مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية

اسم المقال: مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية وترشيد قرار الاستثمار في بورصة فلسطين

اسم الكاتب: د. عماد محمد الباز، أ. محمد عيسى الشيخ علي

رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/1618

تاريخ الاسترداد: 2025/05/19 02:34 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على
info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

---

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية وترشيد قرار الاستثمار في بورصة فلسطين *

د. عماد محمد الباز **
أ. محمد عيسى الشيخ علي ***

* تاريخ التسليم: 1/ 3/ 2014م، تاريخ القبول: 17/ 5/ 2014م.
** أستاذ مساعد/ جامعة الأزهر/ غزة/ فلسطين.
*** ماجستير/ جامعة الأزهر/ غزة/ فلسطين.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف إلى مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية، وترشيد قرار الاستثمار في بورصة فلسطين خلال فترة (2004م – 20011م) ، حيث بلغ حجم العينة 14 شركة موزعة على خمسة قطاعات، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الرجوع إلى الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات السنوية وربع السنوية لأسعار الأسهم وللمعلومات الاقتصادية والمحاسبية، كما اُستخدمت الأساليب الإحصائية (مصفوفة الارتباط والانحدار المتعدد) لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية و معدل العائد على حقوق الملكية و معدل صرف العملات الأجنبية من جهة وبين أسعار الأسهم ربع السنوية من جهة أخرى، كما توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية، نسبة الملكية، جودة الأرباح) تستطيع تفسير اختلافات أسعار الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) .

ومن أهم التوصيات التي توصلت اليها الدراسة ضرورة قيام المستثمرين في بورصة فلسطين ببناء قراراتهم الاستثمارية على أساس المعلومات المحاسبية، وخاصة على أساس القيمة الدفترية، ومعدل العائد على حقوق الملكية بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية، وضرورة قيام الشركات بنشر مجموعة موحدة من النسب المحاسبية مع التقارير ربع السنوية والسنوية حتى يتمكن المستثمر من تقييم أداء هذه الشركات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم، وخاصة معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة الدفترية للسهم.

The extent of reliance on the accounting and economic information in explaining the variances in the market prices of stocks and rationalize investment decisions on Palestine securities exchange

Abstract:

The objective of this study is to determine the extent of reliance on accounting and economic information to explain the variances in the market prices of stocks and to rationalize the investment decisions on the market securities exchange (case study is the companies registered on Palestine Securities Exchange) from 2004- 2011.The sample size of is 14 companies, divided into five sectors.The study uses annual, quarterly stock prices and other accounting and economic information, as well as a set of statistical correlation and regression to test the main hypotheses.The statistical analysis indicates that there is a significant positive relationship between the book value, rates of return on equity and exchange rates on the one hand and between quarterly stock prices on the other hand.The accounting information can explain the differences in stock prices with a greater degree of economic information.The main recommendations of this study are: there is a need for the Palestinian stock market investors to build their investment decisions on accounting information, and the need for companies to deploy a unified set of accounting ratios with quarterly and annual reports, therefore investor can evaluate the performance of these companies before making decisions.

مقدمة:

تؤدي الأسواق المالية دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، ووجود أسواق ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، حيث إنها توفر السيولة في الاستثمارات الجديدة وتخفض من درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمارات وغيرها من المزايا، ،ولكي تستطيع الأسواق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، ومن أهم الأركان التي ترتكز على كفاءة السوق المالي وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق هذه المعلومات في الأوقات كلها وبأقل تكلفة ممكنة (خليل، 2005) .

وتتأثر القيمة السوقية للأسهم سلباً وإيجابا بالمعلومات والبيانات المتوافرة في السوق، ومن أهمها المعلومات والبيانات المحاسبية والاقتصادية، حيث تؤدي البيانات المحاسبية دورا أساسياً في توجيه المستثمرين وتقويم اتجاهاتهم المستقبلية، فباستخدام مؤشرات الربحية والسيولة المستخلصة من القوائم المالية يتخذ المستثمرون قراراتهم الاستثمارية كشراء أسهم وحدة اقتصادية معينة أو بيع ما يملكونه من أسهم أو زيادة الاستثمار في وحدات اقتصادية أخرى، هذا فضلاً عن المعلومات الاقتصادية السائدة كدرجة النمو الاقتصادي والمستوى العام للتضخم، والناتج المحلي الإجمالي والتقلبات أو التذبذب في أسعار الصرف للعملات التي لها تأثير كبير على القرارات الاستثمارية (عبد الحميد، 1999) .

ونظراً لما تؤديه الأسهم من دور حيوي في إنعاش الاقتصاد وتنميته، فقد حاولت العديد من الدراسات التعرف إلى أهم العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في البورصة ومحاولة دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه الأسعار، وتفادي الوقوع في شباك الإشاعات والتغرير بالمساهمين، ولكن أغلب تلك الدراسات تناولت إما المعلومات الاقتصادية فقط مثل دراسة (أبو السندس، 2012) أو المعلومات المحاسبية فقط مثل دراسة (الصعيدي، 2011) ، ومن هنا نشأت فكرة هذه الدراسة التي جمعت بين المعلومات الاقتصادية والمحاسبية معاً في دراسة واحدة للتعرف إلى مدى الاعتماد على تلك المعلومات (المحاسبية والاقتصادية) في تفسير اختلاف أسعار الأسهم، وترشيد قرار الاستثمار في بورصة فلسطين.

مشكلة الدراسة وأسئلتها:

تؤدي أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ومنها بورصة فلسطين دوراً بارزاً في تدعيم الخطط الاقتصادية من خلال تجميع مدخرات الأفراد لكي توجَّه في إنتاج السلع والخدمات، ولقد أشارت العديد من الدراسات على أن نجاح عمل وأداء البورصة يتوقف على مدى دقة المعلومات المحاسبية والاقتصادية للشركات المدرجة في البورصة، **لذا يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيس الآتي**:

إلى أي مدى يمكن الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلاف في أسعار الأسهم السوقية، وترشيد قرار الاستثمار في البورصة الفلسطينية؟ ويتفرع منه الأسئلة الآتية:

- هل هناك علاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية وسعر السهم السوقي؟
- هل هناك علاقة بين القيمة الدفترية للسهم وسعر السهم السوقي؟
- هل هناك علاقة بين نسبة الملكية وسعر السهم السوقي؟
- هل هناك علاقة بين جودة الأرباح وسعر السهم السوقي؟
- هل هناك علاقة بين معدل التضخم وسعر السهم السوقي؟
- هل هناك علاقة بين التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية وسعر السهم السوقي؟
- هل هناك علاقة بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وسعر السهم السوقي؟
- هل تستطيع المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) أن تفسر اختلافات أسعار الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي) ؟

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة فيما يأتي:

1. تخفيض حدة المخاطرة المصاحبة لقرارات الشراء في البورصة، وذلك من خلال بيان أهمية ربط القرارات الاستثمارية بالمعلومات المحاسبية والاقتصادية.

2. توفير قاعدة بيانات تساعد المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

3. تفتقر المكتبة الفلسطينية بشكل عام إلى الأبحاث والدراسات المرتبطة بسوق الأوراق المالية، وخاصة فيما يتعلق بدور المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير اختلافات أسعار الأسهم.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلي تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

1. بيان أهم العوامل المحاسبية والاقتصادية المؤثرة على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة ببورصة الفلسطين.

2. التعرف إلى درجة اعتماد المستثمرين على المعلومات الاقتصادية والمحاسبية عند اتخاذهم القرارات الاستثمارية.

3. توضيح القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير اختلافات أسعار الأسهم المدرجة ببورصة فلسطين.

4. التعرف إلى طبيعة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وحجمها.

فرضيات الدراسة:

للإجابة عن أسئلة الدراسة استند الباحثان إلي ثلاث فرضيات رئيسة صيغت على النحو الأتي:

1. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية للسهم، نسبة الملكية، جودة الأرباح) وبين سعر السهم السوقي»، **ويتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:**

- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين معدل العائد على حقوق الملكية وسعر السهم السوقي».
- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين القيمة الدفترية للسهم وسعر السهم السوقي».
- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين نسبة الملكية وبين سعر السهم السوقي».

- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين جودة الأرباح وسعر السهم السوقي».

2. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين المعلومات الاقتصادية (معدل التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج الإجمالي) وبين سعر السهم السوقي»، **ويتفرع منه الفرضيات الفرعية الآتية**:

- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين معدل التضخم وبين سعر السهم السوقي».

- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية وبين سعر السهم السوقي».

- «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وبين سعر السهم السوقي».

3. «لا تستطيع المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) أن تفسر اختلافات أسعار الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي)».

حدود الدراسة:

- **الحدود المكانية**: أجريت الدراسة على مجموعة من الشركات مصنفة لقطاعات مختلفة في بورصة الفلسطينية.
- **الحدود الزمانية**: شملت الدراسة البيانات التاريخية لهذه الشركات من الفترة، 2004م وحتى 2011م.

الدراسة النظرية:

أولاً - دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات في البورصة:

المعلومات المحاسبية لها أدوار مهمة عدة في البورصة فمن ناحية تعد المعلومات المحاسبية ضرورية للتوصل إلى أسعار الأوراق المالية التي تعكس علاقات المخاطرة والعائد، كما أنها تساعد المستثمرين على تكوين محافظ الأوراق المالية للحصول على أعلى معدل للعائد مع درجة معينة من المخاطر، ومن ناحية أخرى فإن المعلومات المحاسبية

ضرورية لتحقيق التوزيع الأمثل للموارد بين مختلف المنتجين، ويتحقق ذلك عندما يتمكن المنتجون من الحصول على الاعتمادات الرأسمالية اللازمة لتحقيق أعلى ناتج قومي كل بقدر معين من الموارد، أما من ناحية المستوى الاقتصادي ككل، فإن توافر المعلومات يؤدي دورا مهما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق، وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية (جاد الله، 2000) .وللمعلومات المحاسبية دور مهم في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد و المخاطرة، و تخفيض درجة المخاطرة، الأمر الذي ينعكس على حجم السوق و حجم التعامل فيه (الحناوي، 2006) .كما أن للمعلومات المحاسبية تأثيراً مباشراً وغير مباشر على قرارات المستثمرين وكذلك على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ويتضح تأثير المعلومات المحاسبية عند تأخير نشر المعلومات المحاسبية، أو عدم اعتمادها على مبادئ ومعايير المحاسبة المتفق عليها أو عند التحيز في عرضها أو عدم دقتها، فإن ذلك يحدث تأثيرا سلبيا على سلوك المستثمر وتؤثر في درجة المخاطرة التي يرغب في تحملها، مما يؤدي إلى ضعف في فعالية سوق الأوراق المالية في عملية الإفصاح عن المعلومات (Lambert، et، al.، 2007) .

ثانياً ـ خطوات اتخاذ القرار الاستثماري:

إن القيام بعملية الاستثمار يتطلب من المستثمر اتباع خطوات محددة ومرتبة بطريقة منطقية تساعده في اتخاذ قرارات رشيدة حول أمور عدة منها على سبيل المثال نوع الاستثمارات وحجمها، والتوقيت الصحيح لاتخاذ القرارات الاستثمارية **وتتمثل هذه الخطوات في النقاط الآتية**:

1. وضع إستراتيجية ملائمة للاستثمار:

عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة المنوي اتباعها في اختيار الأصول التي تكون المحفظة، **وهناك ثلاث إستراتجيات رئيسة لإدارة المحفظة وهي** (حطاب، 2007) :

- **الإستراتيجية الفعالة Active Strategy**:

يهدف هذا النوع من إدارة المحفظة بشكل رئيس إلى الحصول على أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وهذه المحفظة تسمى محفظة رأس

المال، وتمتاز هذه المحافظ بالمخاطرة العالية وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية، وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم.

- **الإستراتيجية السلبية Passive Strategy**:

يتركز هدف مدير المحفظة في تحقيق الأمان والحد من المخاطر قدر الإمكان، وتعد أنسب الأدوات المالية لتحقيق هذه السياسة الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل الأسهم الممتازة والسندات) ، ويطلق على هذه المحافظ محافظ الدخل، لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل، كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر.

- **الإستراتيجية المتوازنة Balanced Strategy**:

تحقق هذه الإستراتيجية استقراراً نسبياً في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ إن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة (أسهم عادية، وأسهم ممتازة، وسندات) بحيث تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبياً، في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له عائداً رأسمالياً، تتميز تلك الإستراتيجية في أنها تجمع بين الهجومية والدفاعية، وقاعدتها الأساسية المواءمة بين السيولة والأمان والدخل.

2. تحليل وتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة:

هناك مدخلان رئيسيان يمكن استخدامهما في عملية التحليل وهما:

- **التحليل الأساسي**:

التحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عدداً من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل المالي، ويهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها وبالصناعة التي تنتمي إليها وبالاقتصاد الذي تنشط به، كما أن المحلل الأساسي المحترف يجب أن يهتم بكل العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة، فلا يكتفي بالأوضاع الاقتصادية المحلية، بل يتسع تحليله إلى المتغيرات الاقتصادية الدولية والسياسية والثقافية (بلجيلية، 2010) .

- **التحليل الفني**:

لا يهتم التحليل الفني بجمع البيانات عن وضعية الشركات والصناعات والمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من أجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم كما هو الحال بالنسبة للتحليل الأساسي، بل إنه يركز على تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، وتحديد نمط لهذه الحركة تمكن المستثمر بوساطتها التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار

اعتماداً على الصورة التاريخية للماضي، حيث إن الفرض الأساسي الذي يعتمد عليه المحللون الفنيون هو أن حركات الأسعار الماضية تكرر نفسها، وبالتالي فإن ما حدث بالماضي سيحدث في المستقبل أيضا (بلجيلية، 2010) .

3. تشكيل محفظة الاستثمار:

المحفظة هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة (بن موسى، 2004) .أما المحفظة المثلى فهي المحفظة التي يتولد منها أكبر عائد ممكن مع الحفاظ على مستوى معين من المخاطرة، أو يتولد منها أقل مخاطرة ممكنة مع الحفاظ على مستوى معين من العائد (zayimtsyan، 2006) .أو هي التي تنطوي على توليفة من الاستثمارات الفردية تحقق أقصى عائد متوقع مقارنة باستثمارات بديلة على المستوى نفسه من المخاطر أو توليفة من الاستثمارات الفردية تتعرض لمخاطر أقل، مقارنة بالاستثمارات البديلة عنها ذات المستوى من العائد (الشواربي، 2002، ص 134) .

ويمكن الحصول على المحفظة المثلى من خلال تحديد الأسهم المرشحة للاستثمار بها التي سوف تتضمنها المحفظة، وتحديد نسب الاستثمار المثلى التي يجب الاستثمار بها في كل سهم من أسهم المحفظة، حيث يتم اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار بها حسب الإستراتيجية التي سوف ينتهجها المستثمر فإن اتباع إستراتيجية سلبية، سيقرر شراء السندات من الدرجة الأولى مثل: السندات الحكومية، والأسهم الممتازة، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها، وعدم تقلب أسعارها إلا قليلا، أما في حالة اتباع الإستراتيجية الفعالة، فإنه سيقرر شراء الأوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية، مثل الأسهم العادية التي تمتاز بالتغير المستمر في دخلها وفي قيمتها السوقية، لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الكبيرة في الدخل والقيمة السوقية (بن موسى، 2004) .

4. مراجعة مكونات المحفظة وتقليبها:

هذه الخطوة تتضمن إعادة تطبيق الخطوات الثلاث السابقة بشكل دوري (وضع إستراتيجية ملائمة للاستثمار، وتحليل البدائل الاستثمارية المتاحة وتقويمها، و تشكيل المحفظة الاستثمارية) ، وذلك لإجراء أي تغييرات على تشكيلة المحفظة ببيع بعض الاستثمارات وشراء أخرى، أو تغيير الوزن النسبي للاستثمارات في أصل معين (أبو الرب، وآخرون، 1999، ص 233) .

5. تقويم أداء المحفظة بشكل دوري:

تتعدد مداخل تقويم أداء محفظة الأوراق المالية، وسوف نتطرق إلى أشهر ثلاثة نماذج أساسية في هذا الشأن وهي نموذج شارب ونموذج ترينور ونموذج جنسن:

- **نموذج شارب : Sharp Model**

قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والخطر عند تقويم أداء المحفظة، أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، وتوضح المعادلة الآتية نموذج شارب:

$$RV = (R_P - R_F) \setminus U_P$$

: حيث إن

R_V = قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقويم.

R_P = متوسط عائد المحفظة.

R_F = معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

U_P = مخاطر المحفظة مقيسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة (الحناوي، 2006) .حيث تنقسم المخاطر الكلية للمحفظة إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، فالمخاطر المنتظمة هي المخاطر الناشئة بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل وتصيب الشركات كافة في السوق وبدرجات متفاوتة، ومن دون أن يكون للإدارة قدرة على تجنبها، مثل مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر القيمة الشرائية، ومخاطر الدورة الاقتصادية من كساد ورواج، ومخاطر طبيعية كالكوارث، ومخاطر سياسية وأي أحداث عامة محلياً أو دولياً تؤثر على الوضع الاقتصادي للدولة، وأما المخاطر غير المنتظمة فهي المخاطر التي تصيب ورقة مالية دون غيرها أو تصيب صناعة دون غيرها ويمكن للمستثمرين التخلص منها أو تخفيضها بوساطة التنويع من خلال محفظة الاستثمار، ومن أمثلة تلك المخاطر مخاطر الصناعة، ومخاطر الدورة التجارية التي تصيب الشركة، ومخاطر الأعمال، ومخاطر المنافسة (حطاب، 2007) .

- **نموذج ترينور : Trynor Performance Measure**

يقوم نموذج ترينور على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على معامل بيتا، ويشبه المقياس السابق (شارب) ، ولكن يختلف عنه في أنه يعتمد على معامل بيتا

للمحفظة، وليس على الانحراف المعياري وبالتالي فإنه يفحص أداء المحفظة من زاوية مدى قدرة الإدارة أو المستثمر في تنويع الاستثمارات على نحو يمكن معه التخلص إلى حد بعيد من المخاطر غير المنتظمة.والمعادلة الآتية توضح نموذج ترينوز (حطاب، 2007) :

$$RV = (R_P - R_F) \setminus B_P$$

حيث إن:

B_P = معامل بيتا لكل محفظة استثمارية.

فكلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة، كلما كان أداء المحفظة أفضل.

- **نموذج جنسن : Jensen Performance Measure**

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول وهو العائد الإضافي، ويمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد الخالي من الخطر، أما المقدار الثاني فهو علاوة خطر السوق، ويمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق و متوسط العائد الخالي من الخطر والمعادلة الآتية توضح نموذج جنسن (الحناوي، 2006) .

$$\alpha = (R_P - R_F) - b\,(R_M - R_F)$$

حيث إن:

α = معامل ألفا

R_M = عائد محفظة السوق (مؤشر السوق)

b = بيتا المحفظة الاستثمارية

فإذا كان قيمة معامل ألفا موجبة فإن ذلك يعني أن أداء المحفظة الاستثمارية جيد، أما إذا كانت قيمة معامل ألفا سالبا، فإن ذلك يعني أن أداء المحفظة الاستثمارية سيئ، أما إذا كانت قيمة معامل ألفا صفراً، فإن ذلك يعني أن أداء المحفظة الاستثمارية يساوي أداء محفظة السوق، وكلما كان قيمة معامل ألفا موجبا كان ذلك أفضل.

ثالثاً- المعلومات الاقتصادية وأثرها على أسعار الأسهم:

1. العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم:

أخذ الجدل حول العلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم يشغل حيزاً في الدراسات

الاقتصادية، ومنذ سبعينيات القرن العشرين، **وقد سار هذا الجدل باتجاهين** (بلجيلية، 2010) :

- **الاتجاه الأول**: ويؤكد على وجود علاقة طردية بين التضخم و أسعار الأسهم على اعتبار أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى فقدان قوة النقود الشرائية، مما يؤدي بالمستثمرين إلى حماية مدخراتهم من مخاطر انخفاض قوتها الشرائية فتستثمر الأموال بالأسهم فترتفع أسعارها.وهناك رأي أخر لهذه العلاقة يستند إلى المخزون السلعي في الشركات، إذ يتيح ارتفاع المستوى العام للأسعار إمكانية بيع المخزون بأسعار مرتفعة مقارنة بأسعار التكلفة وهو ما ينعكس على مقسوم الأرباح، ومن ثم على أسعار الأسهم.

- **أما الاتجاه الثاني**: فقد أوضحته دراسة Fame عام 1981 حيث بينت أن العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم ليست علاقة مباشرة، ولكنها تمثل علاقة نائبة للعلاقة بين النشاط الاقتصادي وعوائد الأسهم، وأن العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم تعمل من خلال تأثيرات التغيرات المتوقعة في النشاط الحقيقي على مستوى الأسعار، وترتبط عوائد الأسهم بعلاقة عكسية مع التضخم، وأن هذه العلاقة بديل عن العلاقة الطردية بين عوائد الأسهم من جهة والمتغيرات الاقتصادية الحقيقية (الناتج و المعدل الحقيقي لعائد رأس المال) من جهة أخرى، والتي تمثل المحدد الأساس لأسعار الأسهم.يتضح مما تقدم أن المتغيرات الاقتصادية الحقيقية ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، إضافة إلى أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الاقتصادية الحقيقية، الأمر الذي يجعل التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية.

2. الأسهم والتحوط من التضخم:

يقصد بالتحوط تجاه التضخم بأن تكون الأسهم قادرة على تحقيق زيادة في العائد المطلوب تساوي على الأقل الزيادة في المستوى العام للأسعار، وعادة ما يكون معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم يساوي معدل العائد الخالي من الخطر (عائد السندات الحكومية) تعويضاً على الانتظار، إضافة إلى علاوة المخاطرة الاقتصادية والمخاطر المالية من وراء الاستثمار، لذلك تصبح الأسهم وسيلة تحوّط كاملة تجاه التضخم فقط، إذا كان معدل العائد الفعلي على الأسهم أكبر من معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين، حيث إن الفرق بين المعدلين على الأقل يجب أن يساوي معدل التضخم، أما إذا كان الفرق أقل من معدل التضخم، فهذا يعني أن الزيادة في العائد المحتمل على الأسهم ليست كافية لتعويض المستثمرين عن الخسارة التي يسببها التضخم في عائده الحقيقي من الاستثمار (بلجيلية، 2010) .

3. سعر الصرف:

يطلق سعر الصرف كذلك على عدد الوحدات الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة أجنبية، أو عدد الوحدات الأجنبية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة وطنية (مصطفى، 2009، ص 375) .وقد عرف مجلس معايير المحاسبة الأمريكي (FASB) سعر الصرف بأنه المعدل بين وحدة من عملة معينة والكمية أو المقدار من عملة أخرى، أو هو معدل التبادل بين عملتين (فارس ودعية، 2000، ص 175) .**وهناك عوامل عدة تؤثر في تحديد أسعار صرف العملات وهي** (مطر والسيوطي، 2008، ص 332-333) :

- معدل التضخم السائد: إن ارتفاع معدل التضخم في الدولة يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية لعملتها، مما يؤدي إلى زيادة عرضها، وبالتالي انخفاض في مركز عملة هذه السيولة مقابل العملات الأخرى، والعكس صحيح حال انخفاض التضخم.

- الفائض التجاري للدولة: يشير الفائض التجاري للدولة لزيادة الصادرات عن الواردات، حيث يؤدي كبر الفائض التجاري لدولة ما إلى زيادة الطلب على عملة هذه الدولة، ومن ثم قوة مركز هذه العملة بالنسبة للعملات الأخرى.

- معدلات الفائدة المصرفية: يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة المصرفية على عملة دولة ما إلى زيادة الطلب على هذه العملة من خلال زيادة الاستثمار في عملتها، وذلك للاستفادة من العائد البنكي المرتفع عليها، وفي المقابل زيادة عرض العملات الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة قيمة مركز هذه العملة بالنسبة للعملات الأجنبية.

- المضاربة على العملات: تؤثر المضاربات التجارية لأسباب اقتصادية على العملات على أسعار صرف هذه العملات مقابل العملات الأخرى تأثيراً سلبياً.

- تدخل الحكومات في أسواق الصرف: قد تتدخل حكومة دولة ما من خلال بنكها المركزي للتأثير في قيمة العملة المحلية مقابل باقي العملات، وذلك بدخول البنك المركزي في عمليات شراء أو بيع كبيرة للعملة المحلية للتأثير في العرض والطلب على هذه العملة، ومن ثم التأثير في قيمتها.

- السياسات الاقتصادية (المالية والنقدية) : قد تلجأ الدول للسياسات الاقتصادية، وذلك لعلاج بعض المشكلات الاقتصادية التي تعاني منها، فقد تلجأ الدولة إلي خفض السيولة النقدية من خلال خفض الإنفاق الحكومي، وذلك لخفض معدل التضخم، مما يؤدي إلى خفض عرض العملة، وارتفاع هذه العملة بالنسبة للعملات الأخرى.

- الاستقرار السياسي: تشجع درجة الاستقرار السياسي في الدولة المستثمرين للدخول إلى أسواق هذه الدولة خاصة الاستثمارات الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة عرض العملات الأجنبية والطلب على العملة المحلية، مما يؤدي إلى رفع مركز العملة المحلية مقابل العملات الأخرى.

- ربط العملة المحلية بالعملات الأجنبية: عندما تقوم الدولة بربط عملتها المحلية بعملة أجنبية أو سلة العملات الأجنبية، قد يؤدي الارتباط إلى التأثير على صرف العملة المحلية بالنسبة لباقي العملات غير المرتبطة الأخرى ارتفاعاً أو انخفاضاً طبقاً للتغير في العملات المرتبطة بها.

4. الناتج المحلى الإجمالي:

الناتج المحلي الإجمالي « هو إجمالي السلع والخدمات التي أنتجت بوساطة عناصر الإنتاج الموجودة داخل البلد فقط خلال فترة زمنية عادة ما تكون عاماً، بغض النظر عن جنسية الأفراد الذين يمتلكون تلك العناصر الإنتاجية، وهذا ما يميز الناتج المحلي الإجمالي عن الناتج القومي الإجمالي، والذي هو عبارة عن إجمالي السلع والخدمات التي أنتجت بوساطة عناصر الإنتاج الوطنية التي يمتلكها أفراد المجتمع الذين يتمتعون بجنسية البلد الذي يقيمون فيه، وذلك خلال فترة زمنية عادة ما تكون عاماً، بغض النظر عن المكان الذي تحقق فيه ذلك الإنتاج » (نعمة الله، وآخرون، 2004، ص 245) .

وهناك طرق عدة لقياس الناتج المحلي الإجمالي، **وفيما يأتي بيان لكل طريقة من طرق قياس الناتج المحلى الإجمالي بشيء من التفصيل** (سلمان، وآخرون، 2000، ص 51) :

- طريقة المنتج النهائي: ويُقاس بهذه الطريقة الناتج المحلي عند منبعه أي عند مرحلة خلقه أثناء العملية الإنتاجية، حيث تضاف قيم السلع والخدمات النهائية المنتجة باستخدام عناصر الإنتاج المتاحة في المجتمع خلال فترة زمنية محددة بعام، وعادة ما تقدَّر قيمة الناتج المحلي على أساس الأسعار السوقية السائدة لكل السلع والخدمات النهائية خلال فترة التقدير.

- طريقة الدخل: وفقاً لهذه الطريقة فإن الناتج المحلي هو مجموع العوائد أو الدخول التي تحصلت عليها العناصر التي أسهمت في العملية الإنتاجية، مما سبق فإن إجمالي الناتج المحلي وفقا لهذه الطريقة: يساوي عوائد عناصر الإنتاج وهي= أجور + ريع + فوائد + أرباح.

- طريقة الإنفاق: تعدّ هذه الطريقة أحد الطرق الأساسية لتقدير الناتج المحلي في المجتمع، وحسب هذه الطريقة يتم النظر إلي الناتج المحلي الإجمالي من زاوية الإنفاق النهائي على مجموع السلع والخدمات التي تُنتج في فترة محددة من الزمن غالباً ما تكون سنة.

الدراسات السابقة:

أولاً- دراسات اهتمت بالمعلومات المحاسبية وأثرها على أسعار الأسهم:

دراسة (**باشيخ، 2005**)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم، والربح الموزع، ونصيب السهم من الأرباح، والعائد على حقوق المساهمين تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي خلال فترة 1999–2003م، لكل من القطاعات الآتية: (البنوك والخدمات والاسمنت و الصناعة) ، واستخدمت الدراسة أسلوب الانحدار المتدرج step wise regression.وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية قوية بين تلك المتغيرات و أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار 56% و القدرة التفسيرية للنموذج 31% (R– square)، كما أن هناك تفاوتاً بين أسعار الأسهم لتلك القطاعات والقيمة الدفترية للسهم، والربح الموزع، ونصيب السهم من الأرباح، والعائد على حقوق المساهمين.

دراسة (**باشيخ، 2007م**)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى أهم المعلومات المحاسبية المؤثرة على أسعار الأسهم في السوق السعودي (مستخدما سعر الإغلاق للسهم في نهاية السنة) ، واعتمدت الدراسة على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية، وذلك خلال الفترة من 2003 إلى 2005 ، واستخدم نموذج الانحدار المتدرج Stepwise Regression لاختبار فروض الدراسة.وتوصلت الدراسة إلى أن العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للسهم مرتبة حسب أهميتها، والتي يمكن أن تساعد صغار المستثمرين على التنبؤ بالأسعار، هي: (العائد على السهم الواحد ، مكرر الأرباح ، ومكرر السعر، والقيمة الدفترية ، والربح الموزع للسهم الواحد ، ومعدل العائد على حقوق المساهمين ، ومعدل مردود الربح الموزع) .

دراسة **(chang, et, al., 2008)**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى العلاقة بين أسعار الأسهم ونصيب السهم الواحد من الأرباح، والتعرف إلى العلاقة بين معدل النمو في الدخل التشغيلي ودرجة تأثير نصيب السهم من الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق تايوان للأوراق المالية، خلال الفترة من 1996–2006م، واستخدم الباحث البيانات ربع السنوية، حيث صنَّف الشركات حسب معدل النمو في الدخل التشغيلي إلي أربع مجموعات: (منخفضة، ومتوسطة، ومرتفعة، وكل المجموعات) ، واُستخدمت الأساليب الإحصائية الآتية: (unit root test، Engle– Granger Cointegration test) .وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تكون لها علاقة تكامل مشترك مع نصيب السهم الواحد من الدخل وفقاً للمجموعات الأربع، بينما لا توجد علاقة التكامل المشترك بين أسعار الأسهم الفردية و نصيب السهم الواحد من الأرباح، حيث استنتجت الدراسة أن أسعار الأسهم تتحرك مع نصيب السهم الواحد من الأرباح في المدى الطويل، ولكن ليس بالضرورة بالنسبة نفسها.

دراسة (**عبيدات، 2010**)

هدفت هذه الدراسة إالى التعرف إلى العوامل المحددة لأسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على البنوك التجارية الأردنية المساهمة في بورصة عمان خلال فترة 1992–2009م، وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد.توصلت إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول، و السيولة النقدية، والقيمة الدفترية، والرافعة المالية من جهة وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.
- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع وعائد السهم من جهة، وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.

دراسة (**الصعيدي، 2011م**)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية لهذه الشركات من الفترة 2006م إلى 2009م، واستخدم فيها أسلوب الانحدار المتعدد، وأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحقيق هدف الدراسة.وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل النجاح

والتوزيعات من جهة، وبين معدل عائد السهم السوقي من جهة أخرى.

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية، ومعدل النجاح من جهة، وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.

- عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح و معدل التوزيعات من جهة، وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.

دراسة (**هاتف، 2011م**)

سعت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين بعض المتغيرات المحاسبية مثل القيمة الدفترية وسعر السهم السوقي وبين العائد على حقوق الملكية، وبين الرغبة في الاستثمار بأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية ل55 شركة من الفترة 2004م إلى 2005م.وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية بين متغيرات الدراسة (القيمة الدفترية، ومعدل العائد على حقوق الملكية) وأسعار الأسهم.

- أن القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار المكون من هذه المتغيرات كانت معنوية وإيجابية تتفاوت حسب القطاعات السوقية بين 23–90 درجة R^2.

دراسة (**النجار، 2013**)

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية وهي العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على المبيعات، ونمو المبيعات، والقيمة السوقية للشركة التي حُسبت وفقا لنموذج Tobin's q ومعرفة أيهما أكثر تأثراً بالرفع المالي، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2004–2011) ، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية، وأن هذا الأثر يمتد لسنوات عدة لاحقة، وأن هناك أثراً سلبياً على القيمة السوقية للشركات حسب نموذج Tobin's q، وأن هذا الأثر يمتد أيضا لسنوات عدة لاحقة، وقد أوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات المساهمة الفلسطينية بدراسة الهيكل التمويلي وتقويمه مالياً بهدف الوصول إلى أفضل نسبة للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات.

ثانياً- دراسات اهتمت بالمعلومات الاقتصادية وأثرها على أسعار الأسهم:

دراسة **(Lettau and Ludvigson, 2001)** :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى علاقة التغيرات في نسبة إجمالي الاستهلاك إلى الثروة على عائدات الأسهم المتوقعة، باستخدام البيانات الفصلية لأسواق الأسهم الأمريكية (نيويورك، وامكس، ناسداك) ، واستخدم أسلوب طريقة المربعات الصغرى لتحديد مقدار التغير في الاستهلاك.وتوصلت الدراسة إلى أن هذه التغيرات في نسبة الاستهلاك إلى الثروة لها علاقة طردية قوية مع العائد الحقيقي للسهم وعلاوة السوق (الزيادة عن العائد الخالي من الخطر) ، وأيضا أن هذه النسبة لها قدرة تنبؤية للعائدات المستقبلية في المدى القصير والمتوسط أفضل من العائد على السهم من التوزيعات، و نسبة التوزيعات المدفوعة.

دراسة **(Gunsel and Cukur, 2007)** :

سعت هذه الدراسة إلى التحقق من نظرية التسعير المراجحة (APT) في سوق لندن للأوراق المالية لفترة من 1980 إلى 1993م، واستخدمت البيانات الشهرية، حيث قامت بتحديد العلاقة بين سبعة متغيرات اقتصادية وهي: (نسبة الفائدة، وعلاوة الخطر، وسعر صرف العملات، والعرض النقدي غير المتوقع ، والتضخم غير المتوقع، وتوزيعات العائد غير المتوقعة، والإنتاج الصناعي غير المتوقع) وبين عائد السهم، حيث استخدمت مصفوفة الارتباط للتعرف إلى درجة الارتباط بين تلك المتغيرات السبعة واستخدمت طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات بيتا لكل متغير.وأهم ما توصلت إليه الدراسة وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين عناصر الاقتصاد الكلي وعائد السهم المتوقع، وهذه العلاقة تختلف من متغير إلى آخر ومن قطاع إلى آخر، فعلى سبيل المثال وجود تأثير إيجابي مهم بين العرض النقدي غير المتوقع وعائدات صناعة المواد الإنشائية و صناعة الغذاء والشراب ووجود علاقة عكسية مهمة بين العرض النقدي غير المتوقع وعائدات السلع المنزلية والمنسوجات.

دراسة **(Rahman and Uddin, 2009)** :

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين سعر صرف العملات وأسعار الأسهم في أسواق ثلاث دول شرق أسيا (بنغلاديش، والهند، وباكستان) ، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية الشهرية لأسعار صرف الدولار وأسعار الأسهم للشركات المدرجة في تلك الأسواق المالية خلال الفترة 2003م إلى الفترة 2008م.وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم وسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل عملات هذه الدول.

دراسة **(Aydemir and Erdal, 2009)** :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى العلاقة بين معدل صرف العملات الأجنبية وأسعار أسهم الشركات المدرجة بالبورصة التركية خلال الفترة 2001م وحتى 2008م مستخدماً البيانات الشهرية لأسعار الصرف ولأسعار الأسهم، واستخدم معامل الارتباط

لتحقيق هدف الدراسة.وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار صرف العملات وأسعار أسهم كل من قطاع الخدمات والمال والصناعة، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين أسعار صرف العملات و بين أسعار أسهم قطاع التكنولوجيا، ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار صرف العملات وأسعار جميع الشركات معا.

دراسة (**بلجيلية، 2010**) :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى أثر التضخم على أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 1996م وحتى 2006م، واُستخدم معامل ارتباط بيرسون والرسومات البيانية للتعرف إلى العلاقة، واُستخدمت البيانات السنوية لكل من العائد والتضخم.وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية ذات دلالة معنوية بين أسعار أسهم قطاع التأمين والخدمات وبين معدل التضخم.
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة بين أسعار أسهم قطاع الصناعة و معدلات التضخم.

دراسة (**أبو السندس وآخرون 2012**) :

أوضحت هذه الدراسة أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على سعر السهم السوقي لشركات الخدمات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، واختيرت سبع عشرة عملة رئيسة، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية لهذه الشركات من الفترة 2006م إلى الفترة 2011م.وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين أسعار صرف الدينار الأردني مقابل اليورو والكرون الدنمركي والفرنك السويسري، وبين أسعار أسهم شركات الخدمات.
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار صرف الدينار الأردني مقابل اليوان الصيني والبيرو المكسيكي وبين أسعار أسهم شركات الخدمات.

التعليق علي الدراسات السابقة:

حاولت الدراسات السابقة التعرف إلى أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم حيث بينت أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بعوامل عدة أهمها: العائد على السهم الواحد، والربح الموزع للسهم، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، والقيمة الدفترية للسهم، في حين أظهرت دراسات أخرى عدم وجود علاقة طردية قوية بين حجم التداول والسيولة

النقدية والرافعة المالية من جهة وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.كذلك أظهرت دراسات أخرى أن التغيرات في نسبة إجمالي الاستهلاك إلى الثروة لها علاقة طردية قوية مع العائد الحقيقي للسهم وعلاوة السوق، وأن عائد السهم المتوقع تربطه علاقة قوية بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية أهمها: نسبة الفائدة وعلاوة الخطر وسعر صرف العملات.وتتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في أنها تحاول التعرف إلى أهم العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، بالاضافة إلى أنها تناولت متغيرات عدة مستخدمة في بعض الدراسات السابقة، في حين تختلف عنها في نقاط عدة أهمها ما يأتي:

- السوق التي أجريت عليها الدراسة الحالية.
- أنها تجمع في دراسة واحدة المعلومات المحاسبية والاقتصادية معا، للتعرف إلى مدى اعتماد المستثمرين على تلك المعلومات في ترشيد قرارات الاستثمار.
- تختلف في البيانات المستخدمة في التحليل، والتي سوف تجري عليها الدراسة، حيث اُستخدمت البيانات ربع السنوية لأسعار الأسهم.
- أنها تستخدم متغيرات لم يتم تناولها في الدراسات السابقة مثل نصيب السهم من الناتج المحلي الإجمالي و نسبة الملكية.

مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في مجموعة الوحدات الاقتصادية التي يتم تداول أسهمها في بورصة فلسطين في الفترة 2004م حتى 2011م، والبالغ عددها26، 28، 33، 34، 38، 37، 40، 46 شركة على التوالي، موزعة على خمسة قطاعات وهي: قطاع الصناعة 11 شركة، وقطاع الخدمات 10 شركات، وقطاع الاستثمار 10 شركات، وقطاع التأمين 7 شركات، وقطاع البنوك 8 شركات، وذلك حسب عام 2011م، ويتميز مجتمع الدراسة بقلة عدد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وبتنوع القطاعات في بورصة فلسطين.

عينة الدراسة:

اختيرت العينة بطريقة عشوائية طبقية، حيث بلغ حجم العينة النهائي للدراسة 14 شركة مقسمة على خمسة قطاعات، واختيرت عينة الدراسة وفقا للشروط الآتية:

- أن تكون مدرجة ويتم تداول أسهمها خلال فترة 2004 وحتى 2011م.

- إمكانية الحصول على البيانات والمعلومات اللازمة لإتمام الدراسة.

الجدول (1)

تصنيف حجم عينة الدراسة حسب القطاعات

أسم القطاع	قطاع الخدمات	قطاع البنوك	قطاع الاستثمار	قطاع الصناعة	قطاع التأمين	المجموع
عدد الشركات	4	3	4	2	1	14

مصادر البيانات:

تم الحصول على بيانات الوحدات الاقتصادية المتداولة في بورصة فلسطين من خلال التقارير السنوية المنشورة للوحدات الاقتصادية، وكذلك الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة فلسطين، بالإضافة إلى الكتب والمجلات والأبحاث ذات العلاقة.

الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل:

- **أسلوب كولومجروف– سمرنوف (kolomogorov – smirnov)**:

استخدم هذا الأسلوب للتعرف إلى المتغير التابع هل يتبع للتوزيع الطبيعي أو لا، وذلك لاختيار الأسلوب الإحصائي المناسب.

- **مصفوفة الارتباط**: اُستخدمت مصفوفة ارتباط بيرسون لقياس درجة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وذلك للتعرف إلى نوع وقوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

- **معادلة الانحدار**: اُستخدمت معادلة الانحدار للحصول على الاختبارات التالية:

- R– square – : للتعرف إلى القدرة التفسيرية لنموذج المتغيرات المحاسبية ومقارنتها بالقدرة التفسيرية لنموذج المتغيرات الاقتصادية.

- اختبار F: استخدم هذا الاختبار للتعرف إلى معنوية نموذج المتغيرات المحاسبية ونموذج المتغيرات الاقتصادية.

- اختبار T: استخدم هذا الاختبار لاختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة (كل على حدة) ، والتي لهاعلاقة معنوية مع المتغير التابع، حيث تم التوصل إليه بأسلوب الانحدار البسيط.

خطوات إجراء الدراسة:

جُمعت البيانات اللازمة للدراسة وذلك على النحو الآتي:

- تم الحصول على البيانات ربع السنوية لأسعار أسهم الشركات من موقع بورصة فلسطين.

- احتسبت المتغيرات المحاسبية الآتية: معدل العائد على حقوق الملكية، ونسبة الملكية والقيمة الدفترية للأسهم، وجودة الأرباح، على أساس سنوي من خلال القوائم المالية المنشورة للشركات، ولم تُحسب على أساس ربع سنوي بسبب عدم توافر جميع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة.

- تم الحصول على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوي، والأرقام القياسية لأسعار المستهلك في الأراضي الفلسطينية لحساب معدل التضخم من موقع الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني.

- تم الحصول على أسعار صرف الدولار الأمريكي و الدينار الأردني مقابل الشيكل (حيث اُعتبر الشيكل عملة محلية) من خلال الموقع الالكتروني الأتي:

http:// www.oanda.com/ currency/ historical– rates

- حُسب متوسط أسعار الأسهم ربع السنوية لكل الشركات معا، ولكل قطاع على حدة، وذلك لإجراء الارتباط بينها وبين المتغيرات الاقتصادية، والسبب في ذلك أن المتغيرات الاقتصادية متغيرات عامة أما أسعار الأسهم الفردية فمتغيرات خاصة لكل شركة على حدة، لذلك تم أخد متوسط أسعار الأسهم ربع السنوية للشركات، للتعرف على العلاقة بينها وبين المتغيرات الاقتصادية.

- حُسب متوسط أسعار الأسهم ربع السنوية لكل شركة على حدة للتعرف على العلاقة بينها وبين المتغيرات المحاسبية.واُختير التوزيع الطبيعي لمتوسط سعر السهم ربع السنوي، وذلك لأنه اختبار ضروري في حالة استخدام الاختبارات المعلمية.كذلك قيست درجة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية ومتوسط أسعار الأسهم لكل الشركات معاً ولكل قطاع على حدة.

- قيست درجة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية السنوية، وبين متوسط أسعار الأسهم ربع السنوية و السنوية للشركات كلها، ولكل قطاع على حدة.

- قيست القدرة التفسيرية لنموذج المتغيرات الاقتصادية ولنموذج المتغيرات المحاسبية كلّ على حدة للتعرف على درجة قوتها في تفسير اختلافات أسعار الأسهم، وللتعرف إلى أفضل المعلومات التي يمكن للمستثمر الاعتماد عليها في ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية.

- اُستخدم اختبار (T) لاختبار معنوية معاملات المتغيرات المستقلة (كل على حدة) ، والتي لها علاقة معنوية مع المتغير التابع، وذلك للتعرف إلى أقوى المتغيرات التي تؤثر

على المتغير التابع، والذي تم التوصل إليه بإسلوب الانحدار البسيط.

قياس المتغيرات:

الجدول (2)

قياس متغيرات الدراسة

رمز المتغير	المتغير	كيفية القياس
أولا: المتغيرات المستقلة المحاسبية		
ROE	معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity)	صافي الدخل/ إجمالي حقوق الملكية
BV	القيمة الدفترية (Book Value)	إجمالي حقوق الملكية/ عدد الأسهم
REQ	نسبة الملكية (Equity Ratio)	إجمالي حقوق الملكية/ إجمالي الخصوم
EQ1	جودة الأرباح (Quality of Earnings)	(صافي الدخل من العمليات التشغيلية – صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية) / صافي الدخل من العمليات التشغيلية
ثانيا: المتغيرات المستقلة الاقتصادية		
IN	التضخم (inflation)	(الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الفترة الحالية/ الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الفترة السابقة) – 1
USA*	سعر صرف الدولار (Exchange ratio)	تم الحصول عليه من خلال الموقع التالي: http:// www.oanda.com/ currency/ historical- rates
GDP**	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوي Gross Domestic product of the personal	الناتج المحلى الإجمالي/ عدد الأفراد) × 4)
ثالثا: المتغيرات التابعة		
AVRPRIES	متوسط سعر السهم الربع السنوي Average quarterly stock prices	مجموع قيمة أسعار السهم الربع سنوية/ 4
OLLAVER	متوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم Average quarterly of all stock prices	مجموع أسعار جميع الأسهم ربع السنوية/ عدد الأسهم

* تم استخدام أسعار الصرف للعملات في نهاية الفترة.

** تم الحصول على بيانات الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوي من الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني.

التحليل الإحصائي والأساليب الإحصائية:

اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير التابع:

اُستخدم اختبار التوزيع الطبيعي كولومجروف- سمرنوف (kolomogorov – smirnov) لمعرفة هل بيانات المتغير التابع تتبع التوزيع الطبيعي أو لا؟ وهو اختبار ضروري حال استخدام الاختبارات المعلمية، لأن معظم هذه الاختبارات المعلمية تشترط أن يكون توزيع البيانات طبيعيا.

الجدول (3)

نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (kolomogorov – smirnov)

البيان	قيمة Z	عدد المفردات	قيمة مستوى الدلالة
AVRPRIES	0.056	112	0.200

AVRPRIES = متوسط سعر السهم الربع سنوي

يوضح الجدول (3) أن قيمة مستوى الدلالة للمتغير التابع (متوسط سعر السهم الربع سنوي) أكبر من 0.05، وهذا يدل على أن بيانات المتغير التابع تتبع للتوزيع الطبيعي، ومن ثم يمكن استخدام الاختبارات المعلمية.

اختبار الفرضيات:

اولاً ـ اختبار الفرضية الرئيسة الأولى:

تنص الفرضية الرئيسة الأولى بأنه: «لا توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) ، وبين سعر السهم السوقي»، **الذي يتفرع منها الفرضيات الآتية:**

1. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين معدل العائد على حقوق الملكية وبين سعر السهم السوقي».

يتبين من الجدول (4) بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للسهم ومتوسط سعر السهم الربع سنوي، حيث تبين أن درجة

الارتباط 0.496 ومستوى الدلالة 0.000، وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو05.، كما يتضح من الجدول أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وأسعار الأسهم السنوية حيث يتبين أن درجة الارتباط 0.505 ومستوى الدلالة 0.000، وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، مما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بأنه: «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين معدل العائد على حقوق الملكية وسعر السهم السوقي».وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (الجفري، باشيخ، 2005) ، ودراسة (باشيخ، 2005 و 2007) ودراسة (هاتف، 2011م) ، حيث توصلت تلك الدراسات إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية.وتبين تلك النتيجة أن الهدف الأساس لأي شركة هو تحقيق عائد من وراء الاستثمار، فطالما كان العائد من وراء الاستثمار كبيرا كان ذلك مؤشرا على مدى نجاح الشركة في تحقيق أهدافها، مما يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في تلك الشركة، وهذا بدوره يعمل على زيادة الطلب على أسهم تلك الشركة، مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم لتلك الشركة.

2. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين القيمة الدفترية للسهم وسعر السهم السوقي».

يتضح من الجدول (4) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم (Book Value) وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي، حيث تبين أن درجة الارتباط 0.729 ومستوى الدلالة 0.000، وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، كما يتضح من الجدول أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم (Book Value) وأسعار الأسهم السنوية، حيث يتبين أن درجة الارتباط 0.646 ومستوى الدلالة 0.000، وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، مما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بأنه «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين القيمة الدفترية للسهم وسعر السهم السوقي».وهذه النتيجة تؤكد النتيجة التي توصلت إليها (دراسة الصعيدي، 2011) التي أجريت على بورصة فلسطين، ودراسة (الجفري، باشيخ، 2005) ، ودراسة (باشيخ، 2005 و 2007) التي أجريت على بورصة السعودية، حيث توصلت تلك الدراسات إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم والقيمة الدفترية للسهم، وتبين تلك النتيجة أن كبر حجم الشركات (القيمة الدفترية) قد يؤدي إلى زيادة الثقة بالشركة في البورصة بدرجة أكبر من الشركات الصغيرة (القيمة الدفترية) مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها، وهذا يعمل على زيادة في أسعار أسهمها، كما تعدّ هذه النتيجة مؤشراً على أن المستثمر في بورصة فلسطين يعتمد على

نموذج التقويم المحاسبي (Ohlson Moodel) الذي تشكل القيمة الدفترية بناء على ذلك النموذج أساساً لتسعير الأصول الرأسمالية.

3. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين نسبة الملكية وسعر السهم السوقي».

يتبين من الجدول (4) أن هناك علاقة طردية ليست ذات دلالة إحصائية بين نسبة الملكية (REQ) للسهم، وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي، حيث تبين أن درجة الارتباط 0.009ومستوى الدلالة 0.925، وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، كما يتضح من الجدول بأن هناك علاقة طردية ليست ذات دلالة إحصائية بين نسبة الملكية (REQ) للسهم وأسعار الأسهم السنوية، حيث يتبين أن درجة الارتباط 0.016 ومستوى الدلالة 0.863، وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، مما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأنه: «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين نسبة الملكية وبين سعر السهم السوقي».وتبين تلك النتيجة أن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ناجحة في عملية التوازن بين مصادر التمويل، بحيث تستفيد من أموال التمويل مع الأخذ بالاعتبار الاستقلال المالي للشركة، وبالتالي مادام هناك توازن، فإن تلك المعلومة (نسبة الملكية) لا تؤثر على القرارات الاستثمارية للمستثمرين في بورصة فلسطين.

4. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين جودة الأرباح وسعر السهم السوقي».

يتبين من الجدول (4) بأن هناك علاقة طردية ليست ذات دلالة إحصائية بين معدل الفرق بين الدخل والتدفق النقدي من العمليات (EQ1) للسهم وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي، حيث تبين أن درجة الارتباط بلغت 0.025 ومستوى الدلالة 0.795، وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، كما يتضح من الجدول أن هناك علاقة طردية ليست ذات دلالة إحصائية بين معدل الفرق بين الدخل والتدفق النقدي من العمليات (EQ1) للسهم وأسعار الأسهم السنوية، حيث يتبين أن درجة الارتباط بلغت 0.033ومستوى الدلالة 0.730، وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، وهذا يعني أن هناك علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح وأسعار الأسهم، حيث من المعروف أنه كلما قل الفرق بين معدل الدخل من العمليات و التدفق النقدي من العمليات، كلما زادت جودة الأرباح المحاسبية، مما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأنه: « لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين جودة الأرباح وسعر السهم

السوقي، وهذه النتيجة تتوافق مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (الصعيدي، 2011م) ، حيث توصلت إلى عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح وأسعار الأسهم.وتبين تلك النتيجة أن المستثمرين في بورصة فلسطين، وخاصة المستثمرين الأفراد لديهم خبرة قليلة في مجال الاستثمار، ولذلك لا يهتمون لتلك المعلومة، لذا من الضروري زيادة توعية المستثمرين.

الجدول (4)

درجة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية ومتوسط سعر السهم ربع السنوي والأسعار السنوية

المتغيرات المحاسبية	متوسط سعر السهم الربع سنوي		سعر السهم السنوي		
	درجة الارتباط	مستوى الدلالة الإحصائية	درجة الارتباط	مستوى الدلالة الإحصائية	
ROE	0.496	0.000	0.505	0.000	دال عند 0.05
BOOK	0.729	0.000	0.646	0.000	دال عند 0.05
REQ	0.009	0.925	0.016	0.863	غير دال إحصائيا
EQ	0.025	0.795	0.033	0.730	غير دال إحصائيا
N	112	112	112	112	

* قيمة معامل الارتباط الجدولية عند مستوى (0.05) تساوي 0.185
* حيث أن ROE معدل العائد على حقوق الملكية، BOOK القيمة الدفترية للسهم، REQ نسبة الملكية، EQ1 جودة الأرباح.

ثانياً ـ اختبار الفرضية الرئيسة الثانية:

تنص الفرضية الرئيسة الثانية بأنه: «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين المعلومات الاقتصادية (معدل التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج الإجمالي) وبين سعر السهم السوقي»، **ويتفرع منها الفرضيات الآتية:**

1. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين معدل التضخم وبين سعر السهم السوقي».

يتبين من الجدول (5) أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم (IN) ومتوسط أسعار الربع سنوية لجميع الأسهم (OLLAVER) ، حيث تبين أن درجة

الارتباط –396.0 ومستوى الدلالة 0.025، وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، مما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بأنه «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومتوسط أسعار جميع الأسهم الشهرية».

وهذه النتيجة تتوافق مع فرضية دراسة (Fama، 1981) التي ترى أن العلاقة بين عوائد الأسهم والتضخم ليست علاقة مباشرة، ولكنها تمثل علاقة نائبة للعلاقة بين النشاط الاقتصادي وعوائد الأسهم، أي أن المتغيرات الاقتصادية الحقيقية ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، إضافة إلى أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الاقتصادية الحقيقية، الأمر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية.

2. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية وسعر السهم السوقي».

يتبين من الجدول (5) بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل صرف الدولار إلى شيكل (USA) و معدل صرف الدينار إلي الشيكل (JORD) من جهة، و متوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم (OLLAVER) من جهة أخرى، حيث تبين أن درجة الارتباط على التوالي 0.451 و 0.472، ومستوى االدلالة الإحصائية لمتغير JORD 0.006 و USA 0.001 وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05 مما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بأنه «»لا توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية وبين سعر السهم السوقي».

وهذه النتيجة تتعارض مع النتيجة التي توصلت اليها كل من دراسة (Aydemir and Erdal،2009) ودراسة (Rahman and Uddin،2009) ، حيث توصلت دراسة (Aydemir، Erdal، 2009) إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار صرف العملات، وأسعار أسهم جميع الشركات معا، أما دراسة (Rahman and Uddin، 2009) فقد توصلت إلى عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم وسعر صرف الدولار الأمريكي، وتبين هذه النتيجة أن ارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية يعدُّ مؤشراً على نمو الاقتصاد العالمي، مما ينعكس على أداء البورصة، وهذا يشجع المستثمرين على الاستثمار، مما يؤدي لزيادة أسعار الأسهم.

3. «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وسعر السهم السوقي».

يتبين من الجدول (5) بأن هناك علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الربع سنوي (GDP) ومتوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم (OLLAVER) ، حيث تبين أن درجة الارتباط– 0.02 ومستوى الدلالة 0.912، وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05.مما سبق يمكن قبول الفرضية القائلة بأنه: «لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وسعر السهم السوقي».

وتبين هذه النتيجة أن الزيادة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (دخل الفرد) تتلاشى نتيجة الزيادة في التضخم أو نتيجة احتفاظ الفرد به كسيولة وعدم استثماره، ومن المعروف أن دخل الفرد ينقسم إلى قسمين وهما الاستهلاك والادخار، حيث كلما زاد الاستهلاك، كلما انخفض الادخار، ومن المعروف أن التضخم في الأسعار يؤدي إلى زيادة الأموال التي تذهب للاستهلاك على حساب الادخار، وبالتالي تقل فرصة استثمار الأموال المدخرة.

الجدول (5)

درجة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية متوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم معا

المتغيرات الاقتصادية	OLLAVER		
	درجة الارتباط	مستوى الدلالة الإحصائية	
IN	- 0.396	0.025	دال عند 0.05
JORD	0.472	0.006	دال عند 0.05
USA	0.451	0.010	دال عند 0.05
GDP	- 0.020	0.912	غير دال إحصائيا
N	32	32	

* قيمة معامل الارتباط الجدولية عند مستوى دلالة (0.05) تساوي 0.349

* IN تعني معدل التضخم، GDP تعني نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، usa يعني معدل صرف الدولار إلى شيكل، JORD يعني معدل صرف الدينار إلى شيكل، OLLAVER يعني متوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم.

ثالثاً ـ اختبار الفرضية الرئيسة الثالثة:

تنص هذه الفرضية على أنه: «لا تستطيع المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) أن تفسر اختلافات أسعار

الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي)».

الجدول (6)

نتائج اختبار معامل التحديد ومدى معنوية نموذج المتغيرات المحاسبية ونموذج المتغيرات الاقتصادية

النموذج	R- square	F	Sig
نموذج المتغيرات المحاسبية	0.576	36.3	0.000
نموذج المتغيرات الاقتصادية	0.340	34.7	0.021

يتبين من الجدول 6 أن القدرة التفسيرية لنموذج المتغيرات المحاسبية بلغت 0.576، أما القدرة التفسيرية لنموذج المتغيرات الاقتصادية بلغت 0.340، مما سبق يمكن رفض الفرضية القائلة بأنه: «لا تستطيع المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) أن تفسر اختلافات أسعار الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي)».كما يتضح أيضا أن مستوى دلالة كل من نموذج المتغيرات المحاسبية ونموذج المتغيرات الاقتصادية بلغت على التوالي 0.000، 0.021 وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05، لذا فإن القدرة التفسيرية للنموذجين تعدُّ مقبولة إحصائيا.مما سبق يمكن القول إن المعلومات المحاسبية بشكل عام وخاصة القيمة الدفترية ومعدل العائد على حقوق الملكية يمكن الاعتماد عليها في ترشيد قرار الاستثمار بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية.

تحليل درجة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي وفقا لجميع القطاعات:

يتبين من الجدول 7 ما يأتي:

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي في جميع القطاعات باستثناء قطاع التأمين، فتوجد علاقة طردية غير دالة إحصائية، حيث إن مستوى الدلالة لجميع القطاعات (باستثناء قطاع التأمين) كان أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، أما مستوى الدلالة لقطاع التأمين بلغ 0.065 وهو يعدُّ قريباً جداً من مستوى الدلالة المقبول.

- هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية ومتوسط سعر السهم ربع السنوي في جميع القطاعات، حيث إن مستوى الدلالة لجميع القطاعات كان أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الملكية وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي لجميع القطاعات، حيث إن مستوى الدلالة لجميع القطاعات كان أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح وبين متوسط سعر السهم ربع السنوي لجميع القطاعات، حيث إن مستوى الدلالة لجميع القطاعات كان أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05.

نلاحظ أن نتيجة التحليل عبر القطاعات لا تختلف عن نتيجة التحليل لجميع الشركات معا، وهذا يؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها، وهي رفض الفرضية الأولى والثانية وقبول الفرضية الثالثة والرابعة.

الجدول (7)

درجة الارتباط بين المتغيرات المحاسبية ومتوسط سعر السهم ربع السنوي وفقا للقطاعات

البيان		قطاع الاستثمار	قطاع البنوك	قطاع التأمين	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة
ROE	Pearson Correlation	.643**	.695**	0.677	.416**	0.491*
	Sig.(2- tailed)	0.001	0.000	0.065	0.008	.05
BOOK	Pearson Correlation	.506*	.763**	.945**	.891**	.762**
	Sig.(2- tailed)	0.012	0.000	0.000	0.000	0.001
REQ	Pearson Correlation	- 0.341	0.385	0.059	0.11	- 0.121
	Sig.(2- tailed)	0.102	0.063	..889	0.499	0.656
EQ1	Pearson Correlation	- 0.117	0.094	0.334	- 0.063	0.000
	Sig.(2- tailed)	0.585	0.662	0.418	0.698	0.999
	N	24	24	8	40	16

* Correlation is significant at the 0.05 level (2- tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2- tailed).

* BOOK تعني القيمة الدفترية للسهم، ROE تعني معدل العائد على حقوق الملكية، EQ1 تعني جودة الأرباح، REQ تعني نسبة الملكية.

تحليل درجة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية وبين متوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم حسب جميع القطاعات:

يتبين من الجدول (8) ما يأتي:

- هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من أسعار أسهم قطاع الاستثمار، وقطاع التأمين، وقطاع البنوك من جهة وبين معدل التضخم من جهة أخرى، حيث أن مستوى الدلالة لتلك القطاعات كان أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، كما يتبين من الجدول وجود علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات من جهة وبين معدل التضخم من جهة أخرى، حيث أن مستوى الدلالة لتلك القطاعات كان أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05.

- هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من أسعار أسهم قطاع الاستثمار، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات، وقطاع البنوك من جهة وبين أسعار صرف الدولار والدينار مقابل الشيكل من جهة أخرى، حيث إن مستوى الدلالة لتلك القطاعات كان أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، كما يتبين من الجدول وجود علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم قطاع الصناعة و أسعار صرف الدولار والدينار مقابل الشيكل، حيث إن مستوى الدلالة كان أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05.

- هناك علاقة عكسية ليست ذات دلالة إحصائية بين كل من أسعار أسهم قطاع الاستثمار، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات، وقطاع البنوك من جهة، وبين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوي من جهة أخرى، حيث إن مستوى الدلالة لتلك القطاعات كان أكبر من مستوى الدلالة المقبول وهو 0.05، كما يتبين من الجدول وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم قطاع الصناعة، و نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوي حيث بلغ مستوى الدلالة 0.000 وهو أقل من المستوى المقبول.

الجدول (8)

درجة الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية ومتوسط أسعار ربع السنوية لجميع الأسهم حسب القطاعات

البيان		قطاع الاستثمار	قطاع البنوك	قطاع التأمين	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة
IN	Pearson Correlation	- 0.359	- 0.371	- 0.412	- 0.34	- 0.197
	Sig.(2- tailed)	0.044	0.037	0.019	0.057	0.279
JORD	Pearson Correlation	0.473	0.385	0.77	0.407	0.793
	Sig.(2- tailed)	0.006	0.029	0.000	0.021	0.29

البيان		قطاع الاستثمار	قطاع البنوك	قطاع التأمين	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة
USA	Pearson Correlation	0.451	0.361	0.742	0.399	- 0.144
	Sig.(2- tailed)	0.01	0.042	0.000	0.024	0.433
GDP	Pearson Correlation	- 0.12	- 152	- 0.282	- 0.041	0.651
	Sig.(2- tailed)	0.513	0.406	0.118	0.822	0.000
	N	32	32	32	32	32

IN = معدل التضخم، GDP= نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، usa= معدل صرف الدولار إلي شيكل، JORD= معدل صرف الدينار إلى شيكل، INSURENS= متوسط أسعار أسهم قطاع التأمين، BANK= متوسط أسعار أسهم قطاع البنوك، SERVES= متوسط أسعار أسهم قطاع الخدمات، INDASTRY= متوسط أسعار أسهم قطاع الصناعة، INVESTEMANT= متوسط أسعار أسهم قطاع الاستثمار.

مما سبق يتبين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المعلومات الاقتصادية واسعار الاسهم، وهذه العلاقة تختلف من متغير إلى آخر ومن قطاع الى آخر.كذلك لا تستطيع الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين التحوط اتجاه التضخم؛ أي أن تكون الأسهم قادرة على تحقيق زيادة في العائد المطلوب تساوي على الأقل الزيادة في المستوى العام للأسعار.

الجدول (9)

لاختبار معنوية معاملات متغيرات الدراسة التي لها علاقة معنوية مع المتغير التابع t نتائج اختبار

المتغيرات	البيان		
	beta	t	sig
BOOK	0.729	11.184	0.000
ROE	0.498	5.995	0.000
JORD	0.472	2.930	0.006
USA	0.451	2.770	0.010
IN	- .395	- 2.364	0.025

* Book = القيمة الدفترية للسهم ، JORD = معدل صرف الدينار إلى الشيكل ، ROE = معدل العائد على حقوق الملكية ، IN = معدل التضخم ، USA = معدل صرف الدولار إلي شيكل.

يتبين من الجدول 9 أن القيمة الدفترية للسهم هي أكبر متغيرات الدراسة التي لها تأثير على أسعار الأسهم، يليها معدل العائد على حقوق الملكية، ثم المتغيرات الاقتصادية الأخرى، حيث بلغ معامل بيتا للقيمة الدفترية 0.729، وهذا يعني أن مقدار التغير في سعر السهم حال زيادة القيمة الدفترية أو نقصانها بوحدة نقدية واحدة سيكون بمقدار0.729 من الوحدة النقدية، ويبين الجدول أيضا أن المتغيرات المحاسبية لها تأثير أقوى من المتغيرات الاقتصادية، وهذا يؤكد رفض الفرضية القائلة بأنه: " لا تستطيع المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) أن تفسر اختلافات أسعار الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي) ".

النتـــــائـــــج والتوصيـــــــــات:

أولا النتائج:

أظهرت الدراسة النتائج الآتية:

1. وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية، ومعدل صرف العملات الأجنبية من جهة، وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.

2. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الملكية، وجودة الأرباح، ونصيب السهم من الناتج المحلي الإجمالي من جهة، وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.

3. وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم.

4. تعد القيمة الدفترية للسهم أقوى متغيرات الدراسة من حيث درجة تأثيرها على أسعار الأسهم، يليها معدل العائد على حقوق الملكية.

5. تستطيع المعلومات المحاسبية (معدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية، ونسبة الملكية، وجودة الأرباح) أن تفسر اختلافات أسعار الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) «.

6. أن المعلومات المحاسبية بشكل عام وخاصة القيمة الدفترية، ومعدل العائد على حقوق الملكية يمكن الاعتماد عليها في ترشيد قرار الاستثمار بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية.

7. لا تستطيع الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين التحوط اتجاه التضخم.

ثانياً ـ التوصيات:

توصي الدراسة بما يأتي:

1. تكثيف التوعية بأهمية المعلومات المحاسبية وأثرها على بورصة فلسطين وترشيد القرارات الاستثمارية.

2. ضرورة قيام الشركات بنشر مجموعة موحدة من النسب المحاسبية مع التقارير ربع السنوية والسنوية حتى يتمكن المستثمر من تقويم أداء هذه الشركات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم، وخاصة معدل العائد على حقوق الملكية والقيمة الدفترية للسهم.

3. ضرورة قيام الجهات المختصة في بورصة فلسطين بإنشاء قاعدة بيانات تاريخية لجميع الشركات المدرجة في البورصة (ربع سنوية وسنوية) ، تحتوي على جميع النسب المالية للشركات وعلى أسعار الأسهم، وعائد السهم السوقي، وغيرها من البيانات والمعلومات التي تهم المستثمرين وتساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

4. ضرورة قيام المستثمرين في بورصة فلسطين ببناء قراراتهم الاستثمارية على أساس المعلومات المحاسبية وخاصة على أساس القيمة الدفترية، ومعدل العائد على حقوق الملكية بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية.

5. القيام بدراسات وأبحاث في ذات السياق، ترتبط بمتغيرات أخرى، ذلك لإثراء قاعدة البيانات المرجو توافرها حول أسواق رأس المال.

المصادر والمراجع:

أولاً - المراجع العربية:

1. أبو السندس، جهاد أحمد و المؤمن، غازي فلاح (2012م) ، «اثر تذبذب أسعار الصرف لدينار الأردني علي قيم أسهم الشركات المساهمة في قطاع الخدمات»، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية، المجلد 20، ع2، ص 485-510.
2. أبو الرب، نور الدين وعبد الجواد، إسلام والكخن، رشيد و الظاهر، مفيد (1999) ، « مبادئ التمويل «، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة النجاح الوطنية.
3. بن موسى، كمال (2004) ، «المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها «، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، ص: 37-48.
4. بلجيلية، سمية، (2010) ، «أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، جامعة منتورى قسنطية – الجزائر، ص: 62-155.
5. باشيخ، عبد اللطيف عبد الرحمن (2005) ، «العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم»، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد 19، العدد 2، ص 171-185.
6. باشيخ، عبد اللطيف عبد الرحمن (2007) ، «أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي»، جامعة الملك خالد، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة، (السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية) ، السعودية.
7. جاد الله، أحمد السيد (2000) ، «أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين»، مجلة البحوث التجارية، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، مصر، العدد 13، ص: 115.
8. الحناوي، محمد صالح (2006) ، «تحليل وتقييم الأسهم والسندات» الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر.
9. حطاب، سامي (2007) ، «المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار»، هيئة الأوراق المالية والسلع أبو ظبي.
10. خليل، عطا الله وراد (2005) ، «دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية – دراسة تحليلية»، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، جامعة فيلادلفيا، ص: 3.

11. سلمان، مصطفى، وداوود، حسام والصعيدي، عماد وعقل، خضر (2000) ، «مبادئ الاقتصاد الكلي»، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.

12. الشواربي، عبد الحميد (2002) ، «إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية»، منشأة المعارف، الإسكندرية.

13. الصعيدي، إسماعيل جميل (2011) ، «العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي»، دراسة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر– غزة.

14. عبد الحميد، ممدوح (1999) ، «أثر السياسات المحاسبية لإدارة الأرباح على أسعار الأسهم بالتطبيق على الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية»، مجلة الفكر المحاسبي، العدد الثاني، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، ص 406-449.

15. عبيدات، سامر فخري (2010) ، «تحليل محددات أسعار الأسهم البنوك التجارية دراسة تطبيقية في بورصة عمان»، مجلة العلوم الإنسانية، السنة الثامنة، العدد: 46، الجزائر، ص 146.

16. فارس، زين العابدين و دعية، هادي محسن (2000) ، «دراسات وبحوث في المحاسبة الدولية»، مكتبة الجلاء الحديثة، بور سعيد– مصر.

17. مصطفى، أحمد فريد (2009) ، «الاقتصاد النقدي والمصرفي»، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

18. مطر، محمد و السيوطي، موسي (2008) ، «التأصيل النظري للممارسات المهنية للمحاسبة في مجالات القياس والعرض والإفصاح»، دار وائل، عمان.

19. النجار، جميل حسن (2013) ، «مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين» دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، المجلد 15، العدد 1، ص 281-318.

20. نعمة الله، أحمد رمضان و عايد، عفاف عبد العزيز و ناصف، إيمان عطية (2004) ، «مبادئ الاقتصاد الكلي»، الدار الجامعية، الإسكندرية.

21. هاتف، مجيد عبد الحسين (2011) ، «أثر العلاقة بين بعض المتغيرات المحاسبية وحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية»، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد 19، ع 2 ص 211-235.

ثانياً - المراجع الأجنبية:

1. *Aydemir, oguzhan and erdal, demirhan, (2009) ,» The Relationship Between Stock Prices and Exchange Rates Evidence Turkey», international research journal of finance and economics, issue 23.*
2. *Chang, Hsu- Ling, Yahn- Shir Chen, Chi- Wei Su, and Ya- Wen Chang, (2008) "The Relationship between Stock Price and EPS: Evidence Based on Taiwan Panel Data. " Economics Bulletin, Vol. 3,No. 30,pp. 1- 12*
3. *Gunsel, Nil and Cukur, Sadik (2007) " The Effects of Macroeconomic Factors on the London Stock Returns: A Sectoral Approach " International Research Journal of Finance and Economics, Issue 10, pp. 1450- 2887.*
4. *Lettau, martin and ludvigson,Sydney (2001) ," consumption aggregate wealth and expected stock returns ", The Journal of Finance, volume lvi, no 3.*
5. *Lambert Richard, Christian Leuz and Verrecchia Robert E) 2007) ,"Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital", Journal of Accounting Research, Vol. 45.*
6. *Rahman, Lutfur and Uddin, Jashim, (2009) " Dynamic Relationship between stock prices and Exchange rate- Evidence from three south Asia countries", Internaional business research, vol. 2, No 2, April.*
7. *Zayimtsyan, hayk (2006) ," Optimal Portfolio Structure for Investments in the International Financial Market The Example of the Central Bank of Armenia ", available at, http:// aea. am/ files/ papers/ w0601. pdf*

ثالثاً - مواقع الكترونية:

1. *http:// www. oanda. com/ currency/ historical- rates*