعة من المتغيرات المحاسبية التى قد يكون لها تأثير على قرارات الاستثمار فى سوق الأوراق المالية والمتمثلة فى بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية. وقد تم إختبار دور تلك البيانات فى سوق الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من الفروض المحاسبية، تمثلت فى الفرض الأساسى وهو وجود علاقة ارتباط موجبة بين القيمة السوقية للأسهم وتلك البيانات المحاسبية مجتمعة، وتم تجزئة الفرض الأساسى إلى ثلاث فروض فرعية بغرض تحديد مدى أهمية كل متغير من تلك المتغيرات فى التأثير على القيمة السوقية للأسهم.

وقد تم إجراء الدراسة الإختبارية على سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط موجبة بين القيمة السوقية للأسهم والبيانات المحاسبية المستخدمة فى النموذج مجتمعة، كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار البسيط بين القيمة السوقية للأسهم وكل متغير من المتغيرات المستقلة المستخدمة فى الدراسة، أن البيانات الخاصة بالربحية تمثل أكثر البيانات المحاسبية أهمية فى

التأثير على القيمة السوقية للأسهم، تليها البيانات المتعلقة بالتدفقات النقدية، أما البيانات المتعلقة بالمخاطرة المالية فقد كان تأثيرها منخفضاً معنوياً على القيمة السوقية للأسهم.

٢- أهداف البحث:

تناولت العديد من البحوث المحاسبية دراسة العلاقة بين البيانات المحاسبية والقرارات التي يتخذها المستثمرون في الأوراق المالية. وبالرغم من اتفاق معظم تلك الدراسات على أهمية البيانات المحاسبية لاتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية، إلا أنها قد اختلفت في تحديد طبيعة ونوعية هذه البيانات. ويتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في إجراء دراسة تحليلية لطبيعة ونوعية البيانات المحاسبية بهدف تحديد تلك البيانات التي تؤثر على أسعار الأسهم وبالتالي على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية. وعلى ذلك فإنه يمكن صياغة أهداف البحث فيما يلي:

- دراسة وتحديد العلاقة بين البيانات المحاسبية المنشورة وأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.
- مقارنة مدى استجابة أسعار الأسهم للبيانات المحاسبية المختلفة، بغرض ترتيب أهمية تلك البيانات بالنسبة للمستثمرين.
- دراسة وتحليل طبيعة ونطاق سوق الأسهم السعودية وتحديد درجة كفاءتها، وذلك من خلال الدراسة التطبيقية لأثر بعض البيانات المحاسبية على أسعار الأسهم لعينة من الشركات المتداولة أسهمها في سوق الأوراق المالية السعودية.

٣- أهمية البحث:

تكمن أهمية هذه الدراسة في إمكانية الحكم على المنفعة الاقتصادية للبيانات المحاسبية لمتخذي القرارات الاستثمارية ومدى انعكاس تلك البيانات على كفاءة سوق الأسهم. وفي ظل الاتجاه المتزايد نحو تنفيذ سياسات التخصيص، وتعظيم الدور الذي تعول عليه خطط التنمية في المملكة العربية السعودية على القطاع الخاص لدفع عملية التنمية، تبدو أهمية دراسة الدور الذي يمكن أن يقوم به البيانات المحاسبية في سوق الأسهم السعودية من تلبية احتياجات المستثمرين ومساعدتهم على اتخاذ قراراتهم، وبالتالي تجميع المدخرات المتوافرة لدى الأفراد والمؤسسات وحشدتها لتشكيل مصادر تمويل للشركات المساهمة.

٤- حدود البحث:

تقتصر الدراسة في هذا البحث على أثر البيانات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية على قرارات الاستثمار في الأسهم باعتبارها أحد أدوات الاستثمار الهامة في سوق رأس المال دون التعرض للأدوات الاستثمارية الأخرى. كما أن مجال تطبيق هذه الدراسة هو سوق الأسهم السعودية.

٥- تنظيم البحث:

يتضمن البحث بعد المقدمة السابقة الأجزاء التالية :

- أهمية البيانات المحاسبية للمستثمر .
- البيانات المحاسبية وعلاقتها بسوق الأوراق المالية.
- الدراسة التطبيقية.
- الخلاصة والنتائج.

٦- أهمية البيانات المحاسبية للمستثمر:

تعتبر البيانات المحاسبية بشقيها الفعلى والتقديرى الركيزة الأساسية التى يعتمد عليها المستثمرون عند اتخاذ قراراتهم، فهى الأساس الذى يعتمدون فى تقييم أسعار الأوراق المالية بشكل مسنم، وتحديد تلك الأوراق المالية التى تعتبر أسعارها أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية، بمعنى تحديد ما يعرف بـ (Samuels, 1995) under and over priced securities. إلا أنه من الصعوبة بمكان تحديد طبيعة ونوعية البيانات التى يحتاجها كل مستثمر عند اتخاذ قراراته المختلفة فى سوق رأس المال ويرجع ذلك إلى اختلاف تفضيلات المستثمرين ورغباتهم وموقفهم بالنسبة لعوامل الربحية والمخاطرة وتوقعاتهم لحجم التدفقات النقدية سواء من الأرباح الموزعة أو من ناتج بيع ما يمتلكونه من أوراق مالية.

وبالطبع فإن تحركات أسعار الأوراق المالية يتوقف على نوعية المعلومات الداخلة إلى السوق، فإذا كانت تلك المعلومات تحمل أخباراً سارة (Good news) للمتعاملين فى السوق فإن ذلك يودى إلى زيادة الطلب على الاستثمارات مما يودى إلى ارتفاع أسعارها. وذلك كما فى حالة وجود أخبار أو تصريحات أو معلومات جديدة عن انفراج أزمة اقتصادية أو سياسية أو عن انتعاش فى النمو الاقتصادى أو عن انخفاض فى معدلات الضرائب أو توسعات جديدة فى الشركات أو عن الأرباح أو التوزيعات أو غيرها. أما إذا كانت المعلومات تحمل أخباراً غير سارة (Bad news) للمتعاملين فى السوق فإن ذلك يدفعهم إلى اتخاذ قرارات بالتخلص من استثماراتهم مما يودى إلى زيادة عرضها فى السوق وبالتالي إلى انخفاض أسعارها. وذلك كما فى حالة وجود معلومات جديدة عن توقعات حدوث كساد أو ركود اقتصادى أو عن تحقيق خسائر من النشاط أو من زيادة معدلات الضرائب أو أسعار الفائدة أو غيرها.

لقد كان لدراسة (Ball and Brown, 1968) حول أهمية الإفصاح المحاسبى وتفسير العلاقة بين عائد الأسمه ومعدلات الربحية أكبر الأثر فى توجيه الدراسات المحاسبية حول استخدام مفهوم المحتوى الإعلامى لدراسة العلاقة بين البيانات المحاسبية وأسعار الأسمه. ولقد قدمت تلك الدراسة تحليلاً للعلاقة بين أسعار الأسمه وعوائدها السنوية، وتوصلت إلى وجود تأثير للبيانات المعلن عنها على أسعار الأوراق المالية فى سوق نيويورك.

وتعددت الدراسات والبحوث المحاسبية بعد ذلك حول أهم العوامل التى تساهم فى تحديد أسعار الأسمه فى سوق الأوراق المالية. ومع أن هذه الدراسات قد انفتحت فى الهدف إلا أنها تباينت فى منهجية البحث والدراسة وذلك بالتركيز على جوانب مختلفة تكمل بعضها البعض. ولقد اهتمت معظم الدراسات فى هذا المجال بثلاثة عوامل رئيسية هى صافى الربح والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية، وفيما يلى استعراض لأهم تلك الدراسات وذلك فى إطار يخدم أهداف البحث وفقاً للترتيب التالى:

- أهمية الربح للمستثمر
- أهمية التدفقات النقدية للمستثمر
- أهمية قياس حجم المخاطرة للمستثمر

٦-١ أهمية الربح للمستثمر:

يعتبر قياس الربح والتنبؤ به من أهم العوامل التى يركز عليها فى تحديد قيمة الاستثمارات المختلفة. ذلك أنه كلما زاد رقم الربح كلما أمكن زيادة التوزيعات النقدية، وكلاهما يؤثر على قيمة الأسمه فى سوق رأس المال. كما يعبر رقم الربح عن مدى كفاءة استخدام إدارة المنشأة للموارد المتاحة لديها.

ويوضح (Bernstien & Siegil 1990) أهمية الربح " بأنه لأغراض اتخاذ القرارات بواسطة المحللين الماليين فإن أهمية تحديد مستوى الربح وقوة تدفقه تستمد من استخدامه كأساس للتنبؤ بحجم الربح لفترة أو فترات قادمة. فالنتائج الخاصة بالماضي والحاضر تستمد معظم أهميتها من إمكانية استخدامها كأساس لتحديد قيمتها مستقبلاً. والتحليل الخاص بقيمة الأسهم والسندات والأنواع الأخرى من الاستثمارات يعتمد بصفة أساسية على ما يتوقع تحقيقه من ربح في المستقبل، ويهتم المستثمر برقم الربح المحقق فعلياً إضافة إلى الزيادة المتوقعة مستقبلاً عند تقييمه لهذه الأنواع من الأوراق المالية "

وعلى الرغم من اختلاف مجتمع المستثمرين في أهدافهم، فمنهم من يعطى الأهمية لقيمة العائد على رأس المال، ومنهم من يعتبر الأرباح المجمعة هي الأساس، بينما يرى البعض الآخر أن الأصول التي تتميز بنوع من الضمان لها الأفضلية عند اتخاذ القرارات، إلا أن العامل المشترك بين هذه التفضيلات المختلفة هو صافي الربح المتوقع تحقيقه في المستقبل. ذلك أن قيمة هذا الربح تعتبر دلالة على مقدرة المنشأة في الحصول على التدفق النقدي اللازم للتوزيعات في المستقبل، وكأساس لاستمرار النمو في رأس المال، وضماناً لحماية أصول المنشأة.

ويتفق (Lev, 1989) مع ما سبق في قوله " بأن هناك اتفاقاً من الناحية النظرية والعملية على أن رقم الربح المتوقع تحقيقه يمثل أهم العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة الحالية للأسهم. إذ أن سعر السهم يتغير بشكل سريع متأثراً بالبيانات الخاصة برقم الربح المحقق والمتوقع تحقيقه مستقبلاً "

وفي دراسة أخرى بواسطة (Bernard & Thomas 1989) تناولت مدى احتواء كل من التدفق النقدي وأساس الاستحقاق من معلومات، وذلك بدراسة أثر نشر كل منهما على سلوك أسعار الأسهم خلال فترة الإفصاح عنهما. وقد اعتمد البحث على قياس درجة الارتباط بين أسعار الأسهم لمجموعة من الشركات، وبين التدفق النقدي، والتدفق المالي، ورأس المال العامل، والربح. كما تم استخدام جودة الربح والظروف الاقتصادية العامة كعوامل تفسيرية لوجود فروق بين ما يتضمنه التدفق النقدي من معلومات عما يتضمنه أساس الاستحقاق. وقد أوضحت النتائج أنه لا توجد فروق بين أثر التدفق النقدي وكل من المقاييس المختلفة لأساس الاستحقاق.

يضاف إلى هذه النتائج ما توصل إليه (Board et al., 1989) من أن سلوك أسعار الأسهم تتحرك كما لو كان سوق رأس المال يدرك بأن الربح المحاسبي يمثل أكثر المقاييس ملائمة لقياس إنجاز المشروع عن الاعتماد على كل من التدفق النقدي والتدفق المالي.

وقد تناولت دراسة (Francis et al., 1992) أثر نشر البيانات المالية الخاصة بالأرباح على التغير في أسعار الأسهم خلال الفترة القصيرة التالية لعملية النشر. وذلك من خلال مقارنة مدى استجابة سوق المال للإفصاح عن الربح خلال (فترة التعامل اليومي) مع استجابة السوق خلال فترة ما بعد التعامل (الفترة المسائية). وذلك استناداً إلى بعض الأسباب التي قد ينتج عنها اختلاف في استجابة سوق المال للإعلان عن الربح بين الفترتين والتي من بينها:

- اختلاف نوعية وكمية المعلومات الواردة لسوق المال خلال الفترتين، وما له من آثار على سرعة تعديل أسعار الأسهم.
- اختلاف كيفية معرفة واستجابة المتعاملين بسوق المال بين الفترتين.
- الإجراءات المستخدمة لتحديد الأسعار الافتتاحية والأسعار السائدة خلال فترة التعامل ومدى قدرتها على الوصول للسعر المتوازن.

وقد أوضحت النتائج أنه لا يوجد دليل على أن قرارات المستثمرين عند بدء الافتتاح تعكس بصورة كاملة المعلومات المفصح عنها خلال الفترة المسائية السابقة. ويرجع ذلك إلى أن تأثير السعر والحجم بالمعلومات المعن عنها لا يتم بالكامل خلال فترة قصيرة، وإنما يبدأ عند فترة الافتتاح ويظل مستمرا حتى بداية اليوم التالي.

واهتمت دراسة (Bamber & Cheon, 1995) بتحديد مدى الفرق بين أثر نشر البيانات الخاصة بالربح على كل من سعر وحجم التعامل، وذلك من خلال محاولة الإجابة على التساؤلين التاليين:

- هل يؤدي الإفصاح عن الربح إلى تغير كبير في السعر مقابل تغير أقل في حجم التعامل، أو العكس؟
- وإذا أسفرت النتائج عن ذلك، فهل هذا الاختلاف يرجع إلى خصائص وصفات معينة مصاحبة لعملية الإعلان عن الربح؟

وللإجابة على تلك التساؤلات تم تتبع الإعلان عن الأرباح الربع سنوية وأثره على كل من حجم التعامل وسعر السهم لمجموعة من الشركات. وقد أوضحت النتائج أن الإعلان عن الربح قد أدى إلى:

- تغيير كبير في حجم التعامل مقابل تغيير ضئيل في السعر
- أو تغيير كبير في السعر مقابل تغير ضئيل في حجم التعامل.
- عندما ينتج عن الإعلان عن الربح تغير كبير في حجم التعامل نسبة إلى التغيير في السعر فإن ذلك يكون متلازما مع:
- اختلاف بين المحللين الماليين في التنبؤ بالربح (قبل الإعلان عنه)
- تغير عشوائي كبير للربح غير المتوقع.
- زيادة في سعر الأسهم

ومن ناحية أخرى تناولت دراسة (Forbes & Skerrat, 1992) تقييم رد فعل سوق المال لنشر رقم التنبؤ الخاص بالربح الذي يتم بواسطة المحلل المالي، وذلك بالتركيز على الفرق بين رد فعل السوق للتنبؤات التي تنشر بواسطة المحلل المالي الذي يعمل سمسارا للشركة وبين رد فعل السوق للتنبؤات التي تنشر بواسطة المحلل المالي المستقل، استنادا لنظرية الوكالة. حيث أن الاختلاف في رد فعل السوق الناتج عن تنبؤات المحلل المالي التابع للشركة يجب أن يؤخذ بنوع من الحذر بسبب العلاقة التعاقدية بينه وبين الشركة. وقد أوضحت النتائج أن التغيير في السعر نتيجة نشر التنبؤات الخاصة بالربح بواسطة المحلل المالي التابع للشركة تكون أقل حساسية قياسا بالتغير في السعر الذي يحدث نتيجة نشر تنبؤات المحلل المالي المستقل.

يستخلص مما سبق:

- أن سوق الأوراق المالية وحجم التعامل فيها يتأثر بنشر كل من رقم الربح الفعلي والتقديري (تنبؤات الأرباح).
- يجب أن تشمل التقارير المالية على تنبؤات الإدارة بالأرباح المتوقعة، وذلك لما لديها من بيانات داخلية بخلاف البيانات المنشورة في التقارير المالية عن العوامل المختلفة التي من الممكن أن تؤثر على الربح المتوقع. وفي نفس الوقت يجب أن تؤخذ تلك التنبؤات بنوع من الحذر من قبل المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

٦-٢ أهمية التدفقات النقدية للمستثمر:

أشارت لجنة معايير المحاسبة المالية الأمريكية (Financial Accounting (FASB Standard Board إلى أن تقديم معلومات عن قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية يمثل الهدف الأول من أهداف القوائم المالية. ويتفق هذا المفهوم مع ظهور العلاقة بين صافي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة وأسعار الأسهم والمخاطرة في النظرية الحديثة للتمويل. حيث تساعد التدفقات النقدية في التنبؤ بالعائد السوقي المتوقع للسهم، وتعتمد دقة تلك التنبؤات على دقة المعلومات المحاسبية المتوفرة وقت حسابها. وهذا يعني أن التدفقات النقدية المستقبلية تكون مفيدة للمستثمر في اتخاذ قراراته، غير أنها مشروطة بما يتم الإفصاح عنه من معلومات في القوائم المالية عن القدرة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية. وفي تأكيد أهمية المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية للمستثمر أوضح المعيار رقم ٩٥ لسنة ١٩٨٧ Statement of Cash Flows (NO 95 الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB أهميتها في:

- المساعدة على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية .
- تحديد قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها وقدرتها على سداد توزيعات الأرباح وكذلك مدى حاجتها إلى الحصول على تمويل خارجي.....

كما أصدرت الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين (١٤١٦ هـ) مشروع قانون قائمة التدفق النقدي والذي يتطلب أن تعد الشركات المساهمة قائمة التدفق النقدي لكل مدة محاسبية تعد عنها القوائم المالية تبين شرحاً للتغير في النقد والأموال المماثلة للنقد، كما يجب أن تبيّن كافة أوجه التدفق النقدي التشغيلي والاستثماري والتمويلي وصافي تأثيرها على النقد والأموال المماثلة للنقد خلال المدة المحاسبية. (مشروع قائمة التدفق النقدي، ١٤١٦ هـ)

لاشك أن بيانات التدفقات النقدية تعطي صورة كاملة عن سياسات وقرارات الإدارة في الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، وهذا ما يحاول المستثمر ومستخدم القوائم المالية استنتاجه من تحليله القوائم المالية. بالإضافة إلى أن بيانات التدفقات النقدية تخدم بصورة مباشرة نماذج تقويم الأصول الرأسمالية، والتي تفترض أن قيمة الأصل تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد خصمها بمعامل الخصم المناسب، بمعنى أن قيمة الأصل في أي تاريخ تتحدد بمدى قدرة هذا الأصل على تحقيق تدفقات نقدية صافية للمنشأة خلال العمر الإنتاجي أو المتبقي للأصل، ولذلك يتم خصم التدفقات النقدية بمعدل الخصم المناسب للوصول إلى قيمتها الحالية (Cheng & Schefer, 1997).

وبناءً على ما تقدم فإن المعلومات المحاسبية المنشورة عن التدفقات النقدية تخدم المستثمر كأحد المدخلات في نماذج تقييم الأصول الرأسمالية، وبالتالي فإن الإفصاح عن التدفقات النقدية يقدم معلومات ذات قيمة تخدم المستفيدين من القوائم المالية في مجالات قرارات الاستثمار أو الإقراض. فالمستثمر أو المقرض عندما يتخذ قرار فإنه يفاضل بين النقدية الحاضرة والنقدية المتوقعة مستقبلاً، وعادة ما يتوقع المستثمرون أن تزيد التدفقات النقدية المستقبلية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة، ومن هنا تظهر أهمية التدفقات النقدية وتوقيتها واحتمال الحصول عليها فضلاً عن مصادر تلك التدفقات.

وفي دراسة لأهمية بيانات التدفقات النقدية لمستخدمي التقارير المالية، فقد حاول بعض الباحثين (Bowen et al, 1988) دراسة ما تضيفه بيانات التدفقات النقدية إلى مجموعة المعلومات التي تتضمنها أسعار الأسهم، حيث قامت الدراسة باختبار وجود ارتباط بين التدفقات النقدية غير المتوقعة والعوائد غير المتوقعة للأسهم. وقد أثبتت نتائج الدراسة وجود محتوى إعلامي إضافي نسبي لبيانات التدفقات النقدية وخصوصاً تلك البيانات المتعلقة

بالتدفقات النقدية الناتجة من العمليات التشغيلية زيادة عما هو موجود في أرباح الاستحقاق. هذا بالإضافة إلى وجود محتوى إعلامي إضافي للتدفقات النقدية زيادة عن تلك المعلومات التي تحتويها بيانات الأرباح ورأس المال العامل معاً. كما أثبتت أيضاً نتائج الدراسة أن بيانات الأرباح ذات محتوى إعلامي إضافي عن بيانات التدفقات النقدية بمفردها. وخلصت نتائج الدراسة إلى أن معلومات التدفقات النقدية لها قوة تفسيرية إضافية عن تلك القوة الموجودة في معلومات الأرباح وحدها، والعكس فإن بيانات الأرباح لها قوة تفسيرية إضافية عن تلك الموجودة في بيانات التدفقات النقدية وحدها.

وقد استخدمت دراسة (Ashiq, 1994) تحليل العلاقة غير الخطية بين العائد السنوي للسهم وكل من الربح، ورأس المال العامل من النشاط تجاري، والتدفق النقدي. وباستخدام العلاقة الخطية بين العائد السنوي للسهم خلال فترة محددة وكل من التغير في الربح ورأس المال العامل من النشاط الجاري، والتدفق النقدي كقياس للجزء غير العادي من هذه المتغيرات وذلك لمقارنة النتائج بالدراسات السابقة، واستخدام تلك النتائج أيضاً كأساس لمقارنتها بنتائج العلاقة غير الخطية. وقد أوضحت العلاقة الخطية بأن التدفق النقدي لا يتضمن معلومات مقارنة بما يحتويه الربح ورأس المال العامل من معلومات. ويلاحظ اختلاف نتائج هذه الدراسة عن نتائج دراسة Bowen et al. ، ويرجع ذلك لاختلاف حجم العينة بين الباحثين والمدة التي جمعت عنها البيانات. إلا أن النتائج المستخرجة من استخدام العلاقة غير الخطية بين السعر الحدي للسهم وبين الجزء غير العادي من المتغيرات الثلاثة قد أوضحت احتواء كل من الربح ورأس المال العامل من النشاط الجاري والتدفق النقدي على معلومات ذات تأثير على قرارات المتعاملين في سوق رأس المال .

ومن ناحية أخرى حاولت دراسة (Zeller et al. , 1994) تحديد ما إذا كانت التدفقات النقدية تقدم صورة قوية ووحيدة للتحليل المالي للشركات التجارية، ذلك أن نسب التدفق النقدي من النشاط الجاري تعطي صورة كاملة عن مقدرة المنشأة لتحقيق تدفق من النشاط الجاري يكفي لخدمة ديونها والحصول على الأصول اللازمة لها. وللتحقق من ذلك اعتمد البحث على استخدام أسلوب التحليل العائلي Factor analysis ، والذي يعمل على ترتيب المنشآت حسب خصائصها المالية باستخدام النسب المالية. ولقياس المعلومات المالية في التدفق النقدي من النشاط الجاري تم مقارنة مجموعة من نسب التدفق النقدي بمجموعة من النسب المستخرجة طبقاً لأساس الاستحقاق والتي تعبر عن الخصائص الرئيسية لنشاط المنشأة وقدرتها على السداد . وقد أوضحت النتائج أن نسب التدفق النقدي من العمليات الجارية تعطي مؤشراً واضحاً عن مختلف أوجه النشاط وقدرته المنشأة على السداد .

ومما يؤكد أهمية بيانات التدفقات النقدية أيضاً دراسة (Pfeiffer et al, 1998) عن مدى إمكانية استخدامها للحكم على جودة الأرباح، حيث يتم نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى صافي الربح كاختبار لجودة الربح. بمعنى أنه كلما زادت نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى صافي الربح، زادت جودة الربح والعكس صحيح. لذلك فإن المنشأة التي يكون لديها مقياس مرتفع لصافي الربح مع وجود تدفق نقدي منخفض هي منشأة تستخدم القواعد المحاسبية التي تؤدي إلى تعظيم أرباح الفترة الحالية. وبالتالي يمكن القول بأن جودة الأرباح تتحدد بمدى انعكاسها في صورة تدفقات نقدية للمنشأة في المستقبل، بمعنى أنه إذا كانت أرباح المنشأة مرتفعة في الأجل القصير دون أن يقابل ذلك تدفقات نقدية مناسبة، فإن أرباح هذه المنشأة تكون قليلة الجودة .

من هذه الدراسات يمكن استخلاص الآتى:

- دلتى الرغم من التضارب فى نتائج الدراسات السابقة حول مدى أهمية بيانات التدفقات النقدية للمستثمر ومدى احتوائها على معلومات إضافية تفوق بيانات الاستحقاق، إلا أنه يمكن القول بأن استخدام بيانات التدفقات النقدية فى التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية أكفأ من المقاييس المحاسبية الأخرى . كما أن النسب المالية للتدفق النقدى تعطى مؤشراً جيداً عن أوجه نشاط المشروع وقياس مدى قدرة المشروع على سداد التزاماته .
- يرجع التضارب فى نتائج الدراسات السابقة إلى أن بعض تلك الدراسات قد استخدمت العديد من المقاييس البديلة للتدفقات النقدية مثل استخدام صافى الربح من العمليات الجارية، أو صافى الربح بعد إضافة الاستهلاكات. بالإضافة إلى الاختلاف فى حجم العينات والأساليب الإحصائية المستخدمة وفترة الدراسة. كما أن التغير فى رقم الربح والتدفق النقدى غالباً ما يكون فى نفس الاتجاه مما يجعل من الصعب التفرقة بين أثر كل منهما على أسعار الأسهم.

٦-٣ أهمية قياس حجم المخاطرة للمستثمر:

تعتبر المخاطرة والعائد فى استثمار الأسهم من أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار، ولذلك فإن عملية الاستثمار فى أى أداة من الأدوات الاستثمارية تعتمد على درجة معينة من المخاطرة ومستوى معين من العائد، وأغلب النماذج التى تعرضت لدراسة سلوك المستثمر قد ركزت على دراسة هذين العاملين. وبالتالي فإن اتخاذ القرارات الاستثمارية تقوم أساساً على الموازنة بين العائد من جهة ودرجة المخاطرة من جهة أخرى، ومن ثم تكون المنفعة المتوقعة للمستثمر هى دالة لكل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المصاحبة لهذا العائد. أى أن الخطر المرتبط باستثمار معين يرتبط بمعدلات العائد الخاص بهذا الاستثمار، فكلما زاد التقلب فى معدلات العائد زادت المخاطرة المرتبطة به (Creig, 1998)

وطبقاً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية، The Capital Asset Pricing Model، فإن العائد المتوقع على الأوراق المالية يتضمن عائداً خالياً من المخاطر مضافاً إلى علاوة الخطر Risk Premium ، وأن علاوة الخطر على أى ورقة مالية (أو محفظة من الأوراق المالية) تخص نوعاً معيناً من الخطر يعرف بخطر السوق . ويعتبر الانحراف المعياري لقيم الورقة المالية (المحفظة الاستثمارية) (المحفظة الممكنة هو أفضل ما يمثل خطر الاستثمار. (Fama, & Kenneth , 1992)

ولقد اهتمت دراسة (Ismail et al., 1989) ببحث ما إذا كانت بيانات التدفقات النقدية تحتوى على معلومات أكثر مما تحتوى عليها بيانات الأرباح فى التنبؤ بمخاطر السوق. وذلك عن طريق دراسة العلاقة بين الأرباح وتدفقات الأموال والتدفقات النقدية ومخاطر السوق، باستخدام نموذج تحليل الانحدار المتعدد . وركزت الدراسة على اختبار القوة التفسيرية الإضافية لمقاييس المخاطرة من الأرباح وتدفقات الأموال والتدفقات النقدية، وذلك بنسبة كل مقياس إلى غيره من المقاييس الأخرى. وقد أوضحت النتائج أن إضافة متغير تدفقات الأموال والتدفقات النقدية، لنموذج الانحدار الذى يستخدم فيه معامل الأرباح كمتغير مستقل، يودى إلى زيادة وتحسين القوة التفسيرية لمخاطر السوق، كما أن التدفق النقدى يتضمن معلومات عن إيضاح مخاطر السوق أكثر من التدفق المالى ومن الأرباح، كما التدفق المالى يتضمن معلومات أكثر من الأرباح .

ومن جهة أخرى وللتحقق من كفاءة البيانات المحاسبية المستخرجة طبقاً لمقاييس مختلفة قارن (BarNiv, 1990) بين مقدره البيانات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية

المعدة طبقاً لكل من أساس " Statutory accounting principles " والذي يعتمد على استخدام أسعار السوق في تقييم حقوق الملكية والمقابلة بين الإيرادات والمصروفات، وأساس القيم السوقية - التدفق النقدي " Market value - Cash flow " والذي يعتمد على تقييم الأصول طبقاً للقيم السوقية والربح طبقاً للتدفق النقدي الداخل والخارج، والقوائم المالية المعدة طبقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها. وذلك للتنبؤ بمقدرة المشروع على سداد الالتزامات والقدرة على تصنيف الشركات من حيث قدرتها على السداد أو من حيث تعرضها للتعثُر المالي، وذلك بالنسبة لشركات التأمين نظراً لأن معظم أصولها تمثل استثمارات في أوراق مالية. وقد اعتمد البحث على فرض أساسي، هو أنه بزيادة توافر البيانات المعتمدة على أسعار السوق ومع زيادة الاعتماد على بيانات التدفق النقدي فإن ذلك يؤدي إلى زيادة القدرة على التنبؤ بمقدرة المشروعات على السداد. وقد أوضحت النتائج صحة هذا الفرض مما يدل على أن بيانات التدفق النقدي تتضمن معلومات ذات أهمية في هذا المجال.

يتضح من تحليل الدراسات السابقة والجوانب الأساسية التي ركزت عليها، فيما يتعلق بأهمية البيانات المحاسبية للمستثمرين ما يلي:

- أن الخطوات المختلفة لاتخاذ القرار الاستثماري مثل تحديد تكلفة رأس المال، وتقييم المشروع، وتحديد العلاقة بين العائد وسعر السهم تعتمد على التنبؤ برقم الربح المتوقع خلال الفترات القادمة.
- أن التدفق النقدي يعبر عن قدرة المشروع على جلب النقود اللازمة للعمليات الجارية أو لإعادة استثمارها أو لدفع التوزيعات النقدية. وتبدو هذه الأهمية من كونه لا يتأثر - كما في حالة الربح - بحالة التضخم، وبالأساليب والمبادئ والسياسات المحاسبية المختلفة.
- نظراً لأن حجم المخاطرة المالية تتعلق بصفة رئيسية بالشركة مصدره الأسهم، وأن البيانات المحاسبية تعبر عن نشاط الشركة وخصائصها الأساسية، ويتمثل ذلك في المقدرة المالية والكفاءة الإدارية، فإنه يمكن استخدام البيانات المحاسبية للتنبؤ بحجم المخاطرة المالية لوجود ارتباط بينهما.

٧ - البيانات المحاسبية وعلاقتها بسوق الأوراق المالية:

٧-١ طبيعة وأهمية سوق الأوراق المالية:

يشير مفهوم سوق المال إلى الإطار الذي تتساق من خلاله الأموال فيما بين الأفراد والمؤسسات داخل المجتمع الواحد. بمعنى أنه يمثل أداة تتساق من خلالها الأموال بين المدخرين والمستثمرين، وكذلك بين الجهات التي لديها فائض من الأموال وتلك التي تعاني عجز في التمويل. في إطار المفهوم السابق يمكن القول بأن السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترى تلك الأوراق بغرض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا التجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيم بين المتعاملين في السوق. وتنقسم سوق الأوراق المالية من حيث الشكل إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة، ويطلق على الأسواق المنظمة (بورصة الأوراق المالية) حيث يتم التعامل في الأوراق المالية وفق إجراءات معينة معلومة وفي مكان محدد وتحت رقابة هيئة متخصصة تكون خاضعة غالباً لإشراف الدولة. أما الأسواق غير المنظمة فيتم تداول الأوراق المالية فيها من خلال بيوت السمسة والبنوك التجارية وقد لا تخضع لإجراءات دقيقة ومحددة (حماد، ١٩٩٨).

- وعلى ذلك يمكن القول بأن عناصر سوق الأوراق المالية تتكون مما يلي:
- الأوراق المالية (الأسهم والسندات) : وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون: وهم البائعون والمشترون والسامسة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعملية تداول الأوراق المالية.
- المعلومات: وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ القرارات المتعلقة بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرقبين.
- المنظمون: وتمثل الجهات المهيمنة على السوق سواء أكانت جهات حكومية أو جهات مهنية .

ووفقاً لنوعية التعامل في الأوراق المالية يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية أو سوق الإصدار وسوق ثانوية أو سوق التداول. ويقصد بسوق الإصدار تلك التي تنشأ من إصدار الأوراق المالية – وبصفة خاصة الأسهم – لأول مرة عند تأسيس الشركات الجديدة أو عند زيادة رأسمالها، حيث يترتب على ذلك إصدار أوراق مالية جديدة لم تكن موجودة من قبل، أى أن بائع الورقة المالية هو مصدرها. وترجع أهمية سوق الإصدار إلى أنها تتيح للأفراد فرصة استثمار أموالهم وفي نفس الوقت تتيح لمشروعات الأعمال فرصة الحصول على الأموال اللازمة للاستثمار. أما سوق التداول فهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق الاكتتاب فيها في سوق الإصدار.

وتبدو أهمية سوق التداول في إمكانية التخلص من الأوراق المالية التي تم شراؤها من سوق الإصدار في الوقت الذي يرغبه المستثمر وبسعر معلوم، بمعنى أنها توفر السبيلة في الوقت المطلوب. أما بالنسبة للمشروعات المصدرة للأوراق المالية فإن سوق التداول يحدد السعر الذي يمكن الحصول عليه نتيجة أى إصدار إضافي من تلك الأوراق، بمعنى أن سوق التداول هي التي تحدد تكلفة الأموال للمشروعات المختلفة. فكلما كانت أسعار الأوراق المالية في سوق التداول مرتفعة كلما زادت حصيلة الأوراق المالية الجديدة المصدرة لأغراض التوسع أو النمو وبالتالي انخفضت تكلفة الأموال واستطاعت المنشأة التي تتمتع بأوراقها المالية بسعر مرتفع أن تحصل أيضاً على ثقة المقرضين – طالما حصلت على ثقة حملة الأسهم – وبالتالي يمكن الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة معقول. (هندي، ١٩٩٣)

مما سبق يمكن القول بأن وجود سوق للأوراق يحقق وظيفة هامة للاقتصاد القومي، عن طريق إيجاد قنوات لتجميع المدخرات الخاصة وتوجيه هذه المدخرات نحو الإنتاج، وهذا يؤدي إلى تحقيق زيادة كل من الادخار و الاستثمار وما ينتج عن ذلك من زيادة في معدلات النمو الاقتصادي. كما أن وجود سوق مالية في أى بلد من البلدان يؤدي إلى تخصيص أكفأ للموارد الاقتصادية، فالوحدات الاقتصادية التي يكون لديها فائض من الأموال في السوق وتُقارن بين ما يمكن أن تحصل عليه من هذه الموارد في الاستخدامات البديلة من حيث العائد والمخاطرة والقبالية للتداول، ومن خلال هذه المقارنة تتجه الوحدات الاقتصادية نحو أفضل استخدام لمواردها الاقتصادية. وحتى يقوم السوق المالي بدوره بشكل فعال لابد من توافر المناخ الملائم لعمل هذا السوق، وذلك بزيادة الوعي لدى المواطنين بأهمية السوق. وكذلك توفير المناخ الملائم لاستقرار السياسات الاقتصادية والتشريعات المختلفة التي تحكم النشاط الاقتصادي في المجتمع. كما يجب أن تتوفر في الاقتصاد مؤسسات مالية منظمة وتعمل بكفاءة حتى تحفز المدخرين والمستثمرين على السواء، وأى تدنى في هذه الأمور سوف يكون له أثر كبير على فعالية وكفاءة السوق المالية.

٧-٢ سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية:

تعتبر السوق السعودية للأسهم حديثة النشأة من ناحية الاهتمام والتنظيم، وبعد نظام الشركات لعام ١٩٦٥م وتعديلاته للأعوام ١٩٦٧، ١٩٨٢، ١٩٨٥م المصدر الأساسي الذي ينظم إصدار الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، حيث يحدد هذا النظام الأوراق المالية المسموح بإصدارها، الشروط والإجراءات التي تحكم عملية الإصدار والتداول. ويتم تداول الأسهم في المملكة العربية السعودية، من خلال البنوك التجارية فقط، ففي أبريل ١٩٨٣ صدر قرار عن وزارة المالية والاقتصاد الوطني يحصر تداول الأسهم في البنوك السعودية. وفي عام ١٩٨٤م صدرت القواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، على أن تقوم بدور الوسيط لصالح عملائها مباشرة، حيث منع إجراء أي تداول للأسهم بدون وساطتها، وحظر على البنوك التجارية أن تقوم بالمتاجرة بالأسهم لحسابها الخاص. كما طلب من كل بنك أن يخصص وحدة تداول مركزية في مركزه الرئيسي أو أحد فروعها، تتولى استقبال طلبات الفروع وإتمام عمليات التداول مع البنوك الأخرى. كما تم إنشاء مكتب مركزي في قسم مراقبة الأسهم بمؤسسة النقد العربي السعودي، ترسل إليه يوميا عبر الفاكس طلبات الشراء والبيع التي لا تتمكن وحدات التداول في البنوك من إجراء المطابقة عليها، ويتولى هذا المكتب توزيع الطلبات الواردة إليه يوميا على كافة الوحدات المركزية للبنوك عبر الفاكس أيضا. وتهدف هذه العملية إلى تنشيط التداول في سوق الأسهم عن طريق زيادة سرعة تداول ونقل المعلومات بين البنوك. وتتولى الإشراف على عملية تداول الأسهم لجنة دائمة تسمى "لجنة الإشراف" مكونة من مندوبين من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ووزارة التجارة، ومؤسسة النقد العربي السعودي، وتعقد هذه اللجنة اجتماعاتها مرة واحدة شهريا على الأقل بمقر مؤسسة النقد العربي السعودي، وتلتزم بتقديم تقرير ربع سنوي عن أعمالها للجنة الوزارية، ويجب موافقة اللجنة على أي تعديلات على القواعد التنفيذية لعملية التداول. (قواعد تداول الأسهم السعودية، ١٩٩٧م)

مما سبق يتضح أن سوق الأسهم السعودية لا يوجد بها مؤسسات مالية أو أفراد يقومون بدور "صانعي الأسواق" فالبنوك محظور عليها التعامل في الأسهم لحسابها الخاص، وكذلك الوسطاء العاملين في وحدات التداول بالبنوك، كما أنه لا توجد بورصة للأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، بمعنى وجود هيئة منفصلة لتنظيم تداول الأوراق المالية، ويتكون سوق الأوراق المالية السعودي من مجموعة من العناصر على النحو التالي: (كبييه، ١٩٩٨)

— **الجهاز الحكومي**: ويتمثل في مؤسسة النقد العربي السعودي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني اللتين تديران سوق الأسهم السعودية وفق قواعد وضوابط تنظم حركة الأسهم استنادا إلى نظام الشركات الصادر في عام ١٩٦٥م وتعديلاته في الأعوام التالية، كما تستطيع الحكومة أن تؤثر على حركة الأسهم من خلال ملكيتها أسهم بعض الشركات المساهمة.

— **البنوك**: حيث توجد لدى البنوك السعودية أقسام خاصة لبيع وشراء الأسهم مزودة بشاشات إلكترونية تعرض عمليات الشراء والبيع، وتوضح أسعار العرض والطلب وأسعار الإقفال والافتتاح. وتؤثر البنوك على أسعار الأسهم من خلال صناديق الاستثمار التي يقوم بإدارتها خبراء متخصصون في هذا المجال، وذلك من خلال سياسة الاقتراض السهلة مع المتعاملين في السوق، مما يؤدي إلى ضخ كميات كبيرة من السيولة في سوق الأسهم يترتب عليها ارتفاع أسعار الأسهم بشكل مستمر.

— **المكاتب الخاصة للأسهم**: هناك عدد كبير من المكاتب الخاصة تقوم بالاتجار في سوق الأسهم مستعينة بالاقتراض من البنوك، ويصعب حصر تلك المكاتب نظرا لوجود عدد كبير منها غير مسجل وقد لا يمتلك الخبرة والمعلومات المطلوبة لتداول الأوراق المالية. وقد يكون

ذلك السبب وراء استبعاد تلك المكاتب من التنظيم الجديد لتداول الأسهم وحصر التداول عن طريق البنوك فقط، إلا أنها لم تتوقف عن العمل وخصوصاً المكاتب الرئيسية منها، وذلك عن طريق تقديم صفقات جاهزة إلى وحدات التداول بالبنوك، ويقوم البنك باستكمال الإجراءات الشكلية لإتمام الصفقة واقتسام العمولة مع تلك المكاتب، لمساهمتهم في تنشيط التداول في وحداتها المركزية.

— الشركات المساهمة : بلغ عدد الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها في السوق السعودية خلال عام ١٩٩٨ حوالي (٧٢ شركة) ، تضم النسبة الأكبر من رؤوس أموال الشركات التجارية على مستوى المملكة ككل.

وعلى الرغم من عدم وجود بورصة للأوراق المالية في السعودية — بمعنى وجود هيئة مستقلة لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية — فإن سوق الأسهم السعودية تحتل المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية . ويشكل حجم سوق الأسهم السعودية ٣٣% تقريباً من إجمالي القيمة المصدرة لأسواق الأسهم العربية . ولقد شهدت سوق الأسهم السعودية انخفاضاً ملحوظاً في معدل النمو خلال عام ١٩٩٨م، فلقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نحو ٥١,٥ مليار ريال مقابل ٦٢,١ مليار ريال عام ١٩٩٧ ، محققة انخفاضاً نسبته ١٧% عن العام السابق. ويرجع ذلك إلى ما شهدته بعض الأسواق المالية العالمية من أزمات مالية واقتصادية خلال ١٩٩٨ انعكست آثارها على النمو الاقتصادي العالمي، وعلى تراجع أسعار النفط، ومن الطبيعي أن يتأثر سوق الأسهم السعودية مثل بقية الأسواق المالية العالمية بهذه التغيرات. وقد بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة في عام ١٩٩٨ حوالي ٢٩٤,٦ مليون سهم مقابل ٣١٤ مليون سهم في العام السابق، محققاً انخفاضاً نسبته ٦,٢%. وبلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة حوالي ١٥٩,٩ مليار ريال مقابل ٢٢٢,٧ مليار ريال في العام السابق بانخفاض نسبته ٢٨,٢%. وسجل مؤشر أسعار الأسهم انخفاضاً نسبته ٢٧,٨% ليبلغ نحو ١٤١٣,١ نقطة مقابل ارتفاع نسبته ٢٧,٩% في العام السابق. ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي (جدول رقم ١)

(جدول رقم ١) مؤشرات سوق الأسهم السعودية

الفترة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)	القيمة السوقية للأسهم* (مليار ريال)	عدد الصفقات	المؤشر العام لأسعار الأسهم (١٩٨٥=١٠٠٠)
١٩٨٥	٣,٩٤	٧٥٩,٩٧	٦٧,٠٠	٧٨٤٢	٦٩٠,٨٨
١٩٨٦	٥,٢٦	٨٣٠,٧٥	٦٣,٤	١٠٨٣٣	٦٤٦,٠٣
١٩٨٧	١٢,٠١	١٦٨٥,٥٢	٧٢,٨	٢٣٢٦٧	٧٨٠,٦٤
١٩٨٨	١٤,٦٤	٢.٣٦,٧٩	٨٥,٩	٤١٩٦٠	٨٩٢,٠٠
١٩٨٩	١٥,٢٧	٣٣٦٣,٦٩	١٠٧,٣	١١٠٠٣٠	١.٠٨٦,٨٣
١٩٩٠	١٦,٩٤	٤٤٠٣,٢٤	٩٧,٣	٨٥٢٩٨	٩٧٩,٨٠
١٩٩١	٣٠,٧٦	٨٥٢٧,٣١	١٨٠,٨	٩.٥٥٩	١٧٦٥,٢٤
١٩٩٢	٣٥,٢٠	١٣٦٩٨,٨٣	٢٠٦,١	٢٧٢.٧٥	١٨٨٨,٦٥
١٩٩٣	٦٠,٣١	١٧٣٦٠,٠٣	١٩٧,٩	٣١٩٥٨٢	١٧٩٣,٣٠
١٩٩٤	١٥٢,٠٩	٢٤٨٧١,٠٨	١٤٥,١	٣٥٧١٨٠	١٢٨٢,٩٠
١٩٩٥	١١٦,٦٢	٢٣٢٢٦,٥٩	١٥٣,٣٩	٢٩١٧٤٢	١٣٦٧,٦٠
١٩٩٦	١٣٧,٣٨	٢٥٣٩٧,٣٣	١٧١,٩٨	٢٨٣٧٥٩	١٥٣١,٠٠
١٩٩٧	٣١٣,٩٨	٦٢٠٦٠,٣٦	٢٢٢,٧	٤٦٠٠٥٦	١٩٥٧,٨٠
١٩٩٨	٢٩٤,٦٤	٥١٥٠٩,١٦	١٥٩,٩١	٣٧٦٦١٧	١٤١٣,١٠

وفيما يتعلق بنشاط سوق الأسهم السعودية والذي يشتمل على ٧٢ شركة مساهمة موزعة على ستة قطاعات مختلفة، من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام ١٩٩٨، فقد كان قطاع المصارف التجارية أنشطها تداولاً حيث بلغت قيمة أسهمه حوالي ٣٢,٨ مليار ريال بنسبة ٦٣,٧% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، يليه في المركز الثاني قطاع الصناعة بنحو ٩,٥ مليار ريال بنسبة ١٨,٥% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة ثم قطاع الخدمات في المركز الثالث بنحو ٤,٦ مليار ريال بنسبة ٨,٨% فقط قطاع الأسمت في المركز الرابع بحوالي ٣,٥ مليار ريال بنسبة ٦,٨%، يلي ذلك قطاع الكهرباء ثم قطاع الزراعة بقيمة تداول ٠,٨ مليار ريال و ٠,٣ مليار ريال وينسب ١,٥% و ٠,٧% على التوالي من إجمالي قيمة التداول. أما نشاط السوق من حيث كمية الأسهم المتداولة، وكذلك من حيث عدد الصفقات خلال عام ١٩٩٨ فقد تصدر قطاع المصارف التجارية تعاملات السوق أيضاً. ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي (جدول ٢)

(جدول ٢)

تداول الأسهم حسب القطاعات خلال عام ١٩٩٨

القطاعات	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	النسبة إلى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	النسبة إلى الإجمالي	عدد الصفقات (الف سهم)	النسبة إلى الإجمالي
المصارف	٣٢,٨	٦٣,٧	١٢٩,٧	٤٤	١٦٧,٥	٤٤,٥
الصناعة	٩,٥	١٨,٥	٥٦,٩	١٩,٣	٩٠,٢	٢٤,٠
الخدمات	٤,٦	٨,٨	٧١,٧	٢٤,٣	٦٤,٥	١٧,١
الأسمنت	٣,٥	٦,٨	٢١,١	٧,٢	٣٦,٢	٩,٦
الكهرباء	٠,٨	١,٥	٨,١	٢,٧	٨,٨	٢,٣
الزراعة	٠,٣	٠,٧	٧,٢	٢,٤	٩,٤	٢,٥

مما سبق يمكن القول بان هناك خصائص معينة تعكس الوضع السائد في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، وكذلك خصائص مرتبطة بالمستثمر السعودي والتي يمكن بلورتها فيما يلي :

- حداثة إنشاء سوق الأسهم السعودي : حيث تعتبر سوق السعودية للأسهم حديثة التكوين مقارنة بالدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، أو الدول النامية التي بها سوق للأسهم مثل الأردن، ومصر، والكويت. فلقد بدأت السوق السعودية للأسهم كسوق غير رسمية مكونة من مجموعة من مكاتب وساطة الأسهم والتي تعمل كمؤسسات أفراد وليست كشركات وساطة متخصصة، ويحتاج المشتري أو البائع إلى الذهاب إلى أكثر من مكتب لضمان سعر جيد لأسهمه. وفي آخر أبريل ١٩٨٣ م صدر قرار من وزارة المالية والاقتصاد الوطني بحصر تداول الأسهم عن طريق البنوك السعودية، ويعتبر التنظيم الصادر عن مؤسسة النقد العربي السعودي في ١٣ ديسمبر ١٩٨٤ م كأول تنظيم لتداول الأسهم السعودية.

- يعد من أبرز خصائص سوق الأسهم السعودية صغر قاعدة السوق، أي أن عدد الأسهم المتاحة للتداول مقارنة بالأسهم التي تم إصدارها منخفض للغاية إذ لم يتجاوز نسبتها ٥ % لعدة سنوات ماضية، ارتفع خلال السنوات الأخيرة من التسعينيات إلى ما يقرب من ١٠ % وهي نسبة متدنية للغاية إذا ما قورنت بالمقاييس العالمية. وتتعدد الأسباب التي تكمن وراء صغر قاعدة السوق، غير أن أهمها يعود إلى أن نسبة أسهم الشركات المساهمة التي يمتلكها الأفراد، والتي تتمتع بحرية التداول تبلغ ٣٨ % تقريبا، أما النسبة الباقية فتمتلكها في الغالب الحكومة ومؤسسات القطاع العام. كما يمتلك الشريك الأجنبي نسبة ٤٠ % من أسهم المصارف، وكل هذه الأسهم لا يتم تداولها (آل سعيد، ١٩٩٧). أما السبب الثاني وراء صغر قاعدة السوق فهو تركيز ملكية الأسهم في عدد محدود من المستثمرين الكبار، عادة ما تكون أهدافهم

الاستثمارية طويلة الأجل، وغالباً ما يكون في استطاعة هؤلاء المستثمرين تحديد اتجاه السوق في كثير من الأحيان. حيث يحتفظ هؤلاء المستثمرون بأسهمهم مع الشراء باستمرار عندما تنخفض أسعار الأسهم مما يؤثر على عدد الأسهم المتداولة مقارنة بعدد الأسهم المصدر (الوابل، ١٩٩٦). وقد تم أخيراً حدوث بعض الانفراج في تداول الأسهم السعودية، حيث تم السماح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول الأسهم السعودية في ٦ رمضان ١٤١٨هـ الموافق ١٩٩٨/٤/١٧ (الراجحي، ١٩٩٨).

• أن رأس المال المستثمر كبير، غير أنه يقع في أيدي قلة من المساهمين، وأن السوق مقسم إلى جيازات احتكارية بهدف السيطرة، ومن ثم فإن امتلاك الأسهم يعتبر للبعض بمثابة بوابة للدخول إلى الشركة بهدف السيطرة على قراراتها واستثماراتها. ولقد صدرت بعض اللوائح التنظيمية لسوق الأسهم مثل تجزئة القيمة الاسمية لأسهم معظم الشركات من ١٠٠ ريال إلى ٥٠ ريال خلال عام ١٩٩٨ بهدف إتاحة الفرصة لصغار المستثمرين لشراء أسهم تلك الشركات.

• لا تزال الإدارة الحكومية ممثلة في وزارة المالية ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي تؤثر على السوق، في الوقت الذي يحتاج فيه سوق الأسهم إلى وجود هيئة مستقلة تماماً لتنظيم العمل به وإدارته، وبحيث تكون هناك هيئة حكومية تشرف على حركة السوق والمتعاملين فيه.

ونظراً لحدائث الاستثمار في مجال الأسهم في المملكة العربية السعودية فإن البحوث والدراسات المتعلقة بهذا المجال ما زالت في مراحلها الأولى، ولقد أجريت مجموعة من الدراسات التطبيقية على سوق الأسهم السعودية خصوصاً منذ قيام مؤسسة النقد العربي السعودي بنشر أسعار الأسهم بصورة منتظمة، وتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك منذ بداية عام ١٩٨٥م، منها على سبيل المثال (دراسة صوفى وآخرون، ١٩٩٠) والتي ركزت على تكوين مؤشرات لقياس الأداء في سوق الأسهم السعودية على مستوى القطاعات المختلفة، وتم استخدام البيانات المنشورة من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي لـ ٣٩ شركة خلال الفترة من ١٩٨٥/٣/١ - ١٩٨٦/٦/١٧م، وقد أشارت الدراسة إلى وجود اختلافات معنوية بين مؤشرات قطاعات الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة وعدم وجود اختلافات معنوية إحصائياً بين أنواع المؤشرات التي تنتمي إلى نفس القطاع، وعلت ذلك باختلاف خصائص الأنشطة الاقتصادية وتقديم الدولة للإعانات لبعض هذه القطاعات. وقد أوضحت الدراسة كذلك وجود علاقة طردية بين سعر السهم ونصيبه من الأرباح والقيمة الدفترية.

كما تناولت دراسة (الدسوقي وحسن، ١٩٩٦) كيفية تكوين محفظة من الأسهم تعظم العائد الكلي، وذلك باستخدام نموذج برمجة الأهداف، وقد تم بناء النموذج على عدة فروض منها أن متوسط العائد للسنوات السابقة هو تقدير مناسب للعائد المتوقع مستقبلاً، وأن تباين العائد هو مقياس مناسب لدرجة المخاطرة في الأسهم، وأن المستثمر لديه حساسية من جهة المخاطرة ولذا فإنه في حالة تساوى العائد يفضل المحفظة ذات المخاطر الأقل أما في حالة تساوى المخاطرة فإنه يفضل المحفظة ذات العائد الأعلى وبتطبيق هذا للنموذج تم الحصول على عدة محافظ مثالية ذات درجات مختلفة من المخاطرة والعائد.

واهتمت أيضاً دراسة (كبييه، ١٩٩٨) باقتراح نموذج يساعد المستثمرين على تصميم محفظة مثلى للاستثمار تضم عدد من أسهم الشركات الناجحة واعتمدت الدراسة على عدة فروض منها أن هناك ارتباط قوى بين العوائد التي تحققها أسهم الشركات المساهمة السعودية والعائد الذي يحققه المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية، وأن عوائد الأسهم تتحرك بنفس

الاتجاه الذى يحرك فيه المؤشر العام. وأسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ارتباط قسوى بين عائد الشركات المساهمة والعائد الذى يحققه المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية، وأن عوائد معظم الشركات المساهمة تتحرك بنفس الاتجاه الذى يتحرك فيه عائد المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية.

كما تناولت دراسة (عبد الله، ١٩٩٤) تحديد أهم العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم فى البنوك التجارية، وقد شملت الدراسة ١١ بنكاً سعودياً خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٢م وقد كانت أهم نتائج تلك الدراسة أن الأرباح الموزعة والمؤشر العام لأسعار الأسهم لها علاقة موجبة مع سعر السهم العادى والعائد المتوقع من السهم، وبينت الدراسة أن أفضل النتائج كانت فى حالة استخدام الأرباح الموزعة كمتغير مستقل فى النموذج، كما أوضحت النتائج أيضاً أن العلاقة نفسها تبقى طردية سواء وجدت إعانة أم لم توجد مع وجود الاختلاف النسبى والذى يرجع إلى طبيعة القطاع.

وحتى تتمكن السوق من مواكبة التنمية الاقتصادية وشفافية الإفصاح ووضع الضوابط اللازمة لضمان وصول البيانات المحاسبية عن أسهم الشركات المتداولة فى السوق إلى كافة المتعاملين، وعدم استفادة بعض المسؤولين فى الشركات من المعلومات الداخلية فى تحقيق مكاسب خاصة، فإنه تبدو الحاجة إلى المزيد من الدراسات عن تلك البيانات المحاسبية التى يمكن أن يكون لها أثر على أسعار الأسهم فى سوق الأسهم السعودية، وإلزام الشركات المساهمة بنشر تلك البيانات بصفة دورية، وهذا ما تحاول أن تقدمه الدراسة الحالية من خلال النتائج التى تسفر عنها الدراسة التطبيقية.

٨- الدراسة التطبيقية:

٨-١ فروض الدراسة :

استناداً إلى الدراسة التحليلية السابقة والتى أظهرت وجود مجموعة من المتغيرات التى يمكن أن تستخدم فى تفسير سلوك أسعار الأسهم، وبما يساعد على إمكانية استخدام هذه المتغيرات فى التنبؤ بأسعار الأسهم فى المستقبل. اتضح أن من أهم تلك المتغيرات ما يتعلق ببيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية. وتحاول هذه الدراسة اختبار مدى إمكانية استخدام تلك البيانات فى تفسير سلوك أسعار الأسهم فى سوق الأسهم السعودية. ومن ثم يمكن صياغة فروض الدراسة على النحو التالى :

الفرض الأساسى:

إن بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية مجتمعة لها تأثير وبدرجات مختلفة على أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية. وبالتالي يمكن وضع الفرض الاختبارى التالى :

توجد علاقة ارتباط موجبة بين القيمة السوقية للأسهم والبيانات المحاسبية المتعلقة بالربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية.

ويمكن تجزئة هذا الفرض الأساسى إلى الفروض الفرعية التالية، وعلى حسب مقاييس الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية على النحو التالى:

١- مقاييس الربحية :

كلما زادت مؤشرات ربحية الأسهم، أدى ذلك إلى زيادة الطلب على تلك الأسهم وبالتالي زيادة أسعارها. ومن ثم يمكن وضع الفرض الاختبارى التالى :

توجد علاقة ارتباط موجبة بين بيانات الربحية والقيمة السوقية للأسهم.

٢- مقاييس التدفقات النقدية :

ويشير هذا الفرض إلى أن سعر السهم يتأثر عند حدوث تغير في صافي التدفقات النقدية للمنشأة، ففي حالة ما إذا كان صافي التدفق النقدي موجب يرتفع سعر السهم، وينخفض السعر في حالة التدفق السالب. ويعبر التدفق النقدي من النشاط الجارى عن مدى جودة مؤشرات الربحية المبنية على أساس الاستحقاق، وكلما كان معدل التدفق النقدي من النشاط الجارى إلى صافي الدخل مرتفعاً دل ذلك على جودة الربح، والعكس في حالة ما إذا معدل التدفق النقدي من النشاط الجارى إلى صافي الدخل منخفضاً دل ذلك على أن المنشأة ربما تكون قد استخدمت معايير غير موضوعية للتقويم أو لتحقيق الإيراد أو استحقاق المصروفات. وبالتالي يمكن صياغة الفرض التالي :

توجد علاقة ارتباط موجبة بين بيانات التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم.

٣- مقاييس السيولة والمخاطرة المالية:

هنا يمكن القول بأنه كلما زادت نسبة التمويل بالديون كلما ارتفع معدل الخطر المالى وبالتالي معدل الخطر على الاستثمار فى ذلك السهم وتوقع المستثمرون عائداً أعلى على استثماراتهم، أى أسعار أعلى للسهم . ومن ثم يمكن وضع الفرض التالي:

توجد علاقة ارتباط موجبة بين نسبة التمويل بالديون والقيمة السوقية للأسهم .

٢-٨ مجتمع الدراسة :

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المساهمة المتداولة أسهمها فى سوق الأسهم فى المملكة العربية السعودية، وقد بلغ عدد هذه الشركات فى نهاية عام ١٩٩٨ م ٧٢ شركة مساهمة موزعة على ست قطاعات رئيسية هى المصارف والصناعة والخدمات والأسمت والكهرباء والزراعة .

٣-٨ عينة الدراسة :

تم اختيار عينة الدراسة من خلال فحص مجتمع الدراسة وفقاً لمجموعة من الاعتبارات وذلك على النحو التالي:

- أن تشمل العينة مجموعة من الشركات العاملة فى سوق الأسهم السعودى والتي تنتمى إلى قطاعات اقتصادية مختلفة.
- أن يتم تداول أسهم هذه الشركات بصورة منتظمة (شهرياً على الأقل) خلال فترة الدراسة.
- أن يتم نشر البيانات الخاصة بأسهم هذه الشركات فى الصحف اليومية أو من خلال شاشات وحدات التداول فى البنوك التجارية.
- أن تتوافر القوائم والتقارير المالية السنوية للشركات المصدرة للأسهم خلال فترة الدراسة.

ولقد أدى تطبيق هذه المعايير إلى اختيار ٤٤ شركة مساهمة سعودية من مجالات النشاط المختلفة لتمثل عينة الدراسة خلال السنوات من ١٩٩٥ - ١٩٩٨ م، ويمكن تصنيف تلك الشركات وفقاً لنوعية نشاطها كما يتضح من (جدول رقم ٣) على النحو التالي :

(جدول رقم ٣) عينة الدراسة

قطاع النشاط	حجم المجتمع	عدد الشركات بالعينة	النسبة
الصناعة	١٩	١١	% ٢٥,٠
المصارف	١٠	٩	% ٢٠,٥
الأسمت	٨	٤	% ٩,١
المجموع	٧٢	٤٤	% ١٠٠

٨-٤ متغيرات الدراسة :

تم اختيار متغيرات الدراسة في ضوء الهدف من البحث والفروض التي وضعت بهدف اختبار مدى تحققها، وقد تم حساب المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لكل شركة من شركات العينة وذلك باستخدام البيانات الأسبوعية والشهرية التي تنشرها مؤسسة النقد العربي السعودي بشكل دوري منتظم، والمتضمنة اسم الشركة وعدد الأسهم المصدرة وعدد الأسهم المتداولة وأدنى وأعلى سعر ومتوسط سعر السهم، بالإضافة إلى التقارير المالية المنشورة عن تلك الشركات خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-١٩٩٨)، وتكرر استخدام بيانات كل شركة في العينة ٤ مرات بحيث يكون حجم العينة ن = ٤٤ شركة × ٤ سنوات = ١٧٦ مفردة. وكانت متغيرات الدراسة على النحو التالي:

٨-٤-١ المتغير التابع - القيمة السوقية للسهم :

ويقصد بالقيمة السوقية للسهم المتوسط السنوي لسعر السهم في سوق الأوراق المالية لكل شركة من شركات العينة خلال فترة الدراسة، وقد تم اختيار القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع Dependent Variable على أساس أن هدف البحث - كما سبق الذكر - هو تحديد العلاقة بين البيانات المحاسبية المنشورة وأسعار الأسهم في سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية. وقد تم حساب المتوسط السنوي لسعر السهم على أساس مجموع متوسط أسعار الأسهم الشهرية/١٢ شهر.

٨-٤-٢ المتغيرات المستقلة :

تم التعبير عن المتغيرات المستقلة Independent Variables باستخدام مجموعة من المقاييس المحاسبية والتي تم اختيارها اعتماداً على دراسة وتحليل فروض البحث، وقد تم حساب تلك المقاييس باستخدام البيانات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية والبيانات التي تنشرها مؤسسة النقد العربي السعودي وذلك على النحو التالي :

١- العائد على السهم بعد الزكاة والضرائب :

ويتمثل في نصيب السهم العادى من صافى أرباح المنشأة ، ويتم حسابه عن طريق قسمة صافى الربح بعد الزكاة والضرائب (صافى الربح القابل للتوزيع) على عدد الأسهم العادية، وذلك بعد خصم حصة حملة الأسهم الممتازة فى الأرباح، ويعتبر مؤشراً للدخل المحقق لكل سهم.

$$\text{العائد على السهم بعد الزكاة والضرائب} = \frac{\text{صافى الربح بعد الزكاة والضرائب}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

٢- العائد الموزع للسهم :

ويتمثل فى نصيب السهم العادى من الربح الموزع، ويتم حسابه عن طريق قسمة الأرباح النقدية الموزعة على عدد الأسهم العادية، ويعتبر مؤشراً للمكاسب المتاحة للملاك عن كل سهم عادى. وعلى ذلك فإن زيادة معدل التوزيع تعنى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشرط أن تكون التوزيعات نتيجة لأرباح حقيقية، والأ تكون نتيجة إعادة تقييم بعض الأصول بأكبر من قيمتها الحقيقية، أو نتيجة تغير السياسات المحاسبية المطبقة بالمنشأة من عام لآخر، وإلا كانت تلك التوزيعات لجزء من رأس المال.

$$\text{العائد الموزع للسهم} = \frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

٣- عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية:

ويمثل نصيب السهم من صافى التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية، ويعبر عن مقدرة المنشأة على تحقيق تدفقات نقدية نتيجة نشاطها التشغيلى الجارى، ويتم حسابه بقسمة صافى التدفقات النقدية التشغيلية على عدد الأسهم العادية، وقد تم الحصول على بيانات التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية من قائمة التدفقات النقدية للشركات التى قامت بنشر تلك القائمة ضمن تقاريرها المالية، أما السنوات أو الشركات التى لم يتم نشر قائمة التدفقات النقدية عنها فقد تم قياس التدفق النقدى من النشاط الجارى لها عن طريق تعديل رقم صافى الربح بالمخصصات والاستهلاكات والأرباح والخسائر الناتجة من بيع الأصول الثابتة.

$$\text{عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية} = \frac{\text{صافى التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

٤- نسبة المديونية إلى حقوق الملكية :

يتم استخدام نسبة المديونية إلى حقوق الملكية كمؤشر للمخاطرة المالية، ويتم احتساب نسبة المديونية على أساس قسمة قيمة مجموع الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل على مجموع حقوق الملكية، وكلاهما يعتبر مصدرًا من مصادر التمويل حيث تمثل الالتزامات المصدر الخارجى للتمويل بينما تمثل حقوق الملكية المصدر الداخلى .

$$\text{نسبة المديونية إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع الالتزامات طويلة وقصيرة الأجل}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

٨-٥ النموذج المستخدم :

لاختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، تم استخدام نموذج تحليل الانحدار Regression Analysis وهو أحد النماذج الإحصائية التي يهتم بدراسة العلاقة بين متغير تابع ومتغير واحد مستقل (نموذج الانحدار البسيط) أو متغير تابع ومجموعة من المتغيرات المستقلة (نموذج الانحدار المتعدد)، وقد تم التعبير عن تلك العلاقة فى صورة جبرية باستخدام البيانات المتوفرة عن المتغيرات المطلوب دراستها لتحديد العلاقات التى قد توجد بينها.

ويمكن صياغة نموذج تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis

على النحو التالى

$$ص = أ + ب١ س١ + ب٢ س٢ + ب٣ س٣ + ب٤ س٤ + ب٥ س٥$$

حيث :

ص = (المتغير التابع) القيمة السوقية للسهم

س١ = المتغير المستقل الأول ويمثل العائد على السهم بعد الزكاة والضرائب.

س٢ = المتغير المستقل الثانى ويمثل العائد الموزع للسهم.

س٣ = المتغير المستقل الثالث ويمثل عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية.

س٤ = المتغير المستقل الرابع ويمثل نسبة المديونية إلى حقوق الملكية.

أ = قيمة ص عندما تكون قيمة العوامل المستقلة تساوى صفر (المعامل الثابت لنموذج الانحدار).

ب١ - ب٤ = معاملات المتغيرات المستقلة.

٨-٦ تحليل نتائج الدراسة:

تم اختبار فروض البحث من خلال تحليل نتائج الدراسة الإختبارية على سوق الأسهم بالمملكة العربية السعودية ، ولاختبار الفرض الأساسى للبحث، تم قياس درجة تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) وذلك باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد . ولاختبار الفروض الفرعية الثلاثة للبحث بغرض معرفة أى المتغيرات المستقلة المستخدمة فى اختبار الفرض الأساسى أكثر أهمية فى تفسير التغير فى القيمة السوقية للسهم، تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط لاختبار العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة على حده والمتغير التابع، وذلك بغرض تحديد مدى مساهمة كل من هذه المتغيرات المستقلة فى التأثير على سعر السهم والقدرة على التنبؤ به، ومدى الاختلاف بينهم فى ذلك.

ويوضح الجدول التالى(جدول ٤) نتائج استخدام أسلوب الانحدار المتعدد للعلاقة بين القيمة السوقية للسهم وبين المتغيرات المستقلة، خلال الفترة من ١٩٩٥ إلى ١٩٩٨م.

(جدول رقم ٤)

نتائج نموذج الانحدار المتعدد

المتغيرات المستقلة	معامل الانحدار B	قيمة T المحسوبة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	قيمة F المحسوبة
نموذج الانحدار ككل		٢,٦٨	٠,٧٩	٠,٦٢	٣,٦٣
عائد السهم من الأرباح	١,٨٧	٣,٧٤	٠,٣٨		
عائد السهم من التوزيعات	٠,٩٨	٢,٩٧	٠,٢٧		
عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية	١,٢٢	٢,١٧	٠,٣١		
نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	٠,٤٣	٠,٣٢	٠,١٤		

بتحليل البيانات الموضحة بالجدول رقم (٤) يتضح أن المتغيرات المستقلة مجتمعة والمستخدمه في نموذج الانحدار المتعدد تفسر قدراً كبيراً من التغير في القيمة السوقية للسهم في سوق الأسهم السعودية، حيث أن معامل التحديد الناتج مرتفع معنوياً (٠,٦٢) ، مما يعنى أن التغير في القيمة السوقية للسهم يمكن تفسير ٦٢% منه باستخدام المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج، وذلك باستخدام مقياس (F) حيث أن قيمة F المحسوبة = ٣,٦٣ أكبر من قيمة F الحرجة والتي = ٢,٤٢ عند مستوى معنوية ٥% أي بدرجة ثقة ٩٥% ودرجات حرية (٤ : ١٧١) . يضاف إلى ذلك أنه بمقارنة معامل الانحدار (B) لكل متغير من المتغيرات المستقلة على حده ، وكذلك معامل الارتباط (R) وباستخدام مقياس (T) حيث أن قيمة T الحرجة = ١,٩٨ عند مستوى معنوية ٥% ودرجات حرية ١٧١، يتضح أن هذه المعاملات لكل من عائد السهم من الأرباح وعائد السهم من التوزيعات وكذلك عائد السهم من التدفقات النقدية مرتفع بدرجة معنوية، مما يدل على أن كل من هذه المتغيرات يساهم بدرجة معنوية في تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم ، ومن ناحية أخرى فإنه بالنظر إلى تلك المعاملات الخاصة بنسبة المديونية، يتضح أنها تمثل معاملات انحدار غير معنوية، مما يعنى عدم وجود ارتباط معنوي بين التغير في القيمة السوقية للسهم ونسبة المديونية.

وفي ضوء تلك النتائج فإن البيانات المحاسبية المتعلقة بالربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية مجتمعة لها تأثير ودرجات مختلفة على أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية ، مما يعنى قبول الفرض الأول وهو وجود علاقة ارتباط موجبة بين القيمة السوقية للأسهم والبيانات المحاسبية المتعلقة بالربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية.

بالإضافة إلى ذلك ولاختبار الفروض الفرعية المنبثقة عن الفرض الأساسي للبحث، بهدف تحديد مدى مساهمة كل متغير من المتغيرات المستقلة على حده في تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم، وذلك عن طريق تحليل العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وكل متغير من المتغيرات المستقلة على حده باستخدام أسلوب تحليل الانحدار البسيط. ويوضح الجدول التالي (جدول رقم ٥) نتائج أسلوب الانحدار البسيط لكل مقياس من المقاييس المحاسبية المستخدمة في النموذج على حده (المتغيرات المستقلة) مع القيمة السوقية للسهم (المتغير التابع).

(جدول رقم ٥)

نتائج نموذج الانحدار البسيط

المتغير المستقل	معامل الانحدار B	قيمة T المحسوبة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	قيمة F المحسوبة
عائد السهم من الأرباح	١,٤٨	٣,٢٣	٠,٧٢	٠,٥٢	٦,٨٢
عائد السهم من التوزيعات	٠,٥٩	٢,١٧	٠,٥١	٠,٢٦	٤,٢٤
عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية	٠,٨٤	٢,٤٨	٠,٥٩	٠,٣٥	٥,٣٢
نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	-٠,١٢	-٠,٣٣	-٠,١٩	٠,٠٤	١,٥٨

وبالنظر إلى النتائج المبينة (بالجدول رقم ٥) والتي توضح نتائج تحليل الانحدار البسيط لكل متغير من المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية للسهم، وبمقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الحرجة حيث أن (قيمة F الحرجة = ٣,٩٠ عند مستوى معنوية ٥ % ودرجات حرية ١ : ١٧٤)، يتضح أن قيمة F المحسوبة الخاصة بكل من عائد السهم من الأرباح وعائد السهم من التدفقات النقدية وعائد السهم من التوزيعات مرتفعة معنوياً مما يدل على أن الارتباط بين القيمة السوقية للسهم وكل من هذه المتغيرات ارتباطاً إيجابياً بدرجة معنوية. وعلى العكس من ذلك بالنظر إلى قيمة F المحسوبة المتعلقة بنسبة المديونية نجد أنها منخفضة معنوياً مما يعني أن علاقة الارتباط ضعيفة وغير معنوية بينها وبين القيمة السوقية للسهم.

يضاف إلى ذلك أنه بمقارنة قيمة T المحسوبة لكل من هذه المتغيرات المستقلة مع قيمة T الحرجة حيث أن (قيمة T الحرجة = ١,٩٧ عند مستوى معنوية ٥ % ودرجات حرية ١٧٤)، يتضح أن قيمة T المحسوبة الخاصة بكل من عائد السهم من الأرباح وعائد السهم من التدفقات النقدية وكذلك عائد السهم من التوزيعات مرتفعة معنوياً، مما يدل على مقدرة كل من هذه المتغيرات المستقلة على تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم، وأن هذه المقدرة تتفاوت معنوياً من متغير إلى آخر وعلى حسب قوة علاقة الارتباط بينه وبين القيمة السوقية للسهم.

كما تتضح نفس النتيجة من تحليل معاملات الانحدار (B) للمتغيرات المستقلة، حيث أن معامل الانحدار للمتغير المستقل الأول (ب) قد ظهر بقيمة موجبة ١,٤٨ أي أن هناك علاقة إيجابية بين المتغير التابع (القيمة السوقية للسهم) والمتغير المستقل الأول (عائد السهم من الأرباح)، وكلما زاد نصيب عائد السهم من الأرباح بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بمقدار ١,٤٨ وحدة. وبالنسبة لمعامل الانحدار للمتغير المستقل الثاني (ب) (عائد السهم من التوزيعات النقدية) فقد ظهر بقيمة موجبة ٠,٥٩ أي أن هناك علاقة إيجابية بين القيمة السوقية للسهم وعائد السهم من التوزيعات النقدية، وكلما زاد عائد السهم من التوزيعات النقدية بمقدار وحدة واحدة زادت القيمة السوقية بمقدار ٠,٥٩ وحدة. وكذلك بالنسبة لمعامل الانحدار للمتغير المستقل الثالث (ب) (عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية) فقد ظهر بقيمة موجبة ٠,٨٤ وهذا يعني أنه توجد علاقة ارتباطاً إيجابية بين القيمة السوقية للسهم وعائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية وكلما زاد عائد السهم من التدفقات النقدية بمقدار وحدة واحدة زادت القيمة السوقية للسهم بمقدار ٠,٨٤ وحدة.

أما بالنسبة لمعامل الانحدار للمتغير المستقل الرابع (ب٤) نسبة المديونية إلى حقوق الملكية فقد ظهر بقيمة سالبة ضعيفة -٠,١٢ أى أنه كلما زادت نسبة المديونية بمقدار وحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية للسهم بمقدار ٠,١٢ وحدة، وهذا يعنى وجود علاقة ارتباط سلبية ضعيفة بين القيمة السوقية للسهم وبيانات المخاطرة المالية المتمثلة فى نسبة المديونية. وهذه النتيجة على عكس ما هو متوقع من فروض البحث، وهذا يعكس عدم اهتمام المستثمر السعودى فى قراراته ببيانات المخاطرة المالية وبالتالي وجود أثر ضعيف أو عدم وجود أثر لها على القيمة السوقية للسهم. وربما يرجع ذلك إلى عدم مقدرة المستثمرين من الأفراد العائدين على تحليل بيانات المخاطرة المالية.

وبدل النتائج السابقة على أن البيانات المحاسبية المستخدمة بالدراسة ليس لها نفس المقدرة على تفسير التغير فى القيمة السوقية للسهم فى سوق الأسهم السعودية، وأن البيانات الخاصة بالربحية تمثل أكثر المتغيرات المحاسبية تأثيراً على القيمة السوقية للسهم تليها البيانات الخاصة بالتدفقات النقدية ثم بيانات التوزيعات النقدية، أما البيانات المتعلقة بالمخاطرة المالية فإنها لا تؤثر بدرجة معنوية فى القيمة السوقية للسهم. مما يعنى قبول كل من الفرض الفرعى الأول والثانى، أى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين القيمة السوقية للسهم وكل من بيانات الربحية والتدفقات النقدية. ورفض الفرض الفرعى الثالث، أى عدم وجود علاقة ارتباط إيجابية بين القيمة السوقية للسهم ونسبة المديونية.

٩- الخلاصة والنتائج :

تركز اهتمام هذا البحث فى دراسة طبيعة العلاقة بين بعض البيانات المحاسبية المنشورة وأسعار الأسهم بهدف تحديد تلك البيانات ذات الأهمية الخاصة باتخاذ القرارات الاستثمارية داخل سوق الأوراق المالية. وتبدو أهمية هذا البحث فى الحكم على مدى منفعة البيانات المحاسبية لمتخذى القرارات وإمكانية استخدامها للتنبؤ بأسعار الأسهم، ومدى انعكاس تلك البيانات على كفاء سوق الأسهم.

وقد تناول البحث دراسة أهمية كل من بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم. وتم إجراء دراسة تطبيقية على سوق الأسهم فى المملكة العربية السعودية، اشتملت على فروض البحث ومجتمع الدراسة والعينة المستخدمة ومتغيرات الدراسة والنموذج المستخدم وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية.

وقد أوضحت نتائج الدراسة ما يلى:

- أوضحت نتيجة تحليل الانحدار المتعدد أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين المتغير التابع والمتمثل فى القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة مجتمعة والمتمثلة فى بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة المالية، ويوضح ذلك إمكانية استخدام تلك البيانات فى التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم.
- أوضحت نتائج تحليل الانحدار البسيط بين المتغير التابع وكل متغير من المتغيرات المستقلة على حدة، وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة بين القيمة السوقية للسهم وكل من عائد السهم من الأرباح وعائد السهم من التدفقات النقدية وعائد السهم من توزيعات الأرباح.
- أما العلاقة بين المتغير التابع وبيانات المخاطرة المالية والمعبر عنها بنسبة المديونية إلى حقوق الملكية فكانت علاقة سلبية وغير معنوية. وهذا يدل على أن بيانات المخاطرة المالية ليس لها تأثير على القيمة السوقية للأسهم، ويعكس ذلك عدم اهتمام المستثمر السعودى فى قراراته ببيانات المخاطرة المالية.

• أن المتغيرات المستقلة والتي استخدمت في الدراسة، والتي تعكس بعض البيانات المحاسبية التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية، لا تفسر كل التغيرات في أسعار الأسهم مما يعني وجود عوامل أخرى - بخلاف البيانات المحاسبية - تؤثر على أسعار الأسهم. كما يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس بالضرورة كافة البيانات المتاحة عنها، مما قد يسمح لبعض المتعاملين في السوق من تحقيق مكاسب غير عادية، وذلك نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين وبالتالي، لا يمكن وصف سوق الأسهم السعودية بالسوق الكفاء..

وعلى ذلك فإنه يجب الاهتمام بأن تشمل القوائم المالية على البيانات الخاصة بالتدفقات النقدية والأرباح المتوقعة بجانب الأرباح الفعلية، لما لها من أهمية لدى المستثمر عند تقييمه لمقدرة المشروع على تحقيق ربح في المستقبل. وضرورة الاهتمام بإنشاء مراكز متخصصة في الخدمات المالية، تتولى القيام بجمع وتحليل البيانات عن الأوراق المالية وعرض بدائل الاستثمار بما يتناسب مع تفضيلات المستثمرين، حيث أن نقص تلك البيانات يعتبر من أهم العوامل المؤثرة على عدم توجيه المستثمرين لاستثماراتهم في الأوراق المالية. كما يجب الإسراع بإنشاء بورصة مستقلة للأوراق المالية تتولى عملية الرقابة والإشراف على تداول الأوراق المالية، وذلك حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدور فعال في تنمية الاقتصاد القومي.

المراجع

أولا المراجع العربية :

- د. السيد إبراهيم الدسوقي، د. محمد كمال الدين حسن " برمجة الأهداف والتوزيع الأمثل لمحفظه من الأسهم السعودية" مجلة كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، الرياض، ١٩٩٦ .
- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، مشروع قانون التدفق النقدي، الرياض ١٤١٦ هـ .
- حصة إبراهيم آل سعيد ، تحليل درجة المخاطرة والكفاءة في سوق الأسهم السعودي، رسالة ماجستير في الاقتصاد، غير منشورة، كلية العلوم الإدارية جامعة الملك سعود، ١٩٩٧ .
- د. عبد القادر أحمد عبد الله، " دراسة تطبيقية لأهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم في البنوك التجارية في سوق الأسهم السعودية"، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية العدد ٧١، ١٩٩٤م. ص ٧١-٨٩ .
- د. عدنان صوفي، د. غازي مدني، د. ياسين جعفري، تكوين مؤشرات لقياس الأداء في سوق الأسهم السعودية، التنبؤ بالوضع الاقتصادي: دراسة تحليلية"، مجلة كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، الرياض، المجلد ٢، ١٩٩٠
- د. زكريا محمد الصادق إسماعيل " تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في البورصة- دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالإسكندرية " التجارة والتمويل، المجلة العلمية لكلية التجارة جامعة طنطا، العدد الثاني ١٩٩٠
- د. طارق عبد العال حماد، " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية " كلية التجارة - جامعة عين شمس، ١٩٩٨ .
- قواعد تداول الأسهم السعودية، الاقتصاد، الدمام، العدد ٢٩٠ محرم ١٤١٨ هـ — مايو ١٩٩٧ م .
- د. محمد صالح الراجحي، دليل المستثمر في سوق الأسهم السعودية، الرياض ١٩٩٨
- د. محمد كبيبة كبيبة، استخدام طريقة المركبات الأساسية في تحليل المؤشرات المالية في سوق الأسهم - حالة تطبيقية : سوق الأسهم السعودية، مجلة الإدارة العامة، العدد الثاني، ربيع الآخر ١٤١٩ - أغسطس ١٩٩٨ . ص ٢٩٧ - ٣٢٤ .
- د. منير صالح هندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال" الإسكندرية، منشأة المعارف، ١٩٩٣، ص ٣٥٢ - ٤٥٨ .
- مؤسسة النقد العربي السعودي - الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية والإحصاء - التقرير السنوي الخامس والثلاثون، ١٤١٩ هـ - ١٩٩٩ م .
- د. وابل بن علي الوابل، المحاسبة عن الاستثمارات في الأسهم في المملكة العربية السعودية، مجلة الإدارة العامة - العدد الأول محرم ١٤١٧ هـ - مايو ١٩٩٧م. ص ١١٩ - ١٤٦ .

ثانيا المراجع الأجنبية :

- Ashiq, Ali, " The Incremental Information content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows", **Journal of Accounting Research**, Spring 1994.
- Ball R., and Brown., B., " An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." **Journal of Accounting Research** , Autumn 1968 PP. 159- 178
- Bamber, L.s. and Y.S. Cheon, " Differential Price and Valume Reactions to Accounting Earnings Announcements", **The Accounting Review**, July 1995.
- BarNiv, Ran, " Accounting Procedures, Market Data, Cash-Flow Figures, and Insolvency classification: The Case of Insurance Industry", **The Accounting Review**, July 1990.
- Bernard, Victor L., and Thomas L. stober, " The Nature and Amount of Information In Cash Flows and Accruals" **The Accounting Review**, October 1989.
- Bernstein, A., and Siegil, G., " The Concept of Earnings Quality" in CFA Reading in: " **Financial Statement analysis**", USA, An Aimr Publication, 1990, PP. 24-27
- Board, J. L. G. j. F. S. Day and M. Walker "The Information Content of Unexpected Accounting Income, Funds Flow and Cash Flow: Comparative Evidence for The US and UK, Economies, **London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales**, 1989.
- Bowen, Burgstahler, and L. Daley, " Evidence on The Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow " **The Accounting Review**, October, 1988, pp. 713- 725.
- Creig, C., "Fundamental Analysis and Subsequent Stock Returns " **Journal of Accounting and Economics**, Jane- Sept. 1992 PP. 413-442.
- Cheng, S., Liu and Schefer, T., " The Value Relevance of SFAS No 95 Cash Flow from Operations as Assessed by Security Market Effects" **Accounting Horizons**, September 1997, pp. 2-6.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. Frence " The Cross-section of Expected Stock Returns" **Journal of Financial**, June 1992
- FASB, Financial Accounting Standard No 95 " **Statement of Cash Flows** " Stanford, Conn., FASB 1987.
- Forbes, W, P. and L. C. Skerratt, " Analysts Forecast revisions and Stock Price Monument", **Journal of Business Finance and Accounting**, June 1992.

- Francis, J., Donlad P., and Jens S., “ The Stock Market Response To Earnings Announcements Released During Trading Versus Nontrading Periods”, **Journal of Accounting Research**, autumn, 1992.
- Ismail, Badr E., and Moon K. Kim, “ On The Association of Cash Flow Variables with Market Risk: Further Evidence”, **The Accounting Review**, January 1989.
- Lev, Baruch, “ On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research ”**Journal of Accounting Research**, Vol. 27 Suppl. 1989 PP. 153-192.
- Pfeiffer, Elgers, P., Lo, M., and Ress, L., "Additional Evidence on the Incremental Information Content of Cash Flows and Accruals: The Impact of Errors in Measuring Market Expectations " **The Accounting Review**, July 1998 PP. 373- 385.
- Radeliffe, R., " **Investment. Concepts. Analysis. Strategy** "Fifth Edition. New York Addison-Wesley, 1997, pp. 211-289.
- Samuels, M., R., Brayshaw and J.M Craner, " **Financial Statement Analysis in Europe** "London, Chapman & Hall, 1995.
- Zeller, Thomas L. and Brian B Stanko, “ Operating Cash Flow Ratios Measure A Retail Firm’s Ability To Pay” **Journal of Applied Business Research**, Fall 1994.