

العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم  
الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان

(دراسة اختبارية)

**Financial And Non-Financial Determinants That  
Affect Stock Market Prices For Industrial Public  
Shareholding Companies Listed At Amman Stock  
Exchange**

**(Empirical study)**

إعداد

أسامة محمد شنك

إشراف

الأستاذ الدكتور محمد مطر

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

قسم المحاسبة

كلية الأعمال

جامعة الشرق الأوسط

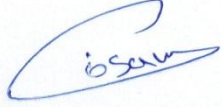
2018

تشرين الثاني

### التفويض

أنا الموقع أدناه "أسامة محمد جميل شنك" أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً وإلكترونياً، للمكتبات أو المنظمات، أو المؤسسات المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها.

الاسم: أسامة محمد جميل شنك




التوقيع: 

التاريخ: 2018/11/14م

### قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها "العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختبارية)".

وأجيزت بتاريخ: 2018 / 11 / 14

التوقيع	أعضاء لجنة المناقشة	الاسم
	مشرفاً	أ.د محمد مطر
	رئيساً و ممتحناً داخلياً	د راشد سلامة
	ممتحناً خارجياً	أ.د خليل ابو حشيش

## الشكر والتقدير

الحمد لله دائماً وأبداً، في هذا المقام لا أملك سوى الشكر الجزيل إلى الله وحده ثم إلى كل من شارك معي في إتمام هذا العمل.

وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور محمد مطر، الذي أشرف على هذه الرسالة بإرشاداته، ثم إلى الدكتور عبد الله الدعاس وما منحاه لي من وقت وجهد وعلم وسعة صدر، كان لها الأثر الأكبر في إنجازها، جزاهما الله عني خير الجزاء.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذه الرسالة، وأتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من شجعني ودعمني ووقف إلى جانبي لإتمام هذا العمل، وإلى كل من سهل لي لانجاز هذه الرسالة.

جزا الله الجميع خير الجزاء وبارك جهودهم إنه سميع قريب مجيب الدعاء.

الباحث: أسامة شنّك

## الإهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى:

سيد البشرية محمد عليه أفضل الصلاة وأتم التسليم

إلى قدوتي الأولى، ونبراسي الذي ينير دربي، إلى من أعطاني ولم يزل يعطيني بلا حدود، إلى من

رفعت رأسي عالياً افتخاراً به ..... أبي العزيز

إلى التي رأني قلبها قبل عينيها، وحصنتني أحشاؤها قبل يديها، إلى شجرتي التي لا تذبل، إلى

الظل الذي آوي إليه في كل حين .... أُمي الحبيبة

حفظها الله

إلى أهلي وعزوتي، أصدقائي، وكل من دعمني ووقف إلى جانبي وعلمني

الباحث: أسامة شنّك

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع	ترميز العناوين
ب	التفويض	
ج	قرار لجنة المناقشة	
د	الشكر والتقدير	
هـ	الإهداء	
و	قائمة المحتويات	
ط	قائمة الجداول	
ي	قائمة الأشكال	
ك	قائمة الملاحق	
ل	المخلص	
ن	الملخص باللغة الانجليزية Abstract	
1	الفصل الأول: خلفية الدراسة	
1	المقدمة	1-1
2	مشكلة الدراسة وأسئلتها	2-1
4	أهداف الدراسة	3-1
5	أهمية الدراسة	4-1
5	فرضيات الدراسة	5-1
7	انموذج الدراسة	6-1
8	حدود الدراسة	7-1

8	محددات الدراسة	8-1
9	مصطلحات الدراسة	9-1
11	<b>الفصل الثاني: الادب النظري والدراسات السابقة</b>	
11	التمهيد	1-2
11	أهمية أسعار الاسهم في تحديد قرارات المتعاملين في الاوراق المالية	2-2
13	العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم	3-2
17	عوامل ومقومات نجاح السوق المالي	4-2
19	فرضية كفاءة السوق المالي ودورها في تحديد الأسعار السوقية للأسهم	5-2
20	أساليب تحليل وتقييم الأسهم	6-2
21	الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان	7-2
24	الدراسات السابقة	8-2
42	<b>الفصل الثالث: المنهجية والإجراءات</b>	
42	المقدمة	1-3
42	مجتمع وعينة الدراسة	2-3
42	مصادر المعلومات	3-3
43	المعالجة الاحصائية	4-3
44	<b>الفصل الرابع: تحليل النتائج</b>	
44	تمهيد	1-4
45	الاحصاءات الوصفية للدراسة ومتغيراتها	2-4
50	التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الاحصائي	3-4
54	مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة	4-4
57	اختبار فرضيات الدراسة	5-4

59	الفصل الخامس: النتائج والتوصيات	
69	النتائج	1-5
74	التوصيات	2-5
76	المراجع	
76	المراجع العربية	
78	المراجع الأجنبية	
81	الملاحق	



## قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
45	نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة	1-4
48	نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة	2-4
50	القيم المتطرفة التي تم حذفها	3-4
53	صلاحيات بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي	4-4
54	نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	5-4
58	نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الأول	6-4
62	نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الثاني	7-4
66	نتائج اختبار الانحدار المتدرج للنموذج المقترح	8-4

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
7	انموذج الدراسة	1-1
51	التوزيع الطبيعي للبواقي في الانموذج الاول	1-4
52	التوزيع الطبيعي للبواقي في الانموذج الثاني	2-4

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
81	متغيرات الدراسة المتصلة	1
85	متغيرات الدراسة المنفصلة	2
89	أسماء شركات التدقيق	3
93	نتائج التحليل الإحصائي	4

## العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان

إعداد:

أسامة محمد شنّك

إشراف:

الأستاذ الدكتور محمد مطر

### المخلص

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان. وذلك من خلال دراسة عينة عشوائية عددها 28 شركة تم اختيارها من مجتمع الدراسة الذي يبلغ 56 شركة صناعية مساهمة عامة .

وقد تم تحليل بيانات الدراسة باستخدام مجموعة من أدوات الإحصاء الوصفي مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتم اختبار فرضياتها بموجب مجموعة من الأدوات الإحصائية مثل : اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا، واختبار التداخل الخطي، واختبار تضخم التباين، واختبار معامل التحميل وذلك بالإضافة إلى مصفوفة ارتباط بيرسون، وكل من تحليل الانحدار البسيط وتحليل الانحدار المتعدد وتحليل الانحدار المتدرج.

كشفت الدراسة عن مجموعة من النتائج أهمها أن لكل من حصة السهم من الأرباح Earnings Per Share – EPS ، وحصته من التوزيعات Dividend Per Share – DPS أثر ذو دلالة إحصائية على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ، بينما لا يوجد مثل هذا الأثر للرفع المالي للشركة financial leverage-FL ، كما كشفت الدراسة أيضاً عن وجود تأثير بنسب متفاوتة للعوامل غير المالية على الأسعار السوقية لتلك الشركات، إذ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل

من حجم الشركة Company size-CS، وسمعتها Company's Reputation-CR على تلك الأسعار في حين لا يوجد مثل هذا الأثر لسمعة مدقق الحسابات Auditor's Reputation-AR.

على ضوء نتائج التحليل الإحصائي وإختبار الفرضيات تمكن الباحث من تطوير أنموذج الإحصائي الشامل التالي الذي يتكون من المتغيرات المالية وغير المالية وذلك كأداة للتنبؤ بالأسعار السوقية لتلك الشركات

$$MSP = 0.389 + 7.941 DPS + 1.899EPS + 0.677 CR + \epsilon$$

وعلى ضوء ما كشفت عنه الدراسة اوصى الباحث بما يلي:

1- حث المتعاملين في بورصة الأوراق المالية على الاهتمام لدى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في

السوق بالعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة والعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة

أو خواص الشركة مثل: حجم الشركة وسمعة الشركة وسمعة مدقق حساباتها.

2- حث مجالس الإدارة في الشركات الصناعية المساهمة العامة على إيلاء توزيعات الأرباح

خصوصاً النقدية منها لما لها من أهمية خاصة لجذب المستثمرين على اقتناء الأسهم، الاستفادة

ما أمكن من النموذج الذي تم التوصل إليه في هذه الدراسة في مجال تقييم الأسعار السوقية

لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وذلك بالاعتماد على العوامل المالية ذات

الصلة بالأداء المالي للشركة، والعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة.

3- إجراء المزيد من الأبحاث المماثلة لاستكشاف العوامل المالية وغير المالية التي تؤثر على أسهم

الشركات في القطاعين المالي والخدمي.

**الكلمات المفتاحية:** أسعار الأسهم السوقية، بورصة عمان، العوامل المالية المؤثرة على السعر السوقي

للسهم، العوامل غير المالية المؤثرة على السعر السوقي للسهم.

# **Financial And Non-Financial Determinants That Affect Stock Market Prices For Industrial Public Shareholding Companies Listed At Amman Stock Exchange**

**Prepared by**

**Osama Shannak**

**Under the supervision of**

**Prof. Mohammed Matar**

## **Abstract**

This study aimed to identify financial and non-financial factors which affect stock market prices for Industrial public shareholding companies, listed at Amman stock exchange by examining a random sample of 28 companies which were chosen from the population which include 56 industrial public shareholding companies.

The study data were analyzed by using descriptive statistical tools such as the arithmetic mean and standard deviation , while its hypotheses were examined by using a set of statistical tools such as, the normal distribution test , multicollinearity test , Pearson correlation matrix, simple regression, multiple regression and stepwise regression.

The study revealed a range of results of the most important were:

The ( DPS) and the ( EPS) has a statistically significant impact on stock market prices of Jordanian industrial public shareholding companies while the (FL)has no such impact. The study also revealed that the non-financial factors such as the (CS) and the (CR) have statistically significant impact on stock market prices while the (AR) has no such impact.

The researcher developed from his study the following mathematical model, as a tool to predict stock market prices for Jordanian industrial public shareholding companies.

$$MSP = 0.389 + 7.941DPS + 1.899EPS + 0.677CR + \text{£}$$

Upon the above mentioned results, the researcher recommended the following:

Encourage dealers in the ASE when taking decisions to pay attention to the factors related to the financial performance of the company and non-financial factors related to the environment or characteristics of the company.

Encourage the boards of directors in the industrial companies to pay more attention to profit dividends especially those paid in cash so as to attract investors to acquire shares.

To benefit from the model developed in evaluating the stock prices of the Jordanian public share holding companies based on the financial factors related to the financial performance of the company and the non-financial factors related to the environment or characteristics of the company

Encourage other researchers to conduct more similar studies on companies working in the financial and the service sectors

**Keywords:** stock market prices, Amman stock exchange, Financial factors, Non-financial factors.

## الفصل الأول

### خلفية الدراسة

#### 1-1: المقدمة

تعد البورصة المكان المناسب الذي يجتمع فيه المستثمرون لتبادل الأوراق المالية بيعاً وشراءً، ويجب أن يتوفر فيها قدر عالٍ من الشفافية والعلانية، بحيث تعكس آثارها على قرارات جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم. يقوم المستثمر بشراء الأسهم حرصاً منه على العائد المادي المتوقع من تلك الأسهم، وعلى هذا الأساس تم إنشاء بورصة عمان عام 1997 لتشهد التداول في الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة العاملة في القطاعات الاقتصادية الثلاثة (المال، الصناعة، والخدمات)، وتشهد أسعار الأسهم في بورصة عمان تقلبات حادة بسبب المضاربة، ومن المعروف أن هناك نوعين من العوامل يؤثران على السعر السوقي للأسهم وهما: عوامل مالية وعوامل غير مالية، ومن هذه العوامل المالية: حصة السهم من الأرباح  $Earnings Per Share - EPS$ ، وكذلك حصة السهم العادي من توزيعات الأرباح  $Dividends Per Share - DPS$  بالإضافة إلى عوامل أخرى مثل العائد على الأصول  $Return On Assets - ROA$ ، والعائد على حقوق الملكية  $Return On Equity - ROE$ ، والرافعة المالية  $financial leverage$ ، أما بالنسبة للعوامل غير المالية فتتمثل: بحجم الشركة، وسمعة الشركة، وسمعة مدقق الحسابات، وحوكمة الشركة، وحجم رأس المال، وعوامل أخرى تقع خارج نطاق هذه الدراسة، مثل العوامل السياسية والاقتصادية، ومن هنا نرى أن هذه العوامل تسيطر على السعر السوقي للأسهم فهذه المعلومات تعتبر أحد المقومات الرئيسة التي يركز عليها المستثمر عند اتخاذ قراره. لذلك نجد أن الأسواق المالية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصفة دورية فتصدر القوانين لكي تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات، والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة تكون عادة ربعية. ويسعى المستثمرون إلى الحصول على المعلومات التي تلبي احتياجاتهم بشتى السبل،



وغالبا ما يجد المستثمرون أو مستشاريهم في التقارير المالية السنوية مجرد مصدر من عدة مصادر للمعلومات يستخدمونها في اتخاذ قراراتهم، وعموماً يولون أهمية قصوى لتقرير مجلس الإدارة نظراً لما يحتويه من معلومات (مالية وغير مالية) تتعلق بمستقبل الشركة.

## 1-2: مشكلة الدراسة وأسئلتها

تتعرض الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للتقلبات صعوداً أو هبوطاً، ويختلف المتعاملون في السوق المالي حول تحليل أسبابها: إذ يعزو البعض منهم هذه الأسباب إلى عوامل مالية ذات صلة بالأداء المالي للشركة ويعتمدون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على مؤشرات مالية بحتة مثل:

حصة السهم العادي من الأرباح، أو حصته من التوزيعات، أو الرافعة المالية للشركة وغيرها من المؤشرات المالية التقليدية المستخلصة من القوائم المالية المنشورة للشركة، في حين يعزو البعض الآخر هذه الأسباب إلى عوامل أخرى غير مالية ذات صلة بالبيئة الخاصة بالشركة مثل: حجم الشركة، أو سمعتها، أو سمعة مدقق حساباتها وغيرها من العوامل الأخرى التي تؤثر على قيمتها السوقية ومن ثم على مدى قدرتها على الاستمرار.

أما الرأي الغالب لدى الخبراء والمحللين الماليين، فهو أن الأسعار السوقية للأسهم وما يحدث فيها من تقلبات تتحدد عادة وفق ما يعرف بفرضية السوق المالي الكفؤ Efficient market hypothesis (EMH) أي حسب قيمة المعلومات من حيث الكم والنوع المتوفرة للمتعاملين فيه والتي تشمل عادة النوعين المالية وغير المالية.

لذا تأتي هذه الدراسة والتي ينحصر نطاقها في الشركات المساهمة العامة الصناعية المتداولة في بورصة عمان، كمحاولة من الباحث لتقييم الأهمية النسبية لكل من نوعي المعلومات المالية وغير المالية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان وما يحدث فيها من تقلبات. وعليه يمكن تلخيص مشكلة الدراسة في البحث عن إجابة للأسئلة الرئيسة التالية وما يتفرع عنها من أسئلة فرعية.

### السؤال الرئيس الأول:

1- هل للعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟

ويتفرع عن هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية الثلاثة التالية:

أ. هل لحصة السهم العادي من الأرباح (EPS) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟

ب. هل لحصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟

ت. هل للرافعة المالية للشركة (FL) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟

### السؤال الرئيس الثاني:

2- هل للعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟

### ويتفرع عنه الأسئلة الفرعية الثلاثة التالية:

أ. هل لحجم الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة

العامة الأردنية؟

ب. هل لسمعة الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة

العامة الأردنية؟

ت. هل لسمعة مدقق حسابات الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات

الصناعية المساهمة العامة الأردنية؟

### 1-3: أهداف الدراسة

سعت هذه الدراسة إلى التعرف إلى:

أهم العوامل المالية وغير المالية التي تؤثر على الأسعار السوقية للشركات

المساهمة العامة، والخروج بنتائج وتوصيات تساعد المستثمرين في إدراك طبيعة

العلاقة بين العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم

للاستفادة منها في تحسين القرار الاستثماري. كما ستسهم النتائج التي تكشف

عنها في تحسين مستوى كفاءة السوق المالي في الأردن من خلال تحديد العوامل

التي تزيد من عنصر الشفافية للمعلومات التي يوفرها للمتعاملين فيه.

كما وسيحاول الباحث تطوير أنموذج مبني على تلك العوامل يمكن للمتعاملين في البورصة الاستعانة

به بقدر الامكان لدى التنبؤ بالاسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة .

## 4-1: أهمية الدراسة

هناك مجموعة من العوامل تؤثر على المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري، لذا وبالنتائج التي كشفت عنها الدراسة ستخدم هذه الدراسة بشكل عام جميع المتعاملين في بورصة عمان للأوراق المالية وهم:

1- المستثمرون الذين يقومون بشراء وبيع الأسهم في بورصة الأوراق المالية.

2- أعضاء مجالس إدارة الشركات المدرجة أسهمهم في البورصة.

3- الوسطاء الماليون في شركات الوساطة المالية.

4- المسئولون عن بورصة الأوراق المالية.

هذا وستتيح هذه الدراسة للباحثين مقارنة نتائجها مع نتائج الدراسات الخاصة بالقطاعات الأخرى إضافة الى مقارنة نتائج البلدان الأخرى مع النتائج التي استخرجت في الأردن.

## 5-1: فرضيات الدراسة

بناء على الاسئلة ذات الصلة بمشكلة الدراسة تقوم الدراسة على الفرضيات

العدمية (الصفريية) التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى:

1- HO1: ليس للعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة أثر ذو دلالة

إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة

الأردنية.

ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية الثلاث التالية:

أ. HO1-1: ليس لحصة السهم العادي من الأرباح (EPS) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ب. HO1-2: ليس لحصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ت. HO1-3: ليس للرافعة المالية للشركة (FL) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

**الفرضية الرئيسية الثانية:**

-2 HO2: ليس للعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

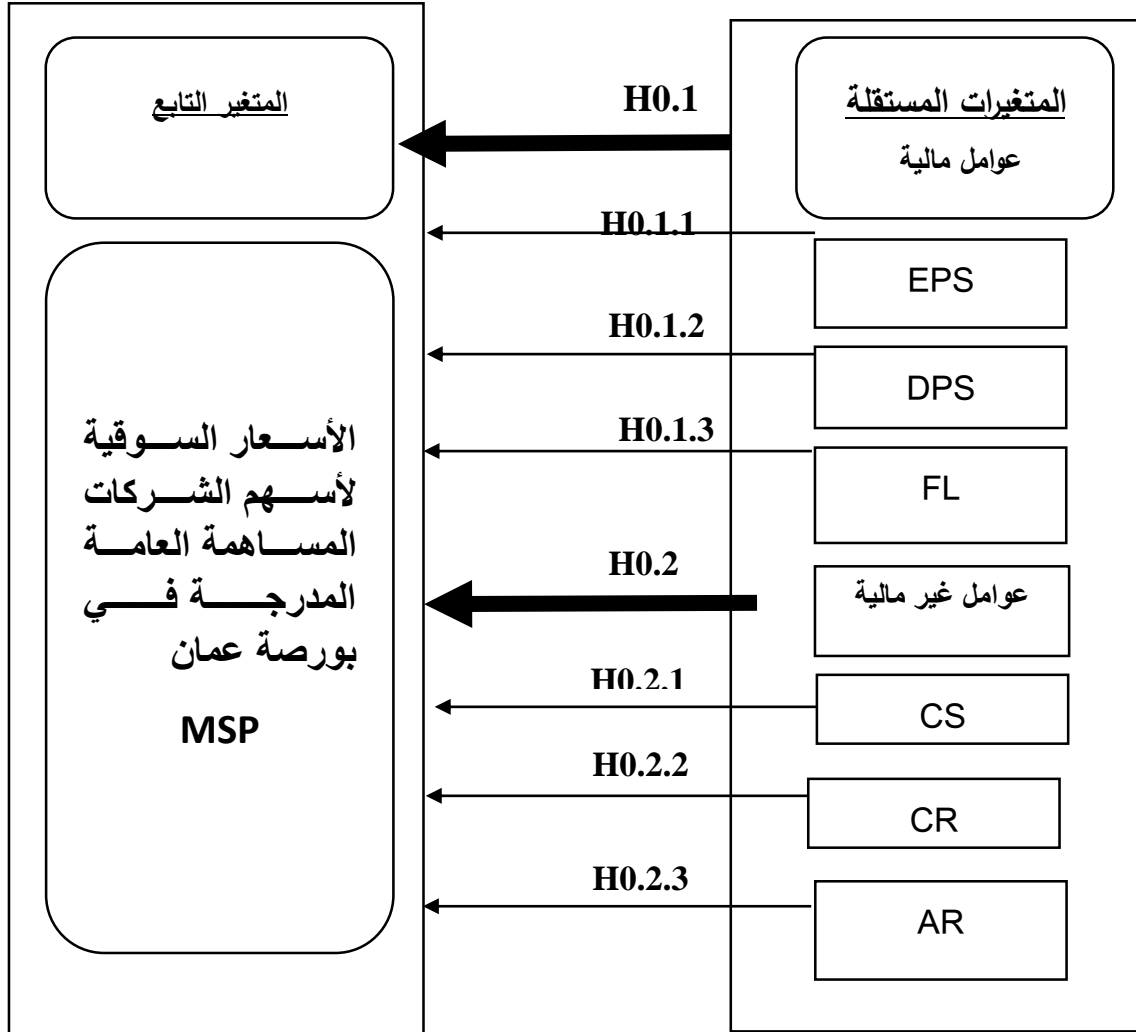
ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية الثلاث التالية:

أ. HO2-1: ليس لحجم الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ب. HO2-2: ليس لسمعة الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ت. 3-HO2: ليس لسمعة مدقق حسابات الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

### 6-1: أنموذج الدراسة:



شكل (1-1) أنموذج الدراسة من إعداد الباحث

ويمكن التعبير عن هذا الأنموذج رياضياً على النحو التالي :

$$MSP = B_0 + B_1EPS + B_2DPS + B_3FL + B_4CS + B_5CR + B_6AR + \varepsilon$$

حيث أن:

**MSP**: تشير إلى الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة.

**EPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من الأرباح.

**DPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من التوزيعات.

**FL**: تشير إلى الرافعة المالية.

**Size**: تشير إلى حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول.

**CR**: تشير إلى سمعة الشركة.

**AR**: تشير إلى سمعة مدقق حسابات الشركة.

ε : هامش الخطأ.

### 7-1: حدود الدراسة:

اقتصرت تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان والتي

توفرت بياناتها المالية خلال فترة الدراسة اعتباراً من 2014 حتى عام 2017.

### 8-1: محددات الدراسة:

توجد عوامل أخرى قد تؤثر على السعر السوقي للسهم تقع خارج نطاق هذه الدراسة وذلك

مثل المخاطر السياسية والعوامل الاقتصادية، مثل عوامل الاقتصاد الكلي وسعر الفائدة،

وسهولة السوق ومتغيرات أخرى ذات علاقة ببيئة الشركة مثل نظام الحوكمة، إدارة المخاطر،

والتشريعات .

## 9-1: مصطلحات الدراسة

فيما يلي مجموعة من المصطلحات التي يراها الباحث مناسبة لأغراض الدراسة ومنها :

### 1- بورصة عمان للأوراق المالية: تتمثل في المكان الذي يضم المتعاملين في شراء أو

بيع الأوراق المالية، وقد انشئت بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لعام 1997 ،

وتتكون البورصة من جزئين هما:

#### ❖ السوق الأول: الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة

منها مثلاً أن لا يقل رأسمالها المدفوع عن 2 مليون دينار، وأن لا يقل صافي حقوق

المساهمين عن 100% من راس المال المدفوع وأن تحقق أرباحاً صافية بعد

الضريبة في سنتين متتاليتين على الأقل لتحقيق الإدراج .

#### ❖ السوق الثاني: الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج أقل

تشدداً من تلك التي تحكم الإدراج في السوق الأول منها مثلاً أن لا يقل صافي

حقوق المساهمين عن 50% من راس المال المدفوع وأن يكون قد مضى على منح

الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة (الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق

المالية).

### 2- ربحية السهم (Earnings Per Share) : هي ذلك الجزء من أرباح الشركة المخصصة لكل

سهم قائم في نهاية الفترة المالية ، حيث أن ربحية السهم بمثابة مؤشر على ربحية الشركة وكلما

ارتفعت ربحية السهم كان مؤشراً جيداً على الأداء المالي .

### 3- حصة الأرباح الموزعة للسهم الواحد (Dividends Per Share): هي عبارة عن حصة

السهم العادي من الأرباح الموزعة على المساهمين في نهاية الفترة المالية وتوزع هذه الأرباح

إما نقداً في صورة Cash Dividends أو في صورة أسهم Stock Dividends.



4- **حجم الشركة:** ويقصد به تصنيف الشركات إلى شركة صغيرة الحجم أو شركة كبيرة الحجم حيث سيتم الاعتماد كمؤثر على حجم الشركة على اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الإجمالية للأصول.

5- **سمعة الشركة:** تعرف سمعة الشركة بأنها حكم الجمهور على سمعتها الذي تم التوصل إليه من خلال معلوماته عنها وتقييمه لها وهو التقييم الذي قد يختلف باختلاف الوقت أو المكان أو نوعية الجمهور وسيعتمد الباحث في هذه الدراسة على عدد المرات التي نشر مدقق حساباتها تقريراً نظيفاً عنها، فكلما قل تحفظ مدقق الحسابات كلما كانت جودة البيانات جيدة وحسن أداءها المالي.

6- **سمعة مدقق الحسابات:** شهرة المدقق وسيعتمد الباحث في دراسته على مدى ارتباطه بشركات تدقيق دولية.

## الفصل الثاني

### الأدب النظري والدراسات السابقة

#### 2-1: التمهيد

يتضمن هذا الفصل عرضاً للأدب النظري الخاص بموضوع الدراسة ممثلاً بالعوامل المؤثرة على الأسعار السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان من حيث: المفهوم والأهمية ومعرفة العوامل المحددة لهذه الأسعار. كما يتضمن عرضاً للدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الأسعار السوقية للأسهم.

وفيما يلي تفصيلاً بذلك:

#### 2-2: أهمية أسعار الأسهم في تحديد قرارات المتعاملين في الأوراق المالية

يواجه المستثمر عدة مواقف لاتخاذ قراره الاستثماري، تعتمد هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر السهم من جهة، و قيمته من جهة أخرى، هذا ويجب التمييز بين السعر السوقي للسهم من جهة وقيمة هذا السهم من جهة أخرى. إذ أن السعر السوقي (Market Price) هو القيمة المعلنة للسهم على لوحة الإعلان عن أسعار الأسهم المتداولة الموجودة في البورصة خلال فترة التداول، أما قيمة السهم (Stock Value) فهي تمثل تقييم المستثمر للجذوى الاقتصادية التي سيحققها فيما لو اشترى السهم والتي عادة ما تكون من الناحية النظرية واحدة من احتمالات ثلاث: وهي أن يتساوى سعر السهم مع قيمته في نظر المستثمر أو أن يزيد أو يقل عنها.

وبناء لذلك يرى (مطر، 2015، ص37) إن القرارات الاستثمارية ثلاثة أنواع وهي:

### 1. قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية

ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي. أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الاستثمارية (ق) أي (س < ق) وذلك كما يراها المستثمر أي (س < ق). مما يؤدي لديه حافز لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلاً. يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

### 2. قرار عدم التداول: يترتب على الحالة السابقة والناجئة عن الضغوط

الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي (س) مع قيمته (ق) من وجهة نظر المستثمر. وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضاً التوقف عن البيع، فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول.

### 3. قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع

القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى أن

(س) في تلك اللحظة ما زال أقل من (ق). مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة يزيد عن (ق) . وهكذا يرتفع السعر عن القيمة (س) < ق ( مولداً حافزاً لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع.

## 2-3: العوامل المالية وغير المالية المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم:

### أ - العوامل المالية المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم:

بموجب البناء النظري الذي تقوم عليه فرضية السوق المالي الكفاء EMH، وكذلك نموذج تسعير رأس المال/ الأصول Capital Asset Pricing Model – CAPM يفترض وجود علاقة بين الأرقام المحاسبية التي تعرض في التقارير المالية وتقلبات أسعار الأسهم السوقية. إذ كشف العديد من الدراسات عن مجموعة من النتائج المؤيدة لهذا الافتراض مثل:

1- إن المعلومات المحاسبية والمؤشرات المستخلصة منها خاصة ما يتعلق منها بالأرباح تحمل في ثناياها معلومات تنعكس على أسعار الأسهم وبأن هذه الأسعار تستجيب وبشكل عاجل لدى الإعلان عن تلك الأرباح، وبأن التغيرات التي تحدث في تلك الأسعار سلباً أو إيجاباً تكون في نفس الاتجاه الحادث في التغير في الأرباح.

2- كما أن المعلومات المستخلصة من الأرقام المحاسبية تخدم كثيراً المتعاملين في أسواق المال في مجال توقع المخاطر المنتظمة Systematic risks التي يمكن حدوثها في تلك الأسواق.

3- ومن جانب آخر تخدم تلك المعلومات الخبراء والمحللين الماليين في اشتقاق نماذج تقييم قيمة الشركة من وجهة نظر المستثمرين. من هذه النماذج مثلاً نموذج Gordon الذي يربط قيمة الشركة بمقدار

القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح Dividends التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل وذلك على أساس أن هذه التوزيعات هي بمثابة دالة للأرباح المتوقعة (مطر، 2016، 156).

ويستخدم المتعاملون في البورصة عادة مجموعة من المؤشرات المالية في دراسة التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية للأسهم، ومن هذه المؤشرات على سبيل المثال ما يلي:

**1- ربحية السهم الواحد (EPS):** تعتبر ربحية السهم أفضل مقياس للأداء المالي وأكثر المقاييس انتشاراً لأنها تُظهر نصيب كل سهم من ربح الشركة. تُحتسب ربحية السهم EPS للشركة بطرح توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة في حال وجودها من صافي دخلها، ثم قسمة هذا الرقم على متوسط عدد الأسهم المصدرة خلال سنة أو ربع سنة:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الدخل} - \text{توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة}}{\text{متوسط عدد الأسهم المصدرة}}$$

متوسط عدد الأسهم المصدرة

**2- حصة السهم من الأرباح الموزعة (DPS):** وهي مقدار ما تم توزيعه من الأرباح المحققة على حملة الأسهم العادية، حيث تقوم الشركات بإتباع سياسات مختلفة بهذا الخصوص، فبعضها يحتجز جزءاً من الأرباح ويوزع الجزء الباقي، والبعض يحتفظ بالأرباح كاملة لغايات التوسع الذاتي مستقبلاً دون حاجة إلى الاقتراض، لكن بعض إدارات الشركات تحافظ على نسبة توزيع تقريباً مستقرة بشكل سنوي، لذلك تحاول الاحتفاظ بجزء من الأرباح تحسباً للسنوات القادمة عندما تنخفض الأرباح، مع العلم بأن المساهمين يفضلون نسبة توزيع عالية إلا أن الأفضلية تكون لتوزيعات الأسهم النقدية، مع أن نسب التوزيع غير المستقرة

سنوياً تؤثر سلباً على سعر السهم في السوق. ويمكن قياس هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{حصّة السهم من الأرباح الموزعة} =$$

إجمالي الأرباح الموزعة على الأسهم

إجمالي عدد الأسهم العادية

3- نسبة الرفع المالي أو إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A):

تعتبر هذه النسبة من المكونات الرئيسية للقوائم المالية، فالمعلومات الخاصة بتلك النسبة تساعد في تحديد المسار المالي للشركة، فهي تحدد ما إذا كانت الشركة تسير باتجاه الاعتماد على حقوق الملكية أو الدين في تمويل استثماراتها، وبالتالي تقييم المخاطر المحيطة بها ومن ثم التأثير على أسعار الأسهم.

$$= \text{إجمالي المطلوبات (قصيرة + طويلة)}$$

إجمالي الأصول (متداولة + ثابتة)

4- مضاعف سعر السهم (P/E): تعطي هذه النسبة مؤشراً أن السعر مقوم في

السوق إما بأقل من قيمته الحقيقية أو بأكثر من قيمته الحقيقية وهذا يساعد على إعادة التوازن إلى السوق.

$$= \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

ربحية السهم

## ب- العوامل غير المالية المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم:

بالإضافة إلى أهمية العوامل أو المؤشرات المالية المستخلصة من القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة في تحديد أسعار الأسهم، توجد أيضاً عوامل غير مالية ذات صلة بالبيئة الخاصة للشركة أو بالبيئة الخاصة بالسوق المالي تؤثر على هذه الأسعار مثل:

### 1- حجم الشركة: يعتبر حجم الشركة المحرك الأساسي لأي مشروع ويهدف

لزيادة الإنتاجية وإعادة تجديد رأس المال هذا وغالباً ما يؤثر حجم الشركة على عوائد الأسهم هذا ويمكن تمثيل حجم الشركة في هذه الدراسة باللوغاريتم الطبيعي لجملة الأصول.

### 2- سمعة مدقق الحسابات: إن المعلومات التي تظهرها القوائم المالية قد لا

تكون دقيقة جداً، فالمحاسب يعتمد في معظم الأحيان على حكمه المهني المبني على التقديرات التي تظهر لعنصر أو عناصر معينة في القوائم المالية وهذا ما يؤكد المدقق في تقريره الذي يصدره والذي يوضح فيه رأيه بالقوائم المالية (الزبيدي، 2010، ص6).

ويمكن تمثيل سمعة مدقق الحسابات في هذه الدراسة في كونه مرتبطاً أو غير مرتبط بشريك خارجي من شركات التدقيق العالمية.

### 3- سمعة الشركة: كما انه من الضروري معرفة تقرير مدقق الحسابات، يعد

مدقق الحسابات الخارجي المستقل التقرير عن القوائم المالية للشركة وقد يضطر وفق ظروف العمل ابدأ الرأي عن القوائم و الإفصاح في تقريره ليظهر التقرير به بعض الآراء التالية:

1. الرأي بدون تحفظ رأي نظيف "Unqualified Opinion"

2. الرأي بتحفظ رأي مقيد "Qualified Opinion"

3. الرأي السلبي المعاكس "Adverse Opinion"

4. الامتناع عن إبداء الرأي "Disclaimer's Opinion"

وفي تمثيل هذا المتغير في الدراسة ربط الباحث سمعة الشركة بنوع الرأي الصادر عنها فتكون سمعتها مبيّنه على عدم إبداء أي رأي متحفظ أو سلبي أو معاكس عنها.

## 2-4: عوامل ومقومات نجاح السوق المالي:

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، و لكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل (المصري ، 2011)

### 1-العوامل الأساسية وتتلخص في النقاط التالية:

1- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين

والتشريعات الرقابية التي تضىف صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.

2- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة و تنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني

تعدد الخيارات أمام المدخرين، و يوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.

3- توفر نظم للمعلومات المالية و المحاسبية التي تعكس المركز المالي و الموقف المالي لتقدير

القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة

المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.



4- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياراته ، حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.

5- وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

## 2- مقومات مساندة:

1. وجود عدد كبير من الادوات الاستثمارية المتداولة فيه.
2. ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
3. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.
4. أنظمة اتصال فعالة و متطورة وكفاءة لتوفير المعلومات الدقيقة و الموثوق بها حول حركة الأسعار .
5. أنظمة كفوءة للإفصاح المعلوماتي و المالي عن واقع الشركات و السوق و تحليل نشاط الاقتصاد.
6. تشريعات تضيي صفة المنافسة الكاملة و منع الاحتكار ، لتفعيل السوق كأرضية للعرض و الطلب.
7. هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة بشرط الحياد و الخبرة.
8. تشريعات و أحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب و تحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق و هيئته.
9. نظام ضريبي مرن.

## 2-5: فرضية كفاءة السوق المالي ودورها في تحديد الأسعار السوقية للأسهم

بموجب هذه الفرضية تقوم كفاءة السوق المالي على عنصرين أساسيين هما (مطر، 2016، ص60):

1- أن يتوفر في السوق الآلية التي تحكم هذا السوق بحيث تعكس في أسعار

الأسهم الجارية جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه بالكامل.

2- وبناء لما تقدم فإن أي تغير في تلك الأسعار لن يحدث إلا بتوفر معلومات

إضافية للمتعاملين في السوق قبل هذا التغير.

وهكذا فإن معلومة ما تكون مفيدة وذات قيمة للمتعاملين في السوق المالي فقط إذا

ما أدت إلى حدوث استجابة لها على أسعار الأسهم وحينئذ تصبح لهذه المعلومات

قيمة أو محتوى إعلامي.

وبموجب هذه الفرضية تحدد فرضية السوق المالي الكفو في ثلاثة مستويات

للكفاءة وهي:

1. **المستوى الضعيف: (Weak Form)** ضمن هذا المستوى من الكفاءة، فإن أسعار الأسهم

الحالية في السوق تعكس فقط المعلومات المتوفرة للمستثمرين عن اتجاه Trend الأسعار

التاريخية للأسهم نفسها.

2. **المستوى شبه القوي: (Semi-Strong Form)** ضمن هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار

الأسهم الحالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية المعلومات الجارية أيضاً والتي تتمثل

عادة في المعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للشركة عن السنة الحالية. لكن بشرط أن

تكون هذه المعلومات عامة ومتاحة لجميع المتعاملين فيه بدون استثناء.

3. **المستوى القوي: ( Strong Form )** في حدود هذا المستوى ستعكس الأسعار الحالية للأسهم المعلومات التاريخية والجارية بأنواعها العامة والخاصة أيضاً و المعلومات الخاصة هي التي توفر استثناء لبعض المتعاملين في السوق ضمن ما يعرف بظاهرة الإشاعات **Insiders Information** والتي يعبر عنها عادة بتسريب معلومات خاصة بعينها لفئة محدودة من المتعاملين في السوق.

## 2-6: أساليب تحليل وتقييم الأسهم:

وفقاً ل (Bodie etal ,2012, P 376)، يتم تحليل الأسهم على مستويين هما:

### 1- التحليل الأساسي Fundamental analysis الذي يقوم على أساس أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس

صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي. وامتداداً إلى الظروف

الخاصة بالشركة نفسها وبناء على ذلك يمكن تجزئة هذا النوع من التحليل في ثلاثة أجزاء:

أ- تحليل اقتصاد كلي مبني على المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي مثل هيكل

أسعار الفائدة ، معدلات التضخم ، الناتج المحلي الإجمالي ، السياسات

النقدية. كما يرتبط أيضاً بالدورة الاقتصادية أي بظروف الازدهار الاقتصادي

وما يليه من ظروف كساد.

ب- التحليل الجزئي الذي ينصب على الظروف العامة للقطاع أو الصناعة التي

تتنتمي لها الشركة. مثل المنافسة، ومخاطر الصناعة، والقوانين الحكومية ذات

العلاقة بالصناعة.

ج- تحليل على مستوى الشركة نفسها حيث تنصب على عوامل مثل حجم الشركة ومستوى نشاطها ونوعية المنتج، ونوعية الإدارة ومخاطر الإدارة، وحوكمة الشركة.

2- **التحليل الفني:** وهو على عكس التحليل الأساسي الذي ينصب على الظروف الاقتصادية، ينصب التحليل الفني هنا على ظروف السوق المالي ومؤشراته ومستوى كفاءته. لذا يعتبر هذا التحليل مكملاً للتحليل الأساسي ويتوقف مدى نجاحه على مستوى كفاءة السوق المالي وعلى طبيعة المؤشرات التي يوفرها للمتعاملين مثل مؤشرات وأحجام التداول ومؤشرات وتقلبات الأسعار.

## 2-7: الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في بورصة عمان

تعتبر الأرقام القياسية من أهم المؤشرات في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام للأسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها، ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية

الكبيرة. إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

وقد بدأ سوق عمان المالي احتساب مؤشر لقياس حركة أسعار الأسهم المتداولة فيه منذ مطلع عام 1980 وكان هذا الرقم غير مرجح بأسعار الأسهم وقد تم تحديده من خلال عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وقد تم البدء باستخدام قيمة لهذا الرقم مقدارها 100 نقطة وتمت مراجعة المؤشر وتعديله من بداية عام 1992 وذلك باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم اعتبار كانون الأول عام 1991 كفترة أساس. وبدءاً من عام 2003 توسعت العينة التي من خلالها يتم احتساب الرقم لتصبح 71 شركة (الموقع الالكتروني لبورصة عمان).

وفي اختيار هذه العينة تم اعتماد خمسة معايير هي:

1- القيمة السوقية للشركة

2- عدد أيام التداول

3- معدل دوران السهم

4- حجم التداول

5- عدد الأسهم المتداولة

كذلك ولكي يعكس الرقم القياسي الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة تتم مراجعة العينة سنوياً حيث يتم سحب الشركات غير النشطة من العينة ليضاف بدلاً منها الشركات النشطة.

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل ثلاثة أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات.

هذا ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية دورياً وذلك لاستبعاد اثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط.

## 2-8: الدراسات السابقة

نظراً لأن موضوع الأسهم وأسعارها من الموضوعات الحيوية وذات التأثير الهام على القرارات التي يتخذها المساهمون للاطمئنان على استثماراتهم هناك العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع.

### ❖ الدراسات العربية:

1-دراسة (الموعد،2005)بعنوان : "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان، وذلك خلال الفترة ما بين عام 1998 وعام 2003 . والتي شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في أسعار الأسهم . من خلال عينة تتألف من (42) شركة تمثل كافة القطاعات . وذلك من خلال الكشف عن وجود علاقة محتملة بين التغير في سعر السهم (المتغير التابع) والتغيرات في كل من (معدل دوران السهم، وربحية السهم، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، سعر الفائدة على الودائع لأجل سنة، معدل التضخم) المتغيرات المستقلة. قام الباحث بتطبيق أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (بمستوى معنوية 5% ودرجة ثقة 95%) مستخدماً التغير السنوي في سعر السهم كمتغير تابع والتغير في العوامل السابقة كمتغيرات مستقلة . وكانت نتيجة تحليل البيانات المنشورة تؤيد فرضيتين فقط، إذ وجد الباحث أن معدل دوران السهم يؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة . كما وجد الباحث أن سعر الفائدة يؤثر على سعر السهم بصورة عكسية وقوية وأن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية مهمة . في حين لم يثبت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية من جهة وبين سعر السهم من جهة أخرى، كما لم يثبت

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مهمة بين معدل التضخم وسعر السهم. وهذا يدعو إلى الاعتقاد بأن المستثمر الأردني حالياً لا ينظر إلى ربحية السهم أو توزيعاته النقدية ولا يأخذ هذين العاملين بعين الاعتبار لدى الإقبال على شراء الأسهم، وإنما ينظر إلى الربح الرأسمالي الناتج عن التغير في سعر السهم، كما لم يلحظ التضخم كونه منخفض نسبياً. كما توصل البحث إلى أن التغير في المتغيرات المستقلة السابقة مجتمعة لا تفسر سوى 9.5% من التغير في سعر السهم السوقي، والسبب قد يعود إلى وجود عوامل أخرى غير هذه العوامل محل الدراسة. والتي من المفروض أن تفسر بنسبة أكبر التغير في أسعار الأسهم وفقاً للجانب النظري لأدبيات الأسواق المالية والنظريات المعروفة لها. لم يتوصل إليها البحث.

2- دراسة (الأمين ، 2009) بعنوان: " توزيع الأرباح وأثره في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة (دراسة حالة البنك السوداني الفرنسي) ".

هدفت الدراسة إلى توضيح طرق توزيع الأرباح في الشركات المساهمة العامة والمشاكل التي تواجه توزيع الأرباح والتعرف على العوامل التي تحد من توزيع الأرباح على المساهمين ومعرفة أثر توزيعات الأرباح على قيمة السهم في الشركات المساهمة العامة. وتوصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها:

- توجد علاقة طردية بين سياسة توزيع الأرباح للبنك وسعر السهم السوقي لها.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر وقيم تداول السهم السوقي من جهة ونصيبه من الأرباح الموزعة من جهة أخرى.

أوصت الدراسة بعدة توصيات منها:

- على السلطات المختصة (البنك المركزي) عدم السماح للبنوك بالمغالاة في احتجاز الأرباح إذا لم توجد مبررات كافية لذلك.



- إجراء دراسة على الأعوام التي كانت فيه أسعار الأسهم ثابتة لبيان أثر توزيعات الأرباح على أسعار تلك الأسهم.

### 3-دراسة (زريقات ، 2010) بعنوان: " أثر الآراء المعدلة لمدققي الحسابات في أسعار الأسهم دليل من بورصة عمان ."

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر آراء مدققي الحسابات المعدلة، أنواعها النظيفة مع فقرة تفسيرية وغير النظيفة، في أسعار أسهم الشركات التي تلقت هذه الآراء خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2002 وحتى عام . 2007 تكونت عينة الدراسة من ثلاث وخمسين شركة مساهمة عامة أردنية مدرجة في بورصة عمان، منها ست وثلاثون شركة كانت آراء مدققيها غير نظيفة وسبع عشرة شركة كانت آراء مدققيها نظيفة مع فقرة تفسيرية.

واعتمادا على أسلوب دراسة الحدث، توصل الباحث إلى وجود تأثير مهم إحصائيا لآراء مدققي الحسابات المعدلة في أسعار الأسهم، وذلك عند دراسة جميع هذه الآراء كوحدة، كما وجد أثرا مهما للآراء غير النظيفة في أسعار الأسهم وعلى نحو يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات التي وجهت لها هذه الآراء ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية سالبة حولت تاريخ الإعلان عن هذه الآراء، بينما لم يكن هناك أثر للآراء النظيفة مع فقرة تفسيرية في أسعار الأسهم حول تاريخ إصدار هذه الآراء، الأمر الذي يمكن النظر إليه من خلال قدرة المستثمرين في بورصة عمان على تقييم مضمون الآراء المعدلة والتمييز بينها.

وأوصى بضرورة زيادة التثقيف بمفاهيم أنواع آراء مدققي الحسابات، وربطها بآلية للمحاسبة من خلال هيكل الحاكمة المؤسسية ووظائف لجان التدقيق.

#### 4-دراسة (سرکسیان ، 2010) بعنوان: "العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى الكشف عن العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وإظهار أي العوامل منها أكثر تأثيراً على هذه الأسعار، وذلك وصولاً إلى بناء أنموذج للتنبؤ بهذه الأسعار يمكن المتعاملين في البورصة الاسترشاد به عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الشراء والبيع.

لقد أجرى الباحث دراسة إختباريه تغطي البيانات المنشورة ل(76) شركة من الشركات المساهمة العامة الأردنية، حيث شكلت العينة حوالي (30%) من تلك الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك في 31 كانون الأول، 2008. وتغطي تلك البيانات الفترة الزمنية من 2003 – 2008 وقد كشفت الدراسة عن عدة نتائج من ضمنها وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم السوقي للشركة وكل من العوامل المالية ROE, EVA, BVPS, DPS, EPS وذلك لشركات القطاع الصناعي. كما بينت الدراسة عن عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم السوقي للشركة وأي من العوامل المالية ROE, EVA, BVPS, DPS, EPS وذلك بالنسبة لقطاع الخدمات. أما فيما يتعلق بالقطاع المالي، فقد أوضحت الدراسة وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم السوقي للشركة وكل من العوامل المالية ROE, EVA, BVPS, DPS, EPS، وعدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كل من ROE, PER. وقد استخدم الباحث أسلوبَي الانحدار البسيط والانحدار المتعدد للكشف عن ارتباط العوامل المالية بسعر السهم السوقي للشركة، وتمكن من تطوير نماذج رياضية تمثل العلاقة بين هذه المتغيرات.

5- دراسة (الظاهر ، 2010) بعنوان : " العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في

سوق فلسطين للأوراق المالية : دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول، وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الحقبة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004-2008. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعد من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

## 6-دراسة (الدبي ، 2011) بعنوان: "العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة في بورصة عمان".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة في بورصة عمان وبيان مدى أهمية كل متغير على حدة في التأثير على أسعار الأسهم. وتكونت عينة الدراسة من عدد من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان والأكثر تداولاً خلال فترة الدراسة والبالغ عددها (57) شركة في نهاية 2005. تم تجميع البيانات الخاصة بالشركات الخاضعة إلى الدراسة للسنوات الممتدة من (2001-2005)، واعتمدت الدراسة على أسلوب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وبناء النموذج، ومن ثم استخدام تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لتحديد الأهمية التأثيرية للعوامل المستقلة في المتغير التابع وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج وهي وجود تأثير للعوامل المالية على القيمة السوقية للسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية كما توصلت أيضاً إلى أن الأرباح الموزعة لها تأثير إيجابي في سعر السهم، وكذلك العائد على حقوق الملكية، وإن هناك علاقة سالبة بين إسهام الحكومة وأسعار الأسهم، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين دخل السهم، رافعة التمويل والمساهمة الحكومية للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة، وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الموجودات ورافعة التشغيل للسنة الماضية والقيمة السوقية للسهم للسنة الحالية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وعليه أوصت الدراسة بجعل هذه الدراسة نواه لدراسات أخرى مشابهة تبحث في العوامل المالية والاقتصادية والسيكولوجية الأخرى التي تؤثر على الأسعار السوقية للأسهم، وإصدار نشرات دورية دقيقة وتفصيلية عن البيانات المالية والاقتصادية والإنتاجية والخطط المستقبلية للشركات

المساهمة وتكون هي المرجع الأساسي للباحث حيث وجد صعوبة بإيجاد بعض المعلومات الدقيقة عن تلك الشركات.

7- دراسة (المصري ، 2011) بعنوان: "تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)"

هدفت الدراسة إلى تحليل سلوك أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية وبالتالي الحكم على كفاءة بورصة فلسطين.

وتم تجميع أسعار الإغلاق الأسبوعية من 2006م وحتى 2009م، حيث تم إخضاعها لاختبار التوزيع الطبيعي للحكم على كفاءة البورصة، واستخدم اختبار بيرسون لمعرفة ارتباط القطاعات الخمس مع بعضها البعض، واستخدم اختبار أريما لمعرفة اتجاه وحركة أسعار الإغلاق وإمكانية التنبؤ بالمستقبل. ولتحقيق أهداف الدراسة تم تناولها على أربعة فصول: الفصل الأول يشمل خطة الدراسة، والفصل الثاني الأسواق المالية والفصل الثالث اختبار الفرضيات، والفصل الرابع النتائج والتوصيات.

وخلصت الدراسة إلى أن بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤة وإن أسعار إغلاق الأسهم غير مستقلة ولا تتصف بالتوزيع الطبيعي ويمكن للمستثمر أن يتنبأ بالأسعار المستقبلية وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية.

وأوصت الدراسة بضرورة نشر المعلومات والبيانات والتقارير المالية وغير المالية بشكل دائم لتحقيق الشفافية والموضوعية، وإيجاد شركات تحليل مالي، وتوسيع قاعدة المساهمين.

8- دراسة (شخاترة ، 2012) بعنوان: "العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم دراسة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات القيمة السوقية للأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية ودراسة مدى تأثيرها. وقد تم استخدام عدة أساليب إحصائية أهمها معامل الارتباط، وكذلك تحليل الانحدار البسيط والمتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعوامل سعر الفائدة ومعدل التضخم وحجم التداول والعائد على حقوق الملكية ومعدل دوران السهم في القيمة السوقية للأسهم، حيث كان سعر الفائدة هو العامل الأكثر تأثيراً، كما أشارت الدراسة إلى عدم وجود ارتباط ذو دلالة إحصائية بين القيمة السوقية الفعلية للأسهم خلال الفترة من 2000 - 2010. وقد اقترحت الدراسة عدة توصيات أهمها ضرورة زيادة وعي المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية بالعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم، مما يساعدهم في اتخاذ القرارات الرشيدة عند إجراءات عمليات الشراء والبيع. كما أوصت الدراسة بضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول درجة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية وبين تذبذب مؤشرات الأسواق العالمية الأخرى.

9- دراسة (سالم ، 2014) بعنوان: " دور النسب المالية للتنبؤ في أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، وإظهار أي من هذه النسب أكثر تأثيراً على هذه الأسعار. لقد أجرى الباحث دراسة إختبارية تغطي البيانات المنشورة لـ (73) شركة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية حيث شكلت العينة حوالي (25%) من تلك الشركات

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور النسب المالية في التنبؤ بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، وإظهار أي من هذه النسب أكثر تأثيراً على هذه الأسعار. لقد أجرى الباحث دراسة إختبارية تغطي البيانات المنشورة لـ (73) شركة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية حيث شكلت العينة حوالي (25%) من تلك الشركات

المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية أي (18) شركة، وتغطي تلك البيانات الفترة الزمنية من

2010-2012

وقد استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد للكشف عن ارتباط النسب المالية بأسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية .

وقد كشفت الدراسة عن عدة نتائج من مضمونها وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من نسبة التداول (CR)، ونسبة السيولة السريعة (QR)، وربحية السهم الواحد (EPS)، والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، ونسبة المديونية (DR)، ومعدل دوران الأصول (TAT)، ومضاعف سعر السهم (PER)، ومضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية (PBVR)، على أسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وعن عدم وجود تأثير لكل من درجة الرفع التشغيلي (DOL)، ومعدل دوران رأس مال العامل (WCT) على أسعار تلك الشركات.

**وقد أوصى الباحث مجموعة من التوصيات أهمها:**

1. على جميع المستثمرين في سوق عمان المالي أن تكون لديهم الدراية في التحليل المالي، أو أن يستفيدوا من خبرة و معرفة ذوي الاختصاص في التحليل المالي لترشيد قراراتهم الاستثمارية، لاتخاذ أفضل قرار استثماري.
2. السعي نحو تحسين كفاءة السوق المالي الأردني لنقله من المستوى متوسط الكفاءة إلى المستوى العالي أو المرتفع.
3. إجراء دراسات أخرى تختبر دور النسب المالية للتنبؤ بأسعار أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية في باقي القطاعات (غير صناعية).

10- دراسة (التميمي ، 2016) بعنوان: "محددات التذبذب في أسعار الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار محددات التذبذب في أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية. وباستخدام بيانات سنوية عن الفترة من 2005 إلى 2014 لعينة مكونة من 81 شركة مدرجة في بورصة عمان، واستخدمت الدراسة تحليل البيانات المجمعة لدراسة تأثير المتغيرات على تذبذب أسعار الأسهم. وأظهرت نتائج الدراسة أن النمو في الأصول والرافعة المالية لهما أثر إيجابي دال إحصائياً على تذبذب أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية. ومن ناحية أخرى أظهرت نتائج الدراسة أن الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية للسهم والتذبذب في العوائد لهما تأثير سلبي دال إحصائياً على تذبذب أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية. وتهدف الدراسة إلى توفير إمكانيات أفضل لتحسين مناخ الاستثمار في الأردن. وتوصي هذه الدراسة بأن يؤخذ بعين الاعتبار في المستقبل متغيرات أخرى تؤثر على تذبذب أسعار الأسهم مثل دراسة الحالة النفسية للمستثمرين.

11- دراسة (الربضي ، 2016) بعنوان : "تحليل المكونات الرئيسية وسياسة توزيع الأرباح حالة بورصة عمان للأوراق المالية".

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على الفترة (2003-2012). تم استخدام تحليل المكونات الرئيسية (Principle Component Analysis) وتحليل الانحدار اللوغاريتمي (Logit Regression) للتعرف على العوامل الرئيسية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. وتتمثل متغيرات الدراسة في (ربحية وحجم الشركة والرافعة المالية والسيولة وهيكل الأصول وفرص النمو ومخاطر الأعمال وعمر الشركة بإضافة إلى تركيز الملكية وحجم مجلس الإدارة)، كما ويتمثل العامل التابع



بسياسة توزيع الأرباح وقد تم قياسه باعتباره متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) في حال توزيع الأرباح والقيمة (0) في حال عدم توزيع أرباح واستخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لـ 52 شركة صناعية أردنية حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن معدل توزيع الأرباح للشركات الصناعية الأردنية بلغ حوالي 53%. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من (الربحية وعمر الشركة وحجم مجلس الإدارة) على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية خلال فترة الدراسة بينما أظهرت (خطورة أعمال الشركات وهيكل الأصول والرافعة المالية) تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية. كما أظهر تحليل الانحدار اللوغاريتمي أن ربحية الشركة وخطورة الأعمال والمديونية هي المحددات الرئيسة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات الصناعية الأردنية.

#### ❖ الدراسات الأجنبية:

##### 1-دراسة (Amro,2007) بعنوان:

#### "Factors Affecting Stock Market Prices in Amman Stock Exchange survey study"

هدفت الدراسة إلى معرفة العوامل الأساسية المؤثرة في سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في بورصة عمان، وهذه العوامل هي (العوامل الداخلية وتشمل سياسات التوزيع، نوعية الإدارة، المركز المالي، طبيعة عمل الشركة، حجم الشركة، وكذلك العوامل الخارجية وتشمل العوامل الاقتصادية والسياسية، حيث تنقسم إلى أربعة عوامل فرعية وهي معدل الفائدة، معدل التضخم، معدل سعر الصرف، والظروف السياسية. عوامل السوق وتشمل المنافسة، ظروف بورصة عمان والعوامل القانونية وتشمل تشريعات البورصة، وقوانين الضرائب).

تكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في بورصة عمان والبالغ عددها 227 شركة بتاريخ إجراء الدراسة. وتم سحب عينة عشوائية تكونت من 60 شركة. اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي.

توصلت الدراسة إلى نتائج كان من أهمها أن هناك أثر للعوامل الداخلية والخارجية في تحديد مسار السعر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان ، وكان أكثرها تأثيراً هو معدل التضخم وأقلها طبيعة عمل الشركة وفقاً لأهداف الدراسة والنتائج التي أمكن التوصل إليها أوصى الباحث بمجموعة من التوصيات أهمها قيام إدارة بورصة عمان بتعزيز دور الشركات في وضع التشريعات والقوانين وذلك من خلال إشراكها في وضع تلك القوانين والتشريعات.

## 2- دراسة (Naimy, 2008) بعنوان:

### "Financial Ratios and Stock Prices: Inconsistency or Discrepancy? Longitudinal comparison Between UAE and USA"

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم والنسب المالية ، ومقارنة النتائج بالنسبة لسوق دبي والولايات المتحدة الأمريكية للأوراق المالية. لوحظ أن العلاقة بين أسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية والنسب لكل منها ليست كبيرة، في حين لوحظ وجود ارتباط أفضل للأسهم الأمريكية . تم تطبيق العديد من النماذج والاختبارات وتم بناء أكثر من أربعين نموذجاً من أجل القيام في التقييم، تقييم قطاعات الشركات الفردية والمقارنة بين الولايات المتحدة الأمريكية ودولة الإمارات العربية المتحدة.

### 3-دراسة (Alerakis,et.al,2010) بعنوان :

#### "Predictability of stock returns using financial statement information evidence on semi-strong efficiency of emerging Greek stock market

هدفت هذه الدراسة إلى التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق أثينا للأوراق المالية خلال 1993-2006 بتحليل المعلومات المحاسبية باستخدام النسب المالية. وتم التوصل إلى أن التحليل باستخدام النسب المالية تحتوي على معلومات مهمة في التنبؤ بأسعار الأسهم، وتشير النتائج إلى أن اختيار المحافظ على أساس النسب المالية يؤدي إلى زيادة في متوسط العوائد، مما يشير إلى أن السوق اليونانية الناشئة لا تتضمن كامل المعلومات المحاسبية في أسعار الأسهم، وبالتالي فإن سوق أثينا للأوراق المالية ليس متوسط الكفاءة.

### 4-دراسة (Manaseer ,2012) بعنوان :

#### The Impact of Dividend Payout Ratio (DPR) on Stock Price Volatility :

##### Evidence from ASE

هدفت الدراسة إلى استخدام طرق تحليل بيانات سلاسل زمنية ومقطعية للفترة 2000-2006، قامت هذه الدراسة باختبار أثر الإعلان عن توزيع أرباح نقدية على حركة أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق عمان المالي. كشفت الدراسة بأن الإعلان عن توزيع أرباح على الأسهم ليس له تأثير فعال على تقلبات أسعار السهم في السوق. بالإضافة إلى ذلك كشفت بأن معدل المديونية وفرص النمو تؤثر إيجابياً على سعر الشركة هذا يعني أن المستثمر يأخذ بعين الاعتبار فرص النمو، وكانت المديونية وحجم الشركة أكثر من توزيعات الأرباح عند اتخاذ قرار الاستثمار.

وأخيراً كشفت عن أن أسعار أسهم الشركات التي تنتمي إلى القطاعات المالية (البنوك والتأمين) هي أكثر تقلباً من أسعار مثيلتها في قطاعي الخدمات والصناعة. ومن الممكن أن يعزى ذلك إلى الاختلافات بين القطاعات من حيث الاسواق، هي كل التكاليف، المحددات القانونية وما إلى ذلك.

5- دراسة (Barakat ,2014) بعنوان :

### **The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies)**

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الهيكل المالي والرافعة المالية والربحية على قيمة الشركة الصناعية كتحليل استراتيجي طويل الأجل يساعد المحلل في التنبؤ بقيمة الشركة المستقبلية على ضوء المتغيرات المذكورة بالإضافة إلى تأثيرها الخارجي بالبيئة.

حيث تم اختيار عينة من الشركات الصناعية السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودي البالغ عددها 46 شركة، استخدمت الدراسة الكتيبات الصادرة عن سوق رأس المال السعودي لمدة أربع سنوات خلال الفترة من 2009 - 2012.

كشفت النتائج وجود علاقة مباشرة ذات دلالة إحصائية بين متغيرين مستقلين: العائد على حقوق المساهمين و هيكل رأس المال والمتغير التابع الذي يمثله سعر سوق الأوراق المالية. ومع ذلك، هناك علاقة ضعيفة ومعكوسة بين الرافعة المالية وقيمة الأسهم، وهذه العلاقة ليست كبيرة، لذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة.

بحث هذا البحث في تأثير البنية المالية والرافعة المالية والربحية على قيمة الشركة الصناعية. ومع ذلك، لم تستكشف هذه الدراسة العوامل الأخرى التي تؤثر على قيمة الشركة.

## 6-دراسة ( Menike and Prabath, 2014 ) بعنوان:

### "The Impact of Accounting Variables on Stock Prices: Evidence from the Colombo Stock Exchange, Sri Lanka"

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل التي تؤثر على سعر السهم. و كشفت أن هناك تقلبات في أسعار الأسهم تعتمد على عوامل داخلية وخارجية، وفي العوامل الداخلية المحددة مثل الأرباح الموزعة للسهم الواحد (DPS)، العائد على السهم الواحد (EPS) والقيمة الدفترية للسهم الواحد BVPS يؤثر على تحديد سعر السهم، تناولت هذه الدراسة التأثير لتوزيعات الأسهم DPS والقيمة الدفترية للسهم الواحد BVPS والعائد على سهم الواحد EPS على عينة مكونة من 100 شركة. مدرجة في بورصة كولومبو CSE من 2008 إلى 2012. وباستخدام نموذج واحد وانحدارات متعددة. وكشفت النتائج أن EPS , BVPS , DPS , كانت إيجابية وكان لها تأثير كبير على سعر السهم في CSE.

## 7-دراسة ( Gregoriou , 2015 ) بعنوان:

### Determinants of Telecommunication Stock Prices.

هدفت الدراسة إلى تحليل المحددات التي تؤثر على أسعار أسهم شركات الاتصالات في كل من البلدان المتقدمة والنامية في جميع أنحاء العالم. من خلال عينة من 160 دولة و 45 شركة، تغطي الفترة الزمنية من عام 2000 إلى 2011. ولتحديد العوامل المهمة، تم تحليل العوامل المالية على مستوى الشركة التي يتوقع أن يكون لها تأثير كبير على تقلب أسعار أسهم الاتصالات. النتائج - تظهر نتائج الاختبار أن النفقات الرأسمالية والقيمة الدفترية هي أهم العوامل. تؤثر توزيعات الأرباح ومستويات الدين على الأسعار بشكل كبير في اختبارات المواصفات إما مع سلسلة زمنية أو تأثيرات مقطعية، في حين أن أرباح الشركات وأعداد مشتركين الإنترنت عبر الهاتف المحمول لا تساهم في القوة التفسيرية لتقلب

أسعار أسهم الاتصالات. تداعيات عملية - تلقي الدراسة الضوء على المستثمرين المحتملين في تقييم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في أسهم شركات الاتصالات واتخاذ قرارات استثمارية مدروسة. الأصالة/ القيمة - هذه هي الدراسة الأولى التي تقدم تحليلاً شاملاً للمحددات التي تؤثر على أسعار أسهم شركات الاتصالات في كل من البلدان المتقدمة والنامية حول العالم.

#### 8- دراسة (Qaisi,etal, 2016) بعنوان:

### Factors Affecting the Market Stock Prices – The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير بعض العوامل على سعر السهم في السوق مثل العائد على الأصول (ROA) ، والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، ونسبة الديون، وعمر الشركة، وحجم الشركة. ولتحقيق الهدف ، استخدمت الدراسة عشرين شركة تأمين مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2011 إلى 2015. يتضمن تحليل البيانات انحداراً بسيطاً ومتعدد الخطوات، وقد وجدت النتائج أن هناك علاقة بين (ROA، نسبة الديون، العمر). من الشركة ، وحجم الشركة وسعر سهم السوق في شركات التأمين المدرجة في بورصة عمان. وعلاوة على ذلك، وجدت النتائج أنه لا يوجد أي علاقة بين سعر التجزئة وأسعار الأسهم في شركات التأمين هذه.

## 9-دراسة (Saldanli , 2017) بعنوان:

### **The determinants of stock prices: Evidence from the Turkish banking sector**

هدفت الدراسة إلى إبراز العلاقة السببية لأسعار الأسهم المتداولة في 10 بنوك إيداع يتم تداولها في بورصة اسطنبول مع مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل: الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الصرف وعرض النقود باستخدام الملاحظات الشهرية والتركيز على الفترة بين يونيو 2007 وأكتوبر 2016. تم استخدام اختبار السببية للهيئة. دراسة العلاقة السببية بين المتغيرات. أظهرت التحليلات أن مؤشر الإنتاج الصناعي ليس أحد محددات أسعار الأسهم للبنوك التي تم فحصها. وقد أظهرت الدراسة أنه لا توجد علاقة سببية من مؤشر الإنتاج الصناعي إلى أسعار الأسهم. ويمكن تفسير ذلك على اعتبار أن مؤشر الناتج المحلي الإجمالي ليس له أي تأثير على أسعار أسهم هذه البنوك.

## ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تتميز هذه الدراسة بأنها من النوع الاختباري، التي اعتمدت على بيانات فعلية حديثة نسبياً للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، كما تتميز عن غيرها من تلك الدراسات أنها أكثر شمولاً إذ لم ينحصر نطاقها في دراسة العوامل المالية المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم بل امتد هذا النطاق ليشمل أيضاً العوامل غير المالية علماً بأن معظم الدراسات السابقة ركزت على العوامل المالية فقط وهذا ما يعطي دراستي مصداقية عالية نسبياً حيث لم يسبق لأي دراسة بأن استخدمت هذه المتغيرات مع بعضها.

كما قدمت هذه الدراسة جملة من الأسباب الموضوعية الكامنة وراء اختيار هذا الموضوع، إلى جانب التطرق إلى الأهمية التي يتم اكتسابها من خلال هذه الدراسة، والأهداف التي توصلت لها والتساؤلات التي أثارتها إشكالية هذه الدراسة.



## الفصل الثالث

### المنهجية والإجراءات

#### 1-3 المقدمة

استخدم الباحث في دراسته هذه المنهج النوعي التحليلي وهو بخلاف المنهج الوصفي الذي يقوم فقط على تحليل اتجاهات وآراء أفراد عينة الدراسة من خلال الاستبانة، لذا استخدم الباحث منهج الدراسة الاختبارية لواقع البيانات المالية الفعلية المنشورة في القوائم المالية والتقارير السنوية الصادرة عن الشركات الصناعية المساهمة العامة المشمولة في عينة الدراسة، خلال الفترة الزمنية المحددة من 2014-2017. وقد تم جمع البيانات الخاصة بالفترة الزمنية المحددة على أساس سنوي تم بعد ذلك استخراج الاوساط الحسابية لها لأغراض التحليل الإحصائي .

#### 2-3: مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، وحسب طبيعة البحث ولغرض الحصول على بيانات معبرة وذات دلالة كانت العينة عشوائية، وقد تبين أن عدد الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي (56) شركة وقد تم اختيار عينة عشوائية منها عددها (28) شركة من القائمة المدرجة في المعلومات الصادرة عن بورصة عمان، وذلك من خلال اختيار أرقامها الفردية في القائمة 1،3،5،... الخ.

#### 3-3: مصادر المعلومات

استعان الباحث في دراسته على مصادر المعلومات التالية:

1- مصادر أولية: تتمثل في معلومات مالية تم استخلاصها من البيانات

المالية المنشورة الصادرة عن الشركات الصناعية المساهمة العامة المشمولة

في عينة الدراسة . وذلك بالإضافة إلى معلومات أخرى غير مالية قام الباحث بالحصول عليها إما من الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية أو من التقارير المالية السنوية الصادرة عن تلك الشركات .

**2- البيانات الثانوية:** تتمثل في التقارير السنوية والكتب والدراسات والأبحاث المنشورة والمجلات العلمية والدوريات والمواقع الإلكترونية الخاصة بالشركات المساهمة العامة الأردنية والموقع الإلكتروني لبورصة عمان أو غيرها من المواقع الأخرى التي تعرضت لنفس الموضوع.

### **3-4: المعالجة الإحصائية:**

تم استخدام مؤشرات التحليل الإحصائي الوصفي مثل: الوسط الحسابي و الانحراف المعياري و النسب المئوية وأعلى قيمة وأدنى قيمة في التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.

كما تم استخدام بعض الأساليب الإحصائية الأخرى مثل مصفوفة ارتباط بيرسون لتقييم العلاقة الارتباطية بالمتغيرات ، اختبار التداخل الخطي من أجل التأكد من صحة البيانات ، اختبار التوزيع الطبيعي (Kolmogorov-Smirnov) من أجل التأكد من إتباع البواقي داخل نماذج الدراسة . ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد ، وتم اعتماد الانحدار المتدرج من أجل بناء معادلة رياضية للتنبؤ بالقيمة السوقية لأسعار الأسهم .

## الفصل الرابع

### نتائج الدراسة

#### (التحليل الاحصائي واختبار الفرضيات)

##### (1-4) تمهيد

تم تحليل البيانات المجمعة من أجل الحصول على نتائج الدراسة لشركات عينة الدراسة، وقد احتوى هذا الفصل على أربعة أقسام رئيسية، تضمن القسم الأول التحليل الوصفي لبيانات الدراسة التي تم استخدامها في التحليل الاحصائي والتي تم جمعها على أساس سنوي على مدار الفترة الزمنية للدراسة وذلك لوصف متغيرات عينة الدراسة من خلال الاستعانة بالمقاييس الإحصائية الوصفية، وتضمن القسم الثاني التحقق والتثبت من بيانات الدراسة وصلاحيتها للتحليل الإحصائي والتأكد من توافقها مع متطلبات التوزيع الطبيعي إضافة إلى اختبار (Multicollinearity Test)، أما القسم الثالث فتم فيه اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة، وفي القسم الرابع تم اختبار الفرضيات الخاصة بهذه الدراسة من خلال الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression) والانحدار المتدرج (Stepwise Multiple Regression).

## (2-4) الإحصاءات الوصفية للدراسة ومتغيراتها

في تحليل البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع قام الباحث بفحص القوائم المالية المنشورة للشركات المشمولة في عينة الدراسة وعددها (28) شركة والمنشورة في الملاحق. وقد انقسمت هذه البيانات في قسمين:

### القسم الأول:

ويتعلق بالمتغيرات المتصلة وهي: حصة السهم العادي من الربح EPS، وحصة السهم العادي من التوزيعات DPS، والرافعة المالية FL، وحجم الشركة مقاساً بحجم الأصول Company Size، والأسعار السوقية للأسهم Market Stock Prices، إذ تم تخصيص جدول مستقل في الملاحق للمتغيرات المستقلة لكل شركة على مدار السنوات الأربع. وبخصوص هذا القسم المتعلق بالمتغيرات المتصلة، لم يجد الباحث مشكلة تذكر لأنها جميعها مستخلصة من بيانات فعلية منشورة في التقارير المالية للشركات (أنظر الملحق رقم 1)، بعد ذلك تم إخضاع البيانات التي توفرت للتحليل الوصفي والموضح في الجدول التالي رقم (1):

الجدول رقم (1) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

Measurements / variables	EPS	DPS	FL	Company size	Market Stock prices
<i>Number of observation</i>	107*	107*	111*	110*	110*
<b>Minimum</b>	-0.514	0.000	0.009	1196113	0.200
<b>Maximum</b>	0.363	0.250	0.761	120198857	4.560
<b>Mean</b>	0.062	0.041	0.324	30953367	1.574
<b>Std. Deviation</b>	0.146	0.058	0.190	29640033	1.099
<b>Skewness</b>	-0.549	0.550	0.412	0.207	0.764
<b>Kurtosis</b>	1.286	2.369	-0.707	0.327	-0.280

❖ عدد المشاهدات في الجدول أعلاه تقل عن العدد الكامل وهو 112 بسبب عدم توفرها في التقارير المالية المنشورة

لبعض الشركات المشمولة في عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية 2014-2017

يعرض الجدول رقم (1) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة المتمثلة بمتغير الدراسة التابع (الأسعار السوقية للأسهم) ومتغيرات الدراسة المستقلة (حصة السهم العادي من الربح، وحصة السهم العادي من التوزيعات، والرافعة المالية، وحجم الشركة مقاساً بحجم الأصول)، ويلاحظ من الجدول أن الوسط الحسابي للمتغير التابع وهو الأسعار السوقية للأسهم كان (1.574) وهو يعتبر مؤشر جيد للشركات الصناعية بسبب ارتفاعها عن القيمة الاسمية، وقد بلغت أعلى قيمة لها (4.560) وهي تعود لشركة فيلادلفيا للأدوية في عام 2015، في حين بلغت أدنى قيمة (0.200) وهي تعود لشركة الزي للابسة في عام 2015، وهو ما يفسر قيمة الانحراف المعياري البالغة (1.099).

كما يعرض الجدول أعلاه الوسط الحسابي لحصة السهم العادي من الربح في الشركات الصناعية عينة الدراسة حيث بلغ (0.062) وتشير هذه القيمة إلى أن الشركات الصناعية الأردنية تحقق أرباحاً من أعمالها تعود على مساهميها، كما أنه وبالاطلاع على أدنى قيمة لحصة السهم العادي من الربح التي بلغت (-0.514) وهي تعود لشركة تعدينكو في عام 2016، وتشير إلى وجود شركات حققت خسائر خلال سنوات الدراسة، أما فيما يتعلق بحصة السهم العادي من التوزيعات فيلاحظ أن الوسط الحسابي لعينة الدراسة قد بلغ (0.041) وهو ما يشير إلى أن شركات عينة الدراسة تقوم بتوزيع أرباح على حملة الأسهم لديها، إلا أن أدنى قيمة لحصة السهم العادي من توزيعات الأرباح البالغة (0.000) وهي تعود لمجموعة من الشركات مثل الاقبال للتغليف في عام 2014، وتشير إلى وجود شركات لم توزع أرباحاً على مالكيها سواء كان ذلك بسبب تحقيقها لصافي خسائر أو لإعادة استثمار أرباحها لغايات تطوير أعمالها وزيادة حجمها.

كما بلغ الوسط الحسابي للرافعة المالية (0.324) وهو يشير إلى اعتماد شركات عينة الدراسة على الديون بنسبة 32.4% في تغطية أصولها، أما فيما يتعلق بحجم الشركة فيلاحظ أن الوسط الحسابي

لحجم أصول الشركات قد بلغ (30953367) ويمكن تفسير القيمة المرتفعة لمتوسط حجم الأصول من خلال طبيعة عمل الشركات عينة الدراسة حيث تعتمد الشركات الصناعية على الأصول (من أراضي ومصانع ومعدات وآلات) في عمليات الإنتاج، كما وبالاطلاع على أعلى قيمة لحجم الأصول التي بلغت (120198857) وهي تعود لشركة إسمنت الشمالية في عام 2015، وأدنى قيمة التي بلغت (1196113) وهي تعود لشركة تعدينكو في عام 2015، فإنه يلاحظ وجود فروق كبيرة في حجم الشركات عينة الدراسة وهو ما يفسر الارتفاع الحاصل في قيمة الانحراف المعياري البالغة (29640033).

كما ويلاحظ أن مؤشرا الالتواء (Skewness) والتفلطح (Kurtosis) لكافة المتغيرات تقع ضمن المدى الملائم فوفقاً لـ (Kamiya et al., 2014) فإن قاعدة القرار تكمن في وقوع قيمة (Skewness) بين (-1.3) و (+1.3) وقيمة (Kurtosis) بين (-3.75) و (3.75) لكي تكون البيانات ملائمة لشروط التوزيع الطبيعي. وبمطالعة كل من القيم في الجدول أعلاه يتضح تحقيقها لشرط الملائمة للتوزيع الطبيعي.

### القسم الثاني:

وفيما يتعلق بالقسم الثاني فقد خصص للبيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة غير المتصلة وهي: سمعة الشركة، وسمعة مدقق حسابات الشركة، وفي هذا القسم على عكس القسم الأول المتعلق بالمتغيرات المتصلة فقد صادف الباحث مشكلة هامة، وهي أن البعض من تلك الشركات لم توفر أرقاماً فعلية منشورة كاملة عن تلك المتغيرات سواء في تقاريرها الصادرة عن بورصة عمان أو حتى في سجلاتها الخاصة، ذلك ما اضطر إلى قيام الباحث باللجوء إلى أسلوب المقابلة الشخصية في استكمال المعلومات الناقصة منها.

بعد ذلك تم إخضاع البيانات غير المتصلة التي توفرت للتحليل الوصفي والموضح في الجدول التالي رقم (2)، إذ تم اعتماد المعيار التالي في قياس المتغيرات غير المتصلة:

1. بخصوص متغير سمعة الشركة (CR): تم الرجوع إلى تقارير المدقق الصادرة عن شركات العينة المستخدمة في الدراسة في السنوات الأربع، حيث تم فحص نوع الرأي الصادر، وتم إعطاء تقرير المدقق النظيف القيمة (1) وفيما عدا غيره القيمة (0)، وبناء لذلك تم تصنيف سمعة كل شركة إلى جيدة ومتدنية، فإذا كان نظيفاً في 3 سنوات وأكثر تم اعتبار سمعة الشركة جيدة، وما عدا ذلك تم اعتبار سمعة الشركة متدنية (إنظر الملحق رقم 2 ص 85).

2. وبخصوص سمعة مدقق حسابات الشركة (AR): تم الرجوع إلى البيانات الصادرة في سجل المدققين الصادر عن جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، وتم إعطاء شركات التدقيق المرتبطة بشركة دولية القيمة (1) وشركات التدقيق غير المرتبطة بشركة دولية القيمة (0)، وبناء عليه تم تصنيف سمعة مدقق حسابات كل شركة إلى جيدة ومتدنية، فالشركات التي لديها 3 تقارير فأكثر تم تدقيقها من قبل شركة تدقيق مرتبطة بشركة دولية تم اعتبار سمعة مدققي حساباتها جيدة، وما عدا ذلك تم اعتبار سمعة مدققي حساباتها متدنية (إنظر الملحق رقم 2).

بعد ذلك تم إخضاع البيانات التي توفرت للتحليل الوصفي والموضح في الجدول التالي رقم (2):

الجدول رقم (2) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة

المتغير	صفة المتغير	التكرار	النسبة %	التصنيف
سمعة الشركة	تقرير المدقق نظيف	102	91.07	جيده
	تقرير المدقق المتحفظ أو التقرير المعاكس أو الامتناع عن ابداء رأي	10	8.93	متدنيه
سمعة مدقق حسابات الشركة	شركة التدقيق مرتبطة بشركة دولية	105	93.75	جيده
	شركة التدقيق غير مرتبطة بشركة دولية	7	6.25	متدنيه

يعرض الجدول رقم (2) نتائج التحليل الوصفي لمتغير الدراسة المستقل سمعة الشركة، وبالتدقيق في الجدول أعلاه يلاحظ وجود شركات حصلت في بعض السنوات على تقرير نظيف مع تحفظ وكان عددها 10 تقارير بنسبة 8.93% من عينة الدراسة. حيث كانت هناك شركات جميع تقاريرها خلال سنوات الدراسة نظيفة باستثناء سنة واحدة، مثل شركة المتكاملة للمشاريع المتعددة في عام 2017 وشركة المناصير للحديد في عام 2015 وشركة ترافكو في عام 2017، كما كان هناك شركات لديها تقرير نظيف مع تحفظ لأكثر من سنة مثل شركة حديد الأردن في عام 2015 و2016 و2017، أما فيما يتعلق بالشركات التي حصلت على تقرير نظيف مع تحفظ في جميع سنوات الدراسة فكانت شركة الوطنية للألمنيوم حيث كانت نتيجة تقاريرها خلال السنوات ما بين 2014-2017 نظيفة مع تحفظ. ومن جهة أخرى فيلاحظ أن أغلب شركات عينة الدراسة قد حصلت على تقرير تدقيق نظيف حيث كانت نسبتها 91.07% وكان عددها 102 تقرير. وتعود أغلب هذه التقارير لشركات كانت جميع تقاريرها نظيفة مثل شركة إسمنت الشمالية والأجواخ والأردنية للزيوت ... وغيرها.

كما وتظهر نتائج التحليل الوصفي لمتغير الدراسة المستقل سمعة مدقق حسابات الشركة، وبالتدقيق في جدول رقم 2 أعلاه يلاحظ أن أغلب التقارير السنوية لعينة الدراسة المدقق عليها من قبل شركات مرتبطة بشركات دولية، حيث كان هناك 105 تقارير سنوية تم تدقيقها من قبل شركات تدقيق مرتبطة مع شركات دولية وهذه التقارير نسبتها 93.7% من التقارير السنوية لعينة الدراسة ومن الأمثلة على هذه الشركات: مجموعة كريستون الدولية، وديلويت، وارنست ويونغ الاردن، في حين كانت هناك نسبة ضئيلة بلغت 6.2% من التقارير السنوية لشركات عينة الدراسة تم التدقيق عليها من قبل شركات غير مرتبطة بشركات دولية وكان عددها 7 تقارير ومن الأمثلة على هذه الشركات المراقبون المهنيون جمال حموده وشركاه والمعيان لتدقيق الحسابات وشركة ابراهيم ياسين وشركاه.



### (3-4) التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

من المهم التأكد من تحقيق بيانات الدراسة للشروط التي تؤكد على ملاءمتها لاختبارات تحليل الفرضيات، وذلك بإجراء اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Standardized Residual)، حيث تنص افتراضات الانحدار الخطي على ضرورة توزيع البواقي توزيعاً طبيعياً، (Hayduk et al., 2007) إذ من المهم اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي وفي حال عدم اتباعها لشروط التوزيع الطبيعي فإنه يجب إجراء اختبارات تحليل إحصائي لا معلمية للبيانات التي تحمل صفة التوزيع غير الطبيعي، وللتأكد على اتسام بيانات الدراسة بشروط التوزيع الطبيعي قام الباحث بإزالة القيم المتطرفة (outliers) وذلك من خلال الاستعانة بتحليل اختبار (Explore) عبر البرنامج الإحصائي (SPSS) الذي يقوم بتحديد القيم المتطرفة العليا والدنيا للمتغيرات المتصلة (continuous variables)، وفيما يلي عرضاً للقيم المتطرفة التي تم حذفها من بيانات متغيرات الدراسة المتصلة:

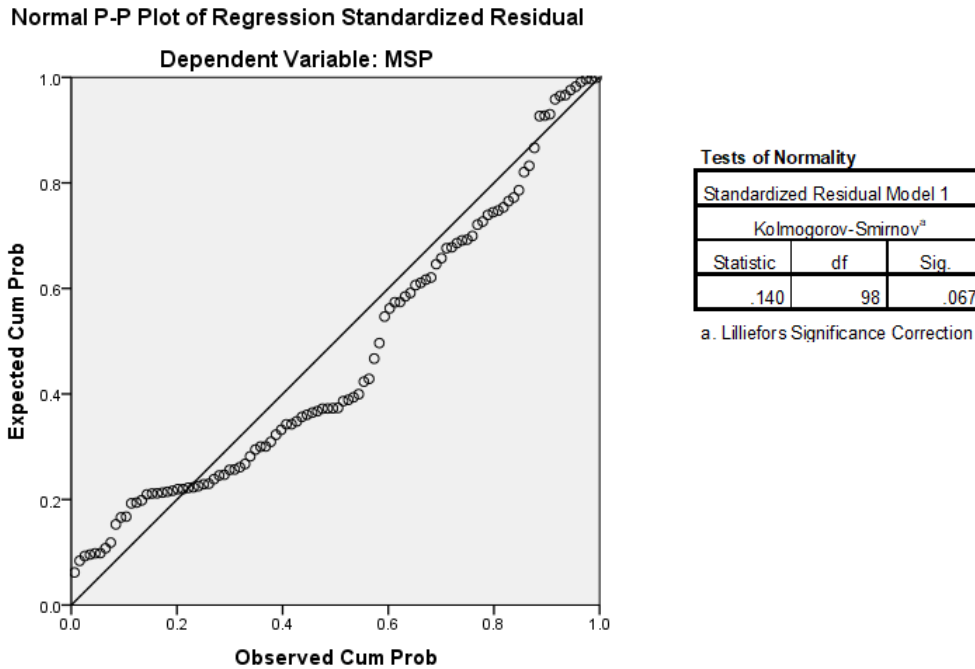
الجدول رقم (3) القيم المتطرفة التي تم حذفها

EPS					
Company	Year	Value	Company	Year	Value
فيلادلفيا للأدوية	2014	1.008	تعدينكو	2015	-0.358
فيلادلفيا للأدوية	2015	0.542	تعدينكو	2017	-0.426
دار الدواء	2017	-0.388	-----	-----	-----
DPS					
Company	Year	Value	Company	Year	Value
اسمنت الشمالية	2014	0.300	الاجواخ	2016	0.250
الاجواخ	2014	0.250	الاقبال للتغليف	2017	0.229
الاجواخ	2015	0.250	-----	-----	-----
FL					
Company	Year	Value	Company	Year	Value
تعدينكو	2017	1.370	-----	-----	-----
Company size					

Company	Year	Value	Company	Year	Value
تعدينكو	2017	5.4695	تعدينكو	2016	5.3427
Market Stock prices					
Company	Year	Value	Company	Year	Value
تعدينكو	2017	5.38	فيلادلفيا للأدوية	2014	8.09

وللتحقق من اتباع بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي للبواقي تم إجراء الاختبارات اللازمة، وفيما يلي نتائج اختبارات التحقق من بيانات الدراسة متمثلة باختبار التوزيع الطبيعي للبواقي واختبارات التداخل الخطي:

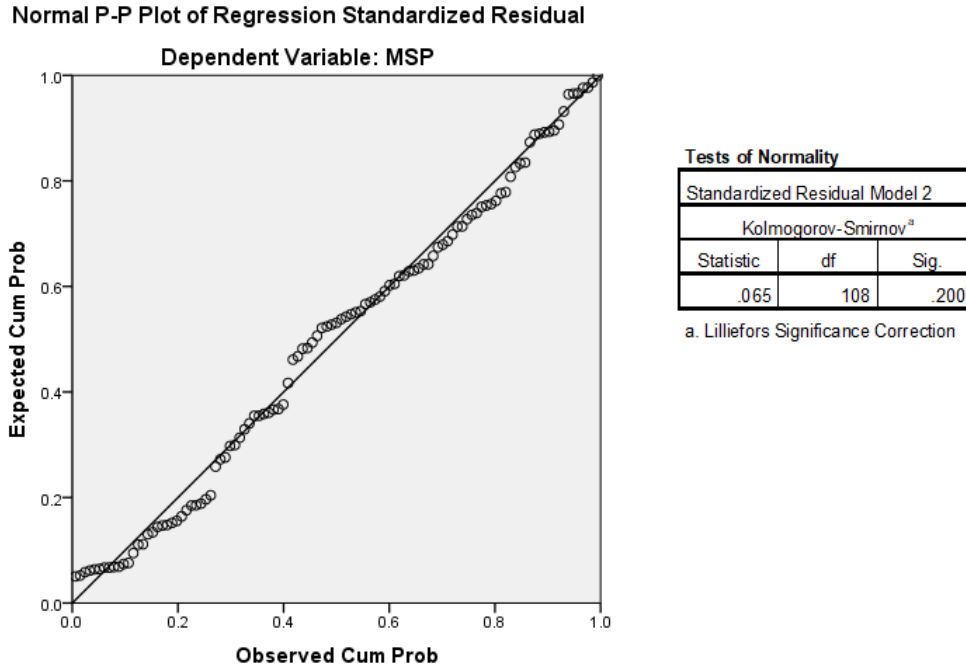
#### 1-2-4 اختبار التوزيع الطبيعي



شكل رقم 1: التوزيع الطبيعي للبواقي في النموذج الاول (العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي)

يعرض شكل رقم (1) نتائج التحقق من التوزيع الطبيعي للبواقي في نموذج الدراسة الاول (Normal-Distribution) وذلك بالاستعانة باختبار (Kolmogorov-Smirnov)، وتكون قاعدة القرار وفقاً لهذا الاختبار بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة الاحتمال (P-Value) أكبر من (0.05) (Babbie et al., 2018)، وغير ذلك يتم اعتبار التوزيع غير طبيعي للبواقي، وبالنظر إلى شكل رقم (1) يلاحظ أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، حيث بلغت قيمة الاحتمالية لهذا الاختبار (0.067)، وعليه

يمكن استخدام الاختبارات المعلمية للبيانات المتعلقة ببيان اثر العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.



شكل رقم 2: التوزيع الطبيعي للبواقي في النموذج الثاني (العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة) يعرض شكل رقم (2) نتائج التحقق من التوزيع الطبيعي للبواقي في نموذج الدراسة الثاني (-Normal Distribution) وذلك بالاستعانة باختبار (Kolmogorov-Smirnov)، وتكون قاعدة القرار وفقاً لهذا الاختبار بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة الاحتمال (P-Value) أكبر من (0.05) (Babbie et al., 2018)، وغير ذلك يتم اعتبار التوزيع غير طبيعي للبواقي، وبالنظر إلى شكل رقم (2) يلاحظ أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، حيث بلغت قيمة الاحتمالية لهذا الاختبار (0.200)، وعليه يمكن استخدام الاختبارات المعلمية للبيانات المتعلقة ببيان اثر العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

#### 4-2-2 اختبار التداخل الخطي:

تم الاستعانة باختبار (Multicollinearity Test)، لاختبار صلاحيات بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي حيث قام (Luo et al., 2007) بتعريف التداخل الخطي (Multicollinearity)، على أنها ظاهرة تحدث عندما يكون هناك ترابط عال بين متغيرين مستقلين أو أكثر في نموذج الانحدار المتعدد. وهذا يخلق تأثيرات سلبية على التحليل من خلال القضاء على القدرة على تفسير النتائج والاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة، والتي بدورها ستؤثر على تعميم ودقة نموذج الدراسة. للتحقق من عدم وجود مشكلة في التداخل الخطي، سيتم استخدام كل من عوامل تضخم التباين (Variance Inflationary Factor (VIF) ومعامل التحمل (Tolerance)، وذلك كما في الجدول رقم (4) على النحو التالي:

الجدول رقم (4) صلاحيات بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي

Models	Variable's	Multicollinearity	
		Tolerance	VIF
<i>First</i> (Financial factors)	EPS	0.681	1.468
	DPS	0.662	1.511
	FL	0.933	1.071
<i>Second</i> (Non-financial factors)		Multicollinearity	
		Tolerance	VIF
	Size	0.941	1.062
	Company's Reputation	0.993	1.007
	The Auditor's Reputation	0.936	1.069

يتم استخدام عوامل تضخم التباين (VIF) للكشف عن تعدد الأقطاب، والقاعدة العامة لـ VIF ويكون هناك تضخم حسب هذا المؤشر عندما تكون قيمته أكبر من 10، وبالتالي فإن معاملات الانحدار يتم تحديدها بشكل سيء بسبب زيادة التضخم بين المتغيرات المستقلة (Schreiber & Jackson, 2017).

وعند مراجعة الجدول رقم (4)، بما يخص معامل التضخم تبين ان كافة القيم قد حصلت على قيم أقل من 10.

اما فيما يتعلق بمعامل التحمل (Tolerance)، هو اختبار آخر يستخدم للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي، يتبين وجود مشكلة الارتباط الذاتي في حال كانت قيمة معامل التحمل أقل من (0.20). وعند مراجعة الجدول رقم (4)، بما يخص معامل التحمل تبين ان كافة القيم قد حصلت على قيم أكبر من (0.20). واستدللاً بفروض المؤشرين السابقين يتضح اجتياز جميع متغيرات الدراسة هذين المؤشرين وهو ما يعني عدم وجود مشكلة تداخل خطي والارتباط الذاتي في نموذجي الدراسة.

#### (4-4) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

تم الاعتماد على مصفوفة ارتباط بيرسون من أجل تقييم العلاقة الارتباطية بين المتغيرات المستقلة نفسها، ثم فيما بين كل منها والمتغير التابع على النحو الآتي:

جدول (5): نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlation Probability	<i>MSP</i>	<i>EPS</i>	<i>DPS</i>	<i>FL</i>	<i>Size</i>	<i>CR</i>	<i>AR</i>
<i>MSP</i>	1 -----						
<i>EPS</i>	0.619** 0.000	1 -----					
<i>DPS</i>	0.605** 0.000	0.562** 0.000	1 -----				
<i>FL</i>	-0.030 0.054	-0.254** 0.008	-0.217** 0.025	1 -----			
<i>Size</i>	0.303** 0.001	0.384** 0.000	0.415** 0.000	0.115 0.230	1 -----		
<i>CR</i>	0.310** 0.001	0.098 0.315	0.174 0.073	0.016 0.867	-0.033 0.733	1 -----	

<b>AR</b>	0.101	0.004	0.124	-0.168	0.239*	-0.081	<b>1</b>
	0.292	0.968	0.205	0.079	0.012	0.397	-----

حيث تشير MSP الى المتغير التابع والمتمثل بالأسعار السوقية لأسهم الشركات، وتشير EPS الى المتغير المستقل والمتمثل بحصة السهم العادي من الأرباح، وتشير DPS الى المتغير المستقل والمتمثل بحصة السهم العادي من التوزيعات، وتشير FL الى المتغير المستقل والمتمثل برافعة المالية للشركة، وتشير Size الى المتغير المستقل والمتمثل بحجم الشركة المقاسة باللوغاريتم الطبيعي لحجم الاصول، وتشير CR الى المتغير المستقل والمتمثل بسمعة الشركة، وتشير AR الى المتغير المستقل والمتمثل بسمعة مدقق حسابات الشركة

بالنظر البيانات الإحصائية المعروضة في الجدول رقم (5) يتضح ما يلي:

1. توجد علاقات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين الأسعار السوقية لأسهم

الشركات وبين جميع المتغيرات المستقلة وذلك باستثناء الرافعة المالية وسمعة مدقق الحسابات

حيث بلغت قيمة الدلالة لكل منهما على التوالي 0.054 ، 0.292 وحيث أن كلاً منهما أكبر

من 0.05 ، إذن تقبل الفرضية الصفرية التي تحكم هذا الاختبار وبما يعني عدم وجود علاقة

ذات دلالة إحصائية بين كل من هذين المتغيرين والأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية

المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان.

2. اما فيما يتعلق بوجود علاقات بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المتبقية تبين ان معامل

الإرتباط الأقوى هو الذي يربط (الأسعار السوقية لأسهم الشركات) مع (حصة السهم العادي من

الأرباح)، حيث بلغت كل من قيمة الارتباط و الدلالة (R= 0.619, Sig= 0.000)، عند

مستوى معنوية (0.01)، والتي تدل على وجود علاقة طردية قوية نسبياً ذات دلالة إحصائية

مما يعني أن الأسعار السوقية لأسهم الشركات تزداد بازدياد حصة السهم العادي من الأرباح،

تليها في ذلك قوة الارتباط و الدلالة البالغة (R= 0.605, Sig= 0.000)، عند مستوى معنوية

(0.01)، بين كل من (الأسعار السوقية لأسهم الشركات) وبين (حصة السهم العادي من

التوزيعات)، والتي تدل على وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية مما يعني أن الأسعار

السوقية لأسهم الشركات تزداد بازدياد حصة السهم العادي من التوزيعات، ومن ثم تليها في قوة

الارتباط و الدلالة البالغة ( $R= 0.310, Sig= 0.001$ )، عند مستوى معنوية ( $0.01$ )، بين كل من (الأسعار السوقية لأسهم الشركات) وبين (سمعة الشركة)، والتي تدل على وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية مما يعني أن الأسعار السوقية لأسهم الشركات ترتفع بارتفاع سمعة الشركة، بينما معامل الارتباط الأدنى كان بين (الأسعار السوقية لأسهم الشركات) وبين (حجم الشركة المقاس بالوغرتم الطبيعي لحجم الاصول) ، إذ بلغت قيمة الارتباط و الدلالة ( $R= 0.303, Sig=0.001$ )، عند مستوى معنوية ( $0.01$ )، والتي تدل على وجود علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية مما يعني أن الأسعار السوقية لأسهم الشركات ترتفع بازدياد حجم الشركة.

3. كما توجد معامل ارتباط وقيم متفاوتة بين المتغيرات المستقلة فيما بينها، حيث كان معامل الارتباط الأقوى وقيمته  $0.562$  بين حصة السهم العادي من الارباح (EPS) و حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) ، مما يعني أن حصة السهم العادي من التوزيعات تزداد بازدياد حصته من الارباح . بينما كان معامل الارتباط الأدنى وهو  $0.239$  بين سمعة مدقق حسابات الشركة وهو (AR) ، وحجم الشركة (CR) مما يعني أن ارتفاع حجم الشركة لا يعني بالضرورة حرصها الدائم على تعيين مدقق حساباتها من ذوي السمعة الجيدة ، بل يمكن لعوامل أخرى مثل ارتفاع قيمة الأتعاب التي تطلب منها.

4. كما وتظهر نتائج تحليل اختبار الارتباط عن عدم وجود ارتباط أعلى من  $80\%$  بين متغيرات الدراسة المستقلة، مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط عالي بين متغيرات الدراسة المستقلة، وتساند هذه النتيجة ما تم التوصل اليه مسبقاً من خلال اختبار التداخل الخطي.

#### (5-4) اختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الاولى،  $H_{O1}$ : ليس للعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

ولغرض تحديد نتيجة اختبار الفرضية العدمية الرئيسية الأولى اعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار المتعدد، الموضح في الجدول 6 وقد تم الاعتماد على قيمة ( $Sig F$ ) لقبول أو رفض نموذج الدراسة ومعرفة مدى ملاءمته في تمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، حيث تشير قاعدة القرار إلى أنه يتم قبول النموذج عندما تكون قيمة ( $Sig F$ ) أقل من 0.05. ولغرض معرفة أثر كل من المتغيرات المستقلة كل منها على حده على المتغير التابع تم الاعتماد على قيمة  $Sig T$ ، حيث تنص قاعدة القرار على أنه يكون هناك أثر عندما تكون القيمة معنوية ( $Sig T$ ) أقل من (0.05) وذلك لقبول الفرضية البديلة ورفض العدمية، وللإشارة إلى مدى دقة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع تم الاعتماد على قيمة معامل التحديد المعدل *Adjusted R Square*.

و يعرض القسم التالي نتائج تحليلات الانحدار المتعدد مع تفسير هذه النتائج لنموذج الدراسة الاول.

#### نموذج الدراسة الاول

$$MSP = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2 DPS + \beta_3 FL + \epsilon$$

تم تصميم نموذج الدراسة الاول لفحص تأثير العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة والمقاسة بواسطة: حصة السهم العادي من الأرباح، حصة السهم العادي من التوزيعات، والرافعة المالية للشركة على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، ويوضح الجدول (6) أدناه

نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الاول:



جدول (6) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الاول

Variable	$\beta$	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
<b>Constant</b>	1.097	-----	0.167	6.578	0.000
EPS	1.817	0.261	0.606	2.999	0.003
DPS	8.414	0.502	1.481	5.680	0.000
FL	-0.336	-0.065	0.386	-0.871	0.386
R	0.703				
R-squared	0.494				
Adjusted R-square	0.479				
S.E. of regression	0.704				
F-statistic	31.906				
Prob(F-statistic)	0.000				

يبين الجدول رقم (6) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة بالعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة مجتمعة (حصة السهم العادي من الأرباح، حصة السهم العادي من التوزيعات، والرافعة المالية للشركة) وبيان أثرها على المتغير التابع (الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية)، ويلاحظ من الجدول أن قيمة  $F$  المحسوبة قد بلغت (31.906) وهي دالة عند مستوى (0.05)، مما يشير إلى تمتع نموذج الدراسة الاول المقترح بالملاءمة والقوة التفسيرية بشكل كبير، كما بينت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة  $Sig F$  وبالبالغة (0.000)، وهي أقل من مستوى معنوية الاختبار وهي 0.05، إذاً يتوجب رفض الفرضية العدمية الرئيسية الاولى وقبول الفرضية البديلة، وبما يعني وجود اثر للعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

وبينت النتائج أن قيمة التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ) قد بلغت (0.479) وهي تعني أن حوالي 47.9% فقط من التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية يمكن تفسيره بالتغيرات التي تحدث في جزء من متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة (حصة السهم العادي من الأرباح، حصة السهم العادي من التوزيعات)، ولا بد

من التتويه أن قيمة معامل التحديد المعدل (**Adjusted R<sup>2</sup>**) يجب تقع ما بين 0-1، وفي حال كانت قيمتها أكبر من 30%؛ فإنه يمكن الاعتماد على بناء معادلة رياضية للتنبؤ بالتغير في الأسعار السوقية لأسهم الشركات من خلال بعض العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة، كما أن الانخفاض لقيمة معامل التحديد المعدل يشير إلى وجود عوامل أخرى تقع خارج نطاق العلاقة المتبادلة بين هذين المتغيرين قد يكون لها أثر متبادل لكل منهما على الآخر.

وبالرجوع الى البيانات الموضحة في الجدول رقم (6) يمكن تمثيل النموذج الأول الخاص بالتنبؤ بالاسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ولغرض تحديد أثر كل متغير من العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة على الأسعار السوقية لأسهم الشركات على حدة فقد تم الاعتماد على مخرجات اختبار الانحدار المتعدد على النحو التالي:

أ- **HO1-1** : ليس لحصة السهم العادي من الأرباح (EPS) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد

الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

يلاحظ من الجدول رقم (6) أن قيمة الدلالة المعنوية **Sig T** التي كانت أقل من (0.05) حيث بلغت قيمتها (0.003)، وتبعاً لقاعدة القرار التي تنص على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة إذا كانت قيمة دلالة معنوية **Sig t** أقل من (5%)، وبالتالي فإن حصة السهم العادي من الأرباح تؤثر في الأسعار السوقية لأسهم الشركات، وبناءً على ذلك يمكن استخدام حصة السهم العادي من الأرباح في التنبؤ بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة. كما وبالاطلاع على قيمة المعامل **Coefficient** التي بلغت (0.261) فإنها تدل على وجود تأثير موجب لحصة السهم العادي من الأرباح في تحديد الأسعار السوقية، وهو ما يشير إلى أن حصة السهم العادي من الأرباح تأتي في المرتبة الثانية بعد حصة السهم من توزيعات الأرباح من حيث التأثير على الأسعار السوقية لأسهم الشركات من بين العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة التي تناولتها الدراسة.

ب-2-HO1: ليس لحصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) أثر ذو دلالة إحصائية في

تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

كما ويلاحظ من الجدول رقم (6) أن قيمة الدلالة المعنوية Sig T التي كانت أقل من (0.05) حيث بلغت قيمتها (0.000)، وتبعاً لقاعدة القرار التي تنص على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة إذا كانت قيمة دلالة معنوية Sig t أقل من (5%)، وبالتالي فإن حصة السهم العادي من التوزيعات تؤثر في الأسعار السوقية لأسهم الشركات، وبناءً على ذلك يمكن استخدام حصة السهم العادي من التوزيعات في التنبؤ بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة. كما وبالاطلاع على قيمة المعامل Coefficient التي بلغت (0.502) فإنها تدل على وجود تأثير موجب لحصة السهم العادي من التوزيعات في تحديد الأسعار السوقية، وهو ما يشير إلى أن حصة السهم العادي من التوزيعات هي أكثر العوامل تأثيراً في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات من بين العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة التي تناولتها الدراسة.

ث. 3-HO1: ليس للرافعة المالية للشركة (FL) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية

لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

في حين يلاحظ من نتائج التحليل أن قيمة الدلالة المعنوية Sig T التي كانت أكبر من (0.05) حيث بلغت قيمتها (0.386)، وتبعاً لقاعدة القرار التي تنص على قبول الفرضية العدمية إذا كانت قيمة دلالة معنوية Sig t أكبر من (5%)، وبالتالي فإن الرافعة المالية للشركة ليس لها أثر ذو دلالة إحصائية في الأسعار السوقية لأسهم الشركات، لا بل أن لها أثر سالب على تلك الأسعار، حيث أن قيمة المعامل Coefficient (-0.065)، وهذا في رأي الباحث محصلة لتأثير درجة مخاطرة الرفع المالي على ملاءة

الشركة ومن ثم انعكاسها على السعر السوقي لسهمها في البورصة. إذ كلما ارتفعت نسبة الرفع المالي ترتفع المخاطرة وتؤثر سلباً على السعر السوقي للسهم والعكس بالعكس .

مع التنويه الى أن الوزن الأكبر في هذه المعادلة هو لحصة السهم العادي من التوزيعات. في حين أن الوزن الأقل هو لحصة السهم العادي من الأرباح، لذا وبمراعاة قيمة ثابت النموذج Constant وبالباغة (1.097) تم صياغة معادلة الانحدار الخطي المنترج والتي تمثل نموذج التنبؤ بتحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية فيما لو تم اعتماد العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة كدالة لهذا التنبؤ، مع استبعاد الرافعة المالية لعدم وجود تأثير لها، وذلك بالشكل الرياضي على النحو التالي:

$$MSP = 1.097 + 1.817EPS + 8.414DPS + -0.336FL + \epsilon$$

حيث أن:

**MSP**: تشير إلى الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة.

**EPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من الأرباح.

**DPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من التوزيعات.

**FL**: تشير إلى الرافعة المالية.

$\epsilon$ : هامش الخطأ.

**الفرضية الرئيسية الثانية، HO<sub>2</sub>**: ليس للعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة أثر

ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

يعرض القسم التالي نتائج تحليلات الانحدار المتعدد مع تفسير هذه النتائج لنموذج الدراسة الثاني، ثم

تتم مقارنة النتائج مع الأدبيات والدراسات السابقة.

## نموذج الدراسة الثاني

$$MSP = \beta_0 + \beta_1 Size + \beta_2 CR + \beta_3 AR + \epsilon$$

تم تصميم نموذج الدراسة الثاني لفحص تأثير العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة والمقاسة بواسطة: حجم الشركة والمقاس بلوغاريتم الطبيعي لحجم الاصول، وسمعة الشركة، وسمعة مدقق حسابات الشركة على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، ويوضح الجدول (7) أدناه نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الثاني:

جدول (7) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنموذج الدراسة الثاني

Variable	$\beta$	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
<b>Constant</b>	-5.397	-----	1.685	-3.203	0.002
Size	0.770	0.299	0.232	3.315	0.001
CR	1.229	0.323	0.334	3.676	0.000
AR	0.248	0.055	0.406	0.611	0.543
R	0.443				
R-squared	0.196				
Adjusted R-squared	0.173				
S.E. of regression	1.0040				
F-statistic	8.524				
Prob(F-statistic)	0.000				

يبين الجدول رقم (7) نتائج اختبار الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة بالعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة مجتمعة (حجم الشركة والمقاس بلوغاريتم الطبيعي لحجم الاصول، وسمعة الشركة، وسمعة مدقق حسابات الشركة) وبيان أثرها على المتغير التابع (الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية)، ويلاحظ من الجدول أن قيمة  $F$  المحسوبة قد بلغت (8.524) وهي دالة عند مستوى (0.05)، مما يشير إلى تمتع النموذج الدراسة الثاني المقترح بالملاءمة، كما بينت نتائج تحليل الانحدار أن قيمة  $Sig F$  وبالبالغة (0.000)، وهي أقل من مستوى معنوية الاختبار وهي 0.05، إذاً يتوجب رفض الفرضية العدمية الرئيسية الثانية وقبول الفرضية البديلة،

وبما يعني يوجد اثر للعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

كما وبينت النتائج أن قيمة التحديد المعدل ( $\text{Adjusted R}^2$ ) قد بلغت (0.173) وهي تعني أن حوالي 17.3% فقط من التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية يمكن تفسيره بالتغيرات التي تحدث في جزء من متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة (حجم الشركة والمقاس بلوغاريتم الطبيعي لحجم الاصول، وسمعة الشركة)، وتعتبر هذه القيمة ضعيفة ولا يمكن الاعتماد عليها في عملية التفسير والتنبؤ بشكل دقيق، كما أن الانخفاض الكبير لقيمة معامل التحديد المعدل يشير إلى وجود عوامل أخرى تقع خارج نطاق العلاقة المتبادلة بين هذين المتغيرين قد يكون لها أثر متبادل لكل منهما على الآخر.

ولغرض تحديد أثر كل متغير من العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة على الأسعار السوقية لأسهم الشركات على حدة فقد تم الاعتماد على مخرجات اختبار الانحدار المتعدد كما يلي:

أ.  $\text{HO2-1}$ : ليس لحجم الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

يلاحظ من الجدول رقم (7) أن قيمة الدلالة المعنوية  $\text{Sig } T$  التي كانت أقل من (0.05) حيث بلغت قيمتها (0.001)، وتبعاً لقاعدة القرار التي تنص على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة إذا كانت قيمة دلالة معنوية  $\text{Sig } t$  أقل من (5%)، وبالتالي فإن حجم الشركة يؤثر في الأسعار السوقية لأسهم الشركات، وبناءً على ذلك يمكن استخدام حجم الشركة في التنبؤ بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة. كما وبالاطلاع على قيمة المعامل  $\text{Coefficient}$  التي بلغت (0.299) فإنها تدل على وجود تأثير موجب وضعيف نسبياً لحجم الشركة في تحديد الأسعار

السوقية، وهو ما يشير إلى أن حجم الشركة في المرتبة الثانية بعد سمعتها من حيث التأثير على الأسعار السوقية لأسهم الشركات من بين العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة التي تناولتها الدراسة.

**ب. HO2-2: ليس لسمعة الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

كما ويلاحظ من الجدول رقم (7) أن قيمة الدلالة المعنوية Sig T التي كانت أقل من (0.05) حيث بلغت قيمتها (0.000)، وتبعاً لقاعدة القرار التي تنص على رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة إذا كانت قيمة دلالة معنوية Sig t أقل من (5%)، وبالتالي فإن سمعة الشركة تؤثر في الأسعار السوقية لأسهم الشركات، وبناءً على ذلك يمكن استخدام سمعة الشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة. كما وبالاطلاع على قيمة المعامل Coefficient التي بلغت (0.323) فإنها تدل على وجود تأثير موجب وضعيف نسبياً لسمعة الشركة في تحديد الأسعار السوقية، وهو ما يشير إلى أن سمعة الشركة مع ضعف تأثيرها نسبياً إلا أنها هي أكثر العوامل تأثيراً في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات من بين العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة التي تناولتها الدراسة.

**ت. HO2-3: ليس لسمعة مدقق حسابات الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.**

في حين يلاحظ من نتائج التحليل أن قيمة الدلالة المعنوية Sig T التي كانت أكبر من (0.05) حيث بلغت قيمتها (0.543)، وتبعاً لقاعدة القرار التي تنص على قبول الفرضية العدمية إذا كانت قيمة دلالة معنوية Sig t أكبر من (5%)، وبالتالي فإن تأثير سمعة مدقق حسابات الشركة على السعر السوقي

للسهم ليس دال احصائياً إلا أن هذا الأثر وعلى ضعفه موجب ويمكن اعتباره عاملاً ضعيفاً في التنبؤ بالسعر السوقي للسهم.

مع التنبؤ الى أن الوزن الأكبر في هذه المعادلة هو لسمعة الشركة. في حين أن الوزن الأقل هو لسمعة مدقق حسابات الشركة، لذا وبمراعاة قيمة ثابت النموذج Constant والبالغة (-5.397) تم صياغة معادلة الانحدار الخطي المتدرج والتي تمثل نموذج التنبؤ بتحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية فيما لو تم اعتماد العوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة كدالة لهذا التنبؤ، مع استبعاد حجم الشركة والمقاس بلوغاريتم الطبيعي لحجم الاصول لعدم وجود تأثير لها، وذلك بالشكل الرياضي على النحو التالي:

$$MSP = -5.397 + 0.770Size + 1.229CR + 0.248AR + \epsilon$$

حيث أن:

**MSP**: تشير إلى الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة.

**Size**: تشير إلى حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول.

**CR**: تشير إلى سمعة الشركة.

**AR**: تشير إلى سمعة مدقق حسابات الشركة.

**$\epsilon$** : هامش الخطأ.

وبهدف التوصل إلى معادلة انحدار اعتماداً على العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة والعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة معاً للتنبؤ بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية تم إجراء عدة محاولات لإدخال المتغيرات المستقلة جميعاً بهدف قبول المتغيرات ذات الأثر على الأسعار السوقية لأسهم الشركات واستبعاد المتغيرات غير المؤثرة والمتمثلة بكل من (حجم الشركة والمقاس بلوغاريتم الطبيعي لحجم الاصول، وسمعة مدقق حسابات



الشركة، والرافعة المالية للشركة) وذلك من أجل الحصول على معادلة انحدار دقيقة تعتمد فقط على المتغيرات التي لها علاقة بها، وذلك بالاعتماد على مخرجات تحليل الانحدار المتدرج ( Stepwise Multiple Regression)، والذي يقوم بعرض المتغيرات من الاكثر تأثيراً الى الاقل تأثيراً على النحو التالي:

نموذج الدراسة الثالث أو المقترح :

$$MSP = \beta_0 + \beta_1 DPS + \beta_2 EPS + \beta_3 CR + \epsilon$$

بقصد تصميم نموذج مقترح للتنبؤ بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ، تم استخدام اختبار الانحدار المتعدد (Stepwise regression) وذلك لإظهار أثر المتغيرات المالية وغير المالية مجتمعه . إذ تقوم منهجية استخدام هذا الاختبار على إدخال جميع المتغيرات المستقلة المالية وغير المالية تبعاً في التحليل الاحصائي حيث يتم استبعاد المتغيرات ذات التأثير الضعيف من النموذج والابقاء فقط على المتغيرات ذات التأثير القوي ، ومن خلال هذا التحليل كانت النتائج الموضحة في الجدول رقم (8) .

جدول (8) نتائج اختبار الانحدار المتدرج للنموذج المقترح

Variable	B	Coefficient	T-Statistic	Prob.
<b>Constant</b>	0.389	-----	1.811	0.073
DPS	7.941	0.473	5.583	0.000
EPS	1.899	0.273	3.261	0.002
CR	0.677	0.207	2.947	0.004
R	0.729			
R-squared	0.532			
Adjusted R-squared	0.517			
S.E. of regression	0.6780			
F-statistic	37.087			
Prob(F-statistic)	0.000			

بمطالعة البيانات الموضحة في الجدول رقم (8) يلاحظ ما يلي :

1- حيث أن قيمة الدلالة *Sig* والبالغة (0.000) أقل من (0.05) إذن يتوجب رفض الفرضية الصفرية أو العدمية وقبول الفرضية البديلة لها وبما يعني أن للمتغيرات المالية وغير المالية مجتمعة أثر ذو دلالة إحصائية على الأسعار السوقية لاسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية . ويؤكد ذلك الارتفاع النسبي لقيمة معامل الارتباط (R) وهو (0.729) وكذلك ارتفاع القوة التفسيرية (**Adjusted R<sup>2</sup>**) وهي (0.517) .

2- كما تم استبعاد البعض من هذه المتغيرات في بناء النموذج وهي ذات التأثير الضعيف : الرفع المالي (FL) ، وحجم الشركة (CS) وسمعة مدقق الحسابات (CR) . ليشمل النموذج ثلاثة متغيرات فهي ذات التأثير الأقوى ممثلة بحصة السهم من التوزيعات (DPS) ، يليه حصة السهم من الأرباح (EPS) ثم بعد ذلك سمعة الشركة (CR) ، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار (B) لها على التوالي 7.941 ، 1.899 ، 0.677 وليتكون نتيجة ما تقدم النموذج الثالث أو المقترح كما يلي :

$$MSP = 0.389 + 7.941DPS + 1.899EPS + 0.677CR + £$$

حيث أن:

*MSP*: تشير إلى الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة.

*DPS*: تشير إلى حصة السهم العادي من التوزيعات.

*EPS*: تشير إلى حصة السهم العادي من الأرباح.

*CR*: تشير إلى سمعة الشركة.

£: هامش الخطأ.

لكن مع ضرورة التذكّر هنا إلى أن هناك عوامل أخرى قد يكون لها دور في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات والتي يمثلها الحرف (£) في هذا النموذج.

وذلك مع مراعاة أن الدقة التنبؤية لهذا النموذج ليست مطلقة وإنما هي نسبية بسبب وجود عوامل أخرى يمثلها (£) في النموذج مثل المتغيرات السياسية والاقتصادية (المالية والنقدية) التي كانت خارج نطاق هذه الدراسة مما استوجب الإشارة إليها ضمن محددات الدراسة .

## الفصل الخامس

### النتائج والتوصيات

#### (1-5) النتائج

كشفت الدراسة عن مجموعة من النتائج أهمها ما يلي:

1- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة مجتمعة معاً في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وقد تبين قبول نموذج الدراسة الأول المتعلق بقدرة العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة على التنبؤ بالأسعار السوقية لتلك الشركات، وتمتع هذا النموذج بالملائمة والقوة التفسيرية بشكل كبير حيث بلغت قيمة ( $Adjusted\ R\ Square = 0.479$ ). وقد تشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (سركسيان، 2010) ودراسة (الظاهر، 2010) ودراسة (الدبعي، 2011) ودراسة (Gregoriou, 2015) ودراسة (Alerakis et al., 2010). وقد تفرع عن هذه النتيجة ما يلي:

أ. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحصة السهم العادي من الأرباح (EPS) في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويعود السبب في هذه النتيجة حسب ما يرى الباحث إلى كون هذه النسبة EPS من أكثر النسب المالية التي يتم أخذها بعين الاعتبار من قبل المستثمرين وأصحاب المصالح في اتخاذ قراراتهم المالية والاستثمارية، الأمر الذي يجعل لها تأثيراً هاماً على تحديد الأسعار السوقية للأسهم. وقد تشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (سركسيان، 2010) ودراسة (الظاهر، 2010) ودراسة (سالم، 2014)

ودراسة (Menike & Prabath, 2014). في حين اختلفت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه

دراسة (الموعد، 2005)، ودراسة (الدبي، 2011)، ودراسة (Gregoriou, 2015).

ب. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) في تحديد الأسعار

السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وهو الأثر الأكبر. ويعود السبب

في هذه النتيجة حسب ما يرى الباحث إلى ما هو متعارف عليه في الأسواق المالية، فهناك

الكثير من المستثمرين ممن ترتبط قراراتهم الاستثمارية بالأرباح الموزعة عليهم، وبالتالي فإنه

غالباً ما تزداد القيمة السوقية لأسهم الشركات بازدياد أرباحها الموزعة بسبب الزيادة في الطلب

من قبل المستثمرين على أسهم تلك الشركات. وقد تشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه

دراسة (سركسيان، 2010) ودراسة (الدبي، 2011) ودراسة (Menike & Prabath,

2014) ودراسة (Gregoriou, 2015) ودراسة (الأمين، 2009) ودراسة (Amro, 2007).

في حين اختلفت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (الموعد، 2005) ودراسة (التميمي،

2016) ودراسة (Manaseer, 2012).

ج. ليس للرافعة المالية للشركة (FL) أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم

الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويعود السبب في هذه النتيجة حسب ما يرى

الباحث إلى أن القيمة السوقية لأسهم الشركات في البورصة مرتبطة بشكل أساسي بمستوى

العرض والطلب، إلا أن غالبية المستثمرين وخاصة المضاربين يكون اعتمادهم أولاً على أرباح

الشركة وتوزيعاتها التي تم إقرارها، وذلك مع عدم إيلاء المخاطرة ذات العلاقة بالرفع المالي

اهتماماً كبيراً، الأمر يؤدي إلى تشتيت تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية للأسهم بسبب

وجود عوامل أخرى أكثر ارتباطاً. وقد تشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (الدبي،

(2011) ودراسة (Barakat, 2014)، في حين اختلفت هذه النتيجة مع ما تم التوصل إليه في دراسة (التميمي، 2016).

د. وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات المالية مجتمعة (EPS, DPS, FL) توصل الباحث إلى اشتقاق النموذج الرياضي التالي كأداة للتنبؤ بتأثيرها على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان على النحو الآتي:

$$MSP = 1.097 + 1.817EPS + 8.414DPS + -0.336FL + \epsilon$$

حيث أن:

**MSP**: تشير إلى الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة.

**EPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من الأرباح.

**DPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من التوزيعات.

**FL**: تشير إلى الرافعة المالية.

$\epsilon$ : هامش الخطأ.

2- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة في تحديد

الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، وقد تبين قبول نموذج

الدراسة الثاني المتعلق بالعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة وتمتع هذا

النموذج بالملاءمة والقوة التفسيرية بشكل ضئيل حيث بلغت قيمة (Adjusted R Square =

0.173). والجدير بالذكر أنه لم تقم أي من الدراسات السابقة بقياس هذه الفرضية. ويتفرع عن

هذه النتيجة ما يلي:

أ- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويعود السبب في هذه النتيجة حسب ما يرى الباحث إلى الثقة التي يوليها أغلب المستثمرين تجاه الشركات كبيرة الحجم بسبب رأس مالها الضخم الذي يمكّن إدارتها من استغلاله في تحقيق عوائد وأرباح للمستثمرين، إضافة إلى قدرتها على المحافظة على مركزها التنافسي في السوق ومن ثم تعزيز استمراريته. وقد تشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Qaisi et al., 2016) ودراسة (Amro, 2007).

ب- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسمعة الشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويعود السبب في هذه النتيجة حسب ما يرى الباحث إلى الأهمية الكبرى لنتيجة تقرير المدقق على الشركات، فوجود تقرير غير نظيف قد يجعل الاستثمار في مثل هذه الشركات من وجهة أغلب المستثمرين خطراً، الأمر الذي يؤثر سلباً على الأسعار السوقية لأسهمها. وقد تشابهت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (زريقات ، 2010).

ج- ليس لسمعة مدقق حسابات الشركة أثر ذو دلالة إحصائية في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. ويعود السبب في هذه النتيجة حسب ما يرى الباحث إلى أنه على الرغم من أهمية سمعة المدقق في زيادة التأكد من صحة المعلومات المعلنة في التقارير السنوية التي تصدرها الشركات، إلا أن قرارات المستثمرين تعتمد غالباً بشكل رئيسي على عوامل أخرى تكون على الأغلب من ضمن محتويات القوائم المالية، وفيما يتعلق بالتدقيق على قوائم الشركة فإن ارتباط مكتب التدقيق بشركات تدقيق دولية ليس له ذلك الأثر الهام في قرارات المستثمرين، وذلك بسبب كون المكاتب التي تدقق على الشركات المساهمة العامة هي مكاتب تدقيق معتمدة وتكون عليها مسؤولية في صحة تقريرها، وبالتالي فإن ما يلعب دوراً أساسياً في قرارات المستثمرين فيما يتعلق بالتدقيق على التقارير هو نتيجة تقرير المدقق على القوائم

المالية فيما إذا كان نظيفاً أو غير نظيف. والجدير بالذكر أنه لم تقم أي من الدراسات السابقة بقياس هذه الفرضية.

د- وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات غير المالية (Size, CR, AR) توصل الباحث إلى اشتقاق النموذج الرياضي التالي كأداة للتنبؤ بتأثيرها على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان على النحو الآتي:

$$MSP = -5.397 + 0.770Size + 1.229CR + 0.248AR + \text{£}$$

3- يتمتع نموذج الدراسة الأول المتمثل بالعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي بالشركة بقوة تفسيرية أعلى من نموذج الدراسة الثاني المتمثل بالعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة، وذلك بالاعتماد على قيمة معامل التحديد المعدل لكل من النموذجين حيث بلغتا للنموذج الأول والثاني على التوالي 0.479 و 0.173.

4- لكن عند أخذ أثر جميع المتغيرات المالية وغير المالية معاً على السعر السوقي للسهم، فيمكن تمثيل هذا الأثر بالنموذج الرياضي التالي وذلك بعد ترتيب تلك المتغيرات تنازلياً حسب الأثر المتوقع لكل منها على السعر السوقي للسهم:

$$MSP = 0.389 + 7.941DPS + 1.899EPS + 0.677CR + \text{£}$$

حيث أن:

**MSP**: تشير إلى الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية عينة الدراسة.

**DPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من التوزيعات.

**EPS**: تشير إلى حصة السهم العادي من الأرباح.

**CR**: تشير إلى سمعة الشركة.

**£**: هامش الخطأ.



## (2-5) التوصيات

في ضوء النتائج التي كشفت عنها الدراسة، يوصي الباحث ما يلي:

- 1- حث المتعاملين في بورصة الأوراق المالية على الاهتمام عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في السوق بالعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة والعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة كافة وبشكل خاص تلك التي لها اثر على اسعار الاسهم (كحصة السهم العادي من الأرباح، وحصة السهم العادي من التوزيعات، وحجم الشركة، وسمعة الشركة) مع ضرورة افصاح الشركات عن تلك المعلومات بطريقة واضحة ومفصلة من اجل استخدامها من قبل المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.
- 2- حث مجالس الإدارة في الشركات الصناعية المساهمة العامة على إيلاء توزيعات الأرباح خصوصاً النقدية منها أهمية خاصة لجذب المستثمرين على اقتناء الأسهم، وذلك مع مراعاة اتباع سياسة متوازنة ومستقرة في الموازنة بين حصة السهم من الأرباح EPS وحصة السهم من التوزيعات DPS.
- 3- الاستفادة ما أمكن من النموذج الذي تم التوصل إليه في هذه الدراسة في مجال تقييم الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية وذلك بالاعتماد على العوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة، والعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة.
- 4- حث الجهات المعنية مثل بورصة عمان وشركات الوساطة المالية إلى زيادة توعية المستثمرين حول أهمية الرافعة المالية في تقييم السعر السوقي لسهم الشركة لما لها من دور أساسي في الدلالة على استمرارية الشركة ومدى قدرتها في مواجهة المشاكل التمويلية، من أجل مساعدتهم على ترشيد قراراتهم الاستثمارية وتمكينهم من الاختيار بين البدائل الاستثمارية بشكل أفضل.
- 5- إجراء المزيد من الدراسات والبحوث في هذا المجال والتي تأخذ بعين الاعتبار العديد من الجوانب والمتغيرات الأخرى التي لم يتم تغطيتها في هذه الدراسة منها: مخاطر السيولة، وكذلك المخاطر

النظامية وغير النظامية للشركة، بالإضافة الى أن تشمل هذه الدراسات إما عينة أكبر للدراسة أو فترة زمنية أطول، وذلك للحصول على نتائج أكثر شمولاً فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة على الأسعار السوقية للأسهم مع مراعاة تطبيقها على شركات عاملة في القطاعين المالي والخدمي.

## المراجع

### المراجع العربية

- أمين، الطيب الأمين يوسف، (2009). توزيع الأرباح وأثره في أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة (دراسة حالة البنك السوداني الفرنسي) (رسالة ماجستير غير منشورة) جامعة السودان والتكنولوجيا.
- تميمي، إبراهيم أحمد، (2016). محددات التذبذب في أسعار الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. (رسالة ماجستير غير منشورة) جامعة اليرموك: الأردن.
- دبعي، جلال محمد، (2011). العوامل المالية المحددة لأسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة في بورصة عمان. (رسالة دكتوراه غير منشورة)، جامعة عمان العربية: الأردن.
- رضي، ديماء وليد حنا، (2016). (تحليل المكونات الرئيسية وسياسة توزيع الأرباح حالة بورصة عمان للأوراق المالية)، المجلة العربية للإدارة، 1.(36). 189-212.
- زبيدي، فراس، (2010). (( أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية))، مجلة القادسية للعلوم الإدارية، 12.(3). 105-119.
- زريقات، قاسم محمد، (2010). ((أثر الآراء المعدلة لمدققي الحسابات في أسعار الأسهم دليل من بورصة عمان ))، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال 1.(6). 210-224 .
- سالم، عمار زكريا عبد الله، (2014). دور النسب المالية للتنبؤ في أسعار أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختبارية). (رسالة ماجستير غير منشورة) جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان: الأردن.

- سركيان، تاتول وأديس، (2010). العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. (رسالة ماجستير غير منشورة) جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان: الأردن.
- شخاترة، مأمون ياسين، (2012). ((العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم دراسة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية))، المجلة المصرية للدراسات التجارية، 36. (3). 293-315.
- ظاهر، مفيد عبد الله، (2010). العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية : دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008 (رسالة ماجستير غير منشورة) جامعة النجاح الوطنية، نابلس: فلسطين
- مصري، محمود، (2011). تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية). (رسالة ماجستير غير منشورة ) الجامعة الإسلامية، غزة: فلسطين.
- مطر، محمد، (2015). إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. عمان: دار وائل للنشر.
- مطر، محمد، (2016). الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. ط 1، عمان: دار وائل للنشر.
- موعد، محمود عبد الله، (2005). العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية (رسالة ماجستير غير منشورة ) جامعة السودان والتكنولوجيا.

## ثانياً: المراجع الأجنبية

- Alerakis C., Patra T.& Poshakwate S.(2010) Predictability of Stocks Returns Using Financial statements Information Evidence on Semi –strong Efficiency of Emerging Greek Stock Market, **Accounting & Business research**,Vol 20.(1). 1321–1326.
- Amman Stock Exchange , ( on–line ) , <https://www.ase.com.jo/ar>
- Amro .S.A. (2007).Factors Affecting Stock Market Prices in Amman Stock Exchange survey study.Mu'tah University.
- Babbie, E., Wagner III, W. E., & Zaino, J. (2018). Adventures in social research: Data analysis using IBM® SPSS® Statistics. Sage Publications.
- Barakat .A.(2014). The Impact of Financial Structure, Financial Leverage and Profitability on Industrial Companies Shares Value (Applied Study on a Sample of Saudi Industrial Companies), **Research Journal of Finance and Accounting**. 5.(1).55–66
- Bodie, Z, Kane .A. Marcus, A. (2012) Investments and portfolio Management MC Graw– Hill, Irwin.
- Gregoriou, A. (2015). **Determinants oftelecommunication stock prices**. **Journal of Economic Studies**. 42 .(4). 534–548.
- Hayduk, L., Cummings, G., Boadu, K., Pazderka-Robinson, H., & Boulianne, S. (2007). Testing! testing! one, two, three–Testing the theory in

**structural equation models!**. *Personality and Individual Differences*, 42(5), 841-850.

- Jordan Securities Commission, ( on-line ) , <https://www.jsc.gov.jo>
- Kamiya, A., Murayama, S., Kamiya, H., Yamashiro, T., Oshiro, Y., & Tanaka, N. (2014). Kurtosis and skewness assessments of solid lung nodule density histograms: differentiating malignant from benign nodules on CT. **Japanese journal of radiology**, 32(1), 14-21.
- Luo, B., Groenke, K., Takors, R., Wandrey, C., & Oldiges, M. (2007). Simultaneous determination of multiple intracellular metabolites in glycolysis, pentose phosphate pathway and tricarboxylic acid cycle by liquid chromatography–mass spectrometry. **Journal of chromatography A**, 1147(2), 153-164.
- Manaseer, M.F. (2012)The Impact of Dividend Payout Ratio (DPR) on Stock Price Volatility : Evidence from ASE. **Mu'tah Lil –Buhuth wad – Dirasat, Humanities and Social Sciences Series**, Vol.27, No7, 2012
- Menike, P. D & Prabath, U. S. (2014). The Impact of Accounting Variables on Stock Price: Evidence from the Colombo Stock Exchange, Sri Lanka, **International Journal of Business and Management**, 9.(5).125–137.
- Naimy, Y.V. (2008). Financial Ratios And Stock Prices: Consistency Or Discrepancy? Longitudinal Comparison Between UAE And USA. **Journal of Business & Economics Research**, 6. (1). 41–50.
- Qaisi, F. Tahtamouni, A . Qudah, M. (2016) Factors Affecting the Market Stock Price – The Case of the Insurance Companies Listed in Amman

Stock Exchange. **International Journal of Business and Social Science**.

7. (10). 81–90.

- SALDANLI, A. (2017). The determinants of stock prices: Evidence from the Turkish banking sector. **Theoretical and Applied Economics**, 24. (1) 179–186.
- Schreiber-Gregory, D. N., & Jackson, H. M. (2017). Multicollinearity: what is it, why should we care, and how can it be controlled? 1-12.

## الملاحق

### الملحق رقم (1)

#### متغيرات الدراسة المتصلة

Company	Year	EPS	DPS	FL	Size	Market stock price
إسمنت الشمالية	2014	0.338	0.300	0.203	97547190	3.38
	2015	0.281	0.250	0.361	120198857	3.02
	2016	0.226	0.208	0.299	107701191	3.03
	2017	0.186	0.165	0.159	88267961	2.88
	<b>Mean</b>	<b>0.258</b>	<b>0.231</b>	<b>0.256</b>	<b>103428800</b>	<b>3.078</b>
الاجواخ	2014	0.273	0.250	0.048	79707170	4
	2015	0.327	0.250	0.035	76423494	4.14
	2016	0.257	0.250	0.032	75022757	3.97
	2017	0.227	0.250	0.041	73734991	3.36
	<b>Mean</b>	<b>0.271</b>	<b>0.250</b>	<b>0.039</b>	<b>76222103</b>	<b>3.868</b>
الاردنية للزيوت	2014	0.118	0.070	0.139	6247550	1.334
	2015	0.091	0.070	0.129	6282246	1.37
	2016	0.091	0.047	0.178	6887859	1.68
	2017	0.161	0.067	0.166	7249828	1.67
	<b>Mean</b>	<b>0.115</b>	<b>0.064</b>	<b>0.153</b>	<b>6666871</b>	<b>1.514</b>
الاستثمارات العامة	2014	0.196	0.132	0.0457	52999984	3
	2015	0.099	0.193	0.1204	26858239	3.05
	2016	0.220	0.149	0.1029	27344828	3.07
	2017	0.178	0.109	0.1104	28962656	2.77
	<b>Mean</b>	<b>0.173</b>	<b>0.146</b>	<b>0.095</b>	<b>34041427</b>	<b>2.973</b>
الاقبال للتغليف	2014	0.084	0.000	0.332	11065462	1.46
	2015	0.102	0.080	0.295	10543826	1.55
	2016	0.228	0.000	0.299	9585451	2.7
	2017	0.232	0.229	0.272	9163547	3.25
	<b>Mean</b>	<b>0.162</b>	<b>0.077</b>	<b>0.300</b>	<b>10089572</b>	<b>2.240</b>
الالمنيوم آرال	2014	0.131	0.120	0.313	18305745	2.37
	2015	0.072	0.060	0.249	16312501	2
	2016	0.071	0.060	0.224	15879089	2.08
	2017	0.078	0.070	0.194	15363783	1.96
	<b>Mean</b>	<b>0.088</b>	<b>0.078</b>	<b>0.245</b>	<b>16465280</b>	<b>2.103</b>
الانابيب الاردنية	2014	-0.030	0.093	0.336	8125372	1.25
	2015	-0.080	0.004	0.307	7369810	1.25



	2016	-0.038	0.003	0.296	7069186	0.75
	2017	-0.019	0.000	0.337	7403991	0.75
	<b>Mean</b>	<b>-0.042</b>	<b>0.025</b>	<b>0.319</b>	<b>7492090</b>	<b>1.000</b>
الباطون الجاهز	2014	0.135	0.080	0.390	54024861	2.91
	2015	0.118	0.080	0.399	56385559	2.36
	2016	0.168	0.080	0.419	61771322	1.1
	2017	0.096	0.100	0.454	65415888	1.05
	<b>Mean</b>	<b>0.129</b>	<b>0.085</b>	<b>0.416</b>	<b>59399408</b>	<b>1.855</b>
الحياة الدوانية	2014	0.250	0.100	0.131	16891690	2.29
	2015	0.241	0.000	0.121	18236464	2.14
	2016	0.247	0.000	0.113	20717436	1.92
	2017	0.260	0.125	0.154	23924273	2.03
	<b>Mean</b>	<b>0.250</b>	<b>0.056</b>	<b>0.130</b>	<b>19942466</b>	<b>2.095</b>
الزي للابسة	2014	-0.059	0.000	0.616	23192275	0.3
	2015	-0.125	0.000	0.650	20020706	0.2
	2016	-0.071	0.000	0.712	21254553	0.5
	2017	-0.152	0.000	0.684	21658773	0.24
	<b>Mean</b>	<b>-0.102</b>	<b>0.000</b>	<b>0.665</b>	<b>21531577</b>	<b>0.310</b>
الصلب	2014	0.150	0.000	0.551	5471443	0.94
	2015	-0.089	0.000	0.588	6818752	0.9
	2016	0.259	0.000	0.688	11481541	1.6
	2017	0.177	0.000	0.606	10481896	1.5
	<b>Mean</b>	<b>0.124</b>	<b>0.000</b>	<b>0.608</b>	<b>8563408</b>	<b>1.235</b>
الصناعات الكيماوية	2014	0.044	0.000	0.640	7738391	1.52
	2015	0.141	0.100	0.543	6555716	1.4
	2016	0.154	0.100	0.547	6840064	1.71
	2017	0.135	0.100	0.589	7616775	1.5
	<b>Mean</b>	<b>0.118</b>	<b>0.075</b>	<b>0.580</b>	<b>7187737</b>	<b>1.533</b>
العربية الكهربائية	2014	-0.032	0.000	0.395	10174739	0.62
	2015	-0.161	0.000	0.410	8786448	0.53
	2016	-0.174	0.000	0.445	7451813	0.84
	2017	-0.147	0.000	0.459	6001613	0.4
	<b>Mean</b>	<b>-0.129</b>	<b>0.000</b>	<b>0.427</b>	<b>8103653</b>	<b>0.598</b>
العربية للمواسير المعدنية	2014	0.087	0.100	0.259	20893262	2.35
	2015	-0.071	0.050	0.236	18135297	1.46
	2016	0.060	0.050	0.164	16407509	1.04
	2017	0.096	0.060	0.163	16973465	1.16
	<b>Mean</b>	<b>0.043</b>	<b>0.065</b>	<b>0.206</b>	<b>18102383</b>	<b>1.503</b>
القدس الخرسانية	2014	0.016	0.000	0.220	9656795	0.33
	2015	0.046	0.040	0.213	10004550	0.36
	2016	0.045	0.040	0.309	11434714	0.5
	2017	0.043	0.040	0.324	11704092	0.47
	<b>Mean</b>	<b>0.037</b>	<b>0.030</b>	<b>0.267</b>	<b>10700038</b>	<b>0.415</b>
الكابلات المتحدة	2014	0.001	0.030	0.231	52908633	0.59

	2015	0.017	0.000	0.206	52067952	0.45
	2016	0.007	0.020	0.133	47105970	0.36
	2017	0.027	0.000	0.226	54129908	0.39
	<b>Mean</b>	<b>0.013</b>	<b>0.013</b>	<b>0.199</b>	<b>51553116</b>	<b>0.448</b>
المتكاملة للمشاريع المتعددة	2014	-0.071	0.000	0.628	13931260	1.24
	2015	-0.120	0.000	0.622	12017553	1.71
	2016	0.207	0.000	0.009	5683230	1.24
	2017	0.019	0.000	0.013	5606433	0.57
	<b>Mean</b>	<b>0.008</b>	<b>0.000</b>	<b>0.318</b>	<b>9309619</b>	<b>1.190</b>
المناسير للحديد	2014	0.170	0.000	0.465	56760386	1.02
	2015	0.131	0.000	0.626	66545483	0.56
	2016	0.017	0.000	0.702	85442730	0.64
	2017	-0.277	0.000	0.761	69097189	0.8
	<b>Mean</b>	<b>0.010</b>	<b>0.000</b>	<b>0.639</b>	<b>69461447</b>	<b>0.755</b>
الناسجون العرب	2014	-0.001	0.067	0.102	17762207	2.15
	2015	-0.054	0.000	0.056	16224375	2.2
	2016	-0.166	0.000	0.079	14430433	2.16
	2017	-0.070	0.000	0.132	14356914	2.2
	<b>Mean</b>	<b>-0.073</b>	<b>0.017</b>	<b>0.092</b>	<b>15693482</b>	<b>2.178</b>
الوطنية للألمنيوم	2014	0.084	0.050	0.325	16438498	0.64
	2015	0.036	0.000	0.254	14701980	0.54
	2016	0.040	0.050	0.202	14185840	0.55
	2017	0.020	0.000	0.292	15614406	0.47
	<b>Mean</b>	<b>0.045</b>	<b>0.025</b>	<b>0.268</b>	<b>15235181</b>	<b>0.550</b>
الوطنية للكوابل	2014	-0.012	0.000	0.385	34691763	0.66
	2015	-0.019	0.000	0.386	34153497	0.38
	2016	-0.084	0.000	0.307	27913613	0.32
	2017	-0.068	0.000	0.381	29141192	0.3
	<b>Mean</b>	<b>-0.045</b>	<b>0.000</b>	<b>0.365</b>	<b>31475016</b>	<b>0.415</b>
ترافكو	2014	-0.076	0.000	0.087	5604474	0.67
	2015	-0.032	0.000	0.119	5642084	0.63
	2016	-0.104	0.000	0.180	5476620	0.44
	2017	-0.123	0.000	0.218	3948722	0.34
	<b>Mean</b>	<b>-0.084</b>	<b>0.000</b>	<b>0.151</b>	<b>5167975</b>	<b>0.520</b>
تعدينكو	2014	-0.254	0.000	0.176	1886703	2.24
	2015	-0.358	0.000	0.149	1196113	1.99
	2016	-0.514	0.000	0.516	294795	1.9
	2017	-0.426	0.000	1.370	220140	5.38
	<b>Mean</b>	<b>-0.388</b>	<b>0.000</b>	<b>0.553</b>	<b>899438</b>	<b>2.878</b>
حديد الاردن	2014	-0.078	0.000	0.463	74522888	0.62
	2015	0.006	0.000	0.407	67811954	0.47
	2016	-0.008	0.000	0.403	66848655	0.35
	2017	-0.028	0.000	0.402	65111116	0.53

	<b>Mean</b>	<b>-0.027</b>	<b>0.000</b>	<b>0.419</b>	<b>68573653</b>	<b>0.493</b>
دار الدواء	2014	0.242	0.125	0.446	100290031	3.22
	2015	0.164	0.100	0.394	91590358	2.32
	2016	0.200	0.100	0.432	101763094	2.15
	2017	-0.388	0.100	0.550	100414723	1.87
	<b>Mean</b>	<b>0.055</b>	<b>0.106</b>	<b>0.456</b>	<b>98514552</b>	<b>2.390</b>
دار الغذاء	2014	0.017	0.000	0.707	14120707	0.7
	2015	0.088	0.000	0.629	13271410	0.5
	2016	0.069	0.000	0.398	14003444	1.22
	2017	0.027	0.000	0.377	14014758	0.65
	<b>Mean</b>	<b>0.050</b>	<b>0.000</b>	<b>0.528</b>	<b>13852580</b>	<b>0.768</b>
سنيورة الغذائية	2014	0.363	0.100	0.390	41478219	3.95
	2015	0.327	0.050	0.418	49378101	4.24
	2016	0.122	0.060	0.468	59252138	3.56
	2017	0.208	0.100	0.432	61472208	2.85
	<b>Mean</b>	<b>0.255</b>	<b>0.078</b>	<b>0.427</b>	<b>52895167</b>	<b>3.650</b>
فيلادلفيا للأدوية	2014	1.008	0.000	0.247	7878530	8.09
	2015	0.542	0.000	0.165	10351106	4.56
	2016	0.087	0.000	0.200	11617526	2.21
	2017	0.114	0.000	0.235	13265997	1.55
	<b>Mean</b>	<b>0.438</b>	<b>0.000</b>	<b>0.212</b>	<b>10778290</b>	<b>4.103</b>

## الملحق رقم (2)

### متغيرات الدراسة المنفصلة

Company	Year	سمعة الشركة	سمعة مدقق حسابات الشركة
اسمنت الشمالية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الاجواخ	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الاردنية للزيوت	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الاستثمارات العامة	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الاقبال للتغليف	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الالمنيوم أراي	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الانابيب الاردنية	2014	1	0
	2015	1	0
	2016	1	0
	2017	1	0
	السمعة	جيدة	متدنية
الباطون الجاهز	2014	1	1

	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الحياة الدوائية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الزبي للابسة	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الصلب	2014	1	0
	2015	1	1
	2016	1	0
	2017	1	0
	السمعة	جيدة	متدنية
الصناعات الكيماوية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
العربية الكهربائية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
العربية للمواسير المعدنية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
القدس الخرسانية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الكابلات المتحدة	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة

المتكاملة للمشاريع المتعددة	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	0	1
	السمعة	جيدة	جيدة
المناصير للحديد	2014	1	1
	2015	0	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الناسجون العرب	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
الوطنية للالمنيوم	2014	0	1
	2015	0	1
	2016	0	1
	2017	0	1
	السمعة	متدنية	جيدة
الوطنية للكوابل	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
ترافكو	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	0	1
	السمعة	جيدة	جيدة
تعدينكو	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
حديد الاردن	2014	1	1
	2015	0	1
	2016	0	1
	2017	0	1
	السمعة	متدنية	جيدة
دار الدواء	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1

	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
دار الغذاء	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
سنيورة الغذائية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة
فيلاذلفيا للادوية	2014	1	1
	2015	1	1
	2016	1	1
	2017	1	1
	السمعة	جيدة	جيدة

### الملحق رقم (3)

#### اسماء شركات التدقيق

Company	Year	Auditor
إسمنت الشمالية	2014	مجموعة كريستون الدولية
	2015	مجموعة كريستون الدولية
	2016	مجموعة كريستون الدولية
	2017	مجموعة كريستون الدولية
الاجواخ	2014	Deloitte
	2015	Deloitte
	2016	Deloitte
	2017	Deloitte
الاردنية للزيوت	2014	ارنست ويونغ الاردن
	2015	ارنست ويونغ الاردن
	2016	ارنست ويونغ الاردن
	2017	ارنست ويونغ الاردن
الاستثمارات العامة	2014	Deloitte
	2015	Deloitte
	2016	Deloitte
	2017	Deloitte
الاقبال للتغليف	2014	برايس ووترهاوس كوبرز
	2015	برايس ووترهاوس كوبرز
	2016	برايس ووترهاوس كوبرز
	2017	برايس ووترهاوس كوبرز
الالمنيوم آرال	2014	المجموعة المهنية العربية (RSM)
	2015	المجموعة المهنية العربية (RSM)
	2016	المجموعة المهنية العربية (RSM)
	2017	المجموعة المهنية العربية (RSM)
الانابيب الاردنية	2014	المراقبون المهنيون جمال حموده وشركاه
	2015	المراقبون المهنيون جمال حموده وشركاه
	2016	المراقبون المهنيون جمال حموده وشركاه
	2017	المراقبون المهنيون جمال حموده وشركاه



الباطون الجاهز	2014	طلال ابو غزالة
	2015	طلال ابو غزالة
	2016	طلال ابو غزالة
	2017	طلال ابو غزالة
الحياة الدوائية	2014	غوشة وشركاه Nexia
	2015	غوشة وشركاه Nexia
	2016	غوشة وشركاه Nexia
	2017	غوشة وشركاه Nexia
الزي للابسة	2014	ارنست ويونغ الاردن
	2015	ارنست ويونغ الاردن
	2016	ارنست ويونغ الاردن
	2017	ارنست ويونغ الاردن
الصلب	2014	المعيار لتدقيق الحسابات
	2015	برايس ووترهاوس كوبرز
	2016	دار التدقيق (شركة ابراهيم ياسين وشركاه)
	2017	دار التدقيق (شركة ابراهيم ياسين وشركاه)
الصناعات الكيماوية	2014	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
	2015	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
	2016	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
	2017	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
العربية الكهربائية	2014	شركة العباسي وشركاه ( Moore stephens )
	2015	شركة العباسي وشركاه ( Moore stephens )
	2016	شركة العباسي وشركاه ( Moore stephens )
	2017	شركة العباسي وشركاه ( Moore stephens )
العربية للمواسير المعدنية	2014	شركة القواسمي وشركاه (KPMG)
	2015	شركة القواسمي وشركاه (KPMG)
	2016	شركة القواسمي وشركاه (KPMG)
	2017	شركة القواسمي وشركاه (KPMG)
القدس الخرسانية	2014	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2015	طلال ابو غزالة
	2016	طلال ابو غزالة
	2017	طلال ابو غزالة
الكابلات المتحدة	2014	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2015	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2016	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2017	المهنيون العرب (Grant Thornton)

المتكاملة للمشاريع المتعددة	2014	غوشة وشركاه Nexia
	2015	غوشة وشركاه Nexia
	2016	غوشة وشركاه Nexia
	2017	غوشة وشركاه Nexia
المناصير للحديد	2014	غوشة وشركاه Nexia
	2015	غوشة وشركاه Nexia
	2016	غوشة وشركاه Nexia
	2017	غوشة وشركاه Nexia
الناسجون العرب	2014	طلال ابو غزالة
	2015	طلال ابو غزالة
	2016	طلال ابو غزالة
	2017	طلال ابو غزالة
الوطنية للألمنيوم	2014	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2015	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2016	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2017	المهنيون العرب (Grant Thornton)
الوطنية للكوابل	2014	المجموعة المهنية العربية (RSM)
	2015	المجموعة المهنية العربية (RSM)
	2016	المجموعة المهنية العربية (RSM)
	2017	المجموعة المهنية العربية (RSM)
ترافكو	2014	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2015	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2016	المهنيون العرب (Grant Thornton)
	2017	المهنيون العرب (Grant Thornton)
تعدينكو	2014	ارنست ويونغ الاردن
	2015	ارنست ويونغ الاردن
	2016	ارنست ويونغ الاردن
	2017	ارنست ويونغ الاردن
حديد الاردن	2014	طلال ابو غزالة
	2015	طلال ابو غزالة
	2016	خطاب وشركاه (PKF)
	2017	خطاب وشركاه (PKF)
دار الدواء	2014	ارنست ويونغ الاردن
	2015	ارنست ويونغ الاردن

	2016	ارنست ويونغ الاردن
	2017	ارنست ويونغ الاردن
دار الغذاء	2014	ارنست ويونغ الاردن
	2015	ارنست ويونغ الاردن
	2016	ارنست ويونغ الاردن
	2017	ارنست ويونغ الاردن
سنيورة الغذائية	2014	Deloitte
	2015	Deloitte
	2016	Deloitte
	2017	Deloitte
فيلادلفيا للأدوية	2014	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
	2015	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
	2016	مجموعة كريستون الدولية (IPB)
	2017	مجموعة كريستون الدولية (IPB)

## الملحق رقم (4)

نتائج التحليل الإحصائي

التحليل الوصفي للمتغيرات المنفصلة (الجدول رقم 2)

### Frequencies

#### Statistics

		company's reputation	Auditor's reputation
N	Valid	112	112
	Missing	0	0

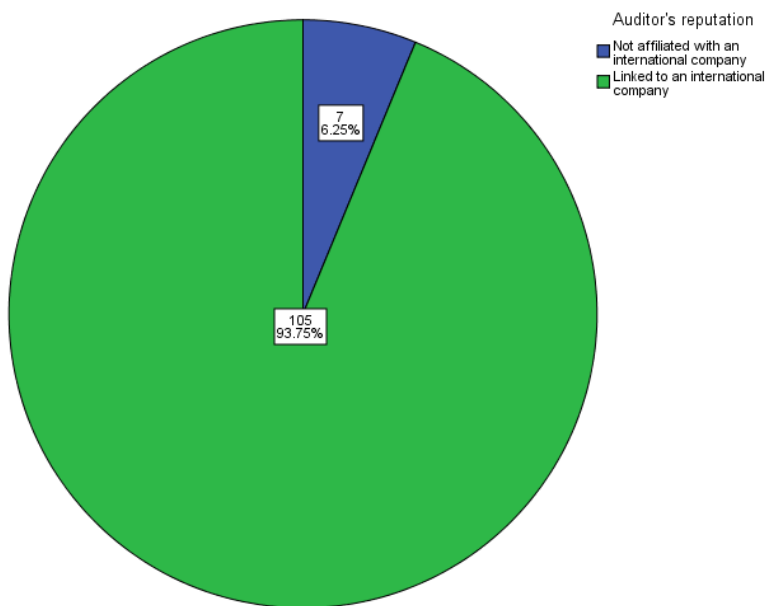
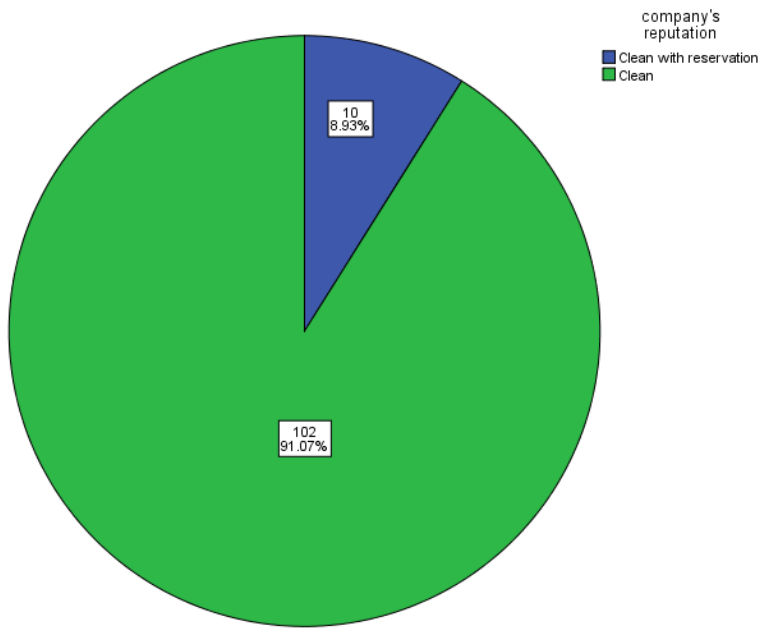
### Frequency Table

#### company's reputation

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Clean with reservation	10	8.9	8.9	8.9
	Clean	102	91.1	91.1	100.0
	Total	112	100.0	100.0	

#### Auditor's reputation

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Not affiliated with an international company	7	6.3	6.3	6.3
	Linked to an international company	105	93.8	93.8	100.0
	Total	112	100.0	100.0	



اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج الأول (الشكل رقم 1)

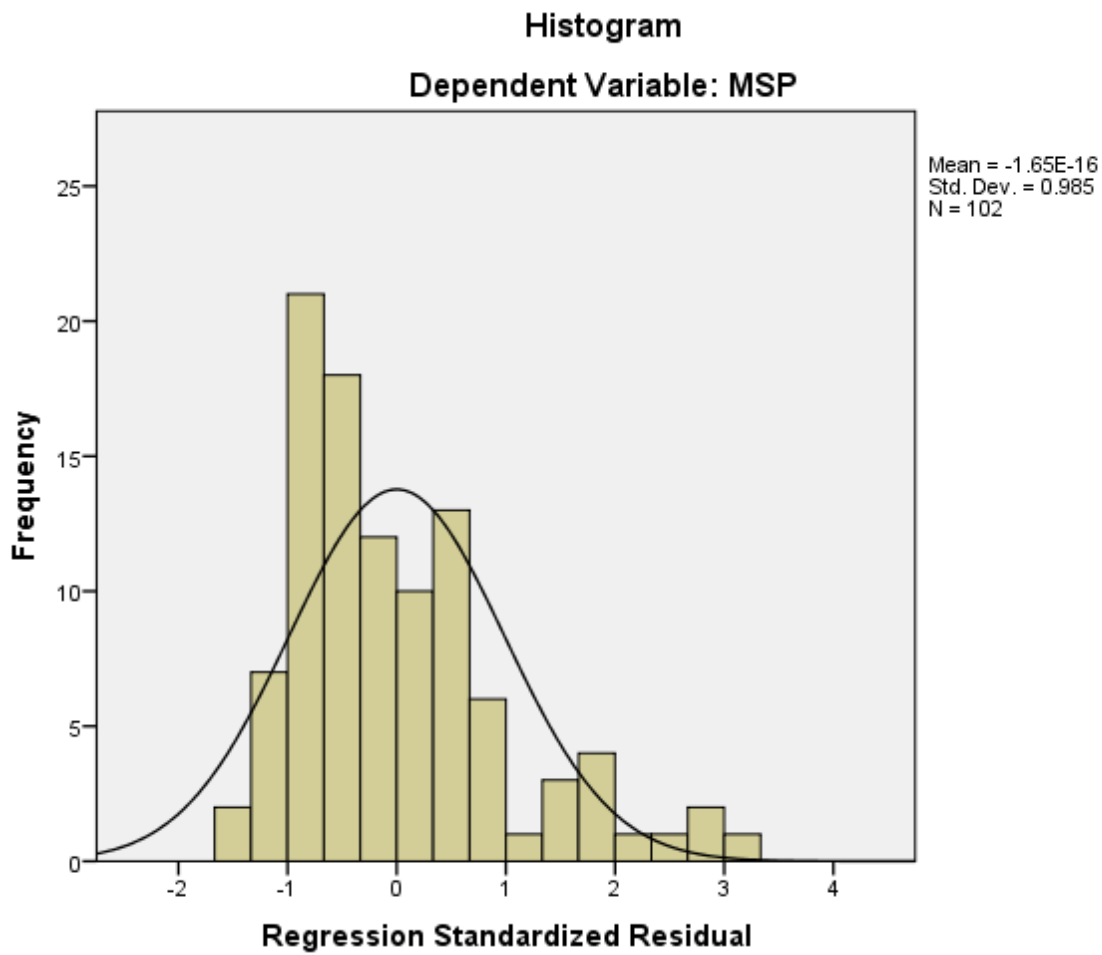
#### Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>	Shapiro-Wilk
--	---------------------------------	--------------

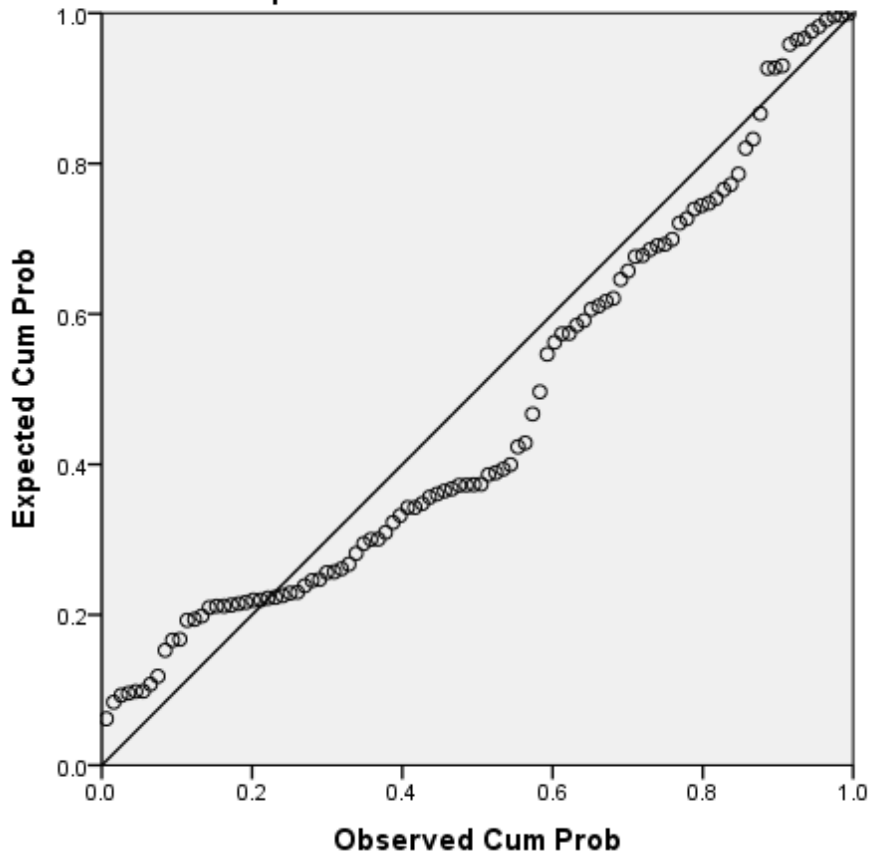
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual Model 1	.140	98	.067	.944	98	.054

a. Lilliefors Significance Correction

## Charts



**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**  
**Dependent Variable: MSP**



اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج الثاني (الشكل رقم 2)

**Explore**

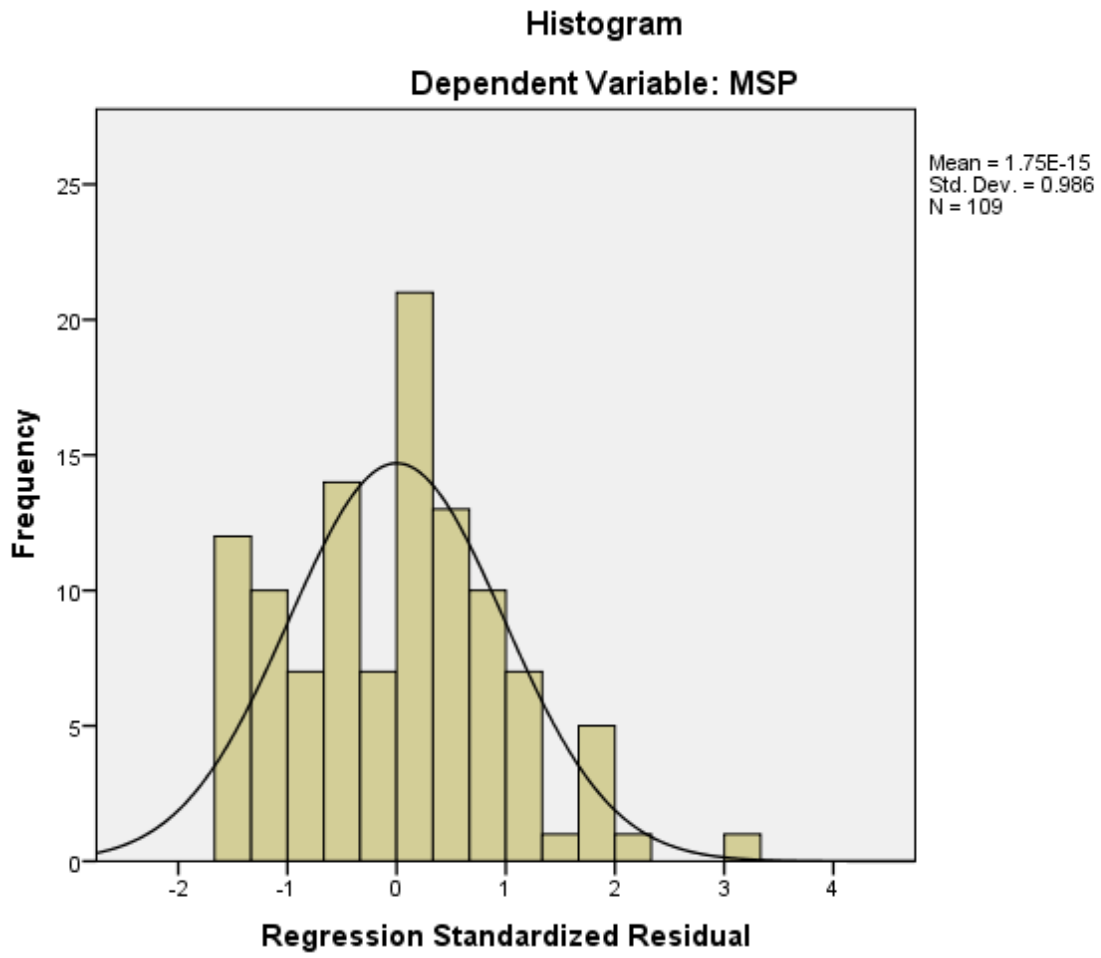
**Tests of Normality**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Standardized Residual Model 2	.065	108	.200 <sup>*</sup>	.973	108	.028

\*. This is a lower bound of the true significance.

a. Lilliefors Significance Correction

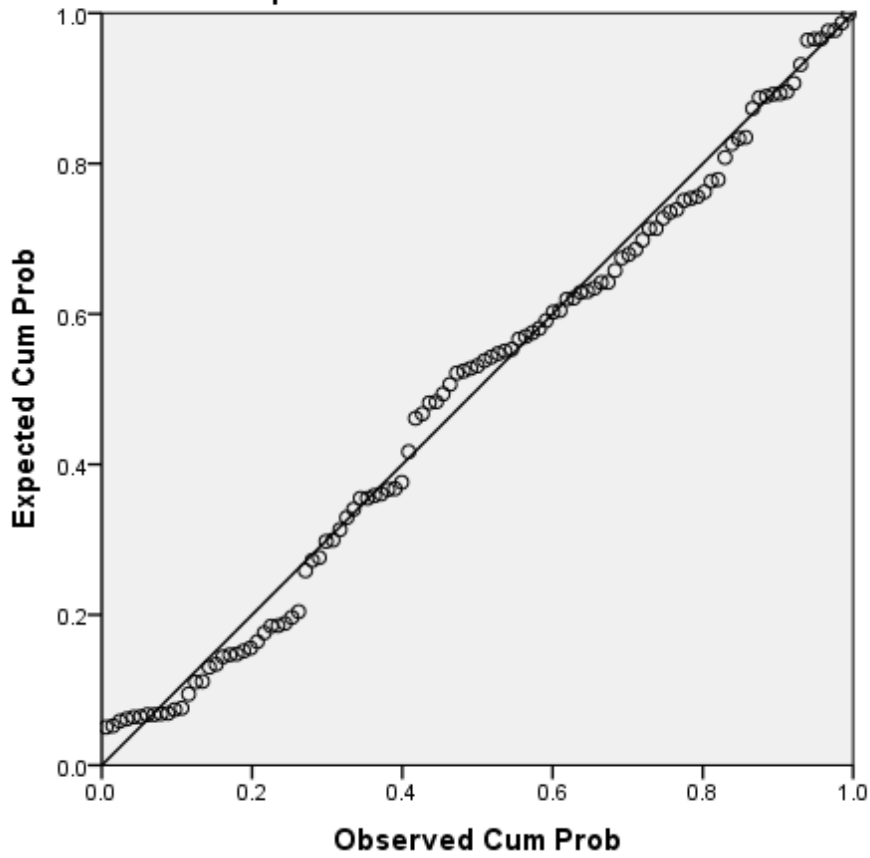
**Charts**





**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**

**Dependent Variable: MSP**



اختبار مصفوفة ارتباط بيرسون (الجدول رقم 5)

**Correlations**

**Correlations**

		MSP	EPS	DPS	FL	SIZE	company's reputation	Auditor's reputation
MSP	Pearson Correlation	1	.619**	.605**	-.030	.303**	.310**	.101
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.054	.001	.001	.292
	N	110	107	105	110	109	110	110
EPS	Pearson Correlation	.619**	1	.562**	-.254**	.384**	.098	.004
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.008	.000	.315	.968
	N	107	107	102	107	106	107	107
DPS	Pearson Correlation	.605**	.562**	1	-.217*	.415**	.174	.124
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.025	.000	.073	.205
	N	105	102	107	106	105	107	107

FL	Pearson Correlation	-.030	-.254**	-.217*	1	.115	.016	-.168
	Sig. (2-tailed)	.054	.008	.025		.230	.867	.079
	N	110	107	106	111	110	111	111
SIZE	Pearson Correlation	.303**	.384**	.415**	.115	1	-.033	.239*
	Sig. (2-tailed)	.001	.000	.000	.230		.733	.012
	N	109	106	105	110	110	110	110
company's reputation	Pearson Correlation	.310**	.098	.174	.016	-.033	1	-.081
	Sig. (2-tailed)	.001	.315	.073	.867	.733		.397
	N	110	107	107	111	110	112	112
Auditor's reputation	Pearson Correlation	.101	.004	.124	-.168	.239*	-.081	1
	Sig. (2-tailed)	.292	.968	.205	.079	.012	.397	
	N	110	107	107	111	110	112	112

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

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

تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول (الجدول رقم 6)

## Regression

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FL, EPS, DPS <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: MSP

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.703 <sup>a</sup>	.494	.479	.70469

a. Predictors: (Constant), FL, EPS, DPS

## ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	47.533	3	15.844	31.906	.000 <sup>b</sup>
	Residual	48.666	98	.497		
	Total	96.199	101			

a. Dependent Variable: MSP

b. Predictors: (Constant), FL, EPS, DPS

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.097	.167		6.578	.000		
	EPS	1.817	.606	.261	2.999	.003	.681	1.468
	DPS	8.414	1.481	.502	5.680	.000	.662	1.511
	FL	-.336	.386	-.065	-.871	.386	.933	1.071

a. Dependent Variable: MSP

تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني (الجدول رقم 7)

## Regression

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Auditor's reputation, company's reputation , SIZE <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: MSP

b. All requested variables entered.

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.443 <sup>a</sup>	.196	.173	1.00406

a. Predictors: (Constant), Auditor's reputation, company's reputation , SIZE

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
-------	----------------	----	-------------	---	------

1	Regression	25.779	3	8.593	8.524	.000 <sup>b</sup>
	Residual	105.854	105	1.008		
	Total	131.634	108			

a. Dependent Variable: MSP

b. Predictors: (Constant), Auditor's reputation, company's reputation , SIZE

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-5.397	1.685		-3.203	.002		
	SIZE	.770	.232	.299	3.315	.001	.941	1.062
	company's reputation	1.229	.334	.323	3.676	.000	.993	1.007
	Auditor's reputation	.248	.406	.055	.611	.543	.936	1.069

a. Dependent Variable: MSP

تحليل الانحدار المتدرج للنموذج المقترح (الجدول رقم 8)

## Regression

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	DPS <sup>b</sup>		. Enter
2	EPS <sup>b</sup>		. Enter
3	company's reputation <sup>b</sup>		. Enter

a. Dependent Variable: MSP

b. All requested variables entered.

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.665 <sup>a</sup>	.442	.436	.73266
2	.700 <sup>b</sup>	.490	.480	.70383
3	.729 <sup>c</sup>	.532	.517	.67802

a. Predictors: (Constant), DPS

b. Predictors: (Constant), DPS, EPS

c. Predictors: (Constant), DPS, EPS, company's reputation

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42.520	1	42.520	79.211	.000 <sup>b</sup>
	Residual	53.679	100	.537		
	Total	96.199	101			
2	Regression	47.157	2	23.578	47.596	.000 <sup>c</sup>
	Residual	49.043	99	.495		
	Total	96.199	101			
3	Regression	51.148	3	17.049	37.087	.000 <sup>d</sup>
	Residual	45.051	98	.460		
	Total	96.199	101			

a. Dependent Variable: MSP

b. Predictors: (Constant), DPS

c. Predictors: (Constant), DPS, EPS

d. Predictors: (Constant), DPS, EPS, company's reputation

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.961	.090		10.716	.000
	DPS	11.150	1.253	.665	8.900	.000
2	(Constant)	.972	.086		11.274	.000
	DPS	8.645	1.456	.515	5.939	.000
	EPS	1.848	.604	.266	3.059	.003
3	(Constant)	.389	.215		1.811	.073
	DPS	7.941	1.422	.473	5.583	.000
	EPS	1.899	.582	.273	3.261	.002
	company's reputation	.677	.230	.207	2.947	.004

a. Dependent Variable: MSP

