



الجامعة الإسلامية - غزة  
عمادة الدراسات العليا  
كلية التجارة  
قسم المحاسبة والتمويل

**دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية**  
**دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة**  
**( 2004 - 2008 )**

إعداد الطالب

محمد نعيم الحلو

إشراف

د. عصام محمد البحيصي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل

1431 هـ - 2010 م

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

هُوَ الَّذِي يُعَذِّبُكَ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ  
مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ مَا تَشَاءُ

وَالَّذِينَ كَفَرُوا مِنْهُمْ لَعْنَةُ اللَّهِ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ  
عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ مُّبِينٌ

وَالَّذِينَ كَفَرُوا مِنْهُمْ لَعْنَةُ اللَّهِ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ  
عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ مُّبِينٌ

(سورة الجمعة آية 2، ص 553)

# إهداء

إلى أغلى الناس وأحبهم إلى قلبي

والذي الأعزاء

إلى من تحمل كل همومي ومشاغلي

زوجتي وأولادي الأحبّة

إلى كل من ساهم في مساعدتي في تقديمي

زملائي في العمل الكرام

إلى كل من شاركني في علمه ونشاطاته

زملائي في الجامعة المحترمين

إلى كل من علمني وأرشدني إلى الأمام

أساتذتي في الجامعة الموقرين

إلى كل هؤلاء لكم مني كل احترام وتقدير وشكر وعرافان

عميق على ما قدمتموه وما تقدمونه

إهداء خاص إلى أولادي الأحبّة (نعيم وسليمان وعبد الرحمن)

## الشكر والتقدير

الحمد لله، غافر الذنب وقابل التوب شديد العقاب ذي الطول لا إله إلا هو إليه المصير،  
واشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له، يسبح له ما في السموات وما في الأرض، له  
الملك وله الحمد وهو على كل شيء قدير فهو سبحانه الذي يسر لي أمر كتابة هذه الرسالة  
وأعاني على ذلك ، وأشهد أن سيدنا وإمامنا وأسوتنا وحبيبنا محمداً عبد الله ورسوله،  
البشير النذير والسراج المنير، صلوات الله وسلامه عليه، وعلى آله وصحبه ومن دعا  
ببعوته واهتدى بسنته وجاهد جهاده إلى يوم الدين.

أود بداية تقديم جزيل الشكر والامتنان إلى من أنار لي الطريق في إتمام هذه الرسالة على  
الوجه الذي وصلت إليه:

الدكتور/ عصام البحيصي حفظه الله

كما أتقدم بالشكر لكل من الدكتور حمدي زعرب مناقشا داخليا والدكتور نضال عبد الله  
مناقشا خارجيا لتكرمهما بمناقشة هذه الرسالة وتوجيه الباحث إلى النمسات النهائية التي  
تجعل هذه الدراسة في أجمل حلة لها وأبهى صورة

ثم أتقدم بالشكر الجزيل لهذا الصرح المعطاء صرح الجامعة الإسلامية على الفرصة التي  
قدمتها لأبناء غزة في الحصول على درجة الماجستير وتوفير عناء السفر، كما وأشكر على  
وجه الخصوص جميع القائمين على الدراسات العليا في كلية التجارة.

وأتقدم بشكر خاص لكل من الأخوة الزملاء السيد عائد الربيعي والسيد محمود مطر والسيد  
عيسى الازبط على التوجيهات والمساعدات التي قدموها في إثراء هذه الدراسة.  
وفي النهاية لا يمكنني أن أصيغ جمل التقدير والعرفان لكل الزملاء في الإدارة العامة للقياس  
والتقويم والامتحانات فردا فردا كل باسمه ولقبه على كل ما ساهموا في مساعدتي من  
توفير الوقت والجهد خلال فترة دراستي في الجامعة.

## ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية في سوق فلسطين للأوراق المالية ، ولإنجاز ذلك قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على العوائد غير العادية في سوق فلسطين للأوراق المالية ، وذلك من خلال اختبار عدد من النسب المالية لإيجاد نموذج انحدار خطي متعدد يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية لسوق فلسطين للأوراق المالية ولكل قطاع من قطاعات السوق، مما يساعد في ترشيد قرارات المستثمرين في السوق.

وقد أجريت هذه الدراسة على عينة من تسع شركات من أصل سبع وثلاثون شركة مدرجة بالسوق خلال الفترة ما بين ٢٠٠٤ - ٢٠٠٨ ، وتم استخراج إحدى عشرة نسبة مالية بالاعتماد على قائمتي الدخل والميزانية العمومية ، وتم احتساب متوسط العائد غير العادي المجمع (الذي يقيس العائد غير العادي خلال الفترة المحيطة بنشر القوائم المالية) بطرح العائد الأسبوعي المتوقع من العائد الأسبوعي الفعلي للسهم، وقد تم إيجاد معادلة انحدارية تربط عائد السهم الأسبوعي لكل شركة بمؤشر القدس في سوق فلسطين للأوراق المالية لتوقع عائد السهم.

وقد توصلت هذه الدراسة بناء على النماذج التي تم التوصل إليها أن أكثر المتغيرات المؤثرة في العائد غير العادي في سوق فلسطين للأوراق المالية ككل هو نمو الأرباح المحتجزة، أما في قطاع الاستثمار فكان نصيب السهم من التوزيعات يعتبر أكثر المتغيرات تأثيراً في العوائد غير العادية، وفي قطاع البنوك وجد أن نمو الأرباح المحتجزة أهم المتغيرات المؤثرة في العائد غير العادي، في حين أنه في قطاع التأمين كانت أهم المتغيرات تأثيراً في العائد غير العادي هي نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، وأما بالنسبة لقطاع الخدمات فإن ربحية السهم تعتبر أكثر المتغيرات تأثيراً في العوائد غير العادية، وأخيراً في القطاع الصناعي تعتبر نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول أكثر النسب المؤثرة في تحقيق عوائد غير عادية.

وخلصت هذه الدراسة إلى وجود بعض النسب التي يمكن الاعتماد عليها في سوق فلسطين للأوراق المالية في تحقيق عوائد غير عادية كما ذكر سابقاً، وأوصت هيئة سوق رأس المال الفلسطيني بمحاولة جذب أكبر عدد من المستثمرين إلى السوق لرفع من كفاءة السوق.

## **Abstract**

This study aims to identify the role of accounting information to achieve abnormal returns on the Palestinian Securities Exchange. And to accomplish this, the researcher conducted applicable study to abnormal returns on the Palestinian Securities Exchange by testing a number of financial ratios to find the multiple regression model, which can be relied on, to predict abnormal returns to the Palestine Securities Exchange and to each sector of the market. This is to guide investors to make a good decision in the market.

The study was conducted on a sample of nine companies out of thirty-seven listed companies in the market during the period between 2004-2008. Eleven financial ratios were extracted by depending on the income statement and balance sheet. The cumulative abnormal return average, which measures the abnormal return during the period surrounding the publication of financial statements, has been calculated by Subtracting the expected weekly return from the actual weekly return for shares. Regression equation, which links the weekly earnings per share for each company with the Jerusalem index in Palestine Securities Exchange, has been found to expect earnings per share.

The findings of this study, which based on models that have been reached in the whole Palestine Securities Exchange, is that the growth of retained earnings is the most influential variables in the abnormal returns. While in the investment sector, the per share dividend is the most influential variable in the abnormal returns. In the bank sector, the growth of retained earnings is the most important variables affecting the abnormal returns. But in the insurance sector, the percentage of total debt to shareholders equity is the most influential variable in abnormal returns. And as for the services sector, the earnings per share is considered the most influential variable in the abnormal return. Finally, in the industrial sector, the total debt to total assets ratio is more influential variable in abnormal returns .

This study concludes that there was some ratios that can be relied upon to achieve abnormal return in Palestinian Securities Exchange as mentioned earlier. And it recommended that Palestinian Capital Market Authority should try to attract the largest number of investors to the market to raise the market efficiency of it.

## فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	آية قرآنية
ب	إهداء
ج	الشكر التقدير
د	ملخص الدراسة
و	فهرس المحتويات
ك	فهرس الأشكال
ل	فهرس الجداول
1	<b>الفصل الأول: الإطار العام للدراسة</b>
2	مقدمة
4	1-1-1 مشكلة الدراسة
4	2-1-1 أهداف الدراسة
5	3-1-1 أهمية الدراسة
5	4-1-1 فرضيات الدراسة
6	5-1-1 متغيرات الدراسة
7	6-1-1 الدراسات السابقة
12	7-1-1 محددات الدراسة
13	<b>الفصل الثاني: كفاءة أسواق الأوراق المالية</b>
14	مقدمة
15	<b>المبحث الأول : كفاءة أسواق الأوراق المالية</b>
15	1-1-2 مفهوم نظرية كفاءة السوق
17	2-1-2 العائد غير العادي
18	3-1-2 العائد غير العادي المجمع
19	4-1-2 أطراف السوق الكفاء
20	5-1-2 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
22	<b>المبحث الثاني: أهمية وخصائص أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة</b>

22	1-2-2 أهمية كفاءة السوق:
22	2-2-2 خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية
24	3-2-2 كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية
24	4-2-2 العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والمحاسبة
26	<b>المبحث الثالث: صيغ كفاءة السوق</b>
26	1-3-2 أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية
26	1-1-3-2 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق
27	2-1-3-2 الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق
27	3-1-3-2 الصيغة القوية لكفاءة السوق
28	2-3-2 شروط خلق أسواق مسعرة
29	3-3-2 اختبار المعلومة الخاصة
29	4-3-2 إستراتيجية التداول في سوق تتمتع بالكفاءة
31	<b>الفصل الثالث: تقييم الأسهم العادية وتقدير عوائدها</b>
32	مقدمة
34	<b>المبحث الأول: مفهوم الأسهم العادية وخصائصها</b>
34	1-1-3 مفهوم الأسهم العادية
35	2-1-3 الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى السهم عادية
35	3-1-3 أنواع الأسهم العادية
36	4-1-3 خصائص الأسهم العادية
36	1-4-1-3 حق التصويت
36	2-4-1-3 حق الأولوية
37	3-4-1-3 توزيعات الأرباح
38	<b>المبحث الثاني: تقييم الأسهم العادية</b>
38	1-2-3 القيمة الحالية
39	2-2-3 تقييم الأسهم العادية
39	1-2-2-3 نموذج التوزيعات الثابتة
40	2-2-2-3 نموذج التوزيعات ذات النمو الثابت
41	3-2-2-3 نموذج النمو غير الثابت (المتغير)
44	<b>المبحث الثالث: تقدير العائد المتوقع على الأسهم العادية</b>



44	1-3-3 معدل العائد المتوقع
45	2-3-3 معدل العائد المتوقع مقابل المخاطر
45	3-3-3 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
46	4-3-3 معامل بيتا
47	5-3-3 خط سوق الأوراق المالية
49	<b>الفصل الرابع: أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب المالية</b>
51	مقدمة:
53	<b>المبحث الأول: القوائم المالية</b>
53	1-1-4 أهداف التقارير المالية
54	2-1-4 الميزانية العمومية
54	1-2-1-4 عناصر الميزانية العمومية
55	2-2-1-4 استخدام الميزانية العمومية في التحليل المالي
55	3-1-4 قائمة الدخل
56	1-3-1-4 عناصر قائمة الدخل
56	2-3-1-4 استخدام قائمة الدخل في التحلي المالي
57	4-1-4 قائمة التدفقات النقدية
57	1-4-1-4 عناصر قائمة التدفقات النقدية
58	2-4-1-4 استخدام قائمة التدفق النقدي في التحليل المالي
58	5-1-4 قائمة التغير في حقوق الملكية
58	1-5-1-4 عناصر قائمة التغير في حقوق الملكية
59	6-1-4 حدود القوائم المالية
60	<b>المبحث الثاني: الإفصاح</b>
60	1-2-4 تعريف
60	2-2-4 ما هو مقدار المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها
61	3-2-4 خصائص المعلومات المفيدة
62	4-2-4 الإفصاحات الخاصة بالشركات المتداولة في البورصة
62	5-2-4 الإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية
64	<b>المبحث الثالث: التحليل المال</b>
64	1-3-4 تعريف

64	2-3-4 أنواع وأساليب تحليل القوائم المالية
65	3-3-4 شروط التحليل المالي
66	4-3-4 معايير التحليل المالي
66	5-3-4 الجهات المستفيدة من التحليل المالي
69	6-3-4 منهجية التحليل المالي
70	<b>المبحث الرابع: النسب المالية</b>
70	1-4-4 تعريف
70	2-4-4 نسب السيولة
71	3-4-4 نسب الرفع المالي (المديونية)
72	4-4-4 نسب النشاط
73	5-4-4 نسب الربحية
74	6-4-4 النسب التي تقيس سعر الأسهم العادية
75	7-4-4 نسب أخرى
76	8-4-4 حدود النسب المالية
78	<b>الفصل الخامس: دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية "الدراسة التطبيقية"</b>
79	مقدمة
80	<b>المبحث الأول: منهجية الدراسة</b>
80	1-1-5 مجتمع وعينة الدراسة
81	2-1-5 أسلوب الدراسة
81	3-1-5 مصادر جمع المعلومات
81	4-1-5 خطوات الدراسة
85	<b>المبحث الثاني: نتائج التحليل الإحصائي للفرضيات</b>
85	1-2-5 السوق ككل
93	2-2-5 قطاع الاستثمار
101	3-2-5 قطاع البنوك
109	4-2-5 قطاع التأمين
117	5-2-5 قطاع الخدمات
125	6-2-5 القطاع الصناعي

134	الفصل السادس: النتائج والتوصيات
134	1-1-6 النتائج
138	2-1-6 التوصيات
139	المراجع
146	الملاحق

## فهرس الأشكال

رقم الصفحة	الموضوع
16	شكل (1-2): شكل يوضح الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفاء وغير الكفاء
19	شكل (2-2): تحقيق عوائد غير عادية في الأسواق ذات الكفاءة
28	شكل (3-2): محددات صيغ الكفاءة
43	شكل (1-3): يوضح معدل نمو التوزيعات النقدية
48	شكل (2-3): خط سوق الأوراق المالية يربط بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية (بيتا)
61	شكل (1-4): أهمية الإفصاح المحاسبي
68	شكل (2-4): شكل يوضح الجهات المستفيدة من التحليل المالي حسب مصدر التحليل

## فهرس الجداول

رقم الصفحة	الموضوع
80	جدول (1-5): مجتمع الدراسة موزعا حسب القطاعات
80	جدول (2-5): شروط تحديد شركات العينة
81	جدول (2-5): عينة الدراسة موزعة حسب القطاعات
85	جدول (3-5): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لجميع الشركات محل الدراسة
92	جدول (4-5): نموذج الانحدار للسوق ككل
93	جدول (5-5): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الاستثمار
100	جدول (6-5): نموذج الانحدار لقطاع الاستثمار
101	جدول (7-5): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع البنوك
108	جدول (8-5): نموذج الانحدار لقطاع البنوك
109	جدول (9-5): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع التأمين
116	جدول (10-5): نموذج الانحدار لقطاع التأمين
117	جدول (11-5): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الخدمات
124	جدول (12-5): نموذج الانحدار لقطاع الخدمات
125	جدول (13-5): معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للقطاع الصناعي
132	جدول (14-5): نموذج الانحدار للقطاع الصناعي
133	جدول (16-5): مقارنة معامل ارتباط المتغيرات المستقلة بمتوسط العائد غير العادي للسوق ككل وقطاعات السوق

# الفصل الأول

## الإطار العام للدراسة

مقدمة

1-1-1 مشكلة الدراسة

2-1-1 أهداف الدراسة

3-1-1 أهمية الدراسة

4-1-1 فرضيات الدراسة

5-1-1 متغيرات الدراسة

6-1-1 الدراسات السابقة

7-1-1 محددات الدراسة

## مقدمة:

بالرغم من الأزمة العالمية التي تمر بها الأسواق المالية العالمية وتدهور مؤشراتهما، إلا أن سوق فلسطين يعتبر من اقل الأسواق تضررا حيث تراجع مؤشر القدس للعام 2008 بنسبة 16.23%، وتعتبر هذه النسبة بالمقارنة مع نسب التراجع الكبيرة التي لحقت بالأسواق العربية الأخرى نسبة معقولة وتعكس حالة من القوة والثبات في أداء (مجلة سوق المال الفلسطيني، شباط 2009، ص 66)، وبمقارنتها بسوق دبي الذي تراجع بنسبة 72.52% الذي يعتبر أكثر الأسواق العربية تضررا وتلاه مؤشر سوق السعودية بنسبة تراجع 57.02% يتضح مدى ثبات أداء سوق فلسطين للأوراق المالية (مجلة سوق المال الفلسطيني، شباط 2009، ص 73). وهذا يعطي انطباع جيد لأي مستثمر للاستثمار في هذا السوق الذي يعتبر سوقا واعدة.

يعتبر سوق فلسطين للأوراق المالية من الأسواق الحديثة إلى انه اثبت انه سوق يتسم بإمكانيات عالية من حيث مواكبة التقنيات والأداء العالي في تقديم الخدمات والمعلومات، وسن القوانين التي تهتم بتنظيم عمل الشركات والإفصاح المطلوب. وبدا تطبيق قانون الأوراق المالية في العام 2005، وتم إقرار نظام الإفصاح في نفس العام وتم تطويره في نهاية العام 2006، لتوفير بيئة تداول عادلة عبر التطبيق السليم والأمين للإفصاح (ملخص القوانين والأنظمة، حزيران 2008، ص 8). والتزمت غالبية الشركات المدرجة بالسوق بالإفصاح عن بياناتها المالية في موعده المحدد، حيث اقتربت نسب الالتزام بالإفصاحات الدورية عن البيانات المالية وضمن الفترات القانونية المتاحة إلى 100% في أكثر من إفصاح، ولم تقل هذه النسبة في الإفصاحات الدورية الخمسة للشركات المتداولة طول العام 2008 عن 86% (التقرير السنوي 2008، شباط 2009، ص 10).

اهتم كثير من الباحثين بدراسة أسواق المال في شتى أنحاء العالم لمدى أهميتها وتأثيرها على الاقتصاد بشكل عام، وركز الكثير منهم على دراسة التحليل المالي لهذه الأسواق ومحاولة الاستفادة من نتائج هذا التحليل للوصول إلى أفضل تقييم للأوراق المالية للشركات المدرجة في هذه الأسواق والاعتماد عليها في تحقيق أفضل عائد، لان التحليل المالي يعطى مؤشرات عن قدرات الشركات الحالية ويمكن التنبؤ من خلالها بقدراتها في المستقبل.

ويعتبر التحليل المالي بمفهومه الحديث وليدا للظروف التي نشأت في مطلع الثلاثينيات من القرن السابق وهذه الفترة تميزت بالكساد الكبير الذي ساد الولايات المتحدة الأمريكية، الذي أدت ظروفه إلى الكشف عن بعض عمليات الغش والخداع التي مارسها بعض إدارات الشركات ذات الملكية العامة الذي اضر بالمساهمين والمقرضين على حد سواء وحدا بالمشرع إلى التدخل وفرض نشر المعلومات المالية عن مثل هذه الشركات، وقد أدى نشر هذه المعلومات إلى ظهور

وظيفة جديدة للإدارة المالية في تلك الفترة وهي وظيفة التحليل المالي (عقل، 2006، ص 231).

وهذا نتيجة الإجماع على أهمية التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات، وتطلع كل المستثمرين إلى هذه القوائم وما يمكن استخلاصه منها من معلومات لتحقيق أعلى المكاسب المرجوة من الاستثمار فيها، سواء كان من المستثمرين الكبار أم من اصغر المستثمرين، وهذه الدراسة تهتم ببعض المؤشرات التي يمكن لجميع المستثمرين الاعتماد عليها واستنتاجها من القوائم المالية والافصاحات المتاحة من قبل سوق المال.

ويعتبر تحقيق العائد غير العادي أمر صعب في ظل كفاءة السوق عند المستوى القوي. حيث يفترض بأن يعكس السعر جميع المعلومات المنشورة وعندها يكون السعر عادلاً، ربما يستطيع احدهم أن يتغلب على السوق فقط بالحظ، ولكن من الصعب بل إن لم يكن من المستحيل لأي شخص التفوق على السوق، وأغلب التجارب العملية تدعم بأن نظريات كفاءة السوق إما عند المستوى الضعيف أو شبه القوي (Brigham and Ehrhardt, 2005, p 271). وحيث إن جل المستثمرين يسعون إلى تحقيق مثل هذا العائد نتيجة لاستثمارهم في أسهم الشركات وتسعى هذه الدراسة إلى التحقق من قدرة هؤلاء على تحقيق عوائد غير عادية بتحليل المعلومات المالية المنشورة.

ومن هنا جاءت هذه الدراسة امتداداً للدراسات التي سبقتها، لتسلط الضوء على جزئية من هذا التحليل للقوائم المالية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث نود التحقق من العلاقة الموجودة بين بعض النسب المالية المستنتجة من الافصاحات لهذه الشركات وإمكانية تحقيق عوائد غير عادية.



## 1-1-1 مشكلة الدراسة:

القوائم المالية تعتبر محط أنظار المستثمرين لما تحتويه من معلومات هامة ومفيدة للاعتماد عليها في بناء التوقعات المستقبلية للقيمة السوقية للأسهم والتي من خلالها يحققون أفضل العوائد حسب توقعاتهم، وأشارت كثير من الدراسات السابقة كما سنبين لاحقاً في الدراسات الأدبية إلى إمكانية تحقيق المستثمرين لعوائد غير عادية خلال فترة نشر القوائم المالية، وللوقوف على بعض العوامل التي تربطها علاقة بتحديد عوائد غير عادية ويدور هنا التساؤل الرئيس التالي:

❖ ما هو دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية في سوق فلسطين للأوراق

المالية حول فترة نشر القوائم المالية؟

ويتفرع عن السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

- ❖ ما هو دور نسبة السيولة في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور معدل العائد على الأصول في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور معدل العائد على حقوق الملكية في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور معدل دوران إجمالي الأصول في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور نصيب السهم من التوزيعات في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور ربحية السهم في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور نمو الأرباح المحتجزة في تحقيق عوائد غير عادية؟
- ❖ ما هو دور كثافة رأس المال في تحقيق عوائد غير عادية؟

## 1-1-2 أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة في الآتي:

1- فحص القدرة التفسيرية لبعض النسب المالية المستخرجة من القوائم المالية في تحقيق عوائد غير عادية.

2- التحقق من مدى القدرة على تحقيق عوائد غير عادية، والتعرف على كفاءة سوق فلسطين للوراق المالية.

- 3- توضيح أهمية التحليل المالي للقوائم المالية في استقاء المعلومات التي تفيد في ترشيد قرارات المستثمرين.
- 4- هذه الدراسة تلقي الضوء على الفرصة المتاحة للمستثمرين في الاستفادة من القوائم المالية في الوقت الذي يتم فيها نشرها.
- 5- تقديم بعض النماذج التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية سواء بالشراء أو البيع.

### 1-1-3 أهمية الدراسة:

- تعتبر هذه الدراسة من الدراسات الأوائل التي تتناول العائد غير العادي للأسهم في سوق فلسطين المالي، وتسعى هذه الدراسة إلى إبراز أهمية المحتوى المعلومات للقوائم المالية على القيمة السوقية للأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبيان أهمية قراءة القوائم المالية واستنباط معلومات مفيدة للمستثمرين مما يساعدهم على ترشيد قراراتهم، وتعتبر النتائج المترتبة على هذه الدراسة ذات أهمية لكل من يتطلع إلى الاستثمار في سوق فلسطين حيث تعطيه مؤشرا عن نقاط القوة والضعف، وتكمن أهميتها في إنها:
- 1- قد تفيد في إظهار بعض المؤشرات التي لها تأثير في سوق الأوراق الفلسطينية.
  - 2- تتناول جانباً مهماً من جوانب التنبؤ بالقيمة السوقية لسعر السهم.
  - 3- قد تفتح آفاقاً جديدة أمام الباحثين في سوق الأوراق المالية الفلسطينية.
  - 4- قد تفيد المتعاملين مع سوق الأوراق المالية في تطوير أدائهم.

### 1-1-4 فرضيات الدراسة:

- تقوم هذه الدراسة على فرضية رئيسية يتفرع منها إحدى عشرة فرضية فرعية لتحقيق أهداف الدراسة، والفرضية الرئيسية هي كما يلي:
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بعض النسب المالية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية التالية:
  - ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.
- ❖ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

### 5-1-1 متغيرات الدراسة :

أولاً: المتغير التابع:

متوسط العائد غير العادي المجمع

ثانياً: المتغيرات المستقلة:

نسبة التداول

نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية  
معدل العائد على الأصول  
معدل العائد على حقوق الملكية  
معدل دوران إجمالي الأصول  
نصيب السهم من التوزيعات  
ربحية السهم  
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية  
نمو الأرباح المحتجزة  
كثافة رأس المال

### 1-1-6 الدراسات السابقة:

تعددت الدراسات التي اهتمت بدراسة بما تحتويه القوائم من معلومات وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم، في محاولة جاهدة إلى إثراء الفكر المحاسبي بما يساعد على تطوير علم المحاسبة، وكذلك إنارة الطريق للمستثمرين بما يخدم مصالحهم. ومن هذه الدراسات:

#### 1- دراسة ( عبد الله، 1995)

بعنوان " العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية" التي هدفت إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي، وشمل النموذج عددا من المتغيرات المستقلة وهي دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد إلى حقوق الملكية، العائد إلى إجمالي الموجودات، رافعة التمويل، رافعة التشغيل، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن دخل السهم والعائد على حقوق الملكية والمشاركة الحكومية تؤثر في تحديد أسعار الأسهم.

#### 2- دراسة ( السعيدة، 1996)

بعنوان ، "مقدرة المعلومات المنشورة على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية"

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين مخرجات نظم المعلومات المحاسبية في الشركات المساهمة العامة الأردنية وحاجات مستخدمي المعلومات في السوق المالي لصنع القرارات الاستثمارية. وقد طبقت هذه الدراسة على 54 شركة مساهمة عامة أردنية، مستخدما المتغيرات التالية للتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم وهي القيمة الدفترية لحقوق المالكين في الشركة وحجمها مقاسا بإيراداتها

أو صافي مبيعاتها والعائد إلى حقوق المالكين والنمو في العائد إلى حقوق المالكين فيها. وأشارت النتائج أن غالبية المتغيرات السابقة تؤثر في مستوى الأسعار السوقية.

### 3- دراسة (حداد، 2001)

بعنوان " العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية" التي اختبرت العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والعوائد غير العادية، وأجريت الدراسة على 44 شركة من الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 1993-1998، وقد تم قياس التدفقات النقدية بناء على المعيار المحاسبي الدولي رقم (7)، وأشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة، وتدني القوة التفسيرية لجميع نماذج الانحدار المستخدمة في الدراسة.

### 4- دراسة (أبو نصار والدبي، 2002)

بعنوان " المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل" تهدف هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كان لعناصر قائمة الدخل الرئيسية مضمون من المعلومات، وما إذا كان مضمونها من المعلومات أكبر من المضمون المعلوماتي لرقم الربح. واستخدمت الدراسة عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان بلغ عددها (30) شركة خلال الفترة الممتدة من عام 1987-1998 تم تنفيذ ثلاثة نماذج انحدار كان المتغير التابع فيها العائد السوقي للسهم بينما شملت المتغيرات المستقلة حصة السهم من الأرباح والمبيعات وكلفة المبيعات والمصاريف الإدارية والبيعية والفوائد المدينة وضريبة الدخل. لقد تضمن النموذج الأول حصة السهم من الأرباح بينما تضمن النموذج الثاني عناصر قائمة الدخل عدا حصة السهم من الأرباح، وتضمن النموذج الأخير عناصر قائمة الدخل بما فيها حصة السهم من الأرباح. وقد بلغت القوة التفسيرية لكل من النموذج الأول والثاني والثالث 45%، 24%، 45% على التوالي ولقد أظهرت الاختبارات المتعددة التي تضمنتها الدراسة وجود مضمون معلوماتي لعناصر قائمة الدخل، وعدم وجود مضمون معلوماتي إضافي لتلك العناصر علاوة على المضمون المعلوماتي لرقم الربح، وعلى العكس وجد أن رقم الربح مضمونا معلوماتياً أفضل علاوة على المضمون المعلوماتي لعناصر قائمة الدخل.

## 5- دراسة (البير، 2006)

بعنوان "تأثير الإعلان عن زيادة رأس المال على العوائد غير العادية لأسهم البنوك المصرية" تناولت هذه الدراسة البحث في اثر الإعلان عن زيادة رأس المال في تحقيق عوائد غير عادية لأسهم البنوك المصرية للفترة 1988-2005، وذلك سواء كانت هذه الزيادة بالاكتتاب العام أو بإصدار حقوق اكتتاب للمساهمين أبو بالتحويل من الاحتياطات أو بتوزيع أسهم مجانية. ودلت النتائج على وجود تأثير معنوي للإعلان عن زيادة رأس المال على العوائد غير العادية مع عدم ثبوت هذا التأثير بالنسبة للعوائد غير العادية التراكمية.

## 6- دراسة (نور، 2004)

### بعنوان "العلاقة بين بعض المؤشرات المالية والعوائد غير العادية"

التي فحصت العلاقة بين بعض المؤشرات المالية والعوائد غير العادية من خلال فرضيتين رئيسيتين، الفرضية الأولى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية المستمدة من التقارير المالية للشركات في تاريخ نشرها في السوق المالي والعوائد غير العادية للأسهم، وتبين قبول هذه الفرضية فيما عدا متغير المخاطرة غير النظامية، والفرضية الثانية يختلف أثر المؤشرات المالية المستمدة من التقارير المالية للشركات في تاريخ نشرها في السوق المالي على العوائد غير العادية للأسهم تبعاً لاختلاف حجم الشركة، وقبول هذه الفرضية أيضاً، وقد أجريت هذه الدراسة على (50) شركة مدرجة في بورصة عمان للسنتين المتتاليتين 2001/200.

## 7- دراسة (الجرجاوي، 2008)

### بعنوان "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم"

حيث اختبرت هذه الدراسة 13 نسبة مالية لعينة من 10 شركات مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية موزعة على خمس قطاعات للفترة ما بين 1997-2006، وأظهرت نتائج هذه الدراسة أن أكثر المتغيرات المؤثرة في سعر السهم لقطاع التأمين هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة ونسبة القيمة الدفترية للسهم العادي . بينما في قطاع البنوك أظهرت النتائج أن أهم المتغيرات المؤثرة في سعر السهم لهذا القطاع هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة القيمة الدفترية للسهم العادي ونسبة التداول. أما بالنسبة لقطاع الاستثمار فان أهم المتغيرات المؤثرة في سعر السهم لهذا القطاع هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة، نسبة العائد

على حقوق الملكية، نسبة القيمة الدفترية للسهم العادي. كما أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة سعر السهم إلى الأرباح المحققة، نسبة الالتزامات المتداولة إلى حقوق الملكية و نسبة الربح إلى المبيعات كانت من أهم المتغيرات المؤثرة في سعر السهم لقطاع الخدمات. بينما في قطاع الصناعة كانت أهم المتغيرات المؤثرة في سعر السهم لهذا القطاع هي نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ونسبة القيمة الدفترية للسهم العادي، وخلصت الدراسة إلى انه يمكن الاعتماد على مجموع من النسب المالية لكل قطاع من القطاعات للتنبؤ بسعر السهم.

### 1- دراسة (Ball and Brown, 1968)

#### بعنوان "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers"

التي تعتبر من أولى الدراسات التي تناولت هذا الموضوع حيث قاما بدراسة المعلومات التي تتضمن الإعلان عن توزيعات الأرباح ينعكس أثرها بعلاقة ذات دلالة إحصائية على القيمة السوقية للأسهم، وكانت نتيجة هذه الدراسة أن توصلنا إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، وان هذه العلاقة تكون أقوى في الشركات المسجلة في سوق المال أكثر مما هي عليه في الشركات غير المسجلة في السوق، وقد نفذت الدراسة على 261 شركة في سوق نيويورك خلال الفترة 1965-57 .

### 2- دراسة (Jose and Stevens, 1989)

#### بعنوان "Capital Market Valuation of Divided Policy"

اهتمت هذه الدراسة بفحص العلاقة بين توزيعات الأرباح وقيمة الشركة لعينة مكونة 362 شركة للفترة 1963-1980، بهدف صياغة مقياس التوازن طويل الأجل وهي تمثل نسبة القيمة السوقية للشركة أي القيمة الاستبدالية لموجوداتها وهو يقيس قيمة الفائض الرأسمالي المتوقع من نشاط الشركة وتشغيل موجوداتها . وأوضحت نتائج هذه الدراسة عدم وجود علاقة بين توزيعات الأرباح ومقياس التوازن طويل الأجل، أي انه لا يوجد تأثير لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة المالية، كما بينت النتائج على وجود علاقة ايجابية معنوية بين اتجاه واستقرارية توزيعات الأرباح وقيمة الشركة في الأجل الطويل.

### 3- دراسة (Ball and Kothari, 1991)

#### بعنوان "Security Returns Around Earnings Announcements"

التي بحثت سلوك عوائد الأسهم اليومية ودرجة مخاطرته في فترة الإعلان عن النتائج الربعية للشركة وتوزيعات الأرباح، وتوصلنا إلى أن السهم يحقق عائدا غير عادي في فترة

الإعلام عن نتائج الأعمال وتوزيعات الأرباح، حتى بعد الأخذ في الاعتبار اثر التغيير في مخاطرة السهم في تلك الفترة، مما يعني أن حصة السهم من توزيعات الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة مع العوائد السوقية للأسهم وتفسر التغيير الحاصل فيها.

#### 4- دراسة (Elsharkawy and Neil, 1996)

بعنوان

#### "The Impact of Investor Sophistication on Price Responses to Earnings News"

هدفت هذه الدراسة إلى بحث سلوك المستثمر المعقد في سوق رأس المال البريطانية من خلال استجابة أسعار الأسهم لأخبار الأرباح المحاسبية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 511 شركة من الشركات المدرجة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات من 1988 إلى 1991، وقد اعتمدت هذه الدراسة على علاقات الارتباط بين متغيراتها (الأرباح والأسعار) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير بسيط في العلاقة السابقة وذلك ناتج عن أن طبيعة تغيرات الأسهم تعتمد على حجم ومقدار أهمية الأرباح غير المتوقعة.

#### 5- دراسة (Smith, 2008)

بعنوان

#### " Stock prices and accounting information: evidence from Malaysia "

الغرض من هذه الدراسة هو استعراض الخلفية النظرية لنموذج الدخل المتبقي ومناقشة نتائج الدراسات التجريبية التي تستخدم فيها، وتسعى الدراسة إلى فهم كيفية ارتباط المعلومات المحاسبية المنشورة بأسعار الأسهم في الأسواق المتقدمة في آسيا وخارج اليابان. بشكل أكثر تحديداً، هذه الدراسة تهدف إلى توسيع نطاق الأدبيات الدولية في الأبحاث المحاسبية القائمة على السوق باختبار الأدلة التجريبية على العلاقة بين سعر السهم ومتغيري القيمة الدفترية لحقوق الملكية وعوائد الشركات المدرجة في البورصة في ماليزيا. تشير النتائج إلى أن متغيرا المحاسبة اللذان يلخصان الميزانية العمومية وقائمة الدخل هي عوامل هامة في عملية التقييم، وهذا يبرر للمدراء استخدام النظام المحاسبي كمصدر رئيس للمعلومات لمراقبة الأداء المالي.

وأوصت الدراسة بان تكون النتائج موضع اهتمام الباحثين الآخرين، و المديرين والمستثمرين الذين حالياً يستخدمون أو يخططون لاستخدام نموذج الدخل المتبقي لمراقبة أداء الأعمال.



**"The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt"**

تبحث هذه الدراسة قيمة الإفصاح الطوعي والإلزامي في سوق يطبق معايير المحاسبة الدولية (IAS) بعقوبات محدودة لعدم الالتزام. حيث إن ضعف عملية الإلزام تخلق عنصر الاختيار في مستوى الإفصاح الإلزامي من قبل الشركات. إن النتائج التجريبية بعد مراقبة عوامل مثل حجم الأصول والربحية ، تبين أن الإفصاح الإلزامي له أهمية عالية ولكن علاقته سلبية مع قيمة الشركة. هذه النتائج، وعلى الرغم من الحيرة من منظور تقليدي إلا أنها تتفق مع التوقعات للنماذج المحاسبية التحليلية، والتي تؤكد على التفاعل المعقد بين العوامل التي تحدد تأثير الإفصاح. و تظهر النتائج أيضا أن الكشف الطوعي إيجابي ولكن ليس له دلالة بالنسبة لقيمة الشركة. هذا النقص في الدلالة الإحصائية تدعم الرأي القائل بأن هناك تفاعل معقد للعوامل المختلفة التي تحدد العلاقة بين الإفصاح وقيمة الشركة.

ما تتسم به هذه الدراسة من تميز:

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بأنها طبقت على سوق فلسطين للأوراق المالية وأنها طبقت على قطاعات السوق بالإضافة إلى السوق ككل باستثناء (دراسة الجرجاوي 2008)، واختلاف حجم العينة، والفترة الزمنية محل الدراسة، واهتمت بدراسة العائد غير العادي كما في دراسة حداد (2001) ونور (2004) والبير (2006) و دراسة ( Ball and Kothari 1991).

**1-1-7 محددات الدراسة:**

- أجريت هذه الدراسة على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة الممتدة بين العام 2004 وحتى العام 2008، حيث أن هذه الفترة يوفر سوق فلسطين كافة المعلومات المالية المفصّل عنها.

- تم الاعتماد على الشركات التي لها أطول سلسلة تداول في السوق، حيث إن سلسلة التداول تتقطع بشكل كبير وملحوظ لغالبية شركات السوق مما يضعف نموذج السوق المعد لتحديد قيمة متوسط العائد غير العادي في الأعوام التي تسبق عام 2004.

## الفصل الثاني

# كفاءة أسواق الأوراق المالية

مقدمة

المبحث الأول : كفاءة أسواق الأوراق المالية

1-1-2 مفهوم نظرية كفاءة السوق

2-1-2 العائد غير العادي

3-1-2 العائد غير العادي المجمع

4-1-2 أطراف السوق الكفاء

5-1-2 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: أهمية وخصائص أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة

1-2-2 أهمية كفاءة السوق:

2-2-2 خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية

3-2-2 كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية

4-2-2 العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والمحاسبة

المبحث الثالث: صيغ كفاءة السوق

1-3-2 أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية

1-1-3-2 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

2-1-3-2 الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق

3-1-3-2 الصيغة القوية لكفاءة السوق

2-3-2 شروط خلق أسواق مسعرة

3-3-2 اختبار المعلومة الخاصة

4-3-2 إستراتيجية التداول في سوق تتمتع بالكفاءة

## مقدمة:

إحدى اكبر مجالات الاهتمام والأبحاث في الدراسات المالية هي البحث في كفاءة الأسواق المالية لما لها من دور فاعل في تدعيم عملية الاستثمار وتطوير أداء هذه الأسواق، وقد كانت هناك دراسات لكفاءة أسواق السندات، وأسواق التبادل الأجنبية، وأسواق الأوراق المالية وفي الآونة الأخيرة سوق المشتقات مثل سوق الخيارات وسوق العقود المستقبلية (Pilbeam, 1998, pp. 159). حيث اهتمت الدراسات ببحث فرضية كفاءة السوق والمستوى الفعلي الموجود من مستويات الكفاءة في الواقع، واختبرت العديد من العوامل والمحددات التي تساعد على تطوير كفاءة الأسواق المالية، وبيان أهمية كفاءة السوق في السيطرة على عدم استغلال بعض كبار المستثمرين وسماسرة السوق القادرين على تحقيق عوائد غير عادية من صفقات وهمية، لان كفاءة السوق تعكس السعر الحقيقي.

تدل الشواهد التاريخية لأسواق رأس المال على أن أسعار الأسهم والسندات السوقية تتقلب في قيمتها بشكل دائم من فترة إلى أخرى صعودا وهبوطا. والتساؤل ما هو السبب الذي يؤدي إلى ذلك؟... تفسير ذلك أو بمعنى أدق أن جزء من الإجابة على هذا السؤال أن التغير في الأسعار يرجع إلى وصول معلومات جديدة وان المستثمرون يقدرون قيمة الأصل على أساس تلك المعلومات (حنفي، 2004/2005، ص 183).

إن العلاقة بين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع و بين أسعار الأوراق المالية تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة بداية إدارة المشروع التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات، والمراجعين الذين يقومون بالمصادقة على هذه القوائم، والمستثمرين الذين يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية والمنافسين بالاعتماد عليها. إن كل فئة من هذه الفئات تهتم بأسعار الأوراق المالية ومدى تأثير المعلومات على هذه الأسعار، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل. فعلى سبيل المثال نجد أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تؤثر على القيمة السوقية لثروة المستثمر مما يعني تغير قرارات المفاضلة بين فرص الاستهلاك وفرص الاستثمار بالنسبة للفرد. أما بالنسبة للمشروع فان تغير أسعار الأوراق المالية يؤثر على تكلفة مصادر التمويل المتاحة (الحنوي، 2000، ص 123).

ويسعى الباحث من خلال هذا الفصل التعرف على مفهوم كفاءة السوق وإبراز أهميتها لكل من يتعامل من خلال أسواق الأوراق المالية، والخصائص التي يتمتع بها السوق الكفاء، والتعرف على صيغ الكفاءة.

## المبحث الأول

### كفاءة سوق الأوراق المالية

#### 2-1-1 مفهوم نظرية كفاءة السوق (Efficient Market Theory) :

تعددت التعريفات التي توضح مفهوم نظرية كفاءة السوق ولكنها بالإجمال تدور حول نفس المفهوم، يمكن القول بأن "السوق الكفاء Efficient Market يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام ، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام وأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم" (هندي، 1996، ص 37).

ويمكن القول أيضا انه "تعرف سوق الأوراق المالية حيث تعكس الأسعار السوقية كافة المعلومات المعروفة بالكفاءة" (الراوي، 1999، ص 249).

ويشار إلى السوق ذات الكفاءة بأنها عبارة "لعبة عادلة (fair game)، الموضوع الشاذ عندما يكون العائد المستقبلي اكبر مما هو متوقع عند مخاطر أوراق مالية معطاة ونفس الأمر الشاذ عندما تكون العوائد اقل مما كان متوقعا (-50) ولا يجوز استخدام المعلومات المتاحة في لحظة زمنية معينة للحصول على عوائد شاذة" (الراوي، 1999، ص 240).

ومن وجهة نظر أخرى يمكن أن نقول "تعكس كفاءة السوق عادة وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه من سماسرة الأوراق المالية أو المحللين الماليين، ووجهة نظر السوق نفسه بالإضافة إلى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فاعلية السوق" (العريبي، 2002، ص 45).

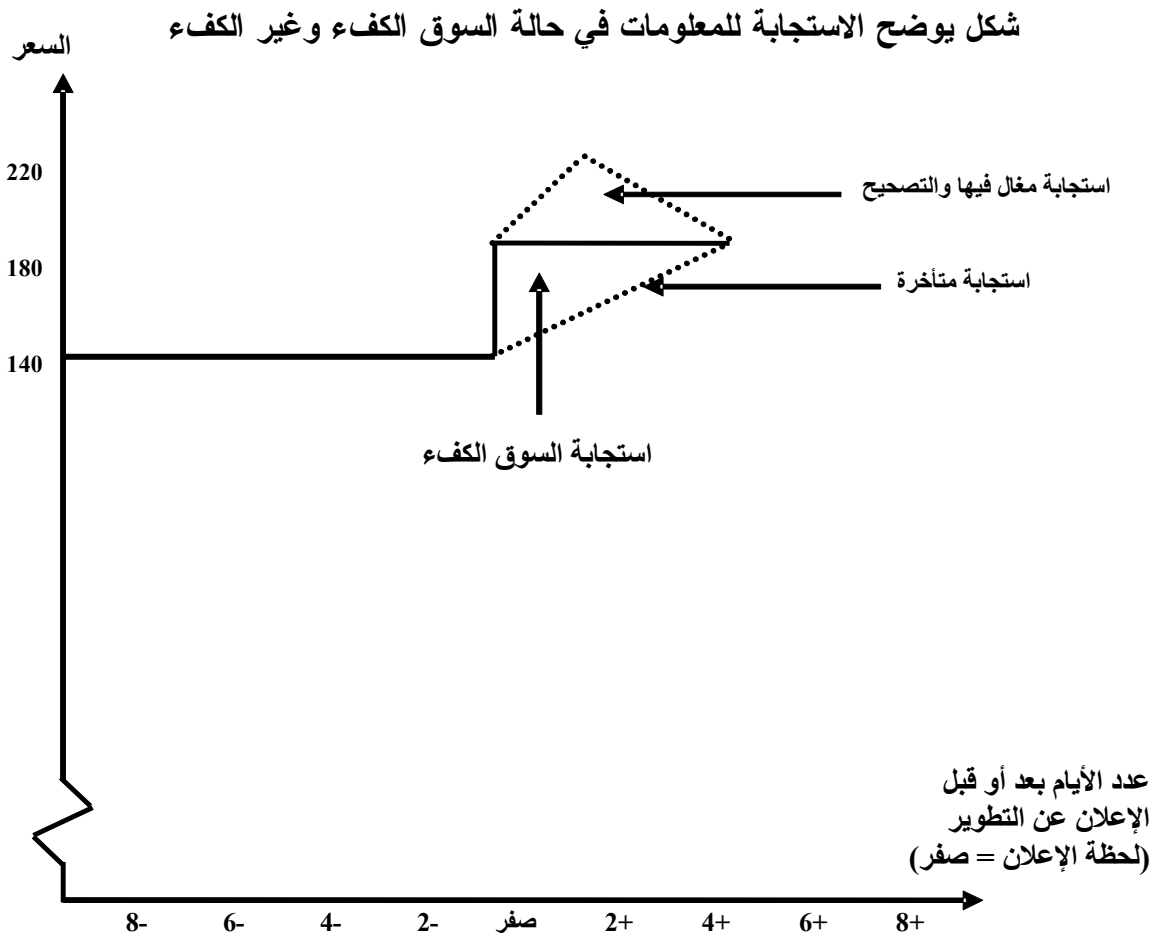
جميع التعريفات السابقة تشير إلى أن ورود المعلومات من قبل المنشآت إلى السوق سوف تؤثر تباعا في سعر السوق حسب طبيعة المعلومة فيما إذا كانت معلومة تفيد إيجابا أو سلبا عن وضع المنشأة في المستقبل وهذا بدوره سينعكس على القيمة السوقية للسهم إما ارتفاعا أو هبوطا حسب طبيعة المعلومة، في ظل وجود مستخدمين يتمتعون بمقدرة على الاستفادة من هذه المعلومات والشكل (1-2) يوضح الاستجابة في ظل سوق كفاء وفي ظل أسواق لا تتمتع بالكفاءة.

ويوضح الشكل (1-2):

1- في حالة السوق الكفاء: تحدث استجابة فورية وتلقائية في سعر الأسهم لأي معلومات ترد للسوق ولا مجال لزيادة السعر أو انخفاضه عن السعر العادل.

- 2- حالة الاستجابة المتأخرة Delayed reaction: حيث يحدث تعديل جزئي في سعر السهم نتيجة لهذه المعلومات التي وردت للسوق وتستغرق عملية وصول السعر إلى السعر الحقيقي عدة أيام من تاريخ الإعلان عن هذه المعلومات.
- 3- الاستجابة المغالى فيها Overreaction: حيث يرتفع سعر السهم إلى مستوى أعلى من سعره الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع السعر إلى أعلى ومن ثم يعتدل بعد ذلك (حنفي، 2005/2004، ص 185).

### شكل (1-2)



المصدر: (حنفي، 2005/2004، ص 184)<sup>1</sup>

يمثل الخط الراسي سعر السهم في السوق ويمثل الخط الأفقي الأيام التي تسبق الإعلان عن المعلومات المحاسبية مشارا إليها بالقيم السالبة والأيام التي تلي الإعلان عن المعلومات مشارا إليها بالقيم الموجبة.

<sup>1</sup> - نقلا عن: Ross & Westerfield & Jordan: Essential and corporate finance, 2<sup>nd</sup> edition, New York. Irwin M. Graw-hill, 1999, pp. 277.

## 2-1-2 العائد غير العادي (Abnormal Return):

سيكرر ذكر مصطلح العائد غير العادي طوال هذا الفصل لأنه موضوع هذه الدراسة في الأساس، وعليه يجب توضيح مفهومه وكيفية قياسه، ويمكن تحديد مفهوم العائد غير العادي حيث "يعرف بأنه الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من إستراتيجية الاستثمار، والعائد المتوقع المستخدم في الاختبارات التجريبية يتم الحصول عليه من بعض نماذج التسعير، والنموذج الأكثر استخداما في هذه الاختبارات هو نموذج تسعير أصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) ويعرف بنموذج التوازن (Equilibrium Model) أو نموذج السوق. وبالتالي العائد المتوقع يأخذ في الاعتبار المخاطر وارتباطها بالاستثمار، وبشكل أكثر تحديدا يأخذ في الاعتبار المخاطر النظامية والمعروفة بيتا، واحتساب العائد الفعلي يشمل تكاليف التداول من عمولات ورسوم، أما تكاليف التنفيذ والفرصة البديلة لا تؤخذ في الاعتبار في هذه الدراسات. ولتلخيص احتساب العائد غير عادي كالتالي:

العائد غير العادي = العائد الفعلي ( صافي تكاليف التداول ) - العائد المتوقع ( من نموذج التسعير ) (Fabozzi and Modigliani, 1992, pp.250-251).

ومن الناحية التطبيقية يجب ان تتم معالجة معدل العائد على السهم بالمقارنة بمع العائد على السوق ككل خلال فترة الاختبار، فإذا افترضنا أن معدل العائد على سهم ما (5%) خلال الفترة المحيطة بالإعلان عن معلومات تؤثر في سعر السهم فان ذلك لا يعبر عن أهمية هذا العائد إلا إذا قورن بأداء السوق ككل خلال نفس الفترة، فإذا كان السوق يحقق عائدا قدره (10%) فان هذا يدل على أن هذا السهم يحقق عائدا اقل من المتوقع في السوق بمقدار (5%).

وفي الدراسات التي أجريت قبل 1970م أدرك الباحثون أهمية ربط معدل العائد على السهم بمعدل العائد على السوق، وافترضوا أن السهم يجب يحقق عائدا يساوي عائد السوق ككل، ويعني هذا الافتراض أن عملية معالجة عائد السهم تستلزم طرح عائد السوق من العائد الفعلي على السهم العادي المستقل للحصول على العائد غير العادي كما يلي:

$$AR_{it} = k_{it} - k_{mt}$$

حيث إن:

$$AR_{it} = \text{معدل العائد غير العادي على السهم (i) خلال الفترة (t)}$$

$$k_{it} = \text{معدل العائد على السهم (i) خلال الفترة (t)}$$

$$k_{mt} = \text{معدل العائد على مؤشر السوق خلال الفترة } (t)$$

ومتابعة للمثال السابق فإن السهم يحقق إيرادات غير عادية (5%) أقل من السوق (سالبة). ولكن فيما بعد 1970م قام الباحثون بمعالجة معدل العائد على الأسهم بقيمة تختلف عن معدل العائد على السوق، لأنهم أدركوا (بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM) أن كل الأسهم لا تتغير بنفس القيمة التي يتغير فيها السوق، فبعضها يكون منقلب بدرجة أكبر من السوق وبعضها أقل تقلبا من السوق، هذه الاحتمالات تشير إلى أنه يجب تحديد معدل العائد المتوقع للسهم بالاعتماد على معدل العائد على السوق وعلاقة السهم بالسوق (بيتا السهم)، وبافتراض أن سهم يتقلب بنسبة (20%) أكثر من السوق (أي أن بيتا السهم 1.2)، وفي مثل هذه الحالة إذا كان السوق يحقق عائد (10%)، فإننا نتوقع أن يحقق السهم معدل عائد (12%)، وعليه يمكن تحديد العائد غير العادي باحتساب الفرق بين معد العائد الفعلي للسهم ومعدل العائد المتوقع كما يلي:

$$AR_{it} = k_{it} - E(k_{it})$$

حيث إن:

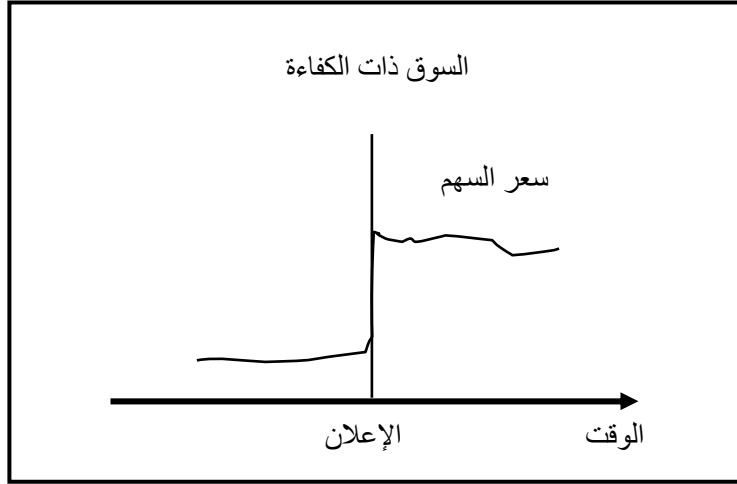
$E(k_{it})$  = معدل العائد المتوقع للسهم (i) خلال الفترة (t) بالاعتماد على معدل العائد السوق وعلاقة السهم الطبيعية بالسوق (بيتا السهم).  
ومتابعة للمثال الأساسي فإن السهم يحقق عائد غير عادي (7%) أقل من السوق (سالب) (Reilly and Brown, 2003, pp 182-183).

## 2-1-3 العائد غير العادي المجمع (Cumulative Abnormal Return):

يمكن الإشارة إلى العائد غير العادي المجمع بأنه "مجموع العوائد غير العادية اللاحقة"، فإذا كان السوق يتمتع بالكفاءة فمن المتوقع عدم وجود عوائد غير عادية قبل الإعلان عن الحدث أو تكون منخفضة جدا، وعليه في حال نمو العائد غير العادي خلال الفترة السابقة للإعلان فإن هناك دليل جيد على احتمال أن بعض المستثمرين تلقوا معلومات قبل الآخرين، وتحليل العائد غير العادي المجمع قبل الإعلان يعتبر مهم لأنه في السوق ذات الكفاءة يجب أن يكون العائد غير العادي يساوي صفر، وباختصار فإن العائد يجب أن يولد في يوم الإعلان فقط، وفي الحالة المثالية يجب أن لا يتم تسجيل أي عوائد غير عادية قبل أو بعد الإعلان كما يوضح الشكل (2-2) (Quiry and others, 2005, pp 279).

## شكل (2-2)

### تحقيق عوائد غير عادية في الأسواق ذات الكفاءة



المصدر: (Quiry and others, 2005, pp 279)

## 2-1-4 أطراف السوق الكفاء:

مفهوم سوق الأوراق المالية يعرف بأنه "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين" (حنفي 2005/2004، ص 37). ومن هذا التعريف لسوق الأوراق المالية يتبين أن هناك ثلاث عناصر تمثل السوق الكفاء (خريوش وارشيد، 1998، ص 158-159):

1- المتعاملين: يجب أن يكونوا على دراية علمية وعملية وان يمتازوا بالعقلانية في قراراتهم الاستثمارية، وكذلك لا يكون باستطاعة أي مجموعة منهم تحقيق أرباح غير عادية لان المعلومات تنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.

2- المساهمين: لما لهم من دور رقابي على الإدارة نتيجة لانفصال الإدارة عن الملكية ، وبالتالي يكون هناك نوع من الكفاءة في التسعير والتشغيل.

3- إدارة السوق: فهل يتيح هذا السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات (العدالة)، وهذا يتطلب سيادة القانون على نشاطات المستثمرين في السوق، بالإضافة لعدم وجود فرص لتحقيق أرباح غير عادية من معلومات خاصة.



## 2-1-5 متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

### 1- المنافسة الكاملة في السوق:

وبمعنى آخر (عدالة السوق)، أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً. وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية تسيطر على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر (Price-Taker) بدلا من كونهم قادرين على فرض الأسعار في السوق (Price-Maker) (خريوش وارشيد، 1998، ص 155).

### 2- كفاءة التسعير (Price Efficiency):

ويطلق على كفاءة التسعير (Price Efficiency) بالكفاءة الخارجية (External Efficiency) ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني - بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة في السوق، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بالأسهم دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، وهذا المتطلب يوضح مدى صعوبة تحقيق عوائد غير عادية من استغلال المعلومة لأنها ستكون متاحة للجميع في نفس الوقت، وهذا لا يعني بالضرورة أن لا يتمكن احدهم من تحقيق أرباحا استثنائية، ويستثنى أيضا المستثمرين الذين لا يتابعون أخبار السوق والتحليلات المالية للأحداث والذي قد يقودهم إلى خسائر كبيرة (هندي، 1996، ص 49).

### 3- كفاءة التشغيل (Operational Efficiency):

يطلق على كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) بالكفاءة الداخلية (Internal Efficiency) ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الاسهم، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة، دون وجود أي فرصة للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، من الطبيعي أن كل مستثمر يرغب في تحقيق أكبر ربح ممكن وان يتكبد أقل التكاليف، فإذا كانت تكاليف بيع الأسهم وتتمثل في تكاليف السمسرة عالية فان ذلك سيكون عائقا أمام المستثمرين في تبادل الأسهم لما له من تأثير سلبي على الاهتمام بالمعلومات التي ربما يكون الفرق الناتج في القيمة السوقية عن هذه المعلومة لا يغطي تكاليف بيع الأسهم (هندي، 1996، ص 50).

تحسنت كفاءة التشغيل في بورصة نيويورك في عام 1975 عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية (Securities and Exchange Commission) قانونا

يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى وألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة، مما أدى إلى انخفاض عمولات الوساطة بحوالي 25 %، وازداد عمق وشمولية وحيوية السوق بسبب المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين (Specialists) العاملين في بورصة نيويورك (الميداني، 2002، موقع الكتروني).

## المبحث الثاني

### أهمية وخصائص أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة

#### 2-2-1 أهمية كفاءة السوق:

التساؤل الذي يتبادر إلى الذهن ما هو دور كفاءة السوق في المحافظة على مصالح المستثمرين والمصلحة العامة ككل؟ وللإجابة على هذا التساؤل سنبين أهمية كفاءة السوق من حيث أنها (العريبي، 2002، ص 45):

1- حيث انه في ظل السوق الكفاء يتم تسعير الاستثمارات في ضوء المعلومات المتاحة مما يؤدي إلى تحقيق التوازن في أسعار الاستثمارات، فينتقل السعر من سعر توازن لآخر حسب المعلومات المتوافرة وحركة السوق، وذلك يؤدي إلى إثراء تنمية العمل داخل هذه الأسواق.

2- تؤدي إلى تجميع المصادر المناسبة والهامة من الاستثمارات على مستوى الاقتصاد ككل ، وقد عبر عن ذلك (Beaver 1972)<sup>2</sup> بقوله " انه في ضوء الاقتصاد الواسع والسوق الكفاء يتم تجميع المصادر المثلى للثروة القومية". لأنه يتم قياس الزيادة في الثروة القومية بالزيادة في ثروات الوحدات الاقتصادية التي يتم تقويم أصولها بالقيمة الحقيقية في ضوء كفاءة السوق.

3- تؤدي إلى ظهور وتنمية مصادر المعلومات البديلة، وإعطاء المستثمر الحق في اختيار ما يناسبه منها وذلك في ضوء مقارنة تكلفة الحصول على المعلومات بالعائد المتوقع الحصول عليه، حيث تتمثل تكاليف أي مصدر من مصادر المعلومات المتاحة بتكاليف تجميع البيانات وتخزينها وتشغيلها ثم توصيل المعلومات لمستخدميها لاتخاذ القرار المناسب، بينما يتمثل العائد بزيادة في ثروة المستخدم نتيجة استخدام هذه المعلومات، وذلك من وجهة نظر ما يحققه استخدام معلومات مصدر معين من عائد.

#### 2-2-2 خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية:

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية. من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات. وسنبحث كلا من هذه الخصائص على حدة فيما يلي (الميداني، 2002، موقع الكتروني):

<sup>2</sup> -نقلا عن: Beaver, William H, "The Behavior of Security Price", the Accounting Review, Supplement 1972, pp. 407.

## 1- السيولة (Liquidity):

تعتبر السيولة من أهم الأهداف التي يجب توافرها في السوق من وجهة نظر المستثمرين، وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف بشكل كبير عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير هذا السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق Marketability، وأصبح من المطلوب إعطاء خصومات وعمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة .

## 2- استمرارية السعر (Price Continuity):

تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية لتوفر السيولة في السوق، وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.

## 3- عمق السوق (Market Depth) :

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، مما يؤدي إلى المحافظة على استمرارية السعر.

## 4- شمولية السوق (Market Breadth):

تتصف الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير للأسهم، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض محدودا.

## 5- حيوية السوق (Market Resiliency):

عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تتزايد الأوامر على السوق إثر أي تغيير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق، وفي مثل هذه الأسواق يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقا. يمكن القول أن أهم مقومات السوق هو توفر متعاملين بشكل كبير، مما يمنع فرص حصول فجوات كبيرة في أسعار الأسهم، لان المنافسة بين هؤلاء على شراء الأسهم يبقها في حالة توازن بشكل دائم.

## 2-2-3 كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية:

مما تم توضيحه سابقا أن المعلومات الصادرة عن الشركات لها دور فاعل في تفاعل المستثمرين معها، وتأثير هذا التفاعل على القيم السوقية لتلك الشركات حسب المعلومة، ومن مفهوم كفاءة السوق يمكن استخلاص ما يلي (الحنوي، 2000، ص 135):

1- أن كفاءة سوق الأوراق المالية تقاس بالنسبة لنوع معلومات معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق، وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بأسعار الأسهم.

2- أن مفهوم الكفاءة يتعلق أساسا بالكفاءة بين المعلومات المؤثرة في قيمة السهم وبين أسعار الأوراق المالية.

3- أن العلاقة بين المعلومات المالية وبين أسعار الأوراق المالية تؤثر على طلب المستثمر على المعلومات كما تؤثر على سلوك المستثمر نفسه. فإذا شعر المستثمر أن السوق كفاء سوف يلجأ إلى اتباع استراتيجيات استثمار بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية وبالتالي سوف يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعور المستثمرين بعدم تمتع السوق بالكفاءة فقد يدفعهم ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها وذلك في محاولة لتحقيق عوائد غير عادية.

4- يأمل المستثمر من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بسوق الأوراق المالية في تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها المحورية أو الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.

## 2-2-4 العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والمحاسبة:

أثبتت الدراسات في الواقع العملي إلى توافر كفاءة السوق عند المستوى الضعيف أو المستوى شبه القوي كما ذكر سابقا، وفي ظل المستوى شبه القوي لكفاءة السوق نجد أن المعلومات المتاحة تنعكس بوضوح وبدون تحيز في الاستثمارات، بمعنى آخر وجود علاقة إيجابية بين أسعار الاستثمارات وعائدها من ناحية وبين استخدام المعلومات المتاحة عنها من ناحية أخرى، وتعدد مصادر توفير المعلومات ومن أهمها المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية، إذن هناك علاقة واضحة بين المعلومات المحاسبية وبين كفاءة السوق حيث ترتبط كفاءة السوق بعلاقة مباشرة بالتقارير المحاسبية الخارجية ( المنشورة )، وبالعلاقة غير مباشرة بالتقارير الداخلية المعدة للإدارة

حيث إن هناك ارتباطاً بين التقارير الداخلية والخارجية، فالبيانات المجمعة عادة لأغراض الاستخدام الداخلي تستخدم في النهاية لإعداد التقارير لأغراض الاستخدام الخارجي، وبالتالي فإن كفاءة السوق تربط بمجال المحاسبة بالكامل (العريبي، 2002، ص 62).

## المبحث الثالث

### صيغ كفاءة السوق

#### 2-3-1 أشكال كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعكس كفاءة سوق رأس المال جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ويعني هذا من الناحية التطبيقية أن أسعار الأوراق المالية تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة، مما يستحيل معه تحقيق أرباح غير عادية من قبل المتعاملين في السوق. غير أن وجود الكفاءة الكاملة في أسواق رأس المال احتماله ضعيف كما ذكر سابقا. وفي المقابل يستطيع آخرون تحقيق أرباح غير عادية نتيجة توافر معلومات خاصة لهم غير متوافرة لبقائي المستثمرين لما قد يتمتعون به من مكانة خاصة (الدسوقي، 2003، ص 17).

هنالك ثلاثة أشكال لكفاءة السوق كما يلي:

- 1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.
- 2- الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق.
- 3- الصيغة القوية لكفاءة السوق.

ويبين الشكل (2-3) المعلومات التي تحدد كل صيغة من الصيغ السابقة وسنبين مفهوم كل صيغة كالتالي:

#### 2-3-1-1 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

##### (The Weak Form Efficient Market Hypothesis)

في هذه الصورة تعكس أسعار التوازن المتوقعة للاستثمارات (أو العائد) بالكامل سلسلة الأحداث التي حدثت في الماضي، وبالتالي فإن جميع المعلومات التاريخية عن هذه الاستثمارات تكون منعكسة في سعر الورقة المالية، وبذلك لا يمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات التاريخية للورقة (العريبي، 2002، ص 52). وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى ولا تعطي مؤشرا جيدا عن كفاءة السوق عند هذا المستوى في حال تمكن المستثمر الاستفادة من هذه المعلومات في تحقيق عائد غير عادي. أي أن صيغة الفرض الضعيف ترفض جملة وتفصيلا الفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني (هندي، 1996، ص 51).

وعلى ذلك فإن الوضع الغالب على هذه الصيغة هو أن السوق تكون كفؤًا في صورتها الضعيفة إذا اتبعت أسعار الاستثمارات الأسلوب العشوائي في تقلباتها (العريبي، 2002، ص 52).

وقد تم اختبار هذه الصيغة من عدة مداخل وهي:

- 1- أسلوب التخلص المستمر من الأسهم (قاعدة التصفية).
- 2- أسلوب اتجاه التغيرات في الأسعار.
- 3- أسلوب الارتباط التسلسلي.
- 4- أسلوب تحليل الانحدار للتغيرات في أسعار الاستثمارات (العريبي، 2002، ص 53-56).

### 2-1-3-2 الصيغة القوية لكفاءة السوق:

#### (The Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis)

تعتبر السوق متوسطة الكفاءة إذا كانت كافة المعلومات العامة المتاحة التي سبق نشرها أو تداولها منعكسة في أسعار الاستثمارات في السوق، بمعنى أن الأسعار تعكس بكفاءة تلك المعلومات المعلنة عن الشركة المعنية (مثل إعلان توزيع الأرباح، إعلان الأرباح السنوية، التغيرات في الدخل السنوي، التغيرات في الإدارة)، أي أن تلك المعلومات التي تحتويها التقارير السنوية وغيرها يكون تأثيرها واضحا على سعر سهم الشركة فور ورودها إلى السوق. وبناء على ذلك لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية بالتعامل في الأوراق المالية عن طريق استخدام هذه المعلومات (العريبي، 2002، ص 56).

حقا قد لا تكون استجابة سعر السهم صحيحة في بداية الأمر من حيث أن الاستجابة قد يكون فيها مغالاة إيجابا أو سلبا، نظرا لأنها عادة ما تكون استجابة مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير انه بمقتضى وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات الواردة لينعكس أثره على أسعار الأسهم (هندي، 1996، ص 57).

### 2-1-3-3 الصيغة القوية لكفاءة السوق:

#### (The Strong Form Efficient Market Hypothesis)

في هذه الصيغة يمكن القول أن أسعار الأسهم ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة)، حيث انه لا يقتصر على المعلومات الحالية والتاريخية المتاحة للجميع كما ذكر في الصيغ السابقة، إنما تمتد أيضا للمعلومات الخاصة التي يصعب توافرها لجميع المتعاملين في السوق والتي من المحتمل أن تؤثر بشكل واضح في سعر السهم، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات



الخاصة، لان هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم المتداولة، والتنافس بين أولئك اللذين يملكون القدرة على الحصول على المعلومات مثل هذه المعلومات الخاصة سوف ينعكس على الأسعار المتداولة بسرعة (خريوش وارشيدي، 1998، ص 158).

ولقد أثبتت الدراسات الميدانية التي سعت للتعرف على مستوى كفاءة سوق راس المال (في الولايات المتحدة حيث أجريت هذه الدراسات) أن أفضل الاسواق تتميز بالكفاءة عند المستوى شبه القوي ولكنها رفضت الشكل القوي (الحناوي، 2000، ص 135).

### شكل (2-3)

#### محددات صيغ الكفاءة

المعلومات التي يعكسها سعر الورق المالية	صيغة الكفاءة
المعلومات التاريخية لتداول الورقة المالية	الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق
كافة الإفصاحات المتاحة للعامة	الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق
المعلومات الخاصة	الصيغة القوية لكفاءة السوق

تصميم الباحث

#### 2-3-2 شروط خلق أسواق مسعرة:

حتى يمكننا الوصول بالسوق لدرجة من الكفاءة في تسعير الأوراق المالية هناك أربعة شروط (الراوي، 1999، ص 250):

1- أن المعلومات لا تحمل المستفيد تكلفة أو أن الحصول عليها بأقل تكلفة ومتاحة لكافة المشاركين في السوق في لحظة زمنية معينة (ورود المعلومات إلى السوق)، وعليه فان لدى المستثمرين توقعات متشابهة أو متجانسة.

2- لا توجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب أو عوائق للمتاجرة في الأوراق المالية، أي أن الأسواق غير مجزئة.

3- أن أسعار الأوراق المالية لا تتأثر نتيجة التداول من شخص واحد أو منشأة واحدة، والأفراد هم الآخذون للأسعار.

4- كافة الأفراد المتعاملين في السوق معتدلون في تعظيم المنفعة المتوقعة .

لكن في الحياة الواقعية هذه الشروط تعتبر غير دقيقة لان بعض المعلومات قد تتوفر للبعض قبل الآخرين مثل العاملين في المنشأة أو أن البعض لديه خبرة اكبر من الغير في تحليل البيانات والاستفادة منها بصورة اكبر. وان البعض قد يذهب إلى متخصصين في التحليل

وهذا يتكبدته تكلفة عالية، وتكاليف السمسة والضرائب قد تؤثر بشكل ما على تداول الأوراق المالية.

### 2-3-3 اختبار المعلومة الخاصة:

في ظل فرضية كفاءة السوق عند المستوى القوي يفترض أن يعكس سعر الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة والخاصة، وعليه تم دراسة الفئات التي يمكنها الحصول على معلومة خاصة تمكنها من تحقيق عوائد استثنائية، وقد ركزت اختبارات قيم المعلومات الخاصة على ثلاث مجموعات (الراوي، 1999، ص 283-287):

#### 1- العاملين ذوي الأهمية في المنشآت (Corporate Insider):

يقصد بالعاملين داخل المنشأة المدراء (Directors)، المشرفين (Officers)، وحملة الأسهم الرئيسيين (Major Shareholders)، فإذا كان لأحدهم إمكانية الحصول على معلومة مميزة (Privileged Information) فسيعتبر من ضمن تلك الفئات بحكم موقعهم.

#### 2- محلي الأوراق المالية (Security analysts):

يعتبر محللو الأوراق المالية خلاصة المحترفين في السوق. والتدريب في أساليب التحليل المعقد وتخصيص الجهد والوقت الكافيين في تقييم استثمارات ولقائمة صغيرة من الأسهم جعلهم قادرين على تحديد الأوراق المالية التي لم تسعر بصورة جيدة ومع ذلك فليس هذا صحيحا على الدوام.

#### 3- مدراء المحفظة الاستثمارية (Portfolio Managers):

إن الدراسات عن قدرة مدراء المحفظة في الحصول على عوائد إضافية عن عوائد الإخطار المعدلة قد زادت بصورة مكثفة ولكن لم يتوصل إلى استنتاجات مؤكدة، والمشكلة الأساسية تكمن في عدم تمكن الباحثين من قياس خطر المحفظة الاستثمارية بصورة دقيقة.

### 2-3-4 إستراتيجية التداول في سوق ذات كفاءة:

المستثمر يسعى إلى تنظيم انصب محفظة مالية تحقق تطلعاته الاستثمارية، وفي هذا الإطار فإنه يحدد إستراتيجية تخدم هذا التوجه، ومن إستراتيجيات التداول المعقولة في سوق تتمتع بالكفاءة ما يلي (الراوي، 1999، ص 288):

#### 1- التنويع (Diversify):

شراء عدد من سندات الصناديق الاستثمارية المشتركة واسهم ذات ضغط قليل عليها بحيث يكون نشاط التداول لهذه الأسهم عند أدنى مستوى، تفترض الاحتفاظ ببعض صناديق العقارات الدولية.

2- اختيار تخصيص الأصول الملائم (Select a suitable asset allocation):  
يفترض أن المستثمر يحاول دراسة التغيرات التاريخية لمجمل مؤشرات الأسهم لتحديد ما إذا كان هذا السهم مناسب للاستثمار، ومن خلال التعرف على نتائج دراسة التغيرات يسعى إلى تخصيص الأصول المقبول.

3- تجنب وضع توقيت لتحركات سعر الأسهم (Don't try to time security price):  
ببساطة فإن ذلك يعني الشراء والاحتفاظ بالأسهم بدون وجود نية البيع في وقت معين، وإعادة موازنة تخصيص الأصول بارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية من أجل التخصيص المرغوب. ثم القيام بالتداول متى ما ظهرت الحاجة إلى النقد أو عند توفره، وتجنب محاولة البحث عن أوراق مالية غير مسعرة بصورة صحيحة.

4- الأخذ بنظر الاعتبار موضوع الضريبة (Keep tax consideration in mind):  
فمثلا الاستثمار في صناديق الإعانات غير الخاضعة للضريبة على شكل سندات عالية الكوبون (المردود) لأن مثل هذه السندات ذات مردود عال قبل الضريبة، ومع ذلك فإن الاعتبارات الضريبية لا يجب أن تخفض من تنويع المحفظة الاستثمارية.

5- الأخذ بنظر الاعتبار القدرة التسويقية (Consider marketability):  
هذا البند يعتبر مهم لأنه عند الحاجة إلى توفر السيولة فإن الأسهم التي لا يمكن تسويقها بدون خسائر عالية فإنها تعتبر غير مجدية، ولهذا يجب أن تضمن المحفظة الاستثمارية ذلك القدر من إمكانية تسويق.

## الفصل الثالث

# تقييم الأسهم العادية وتقدير عوائدها

مقدمة

المبحث الأول: مفهوم الأسهم العادية وخصائصها

1-1-3 مفهوم الأسهم العادية

2-1-3 الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى السهم عادية

3-1-3 أنواع الأسهم العادية

4-1-3 خصائص الأسهم العادية

1-4-1-3 حق التصويت

2-4-1-3 حق الأولوية

3-4-1-3 توزيعات الأرباح

المبحث الثاني: تقييم الأسهم العادية

1-2-3 القيمة الحالية

2-2-3 تقييم الأسهم العادية

1-2-2-3 نموذج التوزيعات الثابتة

2-2-2-3 نموذج التوزيعات ذات النمو الثابت

3-2-2-3 نموذج النمو غير الثابت (المتغير)

المبحث الثالث: تقدير العائد المتوقع على الأسهم العادية

1-3-3 معدل العائد المتوقع

2-3-3 معدل العائد المتوقع مقابل المخاطر

3-3-3 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

4-3-3 معامل بيتا

5-3-3 خط سوق الأوراق المالية

## مقدمة:

تعتبر أهم الوسائل الرئيسية التي تستخدمها الشركات المساهمة للتمويل طويل الأجل هي التمويل باستخدام الأسهم العادية، ويعتبر هذا المصدر أول مصدر تمويل في بداية حياة المنشأة وأهمها، ويتم إصدارها أساسا في مرحلة تأسيس الشركة، وهذه العملية لا تعتبر من العمليات الروتينية للشركة بل تعتبر من العمليات النادرة والتي من الممكن أن تحدث مرة واحدة خلال فترة حياة الشركة (العمار، 1997، ص 205).

عندما يقوم أي مستثمر بشراء الأسهم من الشركة المصدرة فإن المال المدفوع يصبح ملكية المنشأة، ولا يحق له المطالبة بما دفعه، وتقوم المنشأة باستخدام هذه الأموال في عملياتها التشغيلية وأنشطتها الاستثمارية، وهذا النوع من التمويل لا يحمل المنشأة أي التزامات حالية مثل ما يحدث عند التمويل من مصادر أخرى كالقروض، لان المال المدفوع غير واجب السداد في أي وقت ما دامت المنشأة قائمة، وليس هناك أي التزام من قبل المنشأة بدفعة واحدة أو دفعات لحاملي الأسهم العادية، وهذا أفضل أنواع التمويل للمنشأة (Bragg, 2007, pp 42).

إن أي شخص في العادة وبشكل عام يكره أن يدفع في سلعة أكثر من قيمتها الحقيقية، ومن هذا المنطلق يتم تطبيق هذا الأسلوب عند تقييم الاستثمار في الأسهم، حيث يجب أن نحدد القيمة المادية للسهم لمعرفة ما إذا كان السهم مقدر بأقل من قيمته أو بالقيمة العادلة أو بأعلى من قيمته في السوق، بالنسبة لعملية تقييم الأسهم العادية فهي ليست بالعملية السهلة ( Faerber, 2008, pp 113).

وعند محاولة التوصل لتقييم للأسهم كما سيتبين لنا بعد قراءة هذا الفصل، سنجد انه يصعب تقييم الأسهم في الحياة العملية على عكس السندات على الأقل لثلاثة أسباب: أولاً: التدفقات النقدية المتوقعة الحصول من الأسهم عليها ليست معلومة مقدما كما في السندات. ثانياً: فترة الاستثمار في الأسهم أبدية لأنه ليس له موعد استحقاق كما السند.

ثالثاً: لا يوجد طريق سهل لملاحظة معدل العائد على الأسهم الذي يتطلبه السوق مثل السند ( Ross and others, 1991, pp 174).

وهذا يشير إلى المخاطرة العالية نسبيا في الاستثمار في الأسهم، والمخاطرة في الاستثمار هي درجة عدم التأكد من انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر نتيجة لهذا الاستثمار مستقبلا، فإذا كانت العوائد ثابتة ومنتظمة خلال السنوات القادمة فلا يوجد مخاطرة عالية كالاستثمار في السندات، أما إذا نظرنا إلى الأسهم فإننا نجد أن العوائد غير ثابتة وغير منتظمة وتحتل الربح والخسارة ويتغير من سنة إلى أخرى، لذا نجد أن هذا النوع من الاستثمار لديه مخاطرة أعلى من الاستثمار في السندات (المومني، 2003، ص 77)، ولكن الدين

الإسلامي الحنيف يحرم الاستثمار في الربا بأي شكل من الأشكال لقوله تعالى { وأحل الله البيع وحرم الربا } [ البقرة 275 ] .

ويسعى الباحث من خلال هذا الفصل إلى توضيح ماهية الأسهم العادية واهم ما تتمتع به من خصائص والالتزامات التي يتحملها حامل السهم، وكذلك التعرف إلى أهم الطرق في تقييم الأسهم العادية، وتقدير معدل العائد المتوقع.

## المبحث الأول

### مفهوم الأسهم العادية وخصائصها

#### 3-1-1 مفهوم الأسهم العادية (Common Stock):

يعرف السهم العادي بأنه "يمثل وحدة من ملكية شركة مساهمة عامة" (Feldman and Libman, 2007, pp 104)، ويعرف أيضا بأنه عبارة عن "ورقة مالية تشهد بان حامل السهم يمتلك جزء من حقوق الملكية للشركة" (Broyles, 2003, pp 46)، ويعرف السهم العادي بأنه "وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (وهي قيمة الوجه Par Value)، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية (Primary Markets) ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقنيات متباينة" (معروف، 2003، ص 92)، ويتضح من التعريفات السابقة بان السهم العادي يمثل تملك حامله لحصة من الشركة المساهمة المصدرة للأسهم تخوله مجموعة من المزايا ويترتب عليها مجموعة من الاستحقاقات.

عند دخول عالم الأسواق المالية نجد أن هناك عدة مصطلحات مستخدمة للإشارة الى قيمة السهم العادية، ولكل من هذه المصطلحات مدلولها الخاص وهي كما يلي:

- 1- **القيمة الاسمية:** "هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها النظامي، والتي تظهر بوضوح على قسيمة السهم" (العمار، 1997، ص 207)
- 2- **القيمة الدفترية:** "وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة... ) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على الأسهم العادية" (معروف، 2003، ص 95).
- 3- **القيمة السوقية:** "القيمة السوقية للسهم عبارة عن السعر الذي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية ونظرا لتعدد وتغير العوامل التي تلعب دورها في تحديد هذا السعر، فان هذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغير من وقت لآخر" (العمار، 1997، ص 208).
- 4- **القيمة التصفوية:** "هي قيمة سهم الشركة عند الشروع في تصفيتها وتساوي القيمة السوقية لموجوداتها مطروحا منها الديون التي عليها والجواب مقسوما على عدد الأسهم" (رمضان، 2007، ص 166).

### 3-1-2 الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى السهم عادية (Convertible Security):

هذه الخاصية قد تضاف عند إصدار السندات أو الأسهم الممتازة، وذلك لتسهيل تسويقها والاستفادة من توقيت بيعها، وبمعنى آخر تقوم الشركة ببيع أسهم عادية بسعر أعلى من الحالي لأسهم الشركة في الوقت إلي يتم فيه إصدار السندات والأسهم الممتازة، وسعر التحويل يعد وفقا لتقدير السعر في المستقبل في ضوء توقع نمو خبرة وقدرات الشركة وتوسعها. حيث يعتمد سعر التحويل على نسبة تحويل معدة للسندات والأسهم الممتازة عند الإصدار، فعلى سبيل المثال قد تصدر شركة ما سندات قابلة للتحويل قيمة السند عند الإصدار 100 دينار، وتعطي نسبة تحويل 4 للسند الواحد، أي أن كل سند عند رغبة حامله في تحويله إلى أسهم عادية يستطيع أن يحصل على أربع أسهم عادية في مقابله، أي أن سعر التحويل 25 دينار للسهم العادي الواحد، بينما يكون السعر الحالي للسهم في السوق بين 20-22 دينار فقط، والفرق بين سعر التحويل والسعر الحالي يدعى علاوة التحويل، ونفس الطريقة يمكن تطبيقها على الأسهم الممتازة (Helfert, 2001, pp 350).

### 3-1-3 أنواع الأسهم العادية (Type of Common Stock):

في العادة تصدر الشركات المساهمة نوعا واحد من الأسهم العادية، ولكن في بعض الحالات يتم إصدار عدة أنواع من الأسهم التي تستخدم لمواجهة الاحتياجات الخاصة بالشركة، وبشكل عام يتم تصنيفها إلى فئة (أ) وفئة (ب)... وهكذا، لان بعض الشركات الصغيرة تبحث عن التمويل الخارجي بشكل متكرر فإنها تستخدم الأسهم المصنفة، فعلى سبيل المثال أن شركة أصدرت أسهم فئة (أ) وتم بيعها للجمهور، وتقوم الشركة بتوزيع الأرباح لحاملي هذه الفئة ولكن ليس من حق حامليها التصويت لمدة خمسة أعوام، بينما يتم الاحتفاظ بالأسهم فئة (ب) من قبل مؤسسي الشركة، ويتمتع حاملي هذه الفئة بكامل حق التصويت خلال هذه الخمس سنوات، ولكن لن يتم توزيع أي أرباح لحامليها حتى تكون الشركة قادرة على الكسب وبناء أرباح محتجزة إلى مستوى معين. وتستخدم الشركة الأسهم المصنفة لتسمح للجمهور اتخاذ موقف من التمويل الحذر لشركة نامية بدون التضحية بالدخل، وفي المقابل تكون السيطرة لمؤسسي الشركة في بداية حياة الشركة التي تكون من أهم مراحل حياة الشركة، وفي نفس الوقت يضمن الجمهور عدم استغلالهم في الإفراط في سحب الأموال من قبل مؤسسيها بمنعهم من الحصول على توزيعات خلال فترة حرمانهم من التصويت. وفي الحياة العملية لا يوجد معيار محدد لتصنيف الأسهم إلى



فئة (أ) أو فئة (ب)... وهكذا، ومعظم الشركات تستخدم نوع واحد من الأسهم، ويمكن أن تصنف الشركة الأسهم العادية إلى فئات حسب أغراضها الداخلية (Gapenski, 2005, pp 362).

### 3-1-4 خصائص الأسهم العادية (Characteristics of Common Stock):

تتمتع الأسهم العادية بعدة خصائص تميزها عن باقي أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، وأهم هذه الخصائص:

#### 3-1-4-1 حق التصويت (Voting Right):

وبعض الكتاب يشير إليه بحق السيطرة على الشركة (Control of The Firm)، فالأسهم العادية تعتبر أوراق ملكية، وتمثل حصة حاملها في ملكية الشركة، وتعطيه الحق في صوت واحد عن كل سهم يمتلكه عند التصويت على أي قضية هامة للشركة خلال الاجتماع السنوي للشركة، ومن أهمها انتخاب مجلس الإدارة، الذي يسيطر على إدارة الشركة، وهذا المجلس بدوره يختار مدراء الدوائر والمدير العام للشركة، حيث يكون من صلاحية هؤلاء المدراء اتخاذ قرارات الأعمال دون الرجوع إلى مصادقة مجلس الإدارة، ولكن مهمة المجلس المنتخب الرقابة على المدراء المعينون من قبلهم للتأكد من أنهم يبذلون جهودهم في اتخاذ قرارات تصب في مصلحة حاملي الأسهم، ومن حق حاملي الأسهم غير الراغبين في حضور الاجتماع السنوي في التصويت عن طريق التفويض، بإعطاء صلاحية التصويت لطرف آخر يقوم بالتصويت بالنيابة عنهم (Bodie and others, 2004, pp 39).

#### 3-1-4-2 حق الأولوية (Preemptive Right):

لدى حاملي الأسهم حق الأولوية في شراء أي أسهم إضافية تصدر عن الشركة قبل غيرهم، ويكمن الغرض الأساسي في هذا الحق في تحقيق هدفين: أولاً: تمكين حاملي الأسهم الحاليين الحفاظ على قدرته في السيطرة في الشركة، لأنه في حال عدم ضمان هذا الحق فإن الإدارة يمكنها إصدار عدد كبير من الأسهم وشرائها لنفسها، وبهذا يمكنها تحجيم سيطرة حاملي الأسهم على الشركة. ثانياً: حماية حاملي الأسهم من تآكل القيمة، ويعتبر هذا السبب أكثر أهمية. فعلى سبيل المثال إذا كان رأسمال شركة ما 1000 سهم بسعر 100 دينار للسهم، فإن القيمة السوقية لها 100,000 دينار، وفي حال أصدرت أسهماً إضافية بسعر 50 دينار للسهم فإن القيمة السوقية للشركة تصبح

150,000 دينار، وهنا ينخفض سعر السهم إلى 75 دينار وبهذا يخسر حامل السهم 25 دينار عن كل سهم (Brigham and Ehrhardt, 2005, pp 249).

### 3-4-1-3 توزيعات الأرباح (Dividends):

يحق لحاملي الأسهم العادية المطالبة بالحصول على حصتهم من توزيعات الأرباح فقط عندما يقرر مجلس الإدارة توزيع الأرباح أو جزء من هذه الأرباح، أي انه في حال عدم إفصاح مجلس الإدارة عن إجراء أي توزيعات، ففي هذه الحالة لا يحصل حاملي الأسهم العادية على أي دفعة من الأرباح. والشركة غير ملزمة قانونياً بدفع أي توزيعات نقدية حتى في حال حققت أرباح، وحتى لو قامت الشركة سابقاً بتوزيع أرباح على حاملي الأسهم العادية، ومن ناحية أخرى فان الشركة ملزمة بدفع فوائد لحاملي السندات، وهذا التمييز هام جداً للمستثمرين الذين يعتمدون سياسة الحفاظ على دخل منظم على استثماراتهم (Faerber, 2008, pp 15).

## المبحث الثاني

### تقييم الأسهم العادية

#### 3-2-1 القيمة الحالية (Present Value):

يعتبر الاستثمار تخلي المستثمر عن أموال يمتلكها في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن:

أ- القيمة الحالية لتلك الأموال.

ب- المخاطرة الناتجة عن احتمال عدم الحصول على التدفقات النقدية كما تم توقعها (رمضان، 2007، ص 13).

إن المستثمر الذي يقوم بشراء الأسهم العادية يتوقع الحصول على تدفق نقدي في المستقبل لذلك فإن قيمة الأسهم تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وهي نفس القاعدة التي تستخدم لتقييم جميع الأصول سواء كانت أصول مالية أو أصول حقيقة. وتتكون التدفقات النقدية المتوقعة من السهم من عنصرين:

1- التوزيعات المتوقعة.

2- التغيرات في سعر بيع السهم.

لذلك يمكن القول بان سعر السهم يشمل كل من العائد على الاستثمار بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية (الحناوي، 2000، ص 194).

يعتبر السعر السوقي الحالي للسهم بأنه مبلغ من المال يجب على احد دفعه للحصول على التدفقات النقدية المستقبلية، والسؤال هو ما هي العلاقة بين السعر السوقي للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية؟ وللإجابة على هذا التساؤل فإنه من المبادئ المالية الأساسية أن سعر السوق للسهم هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ويستخدم معدل الخصم (معدل الفائدة) لتحديد القيمة الحالية وذلك يعتمد على أشكال متعددة للتدفقات النقدية (Schall and Haley, 1986, pp102)، والقيمة لحصة السهم العادي تساوي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية (التوزيعات) المتوقع أن تعطى بشكل لا نهائي على خط الزمن الأفقي (Gitman, 2006, pp 291).

ويمكن الحصول على القيمة الحالية من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{(D_0 + P_1)}{(1+r)} \quad (3-1)$$

حيث إن:

$$P_0 = \text{السعر الحالي للسهم}$$

$$P_1 = \text{السعر المتوقع للسهم في آخر السنة}$$

$$D_0 = \text{التوزيعات النقدية المدفوعة آخر السنة}$$

$$r = \text{العائد المطلوب على الاستثمار في السوق}$$

بفرض أن السعر الحالي للسهم 20 دينار وان العائد المطلوب 12.5% والسعر المتوقع الحصول عليه في نهاية العام 23 دينار والتوزيعات النقدية 4 دينار للسهم، من خلال المعادلة السابقة يمكن الحصول على القيمة الحالية للسهم كالتالي:

$$P_0 = (4 + 23) / (1 + 0.125) = 24$$

أي أن القيمة الحالية لسهم يتوقع أن يحقق تدفقات نقدية كما سبق يجب أن لا يتم دفع سعر لشرائه أكثر من 24 دينار ويمكن دفع أي سعر أقل من ذلك.

المعادلة السابقة توضح القيمة الحالية للسهم بناءً على توزيعات نقدية لفترة مالية واحدة، ولكن إذا كان هنالك أكثر من فترة مالية واحدة فسيتم استخدام المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r)^\infty} \quad (3-2)$$

وهذه المعادلة تعتبر صالحة التطبيق لتقييم الأسهم العادية في كل النماذج التي سنبينها لاحقاً (الحناوي، 2000، ص 197).

### 3-2-2-2 تقييم الأسهم العادية (Common Stock Valuation):

لقد ذكر سابقاً أن السعر الحالي للسهم يمكن الحصول عليه من خلال توقع التوزيعات المستقبلية للمنشأة، ولكن هذه التوزيعات قد تتخذ أشكال متعددة، حيث أنها قد تكون ثابتة لا تتغير بمرور الزمن، وقد تكون متنامية بشكل ثابت، وقد تكون متنامية بمعدل غير ثابت، وسيتم توضيح هذه الحالات كالتالي:

### 3-2-2-3 نموذج التوزيعات الثابتة (Zero Growth or Constant Dividends)

:(Model)

حيث يعتبر هذا النموذج أبسط النماذج لتقييم التوزيعات، حيث يفترض هذا النموذج عدم نمو التوزيعات النقدية في المستقبل على الشكل التالي:

$$D_1 = D_2 = \dots = D_\infty$$

وعليه تعتبر التوزيعات ( $D_1$ ) تمثل مبلغ التوزيعات السنوية لجميع السنوات القادمة وبهذا يمكن إعادة صياغة المعادلة (3-2) كالتالي:

$$P_0 = D_1 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = D_1 * \frac{1}{r} = \frac{D_1}{r} \quad (3-3)$$

هذه المعادلة تبين في حالة التوزيعات الثابتة أن قيمة السهم العادي سوف تساوي القيمة الحالية للتوزيعات النقدية للسنة الأولى مقسومة على العائد المطلوب.

وعلى سبيل المثال أن سعر سهم شركة الاتصالات الفلسطينية 5.5 دينار، وأنها ستقوم بتوزيع 0.5 دينار من الأرباح في نهاية العام، وكان العائد المطلوب 8% فإن القيمة الحالية لهذا السهم:

$$P_0 = 0.5 / 0.08 = 6.25 \text{ دينار}$$

وهذا يدل على عدم تقييم السهم جيدا وينصح بشراء مثل هذا السهم لان العائد المتوقع على هذا السهم اكبر من العائد المطلوب في السوق:

$$r = 0.5 / 5.5 = 9\%$$

.(Gitman, 2006, pp 291)

### 3-2-2-2 نموذج التوزيعات ذات النمو الثابت (Constant Growth Model):

بافتراض أننا نعلم مسبقا التوزيعات لبعض الشركات تنمو بنسبة ثابتة دائما، ويمكن الإشارة إلى هذه النسبة بـ ( $g$ )، وبافتراض أن ( $D_0$ ) قد دفعت لحامل السهم، إذا التوزيعات القادمة ستكون بالشكل التالي:

$$D_1 = D_0 * (1 + g) \quad (3-5)$$

والتوزيعات خلال فترتين بالشكل التالي:

$$\begin{aligned} D_2 &= D_1 * (1 + g) \\ &= [D_0 * (1 + g)] * (1 + g) \\ &= D_0 * (1 + g)^2 \end{aligned}$$

ويمكن تكرار هذه العملية للوصول إلى التوزيعات في أي نقطة مستقبلا، وبشكل عام يمكن القول أن التوزيعات خلال الفترة المستقبلية ( $t$ ) يمكن الحصول عليها كالتالي:

$$D_t = D_0 * (1 + g)^t \quad (3-4)$$

وعليه يمكن إعادة صياغة المعادلة (3-2) كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r)^\infty} \quad (3-5)$$

وكلما كان معدل النمو (g) اقل من العائد المطلوب (r) يمكن التعبير عن القيمة الحالية لهذه السلسلة الزمنية من التدفقات النقدية بمعادلة بسيطة كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_0 * (1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g} \quad (3-6)$$

ويمكن تعميم المعادلة السابقة للحصول على سعر السهم في أي وقت كما يلي

$$P_0 = \frac{D_t * (1+g)}{r-g} = \frac{D_{t+1}}{r-g} \quad (3-5)$$

وعلى سبيل المثال بفرض أن شركة باديكو قامت بتوزيع 1 دينار، ونود توقع سعر السهم بعد 4 سنوات بفرض أن نسبة النمو 3% وان معدل العائد المطلوب 9%، يكون الناتج بالتعويض بالمعادلة رقم (3-4) :

$$D_4 = 1 \times (1.03)^4 = 1 \times 1.1255 = 1.1255 \quad \text{دينار}$$

وبالتعويض في المعادل رقم (3-6):

$$P_4 = \frac{D_t * (1+g)}{r-g} = \frac{1.1255 * (1.03)}{0.09-0.03} = \frac{1.1593}{0.06} = 19.32 \quad \text{دينار}$$

ويمكن التساؤل ماذا يحدث إذا كان معدل نمو التوزيعات اكبر من المعدل المطلوب، من الواضح انه قد يبدو لنا أننا سوف نحصل على سعر سالب للسهم لان (r - g) اقل من الصفر، ولكن ليس هذا ماذا يحدث، بدلا من ذلك يمكن القول أن أي زيادة في نمو التوزيعات تعني تدفقات نقدية عالية وبالتالي فان قيمتها الحالية ستكون عالية وفي هذه الحالة لا يمكن استخدام هذه المعادلة (Ross and others, 1991, pp 174).

### 3-2-2-3 نموذج النمو غير الثابت (المتغير) Variable or Nonconstant (Growth Model)

ليس من المناسب افتراض ثبات نمو التوزيعات، وهذا ينطبق على العديد من الشركات في الحياة العملية ، لأنه خلال دورة حياة المنشأة تمر بعدة مراحل ، ففي بداية حياتها يكون معدل النمو أسرع من نمو عجلة الاقتصاد ككل، ثم بعد مرور فترة من الزمن يبدأ هذا المعدل بالهبوط إلى أن يتقارب معدل النمو من معدل الاقتصاد، ومن ثم قد تصل إلى مرحلة يكون فيها معدل النمو اقل من النمو الاقتصادي.

يوضح الشكل (3-1) نمو التوزيعات لشركة في بداية حياتها وهذا النمو يفوق النمو الطبيعي (فوق العادي Supernormal) حيث تنمو بنسبة 30% لمدة 3 سنوات ، ومن ثم يصبح النمو مماثلاً لنمو الاقتصاد بمعدل 8%، ويمكن الحصول على سعر سهم مثل هذه المنشأة كغيرها بإيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية المتوقعة من خلال المعادلة (3-2)، ولأن هذا النمو غير ثابت لا يمكننا استخدام المعادلة رقم (3-5). بفرض أن شركة تتمتع بنمو فوق العادي ومن ثم تباطأ هذا النمو وأصبح نمواً ثابتاً، لإيجاد القيمة الحالية لسهم هذه الشركة يمكننا اشتقاق المعادلة التالية من المعادلتين (3-2) و (3-5) للخروج بالمعادلة (3-8) ولتطبيق هذه المعادلة يجب المرور خلال الخطوات التالية:

- 1- إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال الفترة التي يكون فيها النمو غير ثابت.
- 2- إيجاد سعر السهم في نهاية الفترة التي يكون فيها نمو التوزيعات غير ثابت، أي عند نقطة التحول إلى معدل نمو ثابت، ومن ثم احتساب القيمة الحالية لسعر السهم بالرجوع إلى الحاضر.
- 3- الجمع بين ناتج الخطوتين السابقتين للحصول على القيمة المحورية للسهم.

$$P_0 = \underbrace{\frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}}_{\text{القيمة الحالية خلال الفترة فوق العادية}} + \underbrace{\frac{D_{n+1}}{(1+r)^{n+1}} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r)^\infty}}_{\text{القيمة الحالية خلال فترة النمو الثابت}} \quad (3-8)$$

ولتوضيح ذلك نفترض الآتي:

معدل العائد المطلوب  $r = 12\%$

فترة النمو غير الثابت  $n = 3$  سنوات

معدل النمو غير الثابت  $g_s = 30\%$

معدل النمو الطبيعي  $g_n = 8\%$

آخر التوزيعات المدفوعة  $D_0 = 1.75$  دينار

ولإيجاد القيمة الحالية لسعر السهم سنمر بالخطوات السابقة كما يلي:

الخطوة الأولى: احتساب التوزيعات لفترة النمو فوق العادي واحتساب القيمة الحالية لها:

$$D_1 = D_0 (1 + g_s) = 1.75 (1.30) = 2.275$$

$$PV D_1 = D_1 / (1 + r) = 2.275 / 1.12 = 2.03125$$

$$D_2 = D_1 (1 + g_s) = 2.275 (1.30) = 2.9575$$

$$PV D_2 = D_2 / (1 + r)^2 = 2.9575 / 1.2544 = 2.3577$$

$$D_3 = D_2 (1 + g_s) = 2.9575 (1.30) = 3.84475$$

$$PV D_3 = D_3 / (1 + r)^3 = 3.84475 / 1.4049 = 2.7367$$

الخطوة الثانية: إيجاد سعر السهم في نهاية فترة النمو فوق العادي، ومن ثم القيمة الحالية لهذا السعر في الوقت الحاضر:

$$D_4 = D_3 (1 + g_n) = 3.84475 (1.08) = 4.15233$$

$$P_3 = D_4 / (r - g_n) = 4.15233 / (0.12 - 0.08) = 96.11875$$

$$PV P_3 = P_3 / (1 + r)^3 = 96.11875 / 1.4049 = 64.1639$$

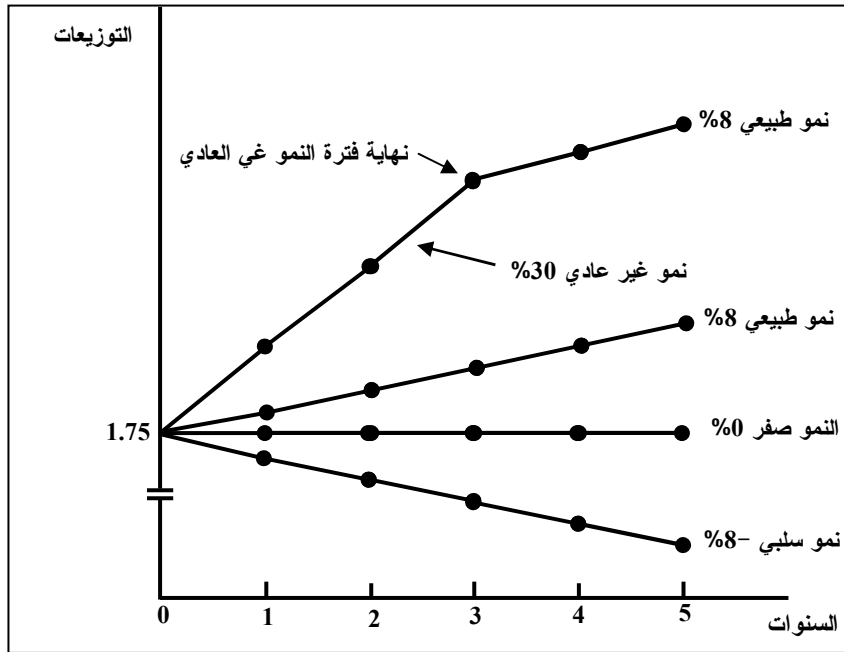
الخطوة الثالثة: نجمع القيم الحالية للتدفقات النقدية الناتجة في الخطوتين السابقتين:

$$P_0 = 2.03125 + 2.3577 + (2.7367 + 64.1639) = 71.28955$$

(Brigham and Ehrhardt, 2005, pp 263)

### شكل (1-3)

#### يوضح معدل نمو التوزيعات النقدية



المصدر: (Brigham and Ehrhardt, 2005, pp 264)

يوضح الشكل السابق أشكال نمو توزيعات الأرباح للشركات من بداية حياتها على خط الزمن حيث إن هناك بعض الشركات لا تتمتع بنمو في توزيعاتها النقدية والبعض الآخر يكون نمو توزيعاتها موجب بشكل ثابت ويعتبر هذا نموا طبيعيا، وهناك بعض الشركات يكون نمو توزيعاتها سالب، وبعض الشركات كما ذكر سابقا تنمو توزيعاتها النقدية نمو يتجاوز النمو الطبيعي في البداية ومن ثم يصل في مرحلة إلى الثبات.



## المبحث الثالث

### تقدير العائد المتوقع على الأسهم العادية

#### 3-3-1 معدل العائد المتوقع (Expected Rate of Return):

يمثل العائد على الاستثمار " المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار. أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يُمنّي المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل" (مطر، 1999، ص 9)

بداية نوضح إجمالي العائد خلال فترة الاحتفاظ بالأسهم، حيث يعتمد تحديده على أي زيادة أو نقص في سعر السهم خلال فترة الاستثمار، وكذلك على أي دخل من توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل السهم، ومعدل العائد يعرف بأنه المبالغ النقدية التي يتم الحصول عليها في نهاية الاستثمار (الزيادة في سعر السهم والتوزيعات من الأرباح) لكل وحدة نقدية مستثمرة. ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية:

معدل العائد خلال فترة الاحتفاظ = (السعر في نهاية الفترة - السعر في بداية الفترة + التوزيعات النقدية) / السعر في بداية الفترة

(Bodie and others, 2004, pp 132).

ولاحتماب معدل العائد المتوقع فإننا نستخدم المتوسط الموزون لاحتمالات تحقق العائد، وذلك بضرب النتائج المحتملة بالاحتمال المتوقع لحدوثها ومن ثم جمع الناتج، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$\hat{k} = P_1r_1 + P_2r_2 + \dots + P_n r_n$$
$$= \sum_{i=1}^n P_i r_i \quad (3-9)$$

حيث إن:

P = احتمال التحقق

(Brigham and Ehrhardt, 2005, pp 131).

فعلى سبيل المثال إذا كانت شركة ما تتوقع أن تحقق معدل عائد في حالة السوق القوي 90%، وفي حالة السوق المتوسط 30%، وفي حالة السوق الضعيف -65%، وكان احتمال حدوث كل حالة على التوالي 0.3، 0.4، 0.4، فإن معدل العائد المتوقع:

$$\hat{k} = 0.3(90\%) + 0.4(30\%) + 0.4(-65\%) =$$
$$= 0.27 + 0.12 + (-0.26) = 13\%$$

### 2-3-3 معدل العائد المتوقع مقابل المخاطر (Expected Rate of Return :VS. Risk)

يجب أن يعوض العائد المتوقع الحصول عليه مستقبلا المستثمرين عن المخاطر المرتبطة بشراء سهم معين، وفي حال عدم تغطيته للمخاطر فإن هذا لن يدعوهم لشراؤه، وإذا كان بحوزتهم سيطرون لبيعه، ويمكن مقارنة الأسهم العادية لشركات مختلفة على أساس العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بهذا العائد، وأكثر هذه الأسهم جاذبية تلك التي تحقق أعلى معدل عائد متوقع بالنسبة للمخاطر، أو التي تتمتع بأقل مخاطر بالنسبة لمعدل العائد المتوقع (Bolten, 2003, pp2).

وتعرف المخاطر بأنها "الحالة التي يوجد فيه احتمال للانحراف عن المخرجات المتوقعة أو المرجوة" (Gallati, 2003, pp 8)، وتعرف بأنها "هي درجة الاختلافات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة الخطر، والخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين" (الحناوي، 2000، ص230).

كلما كان التوزيع الاحتمالي للعوائد المستقبلية المتوقعة أضيق كلما كانت المخاطر لاستثمار معين اقل، إن المقياس المستخدم لقياس مدى تقارب التوزيع الاحتمالي هو الانحراف المعياري ( $\sigma$ ) المعروف سيجما، وكلما كان الانحراف المعياري اصغر فإن هذا بالضرورة يعني أن التوزيع الاحتمالي أكثر تقاربا وعليه ستكون المخاطرة للسهم اقل، ويتم استخدام المعادلة التالية لقياس الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (ki - \hat{k})^2 Pi} \quad (3-10)$$

(Brigham and Ehrhardt, 2005, pp 134).

### 3-3-3 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) : (CAPM)

يستخدم هذا النموذج لاحتساب معدل العائد المطلوب على الأسهم، بالاعتماد على بيتا السهم التي تعبر عن مخاطر الشركة النظامية، بفرض أن علاوة المخاطر (Risk Premium) للسوق ككل هي الحد الأدنى الذي يجب دفعه أو الحصول عليه لإغراء المستثمرين في الاستثمار في سوق الأسهم أفضل من قبول معدل العائد الخالي من المخاطر (Risk Free). ويمكن إيجاد

علاوة المخاطر بطرح العائد الخالي من المخاطر من العائد على السوق ككل، ويمكن صياغة المعادلة بالشكل التالي:

علاوة المخاطر = العائد على السوق - العائد الخالي من المخاطر

$$k_{RP} = k_m - k_{RF} \quad (3-11)$$

حيث إن:

$$k_m = \text{العائد الكلي على السوق}$$

وعلاوة المخاطر للسهم الواحد هي حاصل ضرب معامل بيتا السهم ( $\beta$ ) في علاوة المخاطر للسوق، وبهذا يمكن إيجاد معدل العائد المطلوب لسهم معين بواسطة المعادلة التالية:

$$k_x = k_{RF} + (k_m - k_{RF})\beta_x \quad (3-12)$$

وبفرض أن علاوة المخاطر في السوق هي 8%، والعائد الخالي من المخاطر هو 6%، وبيتا السهم 1.5، وبالتعويض في المعادلة (3-12):

$$k = 0.06 + (0.08 \times 1.5) = 18\%$$

(Vance, 2003, pp 84).

ولتطبيق هذا النموذج فان هناك عدة فروض يجب مراعاتها، وتكمن الفكرة الأساسية في هذه الفروض في أن المستثمرين متشابهين قدر الإمكان في تفكيرهم وأسلوبهم في المحافظة على ثروتهم وعدم حبهم للمخاطر، والفروض هي (Bodie and others, 2004, pp 221):

- 1- لا يستطيع المستثمر التأثير في السوق بمفرده.
- 2- جميع المستثمرون يخططون للاستثمار في الأسهم لنفس الفترة الزمنية.
- 3- لا يدفعون ضرائب على العوائد أو عمولات عند تبادل الأسهم.
- 4- المستثمرون يكونون محافظ ماليه مكونة من أصول مالية من جميع الأسواق المالية العالمية ويتحملون مخاطر غير محدودة.
- 5- جميع المستثمرين عقلانيين في تكوين أفضل المحافظ المالية.
- 6- جميعهم يقومون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون نفس وجهة النظر الاقتصادية.

وتقوم هذه الافتراضات بتجاهل التعقيد الموجود في الحياة الواقعية، ولكنها تقودنا بشكل واضح إلى طبيعة التوازن في سوق الأوراق المالية (Vance, 2003, pp 84).

### 3-3-4 معامل بيتا (The Beta Coefficient):

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يربط العلاقة بين المخاطر ومعدل العائد المتوقع على السهم، حيث إن معدل العائد المتوقع يمثل العائد الخالي من المخاطر مضافا إليه علاوة

المخاطر التي تعتمد على المخاطر النظامية للسهم. في هذا النموذج تم تقسيم مخاطر السهم أو مخاطر المحفظة إلى قسمين، وهما المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، الخطر المتعلق بالسهم يمكن تقليله أو التخلص منه عن طريق التنويع في محتويات المحفظة، أي أن المخاطر غير النظامية يمكن تقليلها بالتنويع في المحفظة، ولكن المخاطر النظامية تبقى كما هي ولا يمكن السيطرة عليها، وتعرف المخاطر النظامية أيضا بمخاطر السوق التي تمثل علاقة سعر السهم بالتغير في سعر السهم في السوق ككل. ويتم قياس المخاطر النظامية من خلال إيجاد قيمة معامل بيتا، حيث يعتبر معامل بيتا مقياس للمخاطر النظامية للسهم، الذي يربط حساسية معدل عائد السهم بمعدل العائد للسوق، ويمكن تحديده كما يلي:

بيتا = (الانحراف المعياري للعائد على السهم / الانحراف المعياري للعائد على السوق)

× معامل الارتباط بين العائد على السهم والعائد على السوق

وكلما كان الانحراف المعياري للعائد على السهم بالنسبة للعائد على السوق كبيرا كلما كانت المخاطر المرتبطة بالسهم كبيرة، ومدى معامل ارتباط السهم ما بين +1 و -1، فإذا كان معامل ارتباط السهم +1 فهذا يعني أن عائد السهم وعائد السوق يتحركان بنفس الوتيرة وبنفس الاتجاه صعودا وهبوطا ويكون الارتباط بينهما قوي (Faerber, 2008, pp 196).

ويمكن أيضا إيجاد قيمة بيتا من خلال المعادلة التالية (المومني، 2003، ص 83):

بيتا السهم = التغيرات ما بين عائد السهم وعائد السوق / تشتت عائد السوق

$$\beta = \left[ \sum_{i=1}^n (k_s - \bar{k}_s)(k_m - \bar{k}_m) / n - 1 \right] / \left[ \sum_{i=1}^n (k_m - \bar{k}_m) / n \right] \quad (3-13)$$

حيث إن:

$$\bar{k}_s = \text{معدل العائد على السهم}$$

$$\bar{k}_m = \text{معدل عوائد السوق}$$

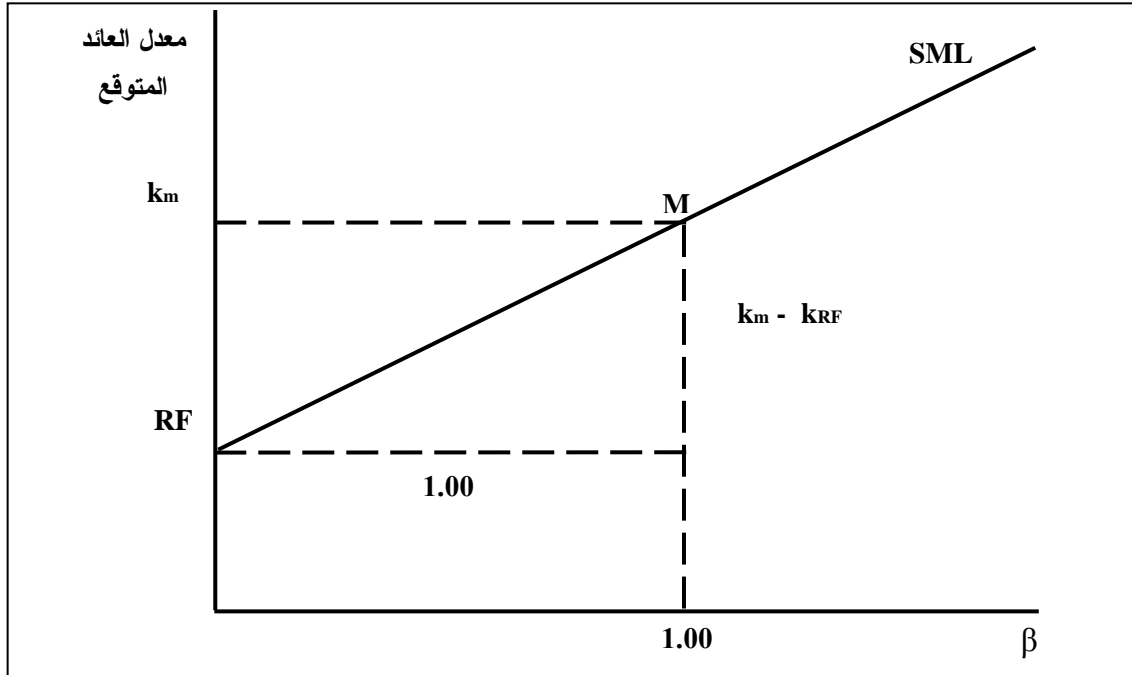
### 3-3-5 خط سوق الأوراق المالية (SML) (Security Market Line):

يوضح خط سوق الأوراق المالية كما في الشكل (3-2) علاقة التوازن (Equilibrium) بين المخاطرة والعائد المتوقع، فإذا كان سهم ما مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية في السوق بالنسبة إلى مخاطره، فإن العائد المتوقع لهذا السهم سيقع أسفل الخط، وهذا يجعل المستثمرين غير راغبين في اقتناء مثل هذا السهم، لأنهم يستطيعون الحصول على عائد أفضل بالاستثمار في التنويع المناسب في أصول خالية من المخاطر، والمحفظة المناسبة. وعليه

سينخفض السعر لهذا السهم وبهذا يرتفع العائد ليصل إلى خط سوق الأوراق المالية، وبنفس الطريقة إذا كان مسعر بأقل من قيمته الحقيقية. وفقا لذلك في حالة توازن السوق التي يفسرها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يجب أن تقع جميع الأسهم على خط سوق الأوراق المالية. ومعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (3-12) هي المعادلة التي يمكن بواسطتها إيجاد خط سوق الأوراق المالية (Broyles, 2003, pp 237).

### شكل (3-2)

خط سوق الأوراق المالية يربط بين العائد المتوقع والمخاطر النظامية (بيتا)



المصدر: (Broyles, 2003, pp 22)

## الفصل الرابع

# أهمية المعلومات المحاسبية وتحليلها باستخدام النسب المالية

مقدمة:

المبحث الأول: القوائم المالية

1-1-4 أهداف التقارير المالية

2-1-4 الميزانية العمومية

1-2-1-4 عناصر الميزانية العمومية

2-2-1-4 استخدام الميزانية العمومية في التحليل المالي

3-1-4 قائمة الدخل

1-3-1-4 عناصر قائمة الدخل

2-3-1-4 استخدام قائمة الدخل في التحليل المالي

4-1-4 قائمة التدفقات النقدية

1-4-1-4 عناصر قائمة التدفقات النقدية

2-4-1-4 استخدام قائمة التدفق النقدي في التحليل المالي

5-1-4 قائمة التغير في حقوق الملكية

1-5-1-4 عناصر قائمة التغير في حقوق الملكية

6-1-4 حدود القوائم المالية

المبحث الثاني: الإفصاح

1-2-4 تعريف

2-2-4 ما هو مقدار المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها

3-2-4 خصائص المعلومات المفيدة

4-2-4 الإفصاحات الخاصة بالشركات المتداولة في البورصة

5-2-4 الإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية

المبحث الثالث: التحليل المالي

1-3-4 تعريف

- 2-3-4 أنواع وأساليب تحليل القوائم المالية
- 3-3-4 شروط التحليل المالي
- 4-3-4 معايير التحليل المالي
- 5-3-4 الجهات المستفيدة من التحليل المالي
- 6-3-4 منهجية التحليل المالي
- المبحث الرابع: النسب المالية
- 1-4-4 تعريف
- 2-4-4 نسب السيولة
- 3-4-4 نسب الرفع المالي (المديونية)
- 4-4-4 نسب النشاط
- 5-4-4 نسب الربحية
- 6-4-4 النسب التي تقيس سعر الأسهم العادية
- 7-4-4 نسب أخرى
- 8-4-4 حدود النسب المالية

## مقدمة:

يمكن وصف المحاسبة بأنها عبارة عن نظام لبيان المعلومات المالية عن الوحدة الاقتصادية وتوصيلها للأطراف الخارجية، مستخدمين الوحدات النقدية. وتنتهي تلك العمليات المحاسبية بقوائم مالية وما يلحقها من إيضاحات وملاحظات وكشوف توضيحية والتي تحتوي على المعلومات المحاسبية التي تساعد متخذي القرار خارج المنشأة في اتخاذ قرارات جيدة (العمار، 1997، ص 27).

يلعب نظام المعلومات المحاسبية دورا هاما في تقديم المعلومات اللازمة لوضع سياسات واستراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يوفر نظام المعلومات المحاسبي القوائم المالية وتحليلاتها ومؤشرات المحاسبية والمالية المتعلقة بنتائج أعمال هذه المنشأة المدرجة في البورصة (العريبي، 2002، ص 151).

يعتبر التحليل المالي بسيط في مفهومه النظري لسهولة الإلمام به وفهم آلية عمله من قبل الكثيرين، ولكن هناك صعوبة كبيرة عند التطبيق في الواقع، لان التطبيق السليم يحتاج لإلمام كبير بالمحاسبة والاقتصاد والظروف الخاصة المحيطة بالمؤسسة محل الدراسة والتحليل وإدارتها وقدرات هذه الإدارة، ومن هذا المنطلق ننظر إلى التحليل على انه قائم على الحكم النابع من المعرفة والخبرة، أكثر من كونه عملية ميكانيكية مبنية على أسس محددة، ويدعم هذا التوجه الاختلاف في وجهات النظر التي من الممكن أن يخرج بها اثنان قاما بتحليل مؤسسة واحدة (عقل، 2006، ص 233).

إن عملية التحليل المالي تتطلب جمع المعلومات المالية وتصنيفها وقياسها وخاصة المعلومات المتعلقة بالقوائم المالية، ولكن المعلومات المالية المنشورة تكون عادة في صورة مجملة ومطلقة ولكي تصبح ذات معنى اكبر يجب ترتيبها وتصنيفها بشكل يبرز الأهمية النسبية لبنودها المتنوعة ويبرز اتجاهات السياسات المختلفة المتبعة من قبل الشركة (من إصدارات المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2001، ص 287)<sup>3</sup>.

ويمكن القول بان تحليل النسب يعتبر من أكثر أدوات المراقبة المالية إفادة، لأنه يقدم للمحلل المالي مؤشرات لقياس كافة جوانب أداء الشركة، ومن خلال المعلومات التي يحصل عليها من سياسات الشركة التشغيلية والتمويلية والمركز التمويلي للمنشأة وتبين مواطن الضعف والقوة في المنشأة (الشديفات، 2001، ص 125).

لتوضيح أهمية المعلومات المالية سنبيين في المبحث الأول أهم التقارير المالية التي تصدرها المنشآت وما تحتويه وما يستفاد منها في عملية التحليل المالي، وفي المبحث الثاني دور

<sup>3</sup> - كتاب "مبادئ التقارير المالية المتقدمة"



عملية الإفصاح في خدمة الأطراف المستفيدة من البيانات المالية، وفي المبحث الثالث نشير إلى التحليل المالي بشكل عام والهدف من إجراء التحليل المالي وما يحققه من أهداف لمستخدميه، وأما المبحث الرابع على النسب المالية ونذكر فيه أهميتها وحدودها وبعض هذه النسب ومدلولاتها.

## المبحث الأول

### القوائم المالية (Financial Statement)

المحاسبة هي نشاط خدمي وظيفتها توفير المعلومات المالية المفيدة حول أداء الوحدات الاقتصادية عن فترة محددة إلى الأطراف ذات الاهتمام، مثل المدراء والمستثمرين والمقرضين (الفداغ، 2002، ص 21). ومن هذا التعريف يتبين أن دور المحاسبة يكمن في إخراج معلومات مفيدة لكل مستخدم المعلومات المالية الناتجة عن الجهد المحاسبي في أي منشأة، والتي تفيدهم بعد تحليلها وفقا لحاجة كل مستخدم، وعليه اتخاذهم لقرارات تتعلق بالمنشأة في المستقبل.

يوضح المعيار المحاسبي الدولي الخاص بعرض القوائم المالية رقم (1) المعدل في عام 1997، أن الهدف من البيانات المالية ذات الغرض العام هو عرض المعلومات حول المركز المالي للمشروع وأدائها وتدفقاتها النقدية بحيث تكون صالحة لسلسلة عريضة من المستخدمين عند اتخاذهم قرارات اقتصادية. كما تبين البيانات المالية نتائج تدبير الإدارة للموارد الموكلة لها، وتقدم هذه المعلومات من خلال القوائم التالية:

- 1- الميزانية.
- 2- قائمة الدخل.
- 3- قائمة أخرى توضح:
  1. كافة التغيرات في حقوق الملكية، أو
  2. التغيرات في حقوق الملكية غير تلك الناشئة عن المعاملات الرأسمالية والتوزيعات على الملاك.
- 4- قائمة التدفقات النقدية.
- 5- السياسات المحاسبية والإيضاحات التفسيرية الأخرى (لجنة معايير المحاسبة الدولية، 2000، ص 81-82).

#### 1-1-4 أهداف التقارير المالية (Objective of Financial Reports):

تعد التقارير المالية من قبل الشركات لتوصيل المعلومات المتعلقة بها من خلال هذه القوائم، والتي يفترض بها أن تعكس صورة واضحة عن أعمال الشركات خلال الفترة السابقة، بهدف تشجيع المستفيدين من الاستثمار بها أو التعامل معها عندما تعكس صورة جيدة عن الأعمال، ينبغي للتقارير المالية أن توفر المعلومات التالية (الفداغ، 2002، ص 27):

- 1- معلومات تفيد المستثمرين والمقرضين الحاليين أو المرتقبين من أجل اتخاذ قرارات رشيدة فيما يتعلق بالاستثمار أو الإقراض وغيرها من القرارات، ويجب أن تكون هذه المعلومات شاملة وواضحة للمستخدمين الذين يتمتعون بفهم معقول للنشاطات الاقتصادية والراغبين في دراسة المعلومات بجهد معقول.
- 2- تساعدهم في تقييم مبالغ وتوقيت وخطورة التدفقات النقدية المستقبلية وأثرها على أرباح الأسهم والفوائد والمتحصلات من البيع أو تسديد أو استحقاق الأوراق المالية.
- 3- توفير معلومات حول المصادر الاقتصادية للمنشأة وأية التزامات متعلقة بها وتأثير العمليات والأحداث والظروف عليها<sup>4</sup>.

#### 4-1-2 الميزانية العمومية (Balance Sheet):

تمثل الميزانية العمومية الوضع المالي في لحظة إعدادها مبينة مصادر الشركة والتزاماتها وحقوق حملة الأسهم (حقوق الملكية)، وتعد في العادة في نهاية كل سنة مالية، كما انه " يمكن اعتبار الميزانية صورة فوتوغرافية للحالة المالية للمنشأة. ومثلما تصور الصورة الفوتوغرافية نقطة معينة فان الميزانية تصور أصول المنشأة وخصومها وحقوق الملكية الخاصة بها في تاريخ معين" (حماد، 2005، ص 117). ويتساوى جانبي الميزانية أي أن قيمة أصولها يتساوى مع حقوق الملكية مضافا إليها جميع التزامات المنشأة كما يعبر عنها كما هو معروف في كتب المحاسبة بالمعادلة التالية:

الأصول = حقوق الملكية + الالتزامات

#### 4-1-2-1 عناصر الميزانية العمومية (Elements of a Balance Sheet):

تتكون عناصر الميزانية من جميع موجودات الشركة وممتلكاتها وجميع ما يترتب على هذه الموجودات من التزامات للغير أو لحقوق الملكية وسنبين هذه العناصر بشكل عام كالتالي (Faerber, 2008, pp 130):

- أنواع ومبالغ الأصول التي تمتلكها المنشأة والتي تنقسم إلى:
  - أ- أصول متداولة (مثل النقدية، أوراق القبض، المخزون....)
  - ب- الأصول الثابتة (مثل الأراضي، المباني، المعدات....)
- الإهلاكات المجمعة للأصول الثابتة.
- أنواع ومبالغ الالتزامات التي على المنشأة وتنقسم إلى:

<sup>4</sup> - نقلا عن: أهداف التقارير المالية لمنشآت الأعمال، "بيان مفاهيم المحاسبة المالية"، رقم 11، 1978.

- أ- التزامات قصيرة الأجل التي تدين بها إلى الموردون وغيرهم.
- ب- التزامات طويلة الأجل.
- المبالغ المستثمرة من قبل حاملي أسهم المنشأة.
- الأرباح المحتجزة.

#### 2-2-1-4 استخدام الميزانية العمومية في التحليل المالي (Using of Balance Sheet in Financial Analysis)

إن الهدف من الميزانية العمومية (قائمة المركز المالي) هو الكشف عن الوضع المالي للمنشأة محل الاهتمام في تاريخ محدد، لأن مستخدمي الميزانيات العمومية يودون التعرف على ما هي قيمة الموارد وما هي استخدامات تلك الموارد، ويرغبون في معرفة ما هو مقدار حقوق الملاك الداخليين، وما هي قيمة القروض والالتزامات المستحقة للغير من أجل احتساب قيمة إجمالي رأس المال المستخدم أو المستثمر، وما هي الموارد التي في ضوئها يتم استخدامها، كما يودون التعرف على إجمالي رأس المال العامل، وصافي رأس المال العامل، وكذلك يهتمون بصافي الأصول النقدية الجارية لتقييم مدى سيولة الشركة (لطفي، 2006، ص 533).

مما سبق يتضح أن تحليل الميزانية تشير إلى أهمية الدور الذي تحققه الإدارة في إدارة الأصول بشكل فاعل لتحقيق مكاسب عالية، وكذلك إدارة الالتزامات بشكل لا يحمل الشركة أعباء أكثر من طاقتها، والاستغلال الأمثل لرأس المال.

#### 3-1-4 قائمة الدخل (Income Statement):

في العادة يتم البدء بهذه القائمة عند سرد القوائم المالية في غالبية الأدبيات لما تتمتع به من أهمية واهتمام، لأن أول سؤال يتبادر للذهن عند الاستفسار عن أي شركة ما هي الأرباح التي حققتها هذه الشركة لهذه السنة؟ ويتبع بأسئلة تتعلق بنسبة هذا الربح إلى متغيرات متعددة، وتعرف قائمة الدخل بأنه "يمثل رصيدها ما حققته المنشأة من ربح أو ما تحملته من خسارة خلال فترة زمنية محددة وتسمى الفترة المحاسبية، ويتم التوصل إلى صافي الربح بطرح مجموع المصاريف من إجمالي الإيرادات وهي أمور تتأثر بوجهة نظر المحاسب بالأساليب الحاسبية المتبعة في الشركة" (عبد الهادي، 1999-2000، ص 107)، وهناك عدة أنواع من المصاريف تطرح كل منها على حدا كما سنبين لاحقا وعدة أنواع من الإيرادات تضاف كل على حدا لإغراض معرفة التكاليف المتعلقة بالإنتاج وعزل التكاليف الأخرى لمعرفة تأثيرها على الأرباح.

#### 4-1-3-1 عناصر قائمة الدخل (Elements Income Statement):

هذه القائمة تهدف في المحصلة النهائية إلى الوصول إلى رقم صافي أرباح المنشأة، وللوصول إلى هذا الرقم سنبين العناصر الرئيسية التي تدخل ضمن محتويات هذه القائمة كالتالي (كراجة وآخرون، 2002، ص 161):

- 1- المبيعات أو الدخل من عملية البيع ويتم تحديد صافي المبيعات بطرح مردودات المبيعات والخصم المسموح به من إجمالي المبيعات.
- 2- تكلفة المبيعات وتشمل أي تكاليف متعلقة بالمبيعات مثل المواد الخام ورواتب العمال والضرائب.
- 3- إجمالي ربح العمليات ويساوي صافي المبيعات مطروحا منه تكلفتها.
- 4- مصروفات التشغيل وتشمل المصروفات الإدارية والعمومية ومصروفات البيع والتوزيع والإضاءة والرسوم القانونية.
- 5- أي إيرادات أخرى ومصروفات أخرى.
- 6- أرباح أو خسائر غير عادية.
- 7- ضريبة الدخل.
- 8- التوصل إلى الرقم النهائي في القائمة ويمثل صافي الأرباح.

#### 4-1-3-2 استخدام قائمة الدخل في التحلي المالي (Using of Income statement in Financial Analysis)

مما سبق فإن أي محلل مالي يسعى إلى معرفة ما هي النتائج التي حققتها المنشأة بالمقارنة بغيرها في السوق، وهل هذه المؤشرات تدل على إدارة تتمتع بأداء وكفاءة عالية في استغلال إمكانياتها لتحقيق عوائد تلبي رغبة المستثمرين، وتتبع أهميتها من ناحيتين (Guenther, 2005, pp 44-45):

أولا: قياس الأداء الاقتصادي للاعتبارات التالية:

- تعطي قائمة الدخل مقياس ثابت ويمكن الاعتماد عليه في قياس الأداء الاقتصادي.
- صافي الدخل يستخدم كمقياس للأداء ، لأنه في العادة يتم قسمته على المصادر الاقتصادية للمنشأة كإجمالي الصول أو حقوق الملكية،
- المكونات المختلفة لقائمة الدخل تستخدم أيضا لتقييم ربحية المنشأة.
- باستخدام مقاييس الربحية يمكن بسهولة مقارنة المنشآت المختلفة لتحديد أكثرها ربحية ويمكن مقارنة أداء الشركة عبر السنوات.

- المعلومات عن مكاسب السهم الواحد قد تعتبر مفيدة للمستثمرين لمقارنة سعر الحصة لسهم شركة من خلال صافي مكاسب السهم بالنسبة إلى الحصة في شركات أخرى.

ثانياً: التنبؤ بالمكاسب والتدفقات النقدية:

يمكن التنبؤ بقائمة الأرباح المستقبلية من خلال البدء بعناصر قائمة الدخل الحالية ووضع تصور لهم في المستقبل، ومن خلالها يمكن التنبؤ بقائمة التدفقات النقدية المستقبلية.

#### 4-1-4 قائمة التدفقات النقدية (Cash Flow Statement):

تمكن هذه القائمة القارئ من معرفة مدى الاستغلال الأمثل في توليد السيولة النقدية من قبل المنشأة والمحافظة عليها لمواجهة المتطلبات المستقبلية قبل أوانها، حيث أن قائمة التدفقات النقدية هي "ملخص للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمنشأة خلال مدة محددة من الزمن (سنة مالية)" (Feldman and Libman, 2007, pp 41)، ومن التعريف يلاحظ أن الشركة تحاول المحافظة على تدفقات نقدية داخلية لتغطية تلك الخارجة سواء من إيراداتها الطبيعية أو بالحصول على الأموال اللازمة لمواجهة الالتزامات التي لا يمكن تغطيتها خلال فترة عدم توفر هذه السيولة.

#### 1-4-1-4 عناصر قائمة التدفقات النقدية (Elements Cash Flow Statement):

بموجب الشروط التي تتطلبها المعايير المحاسبية التي أصدرتها المجامع المهنية بشأن إعداد قائمة التدفقات النقدية، ومنها المعيار المحاسبي الدولي رقم (7)، حيث يتوجب تبويب وتصنيف المعلومات التي تعرضها القائمة إلى ثلاثة أبواب رئيسية يتألف كل باب منها من نوعين من التدفقات، فإما أن تكون تدفقات نقدية داخلية وإما أن تكون تدفقات نقدية خارجة، وهذه الأبواب هي كما يلي حسب الترتيب في عرضها من خلال قائمة التدفقات النقدية:

- 1- التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية.
- 2- التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية.
- 3- التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية (مطر، 2003، ص 166).

#### 2-4-1-4 استخدام قائمة التدفق النقدي في التحليل المالي (Using of Cash Flow :Statement in Financial Analysis)

تعتبر قائمة التدفقات النقدية أداة تحليل هامة للإدارة وكذلك المستثمرون والدائنون، لأنها تجيب عن أسئلة لا يمكن أن يجيب عنها قائمتي الدخل والميزانية العمومية، حيث تجيب عن التساؤلات التالية:

- هل تستطيع المنشأة أن تولد تدفقات نقدية موجبة من عملياتها التشغيلية الجارية؟
- هل ستكون قادرة على سداد الديون؟
- هل ستستمر في دفع التوزيعات النقدية بالشكل الدوري المعتاد؟
- لماذا يختلف رقم صافي الأرباح عن رقم التدفقات النقدية؟
- إلى أي مدى ستضطر الشركة لاقتراض الأموال لتغطية احتياجاتها الاستثمارية خلال الفترة القادمة؟ (Garrison and others, 2006, pp 750).

#### 5-1-4 قائمة التغير في حقوق الملكية (Statement of Changes in :Equity Shareholders)

هذه القائمة تربط بين ميزانيتين متتاليتين، وتمثل التغير في حقوق الملكية بين الميزانية السابقة والميزانية الحالية، وتعتبر قائمة التغير في حقوق الملكية "هي القائمة المالية الرابعة التي تصدرها المنشأة عادة، وهي عبارة تحليل للتغيرات الرئيسية خلال مدة محددة في حساب رأسمال حملة الأسهم أو صافي الثروة" (Halfert, 2001, pp 46).

#### 1-5-1-4 عناصر قائمة التغير في حقوق الملكية (Elements of Statement of :Changes in Equity Shareholders)

كما يتضح من التعريف السابق تبين هذه القائمة مبالغ ومصادر التغيرات في حقوق حملة الأسهم، ومن البنود التي تشتمل عليها:

- 1- الأسهم الممتازة.
- 2- الأسهم العادية (بالقيمة الاسمية).
- 3- الاحتياطي القانوني.
- 4- علاوة الإصدار (رأس المال الإضافي).
- 5- الأرباح المجمعة (دهمش وآخرون، 2005، ص 35).

#### 4-1-6 حدود القوائم المالية (Limitation of Financial Statement):

تتمتع القوائم المالية بأرقام وبيانات تعتبر مفيدة وهامة جدا عن وضع المنشأة، ولكن هذه البيانات أعدت وفقا لقواعد ومبادئ وإجراءات محاسبية تجعل هذه القوائم مقيدة بحدود معينة، وما يمكن أن يؤثر به العنصر البشري في هذه القوائم، ومن محددات القوائم المالية (حماد، 2006، ص 436-438):

- 1- افتراض ثبات القوة الشرائية للنقود خلال الفترة المالية.
- 2- التسجيل التاريخي للأحداث.
- 3- الحكم والتقدير الشخصي على الأحداث المستقبلية والسابقة.
- 4- تأثير الإدارة على محتوى ومضمون القوائم المالية.
- 5- هناك بعض البنود التي يمكن تسجيلها محاسبيا.
- 6- المرونة في اختيار الطرق والسياسات المحاسبية.



## المبحث الثاني الإفصاح (Discloser)

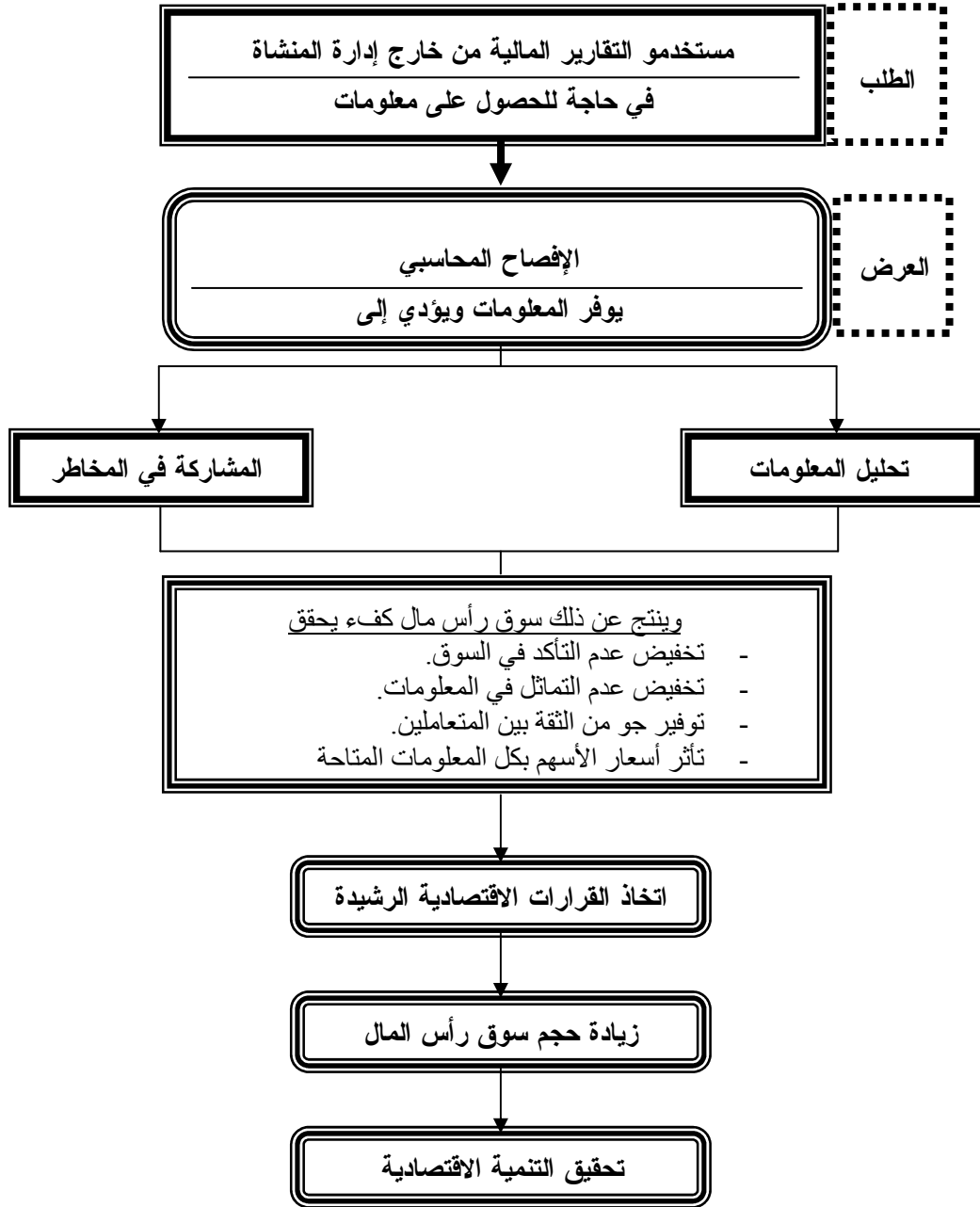
### 4-2-1 تعريف (Definition):

يعرف الإفصاح بأنه "عملية ومنهج توفير المعلومات وجعل القرارات المتصلة بالسياسة المتبعة من قبل المنشأة معروفة ومعلومة من خلال النشر في الوقت المناسب والانفتاح" (حماد، 2005، ص 915)، وبشكل عام يشير الإفصاح "إلى المعلومات المالية في التقارير المالية بكاملها وليس بشكل محدد فقط بالقوائم المالية، حيث يختص الإفصاح بالمعلومات سواء تلك التي في القوائم المالية ذاتها أو الأساليب المكملة الأخرى لتقديم المعلومات المالية والحقائق الجوهرية وذات الأهمية النسبية اللازمة لإعطاء القارئ صورة واضحة وعادلة عن نتيجة أعمال المنشأة ومركزها المالي والتي يترتب إخفائها أو عرضها بطريق ملائمة تضليل المطلع عليها أو إعطاء صورة غير سليمة عن المنشأة" (صبيحي، 2002، ص 9)، يتضح لنا مدى صعوبة هذه العملية لأنها بحاجة إلى جهد كبير عند قياس أهمية المعلومة كما سنبين لاحقاً، وهذه العملية تخضع إلى حكم شخصي قد يختلف من منشأة إلى أخرى، ومن موظف إلى آخر داخل المنشأة الواحدة.

### 4-2-2 ما هو مقدار المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها (How much information should be disclosed?)

إن الإفصاح عن كافة المعلومات المرتبطة بالمنشأة يجعل القوائم المالية صعبة ومكلفة، وفي نفس الوقت فإن المعلومات الملائمة لا يجب إخفائها عن الأطراف الخارجية المستفيدة، بمعنى أن المعلومات التي تعتبر جوهرية لمتخذي القرار يجب الإفصاح عنها، وهناك ثلاثة مفاهيم عامة للإفصاح وهي الإفصاح الكافي، والإفصاح العادل، والإفصاح الكامل، ويعتبر الإفصاح الكافي الحد الأدنى من مقدار المعلومات الواجب الإفصاح عنها بما لا يجعل القوائم المالية مضللة، أما الإفصاح العادل يوحى بموضوعية وعدم تحيز المعلومات المحاسبية، وأما الإفصاح الكامل فيعني عرض جميع المعلومات الملائمة، وتكمن الإجابة على هذا التساؤل يتمثل في أن مستخدمي القوائم المالية يجب أن يتم إمدادهم بجميع المعلومات الهامة والملائمة في ضوء أهداف التقارير المالية، وتستبعد المعلومات التي لا تعتبر هامة نسبياً أو غير ملائمة، ليكون عرض المعلومات مغزى وقابلة للفهم، أي أن الإفصاح الكافي أكثر هذه المفاهيم شيوعاً في الاستخدام (لطي، 2006، ص 524).

شكل (1-4)  
أهمية الإفصاح المحاسبي



المصدر: (صبيحي، 2002، ص 13)

3-2-4 خصائص المعلومات المفيدة (Attributes of Useful Information)

طبقاً للمعايير الدولية يتم إعداد القوائم المالية عادة بافتراض استمرارية المنشأة، وأن الأحداث يتم تسجيلها على أساس الاستحقاق، وأن آثار الأحداث والمعاملات الأخرى يتم

الاعتراف بها عندما تحدث، ومن ثم يتم التقرير عنها في القوائم المالية عن الفترات المرتبطة بها. وتتمثل الخصائص النوعية في الصفات التي تجعل المعلومات المقدمة في القوائم ذات فائدة وفعالية فيما يلي:

- الملائمة (Relevancy): تعتبر المعلومات ملائمة حينما تؤثر في القرارات الاقتصادية للمستخدمين عن طريق مساعدته في تقييم الأحداث أو تصحيح تقييماتهم.
- المصدقية (Reliability): يجب أن تكون المعلومات خالية من أي أخطاء جوهرية أو تحيز، من حيث التمثيل الصادق وأولوية الجوهري على الشكل والحيلة والحذر والاكتمال.
- القابلية للمقارنة (Comparability): يجب أن يتم عرض المعلومات بطريقة متسقة وثابتة خلال الزمن، ويجب أن تكون متسقة بين المنشآت.
- القابلية للفهم (Understandability): أي أنه يجب أن تكون المعلومات قابلة للفهم بسهولة من قبل المستخدمين الذين يتوقع منهم توفر معرفة معقولة بالعمل والمحاسبة والرغبة في دراسة المعلومات بعناية واجبة ومعقولة (لطفي، 2006، ص 508-510).

#### **4-2-4 الإفصاحات الخاصة بالشركات المتداولة في البورصة (Discloser of Companies in Stock Market)**

تلتزم هذه الشركات بمستوى عال من الإفصاح وتهتم مهنة المحاسبة والجهات التي تضع المعايير المحاسبية وعلى الأخص في ما يلي:

##### **1- الإفصاح الجزئي:**

ويكون مطلوباً هذا النوع من الإفصاح في الحالات التالية:

- أ- وجود خطوط إنتاج أو صناعات جزئية.
- ب- يتوزع عمل الشركة في مناطق جغرافية مختلفة.
- ج- العملاء الرئيسيون.
- 2- ربحية السهم الواحد.
- 3- التقارير الدورية وهي عادة ربع سنوية (حماد، 2006، ص 425).

#### **4-2-5 الإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية (Discloser in Palestinian Securities Exchange)**

بعد مرور حوالي اثني عشر عاماً على تجربة الإفصاح، تقدمت سوق فلسطين للأوراق المالية شوطاً ملفتاً للنظر في هذا المجال، مع أنها لا زالت تتقدم في هذه المسيرة، لإدراك السوق

بان الإفصاح يمثل العصب الرئيسي في استمرار السوق وتحقيق أهدافه، وتسري أحكام نظام الإفصاح الساري في سوق فلسطين للأوراق المالية والمصادق عليه من هيئة سوق رأس المال، على عدد من الأطراف ذوى العلاقة، والشركات الأعضاء، وتنقسم الإفصاحات إلى قسمين:

الأول: الإفصاحات اليومية حول الأمور الجوهرية والمؤثرة على سعر سهم الشركة.

الثاني: الإفصاحات الدورية للشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق عن البيانات المالية وتتم خمس مرات في السنة.

وقد اتخذ سوق فلسطين إجراءات جديدة تعزز الالتزام بالإفصاح الدوري وعلى رأسها الالتزام بالإفصاح ضمن الفترة القانونية المتاحة، واعتماد السوق في نهاية 2008 سلسلة من الإجراءات والتي تضمنت عقوبات بحق أي شركة مخالفة، ومنها نشر أسماء تلك الشركة، وإصدار غرامات بحقها، ومنع أعضاء مجلس إدارتها من التداول، ووقف أسهمها عن التداول، وذلك وفق جدول زمني معتمد مسبقاً (ملحق سنوي تصدره سوق فلسطين للأوراق المالية، 28 كانون ثاني 2009، ص 16).

## المبحث الثالث

### التحليل المالي (Financial Analysis)

#### 4-3-1 تعريف (Definition):

يعرف التحليل المالي بأنه "نشاط يسبق التخطيط المالي ويلزمه ويتعلق بتحويل البيانات المدونة في القوائم المالية إلى معلومات ذات دلالات معينة حسب الجهة التي تقوم بهذه العملية" (كنجو وفهد، 1997، ص 69)، ويعرف بأنه "عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن مؤسسة ما" (عقل، 2006، ص 232)، أي أن عملية التحليل هي عملية بحاجة إلى تنظيم البيانات المالية التي يتم جمعها بما يرتئيه المحلل لتحقيق الغاية التي من أجلها يسعى لتحليل هذه البيانات، ليحصل على معلومات تساعد الجهة المستخدمة لهذا التحليل في إعداد الخطط المالية المتعلقة بالاستثمارات المستقبلية. ومن هذه التعاريف يمكن ملاحظة أن عملية التحليل كأى عملية تحتاج إلى مدخلات معينة تعتمد بشكل أساسي على نوع المخرجات المراد الوصول إليها وتدخل مرحلة المعالجة وفقا لآليات وإجراءات للوصول إلى مخرجات مفيدة للأطراف المستفيدة خارج الشركة أو داخلها.

#### 4-3-2 أنواع وأساليب تحليل القوائم المالية (Types of financial statements analysis)

قبل البدء في التعرف على أساليب تحليل القوائم المالية، من الجدير بالذكر أنه تتنوع مداخل التحليل تبعا لتنوع الفئات المستفيدة من القوائم المالية، فعلى أساس الاستخدام قد يكون التحليل هدفه جوانب إدارية، أو جوانب استشارية تتعلق بالاستثمار، أو هدفه الاقتراض والإقراض. وعلى أساس نطاق التحليل المكاني فهناك تحليلا داخليا يهتم بناشطات المنشأة وتحليلا خارجيا يدرس البيئة المحيطة. وعلى أساس غرض التحليل فقد يكون التحليل لدارسة ربحية المشروع، أو سيولة المشروع، أو تحليلا لكفاءة القائمين على المشروع وأدائهم. وعلى أساس نطاق التحليل الزمني فإننا نجد تحليلا لأنشطة الشركة على المدى قصير الأجل، أو على المدى المتوسط، أو على المدى الطويل، وقد يجمع التحليل بين أكثر من مدخل (نور وآخرون، 1999، ص 311).

وهناك عدة أساليب للتحليل يمكن للمحلل الاختيار بينها، حيث "يمكن تبويب أدوات التحليل الرئيسية كما يلي:

- 1- القوائم المالية المقارنة:
- أ- دراسة التغيرات من عام لآخر (تحليل أفقي)
- 2- تحليل السلاسل الزمنية.
- 3- التحليل الهيكلي للقوائم المالية (تحليل راسي)
- التحليل الهيكلي (القوائم المالية ذات الحجم العادي)
- 4- تحليل النسب.
- 5- التحليلات الخاصة:
- التنبؤات النقدية.
- تحليل التغيرات في التدفقات النقدية.
- تحليل التغير في هامش الربح الإجمالي.
- تحليل نقطة التعادل " (حماد، 2006، 428).

### 3-3-4 شروط التحليل المالي (Conditions & Purposes of Financial Analysis)

يجب توفر شروط معينة ليصبح التحليل المالي نموذجياً، وحتى يمكن الاعتماد عليه في اتخاذ القرارات، ومن هذه الشروط (الصياح والعامري، 2003، ص 50):

- 1- توفر المرونة، أي قابليتها للتغير من فترة لأخرى بما يتناسب مع التغيرات الحاصلة خلال الفترة.
- 2- أن يكون اقتصادياً في التكاليف والجهد والوقت.
- 3- أن يشمل كافة نشاطات الشركة بحيث يظهر المؤشرات المختلفة عن نشاطات المنشأة.
- 4- أن يكون الهدف منه التنبؤ بالمستقبل.
- 5- أن يمتاز بسرعة الانجاز، بحيث لا تصبح المعلومات متقادمة.
- 6- أن تكون الأداة المستخدمة في التحليل فعالة للتوصل إلى نتائج واقعية.

والشروط السابقة لا يمكن أن تحقق أي نتائج تذكر عندما لا يكون واضحاً ما هي الغاية من التحليل وما هو السبب الذي دعانا إلى التحليل منذ البداية، ولهذا نذكر بعض أغراض التحليل المالي (من إصدارات المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2001، ص 313)<sup>5</sup>:

- تقييم المركز المالي للمشرع.

<sup>5</sup> كتاب: "ممارسات المحاسبة المالية المتقدمة"

- تقييم مدى ربحية المنشأة.
- تقييم مدة الكفاءة الإدارية للمنشأة في إدارة أصولها وخصومها.
- تقييم المركز التنافسي للمشروع في السوق أو الصناعة.
- استنباط بعض المؤشرات التي توفر للإدارة أدوات تساعد في التخطيط والرقابة وتقييم الأداء.
- تقييم قدرة المشروع على البقاء والاستمرارية (الفشل المالي).

#### 4-3-4 معايير التحليل المالي (Standards of Financial Analysis):

كما ذكر سابقاً يتضح أن مقارنة النتائج المستخلصة من التحليل المالي بحاجة إلى حد معين أو مستوى تتم المقارنة به حتى تصبح النتائج ذات معنى، وبذلك نستطيع الحكم على ما إذا كانت المنشأة تتفوق في هذا الجانب أم لا، وتوصف معايير التحليل بأنها أرقام معينة تستخدم كمقياس للحكم بموجبها على ملائمة نسبة أو رقم ما، يجب أن تتمتع هذه المعايير بالخصائص الآتية:

1- الواقعية بحيث يكون المعيار قابلاً للتنفيذ.

2- أن يتمتع المعيار بصفة الاستقرار إلى حد ما.

3- أن يكون بسيطاً واضحاً وسهلاً التركيب.

ويوجد عدة أنواع من المعايير يمكن أن تستخدم عند الحاجة إليها مثل المعايير المطلقة، ومعايير الصناعة، والمعايير التاريخية، والمعايير المخططة أو المستهدفة (كراجة وآخرون، 2002، ص 154).

#### 4-3-5 الجهات المستفيدة من التحليل المالي (Users of Financial Analysis):

تتعدد الأطراف التي تحتاج إلى القوائم المالية ونتائج تحليل هذه القوائم، وكذلك تتعدد احتياجات هؤلاء للتحليل بما يلبي مصلحته وأهدافه، لأن كل جهة تسعى إلى معرفة ما يفيدها في صنع القرار المستقبلي بخصوص التعامل مع هذه المنشأة أو تلك بناء على ما تعتقد أنه يحقق الأفضل لها من خلال المؤشرات التي حصل عليها، وسنبين أهم الجهات المستخدمة للقوائم المالية وتحليلاتها واهتمامات كل جهة كما يلي (العمار، 1997، ص 42-44)

1- المساهمون (Shareholders):

يهتم المساهمون بصفة أساسية بما يحققه من عائد حالي أو مستقبلي على الأموال المستثمرة وسلامة الاستثمارات في المشروع، أي انه يحاول معرفة ما إذا كان الاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها أفضل أو أن يتخلى عنها.  
2- الدائنون:

يهتم الدائنون بشكل عام بالتعرف على مدى قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها في المستقبل.

### 3- الموردون (Suppliers):

يهتم الموردون بالتأكد من سلامة المركز المالي لعملائه، ومن خلال دراسة وتحليل مديونية العميل وتطور هذه المديونية يمكن أن يتخذ قرار الاستمرار في التعامل أو تخفيض حجم التعامل، كما يهتم بمعرفة ما إذا كانت فترة الائتمان التي يمنحها تماثل ما يمنحه المنافسون في السوق.

### 4- العملاء (Clients):

يمكن للعميل معرفة ما إذا كانت فترة الائتمان مماثلة لما تمنح لغيره، وتتم هذه المقارنات بحساب متوسط فترة الائتمان.

### 5- العاملون في المؤسسة (Employees):

يعتبر من المفيد للعاملين في المنشأة معرفة المركز المالي للمشروع، وسلامة إدارة الأموال، مما يعطيهم مؤشرا على قدرتها على الاستمرار ودفع الأجور،

### 6- إدارة المشروع (Management):

يهتم المدراء بالتحليل المالي لأنه يزودهم بأدوات التي تمكنهم من متابعة التغيرات والإجراءات التي تساعد في اتخاذ القرارات لتصحيح الأوضاع بما يخدم مصلحة المالكين وتعظيم ثروتهم.

### 7- سمسرة السوق (Brokers):

ويسعى هؤلاء السمسرة من خلال التحليل المالي لمعرفة ما يلي:

- التعرف على أي تغيير يطرأ على أسعار الأسهم نتيجة لأي تطورات مالية في المنشأة أو تطورات في الظروف الاقتصادية العامة، وها يساعد في تسعير الأسهم بشكل مناسب.
- معرفة أسهم المنشآت التي يمكن أن تمثل فرص استثمارية مفيدة مكنهم استغلالها أو نصح عملائهم بشرائها والاستفادة من هذه الفرص في تحقيق مكاسب جيدة (عقل، 2006، ص236).



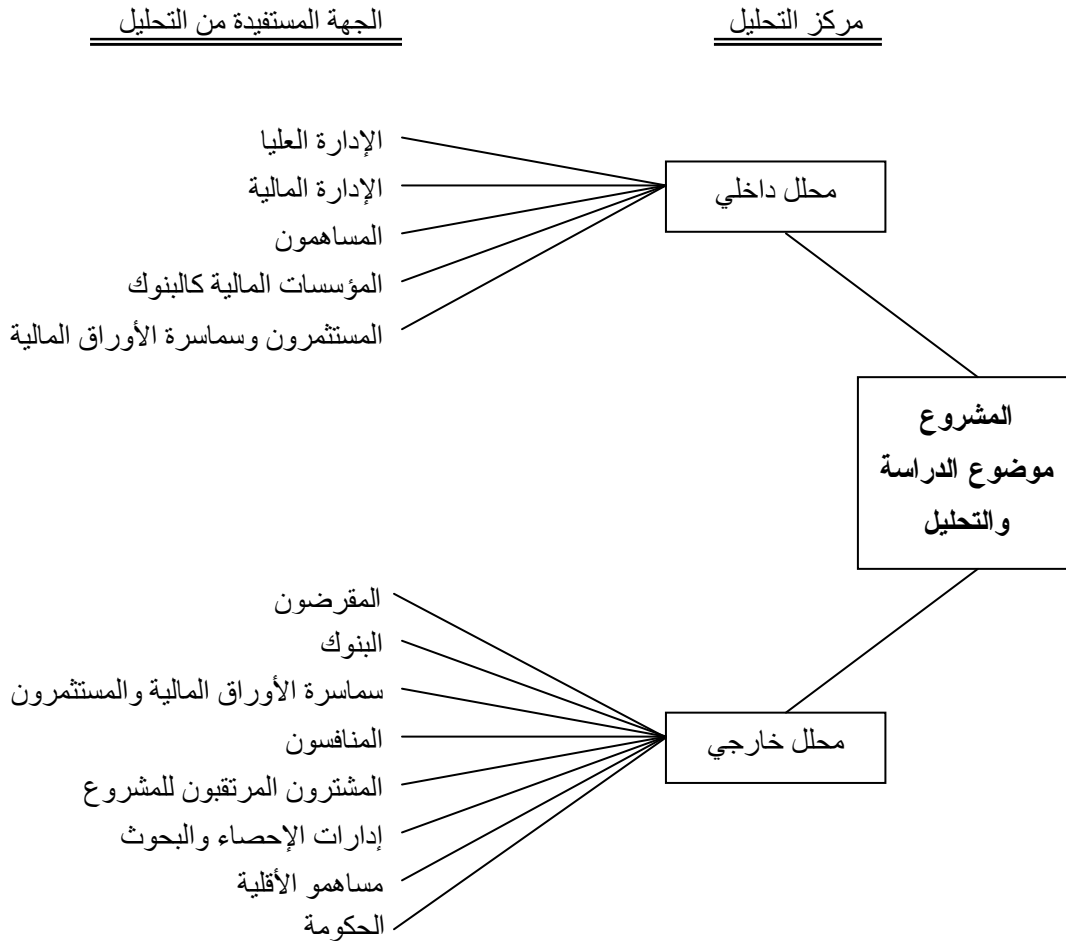
## 8- الحكومة (Government):

تحتاج الحكومة إلى التحليل المالي بغرض قياس الضرائب، ويعتبر الأكثر استخداماً، ولكن ليس من الضروري الأكثر أهمية، لأنه يساعدها في اتخاذ القرارات للتأثير على شركة معينة أو صناعة معينة، سواء بدور رقابي أو من جهة التعامل معها من شراء أو إقراض، وكذلك تحتاج الحكومة لهذه المعلومات لاتخاذ قرارات اقتصادية تتعلق بالاقتصاد ككل (Alexander and Britton, 1999, pp 13).

يختلف التحليل المالي بحسب الجهة التي يوجه التحليل إليها سواء تم ذلك بواسطة المحلل الداخلي أو الخارجي كما هو مبين بالشكل التالي :

### شكل (2-4)

#### شكل يوضح الجهات المستفيدة من التحليل المالي حسب مصدر التحليل



المصدر: (حنفي وقرياقص، 2002، ص 224) بتصريف من الباحث

#### 4-3-6 منهجية التحليل المالي (Methodology of Financial Analysis):

عند دراسة أي حالة أو ظاهرة فإن نحتاج لوضع خطة ممنهجة للوصول إلى نتائج دراستنا، وعملية التحليل المالية تمثل دراسة للأوضاع المالية للشركات، وبالطبع كغيرها من العمليات فهي بحاجة إلى منهجية يتم السير عليها لتحقيق نتائج مقبولة، ويمكن تلخيص منهجية التحليل المالي بالخطوات التالية (الشديفات، 2001، ص 96):

- 1- تحديد الهدف الذي يسعى إليه المحلل والفترة.
- 2- تحديد البنود المناسبة من القوائم المالية التي تحقق الهدف.
- 3- اختيار الأداة التي أو أسلوب التحليل المناسب للتعامل مع المشكلة.
- 4- التحليل بالأداة.
- 5- اختيار المعيار المناسب لمقارنة النتائج به.
- 6- تحديد وضع المنشأة بالمقارنة مع المعيار لمعرفة الانحراف.
- 7- تحديد العوامل المسببة لهذه النتائج.
- 8- الخلاصة والنتائج النهائية.
- 9- التوصيات والاقتراحات والحلول.

## المبحث الرابع

### النسب المالية (Financial Ratios)

#### 1-4-4 تعريف (Definition):

يمكن تعريف النسب المالية بأنها "علاقة بين رقمين وناتج هذه المقارنة لا قيمة له إلا إذا قورن بنسبة أخرى متفق عليها حيث تسمى هذه النسبة المتفق عليها بالنسبة المرجعية أو نسبة الصناعة التي ينتمي إليها المشروع" (نور وآخرون، 1999، ص 321). فعلى سبيل المثال لو وجدنا أن نسبة صافي الأرباح إلى حقوق الملكية هي (11%) فهل هذا يعني أنها جيدة أم لا نستطيع الحكم عليها إلا في حالة مقارنة بمعيار معين مثلاً متوسط مثل هذه النسبة في السوق هو (13%) فهذا يعني أن هذا العائد أقل من المتوقع الحصول عليه نتيجة الاستثمار في شركة أخرى.

السؤال المطروح هل أي نسبة يمكن أن تحقق الهدف الذي أعدت من أجله؟ يمكن الإجابة على هذا التساؤل بنعم ولكن يشترط لذلك أن تتمتع النسب المالية الجيدة بالخصائص التالية:

- 1- سهولة استخراج بنودها.
- 2- ذات دلالات واضحة.
- 3- يسهل تفسيرها.
- 4- تساعد في الحكم على وضعية المشروع أو في اتخاذ القرارات.
- 5- الاستفادة من النسب في وقت الحاجة إليها.
- 6- أن يسهل تفسير التغير في النسبة وتحديد أسبابه.
- 7- أن يكون لها علاقة وطيدة مع الغرض إلى احتسبت من أجله" (نور وآخرون، 1999، ص 322).

#### 2-4-4 نسب السيولة (Liquidity Ratios):

المقصود بنسب السيولة قدرة المنشأة على تحويل أصولها المتداولة إلى سيولة نقدية، ومن ثم إعطاء المنشأة الإمكانية على الوفاء بالتزاماتها المستحقة خلال الفترة المالية (صياح والعامري، 2003، ص 57)، ومن هذه المؤشرات:

##### 1- نسبة التداول (Current Ratio):

تبين هذه النسبة المدى الذي يمكن فيها تغطية الالتزامات الجارية بواسطة الأصول

التي يمكن للمنشأة أن تحولها إلى نقدية في مواعيد تتزامن مع تواريخ استحقاق الالتزامات،  
ويستخدم النموذج التالي لاحتسابها:

نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

(الحناوي والعبد 2007، ص 435).

2- نسبة التداول السريعة (Quick Ratio):

تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على سداد التزاماتها باستخدام الأصول المتداولة التي  
تعتبر أسهل في التحول إلى نقدية، واستبعاد الأصول المتداولة التي يكون من الصعب تحويلها  
إلى نقدية في فترة قصيرة نسبياً، ويتم استخدام النموذج التالي:

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة - المخزون السلعي) / قصيرة الاجل

(عبد الهادي، 1999-2000، ص 186).

#### 4-4-3 نسب الرفع المالي (المديونية) (Leverage Ratios):

تمثل هذه النسب مقياس لمدى المساهمة في تمويل موجودات المنشأة لكل من ملاك  
المنشأة والدائنين، فإذا كانت مساهمة ملاك المنشأة أكبر من مساهمة الدائنين فإنهم يتحملون معظم  
الأخطار، أما إذا كانت مساهمة الدائنين أكثر فإنهم بالتالي يتحملون معظم الأخطار (السعايدة  
وفريد، 2004، ص 142)، إن الشركات التي تستخدم الرافعة المالية تحقق زيادة في العائدات،  
شرط أن يبقى معدل العائد على الاستثمار الممول بالاقتراض أعلى من تكلفة الاقتراض، لأن  
الفرق يضاف إلى أرباح المساهمين (Hitchner and Mard, 2003, pp 21)، ومن هذه  
النسب:

1- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول (Debt to Total Assets):

تصف هذه النسبة حصة الدائنين بالنسبة إلى إجمالي حقوق المطالبة بأصول  
الشركة، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما زادت المخاطر بالنسبة للمقرضين، وتحتسب كالتالي:

الديون إلى إجمالي الأصول = إجمالي الديون / إجمالي الأصول

(Helfert, 2001, pp 128).

2- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية (Total Debt to Equity Ratio):

تستخدم هذه النسبة للمقارنة بين إجمالي التزامات الشركة وحقوق الملكية (صافي  
الثروة)، وتعتبر عن درجة الحماية للمساهمين في مواجهة المقرضين، وبشكل عام كلما انخفضت  
هذه النسبة كلما كان أفضل، ويتم إيجادها كالتالي:

نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية = إجمالي الديون / حقوق الملكية

(Hitchner and Mard, 2003, pp 22).

#### 4-4-4 نسب النشاط (Activity Ratios)

تقيس هذه النسب مدى قدرة المنشأة على توليد مبيعات من خلال الاستثمار في أصوله ويطلق عليها أحيانا بمعدلات الدوران وتقاس بعدد المرات، حيث تقيس سرعة تحرك الأصول وتحولها إلى مبيعات ومن ثم إلى نقدية، وتمثل نسب النشاط معيارا للحكم على كفاءة سياسة البيع في المنشأة وعلى إدارة المنشأة (نور وآخرون، 1999، ص 323). ومن هذه نسب النشاط:

##### 1- معدل دوران المخزون السلعي (Inventory Turnover):

يقيس هذا المعدل عدد المرات التي تباع فيها المنشأة مخزونها و تستبدله خلال فترة زمنية (ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية)، ويدل المؤشر على مدى استغلال المنشأة للمخزون على المستوى الأفضل، ويتم إيجاده كالتالي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{تكلفة البضاعة المباعة} / \text{متوسط المخزون}$$

(Feldman and Libman, 2007, pp 263).

##### 2- معدل دوران أوراق القبض (Accounts Receivable Turnover):

يشير هذا المعدل إلى مدى السرعة في تحصيل قيمة المبيعات بالدين وكلما كان هذا المعدل أكبر كلما كان أفضل، ويتم احتساب هذا المعدل وفقا للصيغة التالية:

$$\text{معدل دوران أوراق القبض} = \text{صافي المبيعات على الحساب} / \text{متوسط أوراق القبض}$$

ويتم احتساب متوسط أوراق القبض بجمع قيمة أوراق القبض في بداية السنة المالية وقيمتها في نهاية السنة وقسمتها على اثنين.

(Vance, 2003, pp 25).

##### 3- معدل دوران الأصول الثابتة (Fixed Assets Turnover):

يدل هذا المؤشر على مدى كفاية تشغيل الأصول الثابتة بالمنشأة ومدى قدرة الشركة على الاستفادة من أصولها التي تنتج عائد على فترة طويلة الأمد، فإذا كانت المبيعات الفعلية أكبر بالنسبة للأصول فهذا مؤشر جيد على كفاية تشغيل الأصول الثابتة، ويمكن تحديده من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \text{صافي المبيعات السنوية} / \text{صافي الأصول الثابتة}$$

(جربوع، 2002، ص 300).

##### 4- معدل دوران إجمالي الأصول (Total Assets Turnover):

من خلال هذا المعدل يمكن قياس مدى استغلال المنشأة لمجموع الأصول على اختلاف أنواعها في توليد المبيعات، وهذا المعدل يشبه المعدل السابق ولكنه يعتبر أشمل لأنه يأخذ في الاعتبار إجمالي الأصول، ويحتسب هذا المعدل كما يلي:

معدل دوران إجمالي الأصول = المبيعات / مجموع الموجودات  
(خان وغرابية، 1995، ص 67).

#### 4-4-5 نسب الربحية (Profitability Ratios):

تستخدم هذه النسب لقياس العائد المتوقع على المال المستثمر، ومن ثم مقارنته بمعدل العائد الذي يبتغيه المستثمر في سوق المال، فان كان المعدل المتوقع اكبر من معدل العائد المطلوب في السوق فهذا يعني أن الاستثمار في المنشأة يعد مربحا (حنفي وقرياقص، 2002، ص 263). ومن النماذج المستخدمة في قياس نسب الربحية:

##### 1- هامش الربح الإجمالي (Gross Profit Margin):

تشير هذه النسبة إلى ما يتحقق من ربح إجمالي لكل وحدة نقد من الإيرادات بعد استبعاد تكلفة السلع أو الخدمات المباعة، أي تعبر عن الأرباح المتاحة لتغطية نفقات التشغيل الأخرى الخاصة بالشركة مثل مصاريف البيع والمصاريف الإدارية والفوائد والضرائب، كما تقدم مؤشر لسياسات التسعير بالشركة، والتي تحتسب كما يلي:

هامش الربح الإجمالي = (صافي المبيعات - تكلفة البضاعة المباعة) / صافي المبيعات  
(حماد، 2006، ص 453).

##### 2- معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity):

تفيدنا هذه النسبة بمقدار ربحية الدينار الواحد المستثمر في المنشأة وكلما زادت هذه النسبة كلما أفادت عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم ويتم احتسابه كالتالي:

معدل العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد الفائدة والضريبة / حق الملكية  
(الزبيدي، 2001، ص 96).

##### 3- العائد على الأصول (Return on Assets):

هذا المؤشر يعتبر من مؤشرات التحليل المالي الأساسية، وهو يقيس ما إذا تم توظيف الأصول بشكل إنتاجي، لان الأصول المعطلة عن العمل تقيد رأس المال، الذي من الممكن استثماره في منتج جديد أو سداد الديون أو دفع توزيعات نقدية، كما أن الأصول المعطلة عن العمل قد تتلف محدثة خسائر للمنشأة، كما يقيس هذا المؤشر كفاءة المنشأة في إدارة الأصول، ويمكن تحديده كالتالي:

العائد على الأصول = صافي الأرباح / إجمالي الأصول  
(Vance, 2003, pp20).

#### 6-4-4 النسب التي تقيس سعر الأسهم العادية (Common Stock Price Ratios)

يصب اهتمام المستثمرين الحاليين أو المرتقبين في التعرف على إمكانية الاستثمار في المنشأة محل الاهتمام، ولتحقيق هذه الغاية المتعلقة بالقيم والعوائد المتعلقة بالأسهم، ومن هذه النسب:

##### 1- ربحية السهم (Earnings per Share):

يأمل المستثمر من خلال شراء السهم الحصول على عائد إما من التوزيعات النقدية أو الزيادة في قيمة السهم في المستقبل، ولهذا يهتم المستثمر في معرفة ربحية السهم الواحد، وهناك احتمال بان هذا المؤشر يعتبر أكثر المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرين، ويمكن الحصول عليه من خلال المعادلة التالية:

ربحية السهم الواحد = (صافي الدخل - توزيعات الأسهم الممتازة) / متوسط عدد الأسهم خارج المنشأة

حيث إن متوسط عدد الأسهم يساوي عدد الأسهم في بداية السنة المالية وعددها في نهاية السنة مقسوما على اثنين.

(Garrison and others, 2006, pp 794).

##### 2- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Price-to-Book Value Ratio):

بعض المستثمرين يبحث عن سهم يكون سعره السوقى اقل من قيمته الدفترية، بمعنى انه مسعر بأقل من قيمته في السوق، أما إذا كانت القيمة السوقية اكبر من القيمة الدفترية فان السهم يعتبر مقدر بأعلى من قيمته، ويتم إيجاد هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية = القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم

(Farber, 2008, pp 122).

##### 3- نصيب السهم من التوزيعات (Dividend yield):

تبين هذه النسبة العائد الذي يتم الحصول عليه على شكل توزيعات نقدية، وبمقارنته بعائد الاستثمارات المماثلة يمكننا أن نحكم على إمكانية الاستثمار مستقبلا في المنشأة، ويتم احتسابها وفقا للنموذج التالي:

عائد التوزيعات = التوزيعات للسهم الواحد / السعر السوقى للسهم

(العمار، 1997، ص87).

#### 4- مضاعف السعر للأرباح (Price-Earning ratio P/E):

تعتبر هذه النسبة عن عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في لحظة معينة من خلال ربحية السهم السنوية، فمثلا عندما يكون مضاعف السهم 5 مرات فهذا يعني أن استرداد القيمة السوقية يحتاج إلى خمس سنوات تحقق فيها الشركة أرباح مماثلة، ويمكن الحصول على هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

مضاعف السهم = السعر السوقي للسهم العادي / ربحية السهم الواحد

(حماد، 2006، ص 461-462).

#### 4-4-7 نسب أخرى (Other Ratios):

##### 1- نمو الأرباح المحتجزة (Retained Earnings Growth):

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا ذاتيا هاما في التمويل، وتساعد الشركة على النمو والتطوير وتحسين وضعها المالي وتزيد دمن قدرتها على الاقتراض إذا احتاجت إلى ذلك، وبما أن هذه الأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا إضافيا إجباريا من المساهمين فهذا يساعد على تحقيق المؤسسة لأهدافها وتحسين وموقفها المالي (عقل، 2006، ص 145). ومما سبق فان نمو هذه الأرباح يدل على تحقيق مزيد من الأرباح من قبل الشركة ومزيذا من الاستثمارات في المستقبل ويعطي مؤشرا بزيادة عائدات المساهمين ويمكن صياغة المعادلة كما هو الحال بالنسبة لعادلات النمو كالتالي:

نمو الأرباح المحتجزة = (الأرباح المحتجزة في نهاية الفترة / الأرباح المحتجزة في سنة الأساس)

على اعتبار أن سنة الأساس هي 100%.

##### 2- كثافة رأس المال (الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول) (Fixed Assets to Total Assets):

استخدم (نور، 2004) هذا المؤشر في دراسته، وتمتع هذا المؤشر بأهمية كبيرة في مساعدة المستثمرين بحسب ما أفادت به نتائج الدراسة، ويرى أن هذا المؤشر له أهمية في ترشيد قرارات الاستثمار، مشيرا إلى أن الأدبيات تبين أنه في حالة ضعف البنية الاقتصادية للبلد، مثل حالة الأردن، فان المستثمر يبحث عن الشركات التي تكون فيها نسبة الموجودات الثابتة عالية نسبيا، ليضمن اكبر قدر ممكن من المحافظة على القوة الشرائية لاستثماراته. وبالرغم من العيوب المرتبطة بزيادة حجم الأصول يترتب عليها زيادة في الاهلاكات مما يشكل عبئا على قائمة الدخل، وكذلك يعني أن رأس المال العامل ضئيلا ويحتاج إلى أموال مقترضة لتدعيمه (فضالة، 1994، ص 265). ويتفق الباحث معه بان زيادة هذه النسبة قد



تشجع المستثمر في اقتناء أسهم مثل هذه الشركات بشرط ألا يكون حجم الديون كبيراً بالمقارنة بحقوق الملكية مما قد يشكل خطراً على حقوق المساهمين، ويتم استخراج هذه النسبة كالتالي:

كثافة رأس المال = الأصول الثابتة / إجمالي الأصول

#### 4-4-8 حدود النسب المالية (Limitation Of Financial Ratios):

بالرغم من أهمية التحليل المالي والاعتماد على النسب المالية المستخرجة من القوائم المالية في اتخاذ كثير من قرارات الاستثمار، إلا أن هناك بعض أوجه الضعف في استخدامها كما بينها (حنفي، 2002، ص 115):<sup>6</sup>

- 1- النسب المالية تعبر عن ظواهر في لحظة سكون، وهو يوم إقفال قوائم المركز المالي، أي أنها لا تظهر التغيرات التي حصلت على مر السنين.
- 2- بعض هذه النسب تعالج في شكل إجماليات، وفي الغالب تكون مضللة، لأن هذه الإجماليات تختلف في نوعيتها، وتاريخ استحقاقها، فعلى سبيل المثال في نسبة التداول يتكون البسط والمقام أن إجماليات الأصول المتداولة وإجماليات الخصوم المتداولة.
- 3- تؤثر المعالجة المحاسبية المستخدمة لأي بند من بنود الميزانية، على نتائج التحليل المالي، فعلى سبيل المثال قد يتم استخدام طريقة الوارد أولاً صادر أولاً في تقييم المخزون أو استخدام طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً، أي أننا سنصل إلى نتيجتين مختلفتين من ميزانية واحدة.
- 4- المعالجة المحاسبية لأي بند يؤثر بشكل مباشر على أرباح وخسائر المنشأة، أي أنه من الممكن أن تغير النتائج الفعلية، فإذا حدث أي تغيير في معدلات الإهلاك أو تقويم المخزون، فإن هذا سيؤدي إلى تغيير مستوى الأرباح.
- 5- ليس لهذه النسب أي فائدة إذا لم يتم مقارنتها بنسب معيارية، وذلك لتقييم مركز الشركة.
- 6- يتم تحليل البيانات على أساس البيانات الدفترية، ولكن الأفضل أن يتم تحليلها على أساس الفرصة البديلة، لأنها لب القرار الاقتصادي الرشيد.
- 7- يتم إعداد القوائم المالية على أساس أن قيمة النقود ثابتة، مع أن قيمتها قد تتدهور، وهذا سيعطي نتائج مضللة.
- 8- عادة يتم إعداد الميزانية العمومية في الوقت الذي تكون فيه أعمال الشركة عند أدنى مستوى لها، وبذلك سيظهر رصيد النقدية بشكل أكبر نسبياً من باقي الأصول المتداولة،

<sup>6</sup> - نقلاً عن: الهراوي، سيد، "الإدارة المالية - منهج اتخاذ القرارات"، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1976، ص 73-75.

ويعطي انطبعا بان المنشأة في لديها سيولة اكبر منها في الأحداث خلال العام، ومن جهة أخرى قد تنفق إحدى المنشآت مع بنك بالسحب على المكشوف، مما يعطيها القدرة على إضافة نقدية إلى رصيد النقدية في الميزانية العمومية ويظهرها بأعلى من الرصيد الحقيقي دون أن يكون هناك مجال لمعرفة ذلك<sup>7</sup>.

وبعد ما تم ذكره من نقاط الضعف التي تعاني منها القوائم المالية واختلاف ظروف وأنظمة المنشآت، وأيضا مشاكل التضخم والكساد، وهذا يظهر عملية التحليل المالي باستخدام النسب المالية وكأنه أداة لا نفع عليها، ولكن هذا غير صحيح لسببين: السبب الأول أن الانتقادات الموجهة إلى هذا التحليل لا يقصد منها سوى أن تلفت نظر المحلل إلى نقاط الضعف التي يعاني منها، والسبب الثاني أن الدراسات التطبيقية في هذا المجال قد كشفت عن نجاح بعض هذه النسب المالية في أن تتنبأ بالمركز المالي للمنشأة (هندي، 1997، ص 93).

وفي النهاية يمكن القول انه عند قراءة القوائم المالية سيتم التعامل مع أرقام قد تكون مفيدة للبعض في شكلها الحالي، ولكن الغالبية العظمى من المستفيدين تسعى إلى تبسيط هذه الأرقام إما بتفكيكها لمعرفة الوحدة الواحدة منه وما تمثله، أو بربطها رقم برقم آخر، لان هذه العملية تعطي صورة سهلة الفهم وواضحة، وبها يستطيع المستفيد الحكم لاتخاذ القرار المناسب، ولكن يجب أن يتمتع بخبرة وقدرة تمكنه من التعامل معها، وكذلك توخي الحيطة والحذر عند إعدادها لان الخطأ وان كان بسيطا قد يغير كثير من أهمية المعلومة، فعلى سبيل المثال لو أن احد المستثمرين أراد الحصول على نصيب السهم من التوزيعات وكانت التوزيعات للسهم الواحد 1.1 دينار وكانت القيمة السوقية للسهم 5 دينار، وكان معدل نصيب السهم من التوزيعات في السوق هو 11%، وعند إجراء عملية القسمة اغفل يده عن كتابة العشر فانه بذلك يرى أن الذي حققه 10% اقل من مما في السوق، ولكن الحقيقة هي العكس لأنه يحقق 12%، لذلك فالدقة مطلوبة في عملية جمع البيانات والتعامل معها.

<sup>7</sup> - نقلا عن: عبد الله، شوقي حسين، "التمويل والإدارة المالية"، القاهرة، دار النهضة العربية، 1983، ص 64.

## الفصل الخامس

### دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد

### غير عادية

### "الدراسة التطبيقية"

#### مقدمة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

1-1-5 مجتمع وعينة الدراسة

2-1-5 أسلوب الدراسة

3-1-5 مصادر جمع المعلومات

4-1-5 خطوات الدراسة

المبحث الثاني: نتائج التحليل الإحصائي للفرضيات

1-2-5 السوق ككل

2-2-5 قطاع الاستثمار

3-2-5 قطاع البنوك

4-2-5 قطاع التأمين

5-2-5 قطاع الخدمات

6-2-5 القطاع الصناعي

## مقدمة:

يسعى الباحث من خلال هذا الفصل إلى بيان الجانب التطبيقي لهذه الدراسة، للتعرف على دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، وسيتم توضيح منهجية الدراسة في المبحث الأول، حيث سنلقي الضوء في هذا المبحث على المنهجية التي اتبعها الباحث في تحضير هذه الدراسة، كذلك مجتمع الدراسة والعينة التي سحبت منه للدراسة، والمراحل التي مرت بها عملية تجهيز البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة والحصول على قيمها، وما تم تطبيقه من إجراءات إحصائية تقودنا إلى نتائج هذه الدراسة، ومن ثم التعرف على نتائج التحليل وتفسيرها في المبحث الثاني، حيث سنعرض في هذا المبحث نتائج عملية تحليل القوائم المالية للشركات محل الدراسة حسب كل فرضية، والتعرف على درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتعرف على المتغيرات التي لها ارتباط ذا دلالة إحصائية بالمتغير التابع، والمتغيرات التي ستدخل ضمن نموذج الانحدار.

## المبحث الأول منهجية الدراسة

### 1-1-5 مجتمع وعينة الدراسة:

تمثل الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والمكونة من (37) شركة موزعة على خمس قطاعات مجتمع الدراسة، وذلك حتى نهاية العام 2008 كما هو مبين في الجدول التالي:

#### جدول (1-5)

##### مجتمع الدراسة موزعا حسب القطاعات

المجموع	الصناعي	الخدمات	التامين	البنوك	الاستثمار	القطاع
37	10	8	5	6	8	عدد الشركات

المصدر: تصميم الباحث

وقد تم استبعاد الشركات التي لا تتمتع بالشروط التالية:

#### جدول (2-5)

##### شروط تحديد شركات العينة

الشركات المتبقية	الشروط	
24	تم إدراجها في السوق بعد 2004/4/1.	1
16	لم يتجاوز انقطاع تداول أسهمها (20%) من الفترة محل الدراسة.	2
9	الشركة توزع أرباح خلال الفترة محل الدراسة.	3

المصدر: تصميم الباحث

وتم التأكد من الشركات التي تنطبق عليها هذه الشروط وتمثل عينة الدراسة وهي (9) شركة من أصل (37) شركة مدرجة في السوق، وتمثل (24.3%) من مجتمع الدراسة، وهي موزعة على القطاعات الخمس كالتالي:

### جدول (3-5)

#### عينة الدراسة موزعة حسب القطاعات

المجموع	الصناعي	الخدمات	التامين	البنوك	الاستثمار	القطاع
9	2	2	2	2	1	عدد الشركات

المصدر: تصميم الباحث

#### 5-1-2 أسلوب الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي (Descriptive Methodology) لأنه هو المستخدم في الدراسات السابقة ويتلاءم إحصائياً مع مثل هذه الدراسات، وقد تم تحليل البيانات باستخدام برنامج (SPSS) (Statistical Package of Social Sciences) لأنه من أكثر البرامج الإحصائية المستخدمة في مجالات العلوم الإنسانية والاجتماعية.

#### 5-1-3 مصادر جمع المعلومات :

اعتمد الباحث في جمع البيانات والمعلومات اللازمة لإجراء هذه الدراسة على المصادر الأولية والثانوية، وكان كل مصدر يغطي جزء من البيانات والمعلومات كما يلي:

- المصادر الأولية:

من خلال تم الحصول التقارير السنوية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وبيانات التداول اليومي لأسهم الشركات في السوق.

- المصادر الثانوية:

تم الاعتماد عليها في تغذية الفصول السابقة للدراسة بما يخدم عملية التطبيق ويوفر المعلومات عن مكونات الدراسة، والتي تم جمعها من خلال ما هو متاح من المصادر العربية والإنجليزية، من كتب ودوريات وأبحاث ورسائل جامعية ودراسات ومقالات، ومن الإنترنت.

#### 5-1-4 خطوات الدراسة:

مرت عملية جمع البيانات المتعلقة بالشركات وتحليلها بعدة خطوات كما يلي:

الخطوة الأولى:

تم جمع القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والتي شملتها عينة الدراسة (الميزانية العمومية وقائمة الدخل) وذلك للفترة ما بين العام 2004 وحتى العام 2008 من خلال موقع سوق فلسطين للأوراق المالية على الإنترنت والذي يوفر جميع

إفصاحات الشركات، وفي بعض الحالات تم الرجوع لموقع الشركة على الانترنت لاستكمال باقي القوائم غير المتوفرة على موقع السوق، وكذلك تم الحصول على بيانات التداول اليومي للأسهم من نفس موقع سوق فلسطين للأوراق المالية، خلال الفترة من (2004/1/1) وحتى (2009/4/30)، حيث يوفر هذه الخدمة بالحصول عليها جاهزة في صفحة (Excel).

الخطوة الثانية:

تم تفريغ المعلومات اللازمة للدراسة من القوائم المالية في صفحة (Excel)، وتم تطبيق المعادلات اللازمة لإيجاد قيم متغيرات الدراسة المستقلة، وقد تم استخراج سعر الإغلاق الأسبوعي للأسهم بأخذ آخر سعر إغلاق للسهم في الأسبوع الذي تم التداول فيه، وتم تطبيق المعادلات اللازمة لإيجاد قيمة المتغير التابع (العائد غير العادي)، وتم تطبيق المعادلات التالية للحصول على قيم المتغيرات:  
أولاً: المتغير التابع:

متوسط العائد غير العادي المجمع (Cumulative Abnormal Return CAR):

الذي يتم احتسابه على أربع مراحل كالتالي:

أولاً: يتم احتساب معدل العائد للسهم الأسبوعي خلال فترة الدراسة كالتالي:

$$k_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

$k_{it}$  = العائد الكلي لسهم الشركة (i) في الفترة (t)

$P_{it}$  = سعر الإغلاق لسهم شركة (i) في نهاية الأسبوع (t)

$P_{it-1}$  = سعر الافتتاح لسهم شركة (i) في بداية الأسبوع (t)

ثانياً: ربط عائد السهم بعائد السوق من خلال نموذج السوق لتقدير عائد السهم، الذي يتم احتسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\overline{k_{it}} = aj + \beta_i k_{mt} + e_{it}$$

$\overline{k_{it}}$  = العائد المتوقع لسهم الشركة (i) في الأسبوع (t)

$aj$  = الجزء الثابت

$\beta_i$  = بيتا السهم (i) ويمثل ميل العلاقة بين عائد السهم وعائد مؤشر السوق  
 $e_{it}$  = الخطأ العشوائي

ثالثاً: احتساب العائد غير العادي في الفترة المحيطة بنشر القوائم المالية ( $\pm$ ) أربع أسابيع، بواقع تسع أسابيع بما يشمل أسبوع النشر، وتم الاعتماد على تاريخ تقرير المدقق الخارجي هو أسبوع النشر بالرغم من أن نهاية السنة المالية هي 2009/12/13 لجميع الشركات ، ويتم احتسابه من خلال المعادلة التالية:

$$AR_{it} = k_{it} - \overline{k_{it}}$$

$AR_{it}$  = العائد غير العادي لسهم الشركة (i) في الأسبوع (t)

رابعاً: احتساب متوسط العائد غير العادي المجمع للفترة التي تم احتساب العائد غير العادي فيها وذلك بجمع القيم وقسمتها على عدد الأسابيع محل الدراسة.

ثانياً: المتغيرات المستقلة:

- نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة
- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول = إجمالي الديون / إجمالي الأصول
- نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية = إجمالي الديون / حقوق الملكية
- العائد على الأصول = صافي الأرباح / إجمالي الأصول
- معدل العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد الفائدة والضريبة / حق الملكية
- معدل دوران إجمالي الأصول = صافي المبيعات / إجمالي الأصول
- نصيب السهم من توزيعات الأرباح = التوزيعات للسهم الواحد / السعر السوقي للسهم
- ربحية السهم = (صافي الدخل - توزيعات الأسهم الممتازة) / متوسط عدد الأسهم خارج المنشأة

- نصيب السهم من توزيعات الأرباح = التوزيعات للسهم الواحد / السعر السوقي للسهم
- نمو الأرباح المحتجزة = (الأرباح المحتجزة في نهاية الفترة / الأرباح المحتجزة في سنة الأساس)

على اعتبار أن سنة الأساس هي 100%، وتم اعتماد الأرباح المحتجزة لسنة 2005 هي سنة الأساس، بسبب وجود قيمة سالبة من قيم سنوات 2004.

- كثافة رأس المال = الأصول الثابتة / إجمالي الأصول
- معدل دوران إجمالي الأصول = صافي المبيعات / إجمالي الأصول
- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية = القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم



الخطوة الثالثة:

إدخال المعلومات النهائية إلى برنامج (SPSS).

الخطوة الرابعة:

معالجة البيانات باستخدام الاختبارات التالية:

- معامل ارتباط Pearson للتعرف على نوع العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.  
- معامل التحديد ( $R^2$ ) للتعرف على مدى قدرة المتغير المستقل في تفسير التغيرات في المتغير التابع.

- تحليل الانحدار الخطي المتعدد للحصول على نموذج خطي لدراسة العلاقة بين المتغير التابع وبين المتغيرات المستقلة وعرفه مدى تأثيرها.

- اختبار (T) للتعرف على دلالة كل متغير في النموذج الخطي.

- اختبار (F) للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في النموذج الخطي.

الخطوة الخامسة:

تفسير النتائج التي تم الحصول عليها من التحليل.

## المبحث الثاني

### نتائج التحليل الإحصائي للفرضيات

#### 1-2-5 السوق ككل:

تم احتساب قيم نسب المتغيرات للشركات التسع محل الدراسة، واخذ متوسطات المتغيرات لكل سنة من سنوات الدراسة، ومن ثم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

#### جدول (4-5)

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لجميع الشركات محل الدراسة

متوسط العائد غير العادي المجمع			المتغيرات المستقلة
Sig.	$r^2$ %	Pearson Correlation	
0.205	23.26	0.482	نسبة التداول
0.047	65.96	0.812 *	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
0.085	51.95	0.721	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
0.273	13.25	- 0.364	معدل العائد على الأصول
0.225	20.04	- 0.448	معدل العائد على حقوق الملكية
0.346	5.93	0.244	معدل دوران إجمالي الأصول
0.020	79.94	(- 0.894)*	نصيب السهم من التوزيعات
0.239	17.93	- 0.423	ربحية السهم
0.456	0.47	0.069	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
0.016	82.59	(- 0.909)*	نمو الأرباح المحتجزة
0.409	2.07	0.144	كثافة رأس المال

وعند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، وما هي المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع بدلالة إحصائية معنوية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط إحصائي معنوي بالمتغير التابع، وهذا في ضوء الفرضيات الموضوعة كالتالي:

#### 1-1-2-5 الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.482) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.205) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (23.62%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (76.74%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-1-2 الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.812) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.047) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كلما ارتفعت إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (65.96%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (34.04%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 3-1-2-5 الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.721) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.085) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (51.95%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (48.05%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 4-1-2-5 الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.364) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.273) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (13.25%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (86.75%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-1-2-5 الفرضية الخامسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.448) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.225) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (20.04%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (79.96%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 6-1-2-5 الفرضية السادسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.244) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.346) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (5.93%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (94.07%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 7-1-2-5 الفرضية السابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.894) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.020) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع نصيب السهم من التوزيعات فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (79.94%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (20.06%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 8-1-2-5 الفرضية الثامنة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.423) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.205) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (17.93%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (82.07%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-1-9 الفرضية التاسعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.069) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.456) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (0.47%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (99.53%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-1-10 الفرضية العاشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.909) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.016) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفعت قيمة الأرباح المحتجزة فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (82.59%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (17.41%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

## 5-2-1-11 الفرضية الحادي عشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في سوق فلسطين للأوراق المالية. أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.144) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.409) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال ومتوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (2.07%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (97.93%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

## 5-2-1-12 معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

للحصول على معادلة الانحدار المتعدد تبين العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد تم استخدام طريقة (STEPWISE) لأن هذه الطريقة تستبقي المتغيرات التي تؤثر معنويًا في المتغير التابع، وتبين النتائج أن المتغير المستقل الأكثر تأثيرًا في متوسط العائد غير العادي المجمع في سوق فلسطين للأوراق المالية حسب معادلة الانحدار هو نمو الأرباح المحتجزة، وبلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع من خلال النموذج الذي تم الحصول عليه (0.909)، ويبين معامل التحديد أن هذا المتغير قادر على تفسير ما نسبته (76.78%) من التغير الحادث في المتغير التابع من خلال النموذج وتعتبر هذه النسبة عالية نسبيًا لمتغير واحد، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة (23.22%) إلى متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع كما تم الإشارة سابقًا في الإطار النظري، ويبين اختبار (F) أن نتيجة تحليل التباين لمعادلة الانحدار (14.228) بدلالة إحصائية (0.033) على وجود علاقة معنوية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع، وبناءً على ما تقدم يمكن نحدد نموذج الانحدار الخطي للتنبؤ تحقيق عوائد غير عادية في سوق فلسطين للأوراق المالي كالتالي:

$$\text{العائد غير العادي} = 0.04202 \times (x) - 0.02573$$

$$\text{قيمة اختبار (t): } (3.982) \quad (-3.772)$$

$$\text{الدلالة الإحصائية: } (0.028) \quad (0.033)$$



حيث أن:

X: نمو الأرباح المحتجزة

يتضح لنا من نتائج التحليل السابقة أن أي مستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية يستفيد من عملية التحليل المالي للمعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، ويعتبر من أكثر المتغيرات أهمية لهؤلاء المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في الاستثمار في أسهم شركة من شركات سوق فلسطين للأوراق المالية هي الرجوع لنمو الأرباح المحتجزة.

#### جدول (5-5)

#### نموذج الانحدار للسوق ككل

$r^2$ %	قيمة f للنموذج	بيتا	الحد الثابت	
76.78	14.228	0.04202 -	0.02573	القيمة
-	-	3.772-	3.982	قيمة t
-	0.033	0.033	0.028	Sig.

## 5-2-2 قطاع الاستثمار

تم احتساب قيم نسب المتغيرات للشركة فلسطين للتنمية والاستثمار، حيث إنها الشركة التي تمثل قطاع الاستثمار حسب ما تم الإشارة سابقاً، ومن ثم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

جدول (5-6)

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الاستثمار

متوسط العائد غير العادي المجمع			المتغيرات المستقلة
Sig.	$r^2$ %	Pearson Correlation	
0.401	2.441	0.156	نسبة التداول
0.225	20.022	- 0.447	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
0.275	13.015	- 0.361	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
0.333	7.038	0.265	معدل العائد على الأصول
0.299	10.369	0.322	معدل العائد على حقوق الملكية
0.309	9.257	0.304	معدل دوران إجمالي الأصول
0.024	77.670	0.881 *	نصيب السهم من التوزيعات
0.395	2.740	0.166	ربحية السهم
0.480	0.102	0.032	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
0.209	22.704	- 0.476	نمو الأرباح المحتجزة
0.489	0.028	0.017	كثافة رأس المال

وعند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، وما هي المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع بدلالة إحصائية معنوية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط إحصائي معنوي بالمتغير التابع، وهذا في ضوء الفرضيات الموضوعية كالتالي:

### 5-2-2-1 الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.156) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.401) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (2.44%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (97.56%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-2 الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.447) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.225) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (20.02%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (79.98%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 3-2-2-5 الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.361) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.275) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (13.01%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (86.99%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 4-2-2-5 الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.265) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.333) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (7.04%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (92.96%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-5 الفرضية الخامسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.322) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.299) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (10.37%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (89.63%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-6 الفرضية السادسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.304) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.309) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (9.26%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (90.74%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-7 الفرضية السابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.881) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.024) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع نصيب السهم من التوزيعات فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع إمكانية تحقيق أرباح غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (77.67%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (22.33%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-8 الفرضية الثامنة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.166) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.395) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (2.74%) من التغير في

المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (97.26%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 9-2-2-5 الفرضية التاسعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.032) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.480) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (0.10%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (99.90%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 10-2-2-5 الفرضية العاشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.476) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.209) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$

ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (22.70%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (77.30%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-11 الفرضية الحادي عشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.017) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.489) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (0.03%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (99.97%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-2-12 معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

للحصول على معادلة الانحدار المتعدد تبين العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد تم استخدام طريقة (STEPWISE) لأن هذه الطريقة تستبقي المتغيرات التي تؤثر معنويًا في المتغير التابع، وتبين النتائج أن المتغير المستقل الأكثر تأثيرًا في متوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية حسب معادلة الانحدار هو نصيب السهم من التوزيعات، وبلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع من خلال النموذج الذي تم الحصول عليه (0.881)، ويبين معامل التحديد أن هذا المتغير قادر على تفسير ما نسبته (70.22%) من التغير الحادث في المتغير التابع من خلال النموذج وتعتبر هذه النسبة عالية نسبيًا لمتغير واحد، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة (29.88%) إلى متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع كما تم الإشارة سابقًا في الإطار النظري، ويبين اختبار (F) أن نتيجة



تحليل التباين لمعادلة الانحدار (10.435) بدلالة إحصائية (0.048) على وجود علاقة معنوية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع، وبناءً على ما تقدم يمكن نحدد نموذج الانحدار الخطي للتنبؤ بتحقيق عائد غير عادي في سوق فلسطين للأوراق المالي كالتالي:

$$\text{العائد غير العادي} = -0.02215 + 0.64610 \times (x)$$

قيمة اختبار (t): (-2.614) (3.230)

الدلالة الإحصائية: (0.079) (0.048)

حيث أن:

X: نصيب السهم من التوزيعات

يتضح لنا من نتائج التحليل السابقة أن أي مستثمر في قطاع الاستثمار سوق فلسطين للأوراق المالية يستفيد من عملية التحليل المالي للمعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، ويعتبر من أكثر المتغيرات أهمية لهؤلاء المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في الاستثمار في أسهم شركة من شركات قطاع الاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الرجوع نصيب السهم من التوزيعات.

#### جدول (5-7)

##### نموذج الانحدار لقطاع الاستثمار

الحد الثابت	بيتا	قيمة f للنموذج	$r^2$ %
0.02215-	0.64610	10.435	70.22
-2.614	3.230	-	-
0.079	0.048	0.048	-
القيمة			
قيمة t			
Sig.			

## 3-2-5 قطاع البنوك

تم احتساب قيم نسب المتغيرات للبنك الإسلامي العربي وبنك الاستثمار الفلسطيني، واخذ متوسطات المتغيرات لكل سنة من سنوات الدراسة، ومن ثم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

### جدول (5-8)

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع البنوك

متوسط العائد غير العادي المجمع			المتغيرات المستقلة
Sig.	$r^2$ %	Pearson Correlation	
0.263	14.60	0.382	نسبة التداول
0.070	56.97	0.755	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
0.134	38.11	0.617	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
0.047	66.19	(- 0.814)*	معدل العائد على الأصول
0.035	71.95	(- 0.848)*	معدل العائد على حقوق الملكية
0.091	49.80	- 0.706	معدل دوران إجمالي الأصول
0.275	13.01	- 0.361	نصيب السهم من التوزيعات
0.041	68.92	(- 0.830)*	ربحية السهم
0.258	15.22	- 0.390	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
0.023	78.28	(- 0.885)*	نمو الأرباح المحتجزة
0.456	0.47	- 0.069	كثافة رأس المال

وعند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، وما هي المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع بدلالة إحصائية معنوية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط إحصائي معنوي بالمتغير التابع، وهذا في ضوء الفرضيات الموضوعية كالتالي:

### 1-3-2-5 الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.382) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.263) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (14.60%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (85.40%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-3-2 الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.755) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.07) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كلما انخفضت إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (56.97%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (43.03%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-3-3 الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.617) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.134) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (38.11%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (61.89%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-3-4 الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.814) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.047) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع معدل العائد على الأصول كلما أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (66.19%)

من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (33.81%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-3-2-5 الفرضية الخامسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.848) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.035) وهي اقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناء على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع معدل العائد على حقوق الملكية أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. وبيّن معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (71.95%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (20.05%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-3-2-6 الفرضية السادسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.706) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.091) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناء على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومتوسط

العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (49.80%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (50.20%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 7-3-2-5 الفرضية السابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.361) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.275) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (86.99%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (13.01%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 8-3-2-5 الفرضية الثامنة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.830) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.041) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً

على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفعت ربحية السهم أدى إمكانية انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (68.92%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (30.08%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-3-9 الفرضية التاسعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.390) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.258) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (15.22%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (84.78%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-3-10 الفرضية العاشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.885) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.023) وهي اقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي كلما ارتفعت قيمة الأرباح المحتجزة كلما أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية . ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (78.28%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (21.72%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-3-11 الفرضية الحادي عشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.069) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.456) وهي اكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (0.47%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (99.53%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-3-12 معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

للحصول على معادلة الانحدار المتعدد تبين العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد تم استخدام طريقة (STEPWISE) لان هذه الطريقة تستبقي المتغيرات التي تؤثر معنويًا في المتغير التابع، وتبين النتائج أن المتغير المستقل الأكثر تأثيرًا في متوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية حسب معادلة الانحدار هو



نمو الأرباح المحتجزة، وبلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع من خلال النموذج الذي تم الحصول عليه (0.885)، ويبين معامل التحديد أن هذا المتغير قادر على تفسير ما نسبته (71.04%) من التغير الحادث في المتغير التابع من خلال النموذج وتعتبر هذه النسبة عالية نسبياً لمتغير واحد، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة (28.96%) إلى متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع كما تم الإشارة سابقاً في الإطار النظري، ويبين اختبار (F) أن نتيجة تحليل التباين لمعادلة الانحدار (10.815) بدلالة إحصائية (0.046) على وجود علاقة معنوية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع، وبناءً على ما تقدم يمكن نحدد نموذج الانحدار الخطي للتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية في قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالي كالتالي:

$$\text{العائد غير العادي} = 0.03104 - 0.05692 \times (x)$$

قيمة اختبار (t): (3.257) (-3.289)

الدلالة الإحصائية: (0.047) (0.046)

حيث أن:

X: نمو الأرباح المحتجزة

يتضح لنا من نتائج التحليل السابقة أن أي مستثمر في قطاع البنوك سوق فلسطين للأوراق المالية يستفيد من عملية التحليل المالي للمعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، ويعتبر من أكثر المتغيرات أهمية لهؤلاء المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في الاستثمار في أسهم شركة من شركات قطاع البنوك في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الرجوع نمو الأرباح المحتجزة.

### جدول (5-9)

#### نموذج الانحدار لقطاع البنوك

الحد الثابت	بيتا	قيمة f للنموذج	$r^2$ %
0.03104	-0.05692	10.815	71.04
3.257	-3.289	-	-
0.047	0.046	0.046	-

## 5-2-4 قطاع التأمين:

تم احتساب قيم نسب المتغيرات لشركة التأمين الوطنية والمجموعة الأهلية للتأمين، واخذ متوسطات المتغيرات لكل سنة من سنوات الدراسة، ومن ثم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

### جدول (5-10)

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع التأمين

متوسط العائد غير العادي المجمع			المتغيرات المستقلة
Sig.	r <sup>2</sup> %	Pearson Correlation	
0.486	0.05	- 0.022	نسبة التداول
0.027	76.22	(- 0.873)*	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
0.024	77.51	(- 0.880)*	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
0.332	7.11	0.267	معدل العائد على الأصول
0.433	1.11	0.105	معدل العائد على حقوق الملكية
0.176	28.62	- 0.535	معدل دوران إجمالي الأصول
0.396	2.68	- 0.164	نصيب السهم من التوزيعات
0.384	3.35	0.183	ربحية السهم
0.176	28.63	0.535	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
0.117	42.38	0.651	نمو الأرباح المحتجزة
0.124	40.66	0.638	كثافة رأس المال

وعند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، وما هي المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع بدلالة إحصائية معنوية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط إحصائي معنوي بالمتغير التابع، وهذا في ضوء الفرضيات الموضوعية كالتالي:

### 5-2-4-1 الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية H<sub>0</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع ( $-0.022$ ) وقيمة دلالاته الإحصائية ( $0.486$ ) وهي أكبر من ( $0.05$ )، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته ( $0.05\%$ ) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية ( $99.95\%$ ) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-4-2 الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع ( $-0.873$ ) وقيمة دلالاته الإحصائية ( $0.027$ ) وهي أقل من ( $0.05$ )، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كلما أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته ( $76.22\%$ ) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية ( $23.78\%$ ) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-4-3 الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.880) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.024) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كلما انخفضت إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (77.51%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (22.49%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-4-4 الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.267) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.332) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (7.11%) من

التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (92.89%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-4-2-5 الفرضية الخامسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.105) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.433) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (1.11%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (98.89%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-4-2-6 الفرضية السادسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.535) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.176) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل

التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (28.62%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (71.38%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 7-4-2-5 الفرضية السابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.164) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.396) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (2.68%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (97.32%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 8-4-2-5 الفرضية الثامنة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.183) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.384) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير العادي

المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (3.35%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (96.65%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 9-4-2-5 الفرضية التاسعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.535) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.176) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (28.63%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (71.37%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 10-4-2-5 الفرضية العاشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.651) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.117) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً

على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (42.38%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (57.62%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-4-11 الفرضية الحادي عشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.638) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.124) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (40.66%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (59.34%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-4-12 معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

للحصول على معادلة الانحدار المتعدد تبين العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد تم استخدام طريقة (STEPWISE) لأن هذه الطريقة تستبقي المتغيرات التي تؤثر معنويًا في المتغير التابع، وتبين النتائج أن المتغير المستقل الأكثر تأثيرًا في متوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية حسب معادلة الانحدار هو نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، وبلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع من خلال النموذج الذي تم الحصول عليه (0.880)، ويبين معامل التحديد أن هذا المتغير قادر على تفسير ما نسبته (70.01%) من التغير الحادث في المتغير التابع من خلال النموذج وتعتبر



هذه النسبة عالية نسبياً لمتغير واحد، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة (29.99%) إلى متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع كما تم الإشارة سابقاً في الإطار النظري، ويبين اختبار (F) أن نتيجة تحليل التباين لمعادلة الانحدار (10.338) بدلالة إحصائية (0.049) على وجود علاقة معنوية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع، وبناءً على ما تقدم يمكن نحدد نموذج الانحدار الخطي للتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية في قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالي كالتالي:

$$\text{العائد غير العادي} = 0.11466 - 0.04171(x) \\ \text{قيمة اختبار (t): } (3.059) \quad (-3.215) \\ \text{الدلالة الإحصائية: } (0.055) \quad (0.049) \\ \text{حيث أن:}$$

X: نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية

يتضح لنا من نتائج التحليل السابقة أن أي مستثمر في قطاع التأمين سوق فلسطين للأوراق المالية يستفيد من عملية التحليل المالي للمعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، ويعتبر من أكثر المتغيرات أهمية لهؤلاء المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في الاستثمار في أسهم شركة من شركات قطاع التأمين في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الرجوع نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية.

### جدول (5- 11)

#### نموذج الانحدار لقطاع التأمين

الحد الثابت	بيتا	قيمة f للنموذج	$r^2$ %
0.11466	-0.04171	10.338	70.01
3.059	-3.215	-	-
0.055	0.049	0.049	-

## 5-2-5 قطاع الخدمات:

تم احتساب قيم نسب المتغيرات للشركة الفلسطينية للكهرباء وشركة الاتصالات الفلسطينية، واخذ متوسطات المتغيرات لكل سنة من سنوات الدراسة، ومن ثم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

### جدول (5-12)

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لقطاع الخدمات

متوسط العائد غير العادي المجمع			المتغيرات المستقلة
Sig.	$r^2$ %	Pearson Correlation	
0.067	58.27	- 0.763	نسبة التداول
0.132	38.52	0.621	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
0.233	18.81	0.434	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
0.025	77.36	(- 0.880)*	معدل العائد على الأصول
0.137	37.19	-0.610	معدل العائد على حقوق الملكية
0.225	20.09	- 0.448	معدل دوران إجمالي الأصول
0.087	51.21	-0.716	نصيب السهم من التوزيعات
0.021	77.59	(- 0.892)*	ربحية السهم
0.382	3.49	- 0.187	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
0.125	40.25	- 0.634	نمو الأرباح المحتجزة
0.385	3.32	0.182	كثافة رأس المال

وعند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، وما هي المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع بدلالة إحصائية معنوية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط إحصائي معنوي بالمتغير التابع، وهذا في ضوء الفرضيات الموضوعية كالتالي:

### 5-2-5-1 الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع ( $-0.763$ ) وقيمة دلالاته الإحصائية ( $0.067$ ) وهي أكبر من ( $0.05$ )، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته ( $58.27\%$ ) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية ( $41.73\%$ ) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-5-2 الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع ( $0.621$ ) وقيمة دلالاته الإحصائية ( $0.132$ ) وهي أكبر من ( $0.05$ )، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته ( $38.52\%$ ) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية ( $61.48\%$ ) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 3-5-2-5 الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.434) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.233) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كلما انخفضت إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (18.81%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (81.19%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 4-5-2-5 الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.880) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.025) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع معدل العائد على الأصول أدى إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته

(77.36%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (22.64%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-5-2-5 الفرضية الخامسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.610) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.137) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (37.19%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (62.81%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 6-5-2-5 الفرضية السادسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.448) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.225) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل

التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (20.09%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (79.91%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 7-5-2-5 الفرضية السابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.716) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.087) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (51.21%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (48.79%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 8-5-2-5 الفرضية الثامنة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.892) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.021) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير

العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي انه كلما ارتفعت ربحية السهم أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (79.59%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (20.41%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 9-5-2-5 الفرضية التاسعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.187) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.382) وهي اكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (3.49%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (96.51%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 10-5-2-5 الفرضية العاشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.634) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.125) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (40.25%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (59.75%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-5-11 الفرضية الحادي عشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.182) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.385) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال ومتوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (3.32%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (96.68%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-5-12 معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

للحصول على معادلة الانحدار المتعدد تبين العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد تم استخدام طريقة (STEPWISE) لأن هذه الطريقة تستبقي المتغيرات التي تؤثر معنوياً في المتغير التابع، وتبين النتائج أن المتغير المستقل الأكثر تأثيراً في متوسط العائد غير العادي المجمع في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية حسب معادلة الانحدار هو ربحية السهم، وبلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع من خلال النموذج الذي



تم الحصول عليه (0.892)، ويبين معامل التحديد أن هذا المتغير قادر على تفسير ما نسبته (72.79%) من التغير الحادث في المتغير التابع من خلال النموذج وتعتبر هذه النسبة عالية نسبياً لمتغير واحد، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة (27.21%) إلى متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع كما تم الإشارة سابقاً في الإطار النظري، ويبين اختبار (F) أن نتيجة تحليل التباين لمعادلة الانحدار (11.701) بدلالة إحصائية (0.042) على وجود علاقة معنوية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير العادي المجمع، وبناءً على ما تقدم يمكن نحدد نموذج الانحدار الخطي للتنبؤ تحقيق عوائد غير عادية في قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية كالتالي:

$$\text{العائد غير العادي} = 0.02974 - 0.08096 \times (x)$$

قيمة اختبار (t): (3.627) (-3.421)

الدلالة الإحصائية: (0.036) (0.042)

حيث أن:

X: ربحية السهم

يتضح لنا من نتائج التحليل السابقة أن أي مستثمر في قطاع الخدمات سوق فلسطين للأوراق المالية يستفيد من عملية التحليل المالي للمعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية في قطاع الخدمات، ويعتبر من أكثر المتغيرات أهمية لهؤلاء المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في الاستثمار في أسهم شركة من شركات قطاع الخدمات في سوق فلسطين للأوراق المالية هي الرجوع ربحية السهم.

### جدول (5-13)

#### نموذج الانحدار لقطاع الخدمات

الحد الثابت	بيتا	قيمة f للنموذج	$R^2$ %
0.02974	- 0.08096	11.701	72.79
3.627	-3.421	-	-
0.036	0.042	0.042	-

## 5-2-6 القطاع الصناعي:

تم احتساب قيم نسب المتغيرات لشركة سجائر القدس وشركة القدس للمستحضرات الطبية، واخذ متوسطات المتغيرات لكل سنة من سنوات الدراسة، ومن ثم احتساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 كما يظهر في الجدول التالي:

جدول (5-14)

معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للقطاع الصناعي

متوسط العائد غير العادي المجمع			المتغيرات المستقلة
Sig.	$r^2$ %	Pearson Correlation	
0.276	12.99	0.360	نسبة التداول
0.018	81.23	(-0.901)*	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
0.043	67.80	(-0.823)*	نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية
0.183	27.28	0.522	معدل العائد على الأصول
0.263	14.54	-0.381	معدل العائد على حقوق الملكية
0.050	64.99	(0.806)*	معدل دوران إجمالي الأصول
0.412	1.93	0.139	نصيب السهم من التوزيعات
0.302	10.04	0.317	ربحية السهم
0.332	7.16	-0.268	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
0.022	78.95	(-0.888)*	نمو الأرباح المحتجزة
0.412	1.94	-0.139	كثافة رأس المال

وعند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها للتعرف على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ومدى الارتباط الموجود، وما هي المتغيرات التي ترتبط بالمتغير التابع بدلالة إحصائية معنوية، والمتغيرات المستقلة التي ليس لها ارتباط إحصائي معنوي بالمتغير التابع، وهذا في ضوء الفرضيات الموضوعية كالتالي:

## 5-2-6-1 الفرضية الأولى:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.360) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.376) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (12.99%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (87.01%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-6-2 الفرضية الثانية:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.901) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.018) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كلما أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (81.23%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (18.77%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-6-3 الفرضية الثالثة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.823) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.043) وهي أقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية كلما أدى ذلك إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (67.80%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (32.20%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

### 5-2-6-4 الفرضية الرابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.522) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.183) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته

(27.28%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (72.72%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-6-2-5 الفرضية الخامسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.381) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.263) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (14.54%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (85.46%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-6-2-6 الفرضية السادسة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.806) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.050) وهي تساوي من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي

انه كلما ارتفع معدل دوران إجمالي الأصول ارتفعت إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (64.99%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (35.01%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-6-7 الفرضية السابعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.139) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.412) وهي اقل من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفع نصيب السهم من التوزيعات فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (1.93%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (89.07%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-6-8 الفرضية الثامنة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (0.317) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.302) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (10.04%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (89.96%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-6-9 الفرضية التاسعة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع (-0.268) وقيمة دلالاته الإحصائية (0.332) وهي أكبر من (0.05)، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته (7.16%) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية (92.84%) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-6-10 الفرضية العاشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع ( $-0.888$ ) وقيمة دلالاته الإحصائية ( $0.022$ ) وهي أقل من ( $0.05$ )، مما يشير إلى قبول الفرضية البديلة وبناءً على ذلك فإنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو الأرباح المحتجزة ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية، أي أنه كلما ارتفعت قيمة الأرباح المحتجزة فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض إمكانية تحقيق عوائد غير عادية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  قوة العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته ( $78.95\%$ ) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية ( $21.05\%$ ) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

#### 5-2-6-11 الفرضية الحادي عشرة:

الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرضية البديلة  $H_1$ : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال والتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية (متوسط العائد غير العادي المجمع) في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية.

أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين هذا المتغير والمتغير التابع ( $-0.139$ ) وقيمة دلالاته الإحصائية ( $0.412$ ) وهي أكبر من ( $0.05$ )، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية وبناءً على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال ومتوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية. ويبين معامل التحديد  $r^2$  ضعف العلاقة حيث إن هذا المتغير المستقل قادر على أن يفسر ما نسبته ( $1.94\%$ ) من التغير في المتغير التابع، وأما النسبة المتبقية ( $98.06\%$ ) فإنها تدل على وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.



## 5-2-6-12 معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

للحصول على معادلة الانحدار المتعدد تبين العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فقد تم استخدام طريقة (STEPWISE) لان هذه الطريقة تستبقي المتغيرات التي تؤثر معنويًا في المتغير التابع، وتبين النتائج أن المتغير المستقل الأكثر تأثيرًا في متوسط العائد غير العادي المجمع في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية حسب معادلة الانحدار هو نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وبلغ معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع من خلال النموذج الذي تم الحصول عليه (0.901)، ويبين معامل التحديد أن هذا المتغير قادر على تفسير ما نسبته (74.97%) من التغير الحادث في المتغير التابع من خلال النموذج وتعتبر هذه النسبة عالية نسبيًا لمتغير واحد، ويعود الجزء المتبقي من هذه النسبة (25.03%) إلى متغيرات أخرى تؤثر على المتغير التابع كما تم الإشارة سابقًا في الإطار النظري، ويبين اختبار (F) أن نتيجة تحليل التباين لمعادلة الانحدار (12.983) بدلالة إحصائية (0.037) على وجود علاقة معنوية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ومتوسط العائد غير العادي المجمع، وبناءً على ما تقدم يمكن نحدد نموذج الانحدار الخطي للتنبؤ بتحقيق عوائد غير عادية في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالي كالتالي:

$$\text{العائد غير العادي} = 0.09458 - 0.25296 \times (x)$$

$$\text{قيمة اختبار (t): } (3.750) \quad (-3.603)$$

$$\text{الدلالة الإحصائية: } (0.033) \quad (0.037)$$

حيث أن:

X: نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

يتضح لنا من نتائج التحليل السابقة أن أي مستثمر في القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية يستفيد من عملية التحليل المالي للمعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية، ويعتبر من أكثر المتغيرات أهمية لهؤلاء المستثمرين في اتخاذ قراراتهم في الاستثمار في أسهم شركة من شركات القطاع الصناعي في سوق فلسطين للأوراق المالية هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.

### جدول (5-15)

#### نموذج الانحدار للقطاع الصناعي

الحد الثابت	بيتا	قيمة f للنموذج	$r^2$ %
0.09458	- 0.25296	12.983	74.97
3.750	-3.603	-	-
0.033	0.037	0.037	-

جدول (16-5) مقارنة معامل ارتباط المتغيرات المستقلة بمتوسط العائد غير العادي للسوق ككل وقطاعات السوق

المتغيرات المستقلة	القطاع الصناعي		قطاع الخدمات		قطاع التأمين		قطاع البنوك		قطاع الاستثمار		السوق ككل	
	Sig. (1-tailed)	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	Pearson Correlation
نسبة التداول	0.276	0.36	0.067	-0.763	0.486	-0.022	0.263	0.382	0.401	0.156	0.205	0.482
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	0.018	-0.901 *	0.132	0.621	0.027	-0.873 *	0.07	0.755	0.225	-0.447	0.047	0.812 *
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	0.043	-0.823 *	0.233	0.434	0.024	-0.880 *	0.134	0.617	0.275	-0.361	0.085	0.721
معدل العائد على الأصول	0.183	0.522	0.025	-0.880 *	0.332	0.267	0.047	-0.814 *	0.333	0.265	0.273	-0.364
معدل العائد على حقوق الملكية	0.263	-0.381	0.137	-0.61	0.433	0.105	0.035	-0.848 *	0.299	0.322	0.225	-0.448
معدل دوران إجمالي الأصول	0.05	0.806 *	0.225	-0.448	0.176	-0.535	0.091	-0.706	0.309	0.304	0.346	0.244
نصيب السهم من التوزيعات	0.412	0.139	0.087	-0.716	0.396	-0.164	0.275	-0.361	0.024	0.881 *	0.02	-0.894 *
ربحية السهم	0.302	0.317	0.027	-0.873 *	0.384	0.183	0.041	-0.830 *	0.395	0.166	0.239	-0.423
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	0.332	-0.268	0.382	-0.187	0.176	0.535	0.258	-0.39	0.48	0.032	0.456	0.069
نمو الأرباح المحتجزة	0.022	-0.888 *	0.125	-0.634	0.117	0.651	0.023	-0.885 *	0.209	-0.476	0.016	-0.909 *
كثافة رأس المال	0.412	-0.139	0.385	0.182	0.124	0.638	0.456	-0.069	0.489	0.017	0.409	0.144

# الفصل السادس

## النتائج والتوصيات

النتائج  
التوصيات

## النتائج:

في ضوء ما تقدم يمكن التوصل للنتائج التالية:

- 1- قد يستطيع المستثمر في سوق فلسطين للأوراق المالية تحقيق عوائد غير عادية أو تجنب تحقيق خسائر غير عادية.
- 2- يتضح من نتائج الدراسة أهمية القوائم المالية في تاريخ نشرها ودورها في توجيه المستثمر نحو الاستثمار الأنسب، ولا تعتبر بيانات القوائم المالية بحد ذاتها هي الأساس الذي يجب الاعتماد عليه، ولكن تحويل هذه البيانات إلى مؤشرات تساعد المستثمر في التحليل والمقارنة بين أداء الشركات وأداء الشركة نفسها على عدة سنوات هو الجزء الأهم.
- 3- تعتبر عملية التحليل المالي للقوائم المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية هامة ومفيدة لمستثمرين، حيث أشارت النتائج إلى إمكانية المستثمر على تحقيق عوائد غير عادية نتيجة لتحليل القوائم المالية.
- 4- لا يمكن للمستثمر الاعتماد على جزئية معينة من المؤشرات المالية عند التحليل، بل يجب استخدام مؤشرات متنوعة لتشمل مجمل أداء الشركة.
- 5- أظهرت النتائج أن اغلب العلاقات الانحدارية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع هي علاقة سالبة باستثناء قطاع الاستثمار (التمثل بشركة فلسطين للتنمية والاستثمار)، وهذا يخالف ما توصلت إليه غالبية الدراسات السابقة التي أفادت بان العلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع هي علاقة موجبة، ويعتقد الباحث انه قد يعود ذلك إلى احد الأسباب التالية:
  - أ- وجود نظرة سلبية لدى المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية في القوائم المالية نتيجة لعدم الثقة في هذه القوائم.
  - ب- وجود نظرة ايجابية مغالية من قبل المستثمرين في تحقيق الأرباح وطرح الأسهم بشكل كبير مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية.
  - ت- وجود مجموعة لها نفوذ واسع تستطيع الحصول على معلومات خاصة مسبقا وتتمتع برؤوس أموال كبيرة تسيطر على أداء السوق بطرح أسهم بشكل كبير للتداول مما يؤدي إلى تراجع السعر ومن ثم شراؤها بالسعر المنخفض وبذلك هي من تحقق عوائد غير عادية في فترة لاحقة.
- 6- تشير بيانات الدراسة إلى أن القيمة السوقية لمعظم الشركات تصل إلى عدة إضعاف القيمة الدفترية وبالذات في عامي (2005-2006)، في حين أن المعقول هو أن تكون القيمة السوقية قريبة من القيمة الدفترية، وقد تحسنت هذه النسبة في العامي (2006-

- (2007)، مما يدل على سوء تقدير للقيمة السوقية من قبل المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية، وان هناك عوامل أخرى تدفع السعر تجاه الصعود.
- 7- في سوق فلسطين للأوراق المالية تم اختبار مدى قدرة بعض المتغيرات المستقلة (النسب المالية) على التنبؤ بالمتغير المستقل (متوسط العائد غير العادي المجمع) باستخدام الاختبارات الإحصائية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد لتسع شركات من جميع قطاعات السوق خلال الفترة ما بين (2004-2008) وذلك باستخدام (11) نسبة مالية، وقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك متغيراً تربطه علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بتحقيق عوائد غير عادية، وكانت العلاقة الانحدارية سالبة.
- 8- في قطاع الاستثمار تم اختبار مدى قدرة بعض المتغيرات المستقلة (النسب المالية) على التنبؤ بالمتغير المستقل (متوسط العائد غير العادي المجمع) باستخدام الاختبارات الإحصائية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد لشركة فلسطين للتنمية والاستثمار خلال الفترة ما بين (2004-2008) وذلك باستخدام (11) نسبة مالية، وقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك متغيراً تربطه علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بتحقيق عوائد غير عادية، وكانت العلاقة الانحدارية موجبة.
- 9- في قطاع البنوك تم اختبار مدى قدرة بعض المتغيرات المستقلة (النسب المالية) على التنبؤ بالمتغير المستقل (متوسط العائد غير العادي المجمع) باستخدام الاختبارات الإحصائية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد للبنك العربي الإسلامي وبنك الاستثمار الفلسطيني خلال الفترة ما بين (2004-2008) وذلك باستخدام (11) نسبة مالية، وقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك متغيراً تربطه علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بتحقيق عوائد غير عادية، وكانت العلاقة الانحدارية سالبة.
- 10- في قطاع التأمين تم اختبار مدى قدرة بعض المتغيرات المستقلة (النسب المالية) على التنبؤ بالمتغير المستقل (متوسط العائد غير العادي المجمع) باستخدام الاختبارات الإحصائية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد لشركة التأمين الوطنية والمجموعة الأهلية للتأمين خلال الفترة ما بين (2004-2008) وذلك باستخدام (11) نسبة مالية، وقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك متغيراً تربطه علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بتحقيق عوائد غير عادية، وكانت العلاقة الانحدارية سالبة.
- 11- في قطاع الخدمات تم اختبار مدى قدرة بعض المتغيرات المستقلة (النسب المالية) على التنبؤ بالمتغير المستقل (متوسط العائد غير العادي المجمع) باستخدام الاختبارات الإحصائية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد شركة الكهرباء الفلسطينية وشركة الاتصالات الفلسطينية خلال الفترة ما بين (2004-2008) وذلك باستخدام (11) نسبة

مالية، وقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك متغيراً تربطه علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بتحقيق عوائد غير عادية، وكانت العلاقة الانحدارية سالبة.

12- في القطاع الصناعي تم اختبار مدى قدرة بعض المتغيرات المستقلة (النسب المالية) على التنبؤ بالمتغير المستقل (متوسط العائد غير العادي المجمع) باستخدام الاختبارات الإحصائية ونموذج الانحدار الخطي المتعدد شركة سجنار القدس وشركة القدس للمستحضرات الطبية خلال الفترة ما بين (2004-2008) وذلك باستخدام (11) نسبة مالية، وقد أظهرت نتائج الاختبار أن هناك متغيراً تربطه علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بتحقيق عوائد غير عادية، وكانت العلاقة الانحدارية سالبة.

## التوصيات:

من خلال النتائج التي توصل إليها الباحث فإنه يوصي بالاتي:

- 1- على المستثمرين الاهتمام بالقوائم المالية للشركات لما تحتويه من معلومات مهمة ومفيدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- 2- متابعة أي معلومات وبيانات مالية تصدر عن الشركات المدرجة في السوق لما قد يكون له من تأثير على القيمة السوقية لأسهمها.
- 3- توعية المستثمرين بأهمية التحليل المالي، وكيفية الاستفادة من مدلولات المؤشرات المالية، وذلك للوصول بسعر السهم إلى سعر التوازن المقبول.
- 4- التأكيد على أهمية إفصاح الشركات حسب الأصول وفي المواعيد المحددة، وتطبيق أحكام القانون بحق الشركات التي لا تلتزم بالقوانين المتعلقة بالإفصاح الكافي.
- 5- العمل بكل الوسائل المتاحة على توعية المجتمع الفلسطيني بأهمية الاستثمار، ومحاولة جذب أكبر عدد من الفئات إلى الاستثمار في السوق، لأن في زيادة عدد المستثمرين يؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق.
- 6- بالرغم من النماذج التي تم التوصل إليها تعتبر ضعيفة نوعا ما من حيث إنها تعتمد على مؤشر واحد لكل نموذج، ولكن قد تعطي المستثمر مؤشرا جيدا تساعد في اتخاذ قراراته الاستثمارية.
- 7- ينصح بإجراء دراسة تتناول تحقيق عوائد غير عادية في تاريخ الإعلان عن توزيعات الأرباح من قبل الشركات.

## قائمة المراجع

- القران الكريم  
المراجع العربية:
- أبو نصار، مأمون ومحمد الدبعي، (2002): "المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل"، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 29، العدد الثاني، ص 278-296.
- البير، نادر، (2006): "تأثير الإعلان عن زيادة رأس المال على العوائد غير العادية لأسهم البنوك المصرية"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 67، ص 229-279.
- الجرجاوي، حليلة خليل، (2008): "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للنتبؤ بأسعار الأسهم"، رسالة ماجستير ' الجامعة الإسلامية، غزة.
- الحناوي، محمد صالح، (2000): "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم، (2007): "الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية.
- الدسوقي، إيهاب، (2003): "اقتصاديات كفاءة البوصة"، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، دار النهضة العربية، القاهرة.
- الراوي، خالد وهيب، (1999): "إدارة المخاطر المالية"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للتوزيع والنشر-عمان.
- الزبيدي، حمزة محمود، (2001): "أساسيات الإدارة المالية"، عمان، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- السعيدة، منصور إبراهيم، (1996): "مقدرة المعلومات المنشورة على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية"، المنارة، مجلد 1، العدد 3، ص 153-184.
- الشديفات، خلدون إبراهيم، (2001): "إدارة وتحليل مالي"، عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى.
- الصياح، عبد الستار مصطفى، والعامري، سعود جايد، (2003): "الإدارة المالية (اطر نظرية وحالات عملية)"، عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى.
- العريبي، عصام فهد، (2002): "بورصة الأوراق المالية (بين التطبيق والنظرية)"، دار الرضا للنشر.



- العمار، رضوان وليد، (1997): "أساسيات في الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل)"، جامعة تشرين، سوريا، جامعة فيلادلفيا، الأردن، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع.
- الفداغ، فداغ، (2002): "المحاسبة المتوسطة النظرية والتطبيق في القوائم المالية والأصول"، الكتاب الأول، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية.
- المومني، غازي فلاح، (2003): "إدارة المحافظ الاستثمارية"، عمان، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع.
- الهندي، منير هندي، (1997): "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثالثة.
- جربوع، يوسف محمد، (2002) "مراجعة الحسابات المتقدمة (وفقاً لمعايير المراجعة الدولية)"، غزة، فلسطين، الطبعة الأولى.
- حداد، فايز، (2001): "العلاقة بين التدفقات النقدية من التشغيل والاستثمار والتمويل والعوائد غير العادية"، مجلة دراسات، المجلد 28، العدد 1، ص 1-14.
- حماد، طارق عبد العال، (2005): "التقارير المالية"، جامعة عين شمس، الدار الجامعية.
- حماد، طارق عبد العال، (2006): "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية (لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان نظرة حالية ومستقبلية)"، جامعة عين شمس، الدار الجامعية.
- حنفي، عبد الغفار، (2002): "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، جامعة الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار، (2005/2004): "البورصات (أسهم-سندات-وثائق استثمار-خيارات)"، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- حنفي، عبد الغفار، وقرياقص، رسمية زكي، (2002): "مدخل معاصر في الإدارة المالية"، جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- خان، محمد يونس وغرابية، هشام صالح، (1995): "الإدارة المالية"، مركز الكتب الأردني، الأردن.
- خريوش، حسني علي وإرشيد، عبد المعطي رضا، (1988): "الأسواق المالية"، جامعة العلوم التطبيقية، دار زهران، عمان.
- دهمش، نعيم وآخرون، (2005): "مبادئ المحاسبة"، الجامعة الأردنية، عمان الأردن، مطابع الدستور التجارية، الطبعة الثانية.
- رمضان، زياد، (2007): "مبادئ الاستثمار"، جامعة العلوم التطبيقية، عمان، الأردن، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة.

- صبيحي، محمد حسني عبد الجليل، (2002): "دور المراجع الخارجي في زيادة فعالية الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المنشورة في البيئة المصرية دراسة تحليلية"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الأول، ص 1- 57.
- عبد الله، عبد القادر، (1995): "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 11، العدد الأول، ص 135-155.
- عبد الهادي، محمد سعيد، (1999-2000): "الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل - التحليل المالي)"، جامعة فيلادلفيا، عمان، الأردن، الحامد، الطبعة الأولى.
- عقل، مفلح محمد، (2006): "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى.
- كراجة، عبد الحليم وآخرون، (2002): "الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)"، عمان، الأردن، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية.
- كنجو، كنحو عبود، وفهد، إبراهيم وهبي، (1997): "الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.
- لجنة معايير المحاسبة الدولية، (2001): "معايير المحاسبة الدولية 2000"، ترجمة جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين (الأردن)، دائرة المكتبة الوطنية، الأردن.
- لطفي، أمين السيد احمد، (2006): "نظرية المحاسبة"، جامعة القاهرة، الدار الجامعية.
- مطر، محمد، (1999): "إدارة الاستثمارات"، عمان، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية.
- مطر، محمد، (2003): "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)"، جامعة البترا، الأردن، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى.
- معروف، هوشيار، (2003): "الاستثمارات والأوراق المالية"، جامعة البلقاء التطبيقية، السلط، الأردن، دار الصفاء للنشر والتوزيع.
- من إصدارات المجمع العربي للمحاسبين القانونيين. (2001): "مبادئ التقارير المالية المتقدمة"، مطابع شمس، عمان الأردن.
- من إصدارات المجمع العربي للمحاسبين القانونيين. (2001): "ممارسات المحاسبة المالية المتقدمة"، مطابع شمس، عمان الأردن.
- نور، عبد الناصر إبراهيم وآخرون، (1999): "أصول المحاسبة المالية"، الجزء الثاني، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الثانية.

- نور، عبد الناصر، (2004): "العلاقة بين بعض المؤشرات المالية والعوائد غير العادية"، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة الإسراء، المجلد 20، العدد 3(ب)، ص 1769-1794.
- هندي، منير إبراهيم، (1996): "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، جامعة طنطا، المعارف بالإسكندرية.

#### المراجع الأجنبية:

- Alexander, David & Britton, Anne. (1999): "Financial Reporting", International Thomson Business Press, 5th Edition, London, UK.
- Ball, R. and Brown, P., (1968): "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, Aug, pp. 159-177.
- Ball, R. and Kothari, S. P., (1991): "Security Returns Around Earnings Announcements", The Accounting Review, Oct, pp. 718-738.
- Beaver, William H, (1972): "The Behavior of Security Price", the Accounting Review, Supplement, pp. 407.
- Bragg, Steven M., (2007): "Financial Analysis", John Wiley & Sons, 2nd edition, Canada.
- Brigham, Eugene F & Ehrhardt, Michael C, (2005): "Financial Management", Thomson, 11 edition, USA
- Broyles, Jack, (2003): "Financial Management and Real Options", Wiley, England.
- Elsharkawy, Ashraf and Garrod, Neil, (1996): "The Impact of Investor Sophistication on Price Responses to Earnings News", Journal of Business Finance & Accounting, Marck.
- Fontanills, George A., & Gentile, Tom, (2001): "The Stock Market Course", John Wiley & Sons, Inc, USA.
- Gallati, Reto R., (2003): "Risk Management and Capital Adequacy", McGraw Hill, USA.
- Gapenski, Louis C., (2005): "Healthcare finance: An Introduction to Accounting and Financial Management", 3ed edition, USA.

- Guerard Jr., John B., (2005): "Corporate Financial Policy and R&D Management", John Wiley & Sons, Inc., USA.
- Hassan, Omaila A.G. and others, (2009): "The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt", The International Journal of Accounting, Vol. 44, pp 79-102
- Helfert, Erich A., (2001): "Financial Analysis: Tools and Techniques", McGraw Hill, USA.
- Hitchner, James R. & Mard, Michael J., (2003): "Financial Valuation Workbook", by John Wiley & Sons, USA.
- Jose, M. L. and Stevens, J. L., (1989): "Capital Market Valuation of Divided Policy", Journal of Business Finance & Accounting, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 16, No. 5, Winter, pp. 651-661.
- Pilbeam, Keith, (1998): "Finance and Financial Markets", Macmillan Business.
- Smith, Malcolm, (2008): "Stock prices and accounting information: evidence from Malaysia", Asian Review of Accounting, Vol. 16, No. 2, pp. 109-133.
- Bodie, Zvi and others, (2004): "Essentials of Investments", McGraw Hill, USA.
- Bolten, Steven E., "Stock market cycles", Quorum Books, First published, USA, 2000.
- Broyles, Jack, (2003): "Financial Management and Real Options", Wiley, England.
- Fabozzi, Frank J. & Modigliani, Franco, (1992): "Capital Markets Institution and Instruments", Prentice Hall, New Jersey.
- Faerber, Esme', (2008): "All About Stock", McGraw Hill, 3ed Edition, USA.
- Feldman, Matan and Libman, Arkady, (2007): "Crash course in accounting and financial statement analysis", Wiley, USA.
- Feldman, Matan, & Libman, Arkady, (2007): "Crash Course in Accounting and Financial Statement Analysis", John Wiley & Sons, USA.

- Garrison, Ray H. and others, (2006): "Managerial Accounting", McGraw-Hill, USA.
- Gitman, Lawrence J., (2006): "Principles of Managerial Finance", Addison Wesley, USA.
- Guenther, David A., (2005): "Financial Reporting and Analysis", McGraw-Hill / Irwin, USA.
- Quiry, Pascal, Dallochio, Maurizio, Fur, Yann Le & Salvi, Antonio, (2005): " Corporate Finance Theory and Practice", John Wiley & Sons Ltd, England.
- Relly, F.K. & Brown, K.C, (2003): "Investment Analysis and Portfolio Management", 7<sup>th</sup> Edition, South Westem.
- Ross, Stephen A. and others, (1991): "Fundamentals of Corporate Finance", Irwin, USA.
- Ross and others, (1999): :Essential and corporate finance", 2<sup>nd</sup> edition, New York, Irwin M. Graw-hill, pp. 277.
- Schall, Lawrence D. and Haley, Charles W., (1986): "Introduction to Financial Management", McGraw-Hill Book Company, 4th Edition, USA.
- Vance, David E., (2003): "Financial Analysis & Decision Making", McGraw Hill, USA.

المواقع الالكترونية:

- التقرير السنوي 2008، شباط، 2009

[www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)

- الميداني، محمد أيمن عزت، "تطوير أسواق الرأسمال في سورية"، موقع جمعية العلوم الاقتصادية السورية، الثلاثاء 19 شباط، 2002.

[http://www.mafhoum.com/syr/articles\\_02/midani/midani.htm](http://www.mafhoum.com/syr/articles_02/midani/midani.htm)

- مجلة سوق المال الفلسطيني، مجلة شهرية، العدد 8، شباط، 2009

[www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)

- ملحق سنوي تصدره سوق فلسطين للأوراق المالية. (الأربعاء، 28 كانون ثاني 2009): "الإفصاح في سوق فلسطين للأوراق المالية 2008"، حصاد 2008.

[www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)

- ملخص القوانين والأنظمة، حزيران، 2008

[www.p-s-e.com](http://www.p-s-e.com)

# الملاحق

## النسب المالية لشركات قطاع الاستثمار

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	انحدار الشركة		تاريخ إعداد تقرير مدقق الحسابات	السنة المالية	رمز الشركة	اسم الشركة
												مع مؤشر السوق					
												بيتا السهم	الحد الثابت				
0.016	0.801	0.496	1.681	0.217	0.059	0.224	0.176	0.131	0.246	0.183	2.337	1.165	-0.002	19/02/2005	2004	PADICO	فلسطين للتنمية والاستثمار
0.004	0.799	1.000	2.757	0.584	0.039	0.389	0.314	0.267	0.177	0.150	3.569			30/03/2006	2005		
0.004	0.778	0.346	2.129	0.115	0.034	0.132	0.084	0.063	0.329	0.248	1.607			27/03/2007	2006		
-0.004	0.785	0.871	1.783	0.140	0.036	0.141	0.100	0.077	0.300	0.231	2.218			31/03/2008	2007		
0.002	0.852	1.238	1.000	0.090	0.039	0.112	0.058	0.042	0.392	0.282	1.197			12/02/2009	2008		



## النسب المالية لشركات قطاع البنوك

متوسط العائد غير العادي المجموع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	انحدار الشركة مع مؤشر السوق		تاريخ إعداد تقرير مدقق الحسابات	السنة المالية	رمز الشركة	اسم الشركة
												بيتا السهم	الحد الثابت				
0.018	0.122	-0.348	1.105	0.040	0.000	0.040	0.038	0.005	7.176	0.878	2.351	0.693	0.002	17/03/2005	2004	AIB	البنك العربي الإسلامي
-0.010	0.146	1.000	1.812	0.172	0.028	0.051	0.147	0.019	6.429	0.840	2.060			06/02/2006	2005		
0.051	0.143	1.057	1.228	0.126	0.050	0.031	0.115	0.018	5.445	0.845	2.227			08/02/2007	2006		
-0.018	0.109	1.555	1.658	0.149	0.042	0.046	0.131	0.018	6.445	0.866	1.812			06/02/2008	2007		
0.009	0.112	1.066	1.013	0.133	0.048	0.054	0.107	0.017	5.374	0.843	2.140			02/03/2009	2008		
0.049	0.013	0.135	1.094	0.057	0.045	0.027	0.043	0.008	4.081	0.803	1.229	0.220	0.004	23/06/2005	2004	PIBC	بنك الاستثمار الفلسطيني
-0.025	0.014	1.000	1.630	0.292	0.025	0.033	0.081	0.028	1.934	0.659	1.496			16/04/2006	2005		
-0.016	0.018	0.397	1.759	0.093	0.039	0.040	0.064	0.018	2.604	0.723	1.360			22/03/2007	2006		
0.004	0.019	0.362	0.979	0.104	0.067	0.032	0.068	0.017	3.089	0.755	1.298			13/03/2008	2007		
-0.019	0.019	0.313	0.922	0.074	0.070	0.044	0.048	0.014	2.482	0.713	1.376			19/03/2009	2008		

## النسب المالية لشركات قطاع التأمين

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الإرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	انحدار الشركة مع مؤشر السوق		تاريخ إعداد تقرير مدقق الحسابات	السنة المالية	رمز الشركة	اسم الشركة
												بيتا السهم	الحد الثابت				
-0.054	0.360	0.259	2.379	0.168	0.102	0.044	0.101	0.025	3.127	0.757	3.453	0.227	0.001	17/02/2005	2004	NIC	شركة التأمين الوطنية
0.018	0.425	1.000	5.655	0.770	0.023	0.072	0.349	0.094	2.678	0.733	2.477			06/02/2006	2005		
-0.014	0.478	0.288	4.562	0.094	0.021	0.048	0.060	0.016	2.867	0.741	3.325			13/01/2007	2006		
-0.001	0.485	0.509	3.448	0.313	0.026	0.030	0.182	0.051	2.567	0.720	3.277			15/02/2008	2007		
-0.004	0.446	0.652	2.209	0.305	0.038	0.090	0.168	0.047	2.574	0.720	3.587			16/02/2009	2008		
-0.009	0.797	0.214	2.653	0.139	0.015	0.034	0.114	0.024	3.725	0.788	1.589	0.269	0.000	24/02/2005	2004	AIG	المجموعة الأهلية للتأمين
0.007	0.773	1.000	5.804	0.501	0.039	0.048	0.303	0.082	2.648	0.730	1.661			20/03/2006	2005		
0.012	0.425	0.341	2.257	0.186	0.047	0.027	0.132	0.033	3.024	0.751	3.364			24/01/2007	2006		
-0.003	0.435	1.788	0.863	0.329	0.158	0.035	0.206	0.057	2.624	0.724	3.611			29/02/2008	2007		
-0.003	0.404	0.361	0.539	0.183	0.200	0.046	0.123	0.032	2.890	0.743	2.790			12/03/2009	2008		

## النسب المالية لشركات قطاع الخدمات

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	انحدار الشركة مع مؤشر السوق		تاريخ إعداد تقرير مدقق الحسابات	السنة المالية	رمز الشركة	اسم الشركة
												بيتا السهم	الحد الثابت				
0.010	0.790	0.899	1.708	0.157	0.050	0.156	0.135	0.053	1.542	0.607	2.347	0.512	-0.003	24/03/2005	2004	PEC	شركة الكهرباء
-0.015	0.795	1.000	1.157	0.127	0.072	0.156	0.107	0.044	1.449	0.592	1.783			08/03/2006	2005		
0.007	0.687	1.076	1.094	0.123	0.075	0.165	0.101	0.044	1.306	0.566	1.999			03/04/2007	2006		
0.007	0.718	0.837	0.883	0.073	0.057	0.191	0.061	0.029	1.114	0.527	2.094			11/03/2008	2007		
0.018	0.733	1.073	0.770	0.105	0.105	0.212	0.085	0.046	0.857	0.462	2.344			16/03/2009	2008		
-0.002	0.753	0.817	3.982	0.564	0.023	0.507	0.261	0.159	0.644	0.392	0.976	1.054	-0.001	27/02/2005	2004	PALTEL	الاتصالات الفلسطينية
0.009	0.644	1.000	5.661	0.692	0.044	0.511	0.346	0.235	0.414	0.281	1.785			17/02/2006	2005		
0.003	0.690	0.875	2.829	0.427	0.039	0.487	0.236	0.149	0.584	0.369	1.309			17/02/2007	2006		
0.010	0.646	1.537	2.777	0.498	0.043	0.537	0.236	0.155	0.520	0.342	1.344			12/02/2008	2007		
-0.027	0.587	3.129	2.243	0.678	0.071	0.630	0.268	0.193	0.388	0.280	1.853			18/02/2009	2008		

## النسب المالية لشركات القطاع الصناعي

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	انحدار الشركة مع مؤشر السوق		تاريخ إعداد تقرير مدقق الحسابات	السنة المالية	رمز الشركة	اسم الشركة
												بيتا السهم	الحد الثابت				
0.023	0.201	0.864	2.220	0.145	0.047	2.358	0.094	0.053	0.761	0.432	1.883	0.157	0.000	22/02/2005	2004	JCC	شركة سجانر القدس
-0.007	0.163	1.000	3.089	0.132	0.039	1.903	0.085	0.042	1.048	0.512	1.680			19/02/2006	2005		
0.013	0.137	1.087	2.303	0.212	0.042	1.577	0.116	0.048	1.435	0.589	1.492			25/02/2007	2006		
0.003	0.161	0.897	2.455	0.265	0.055	1.832	0.173	0.068	1.546	0.607	1.428			11/03/2008	2007		
-0.006	0.144	1.126	2.051	0.389	0.056	1.616	0.247	0.088	1.814	0.645	1.370			11/03/2009	2008		
0.011	0.281	0.730	0.997	0.739	0.033	0.761	0.164	0.136	0.202	0.168	7.537			0.429	-0.001		
0.008	0.286	1.000	2.063	0.710	0.025	0.650	0.144	0.116	0.236	0.191	6.535	25/01/2006	2005				
-0.003	0.186	0.754	1.668	0.336	0.017	0.462	0.095	0.083	0.150	0.130	10.326	30/01/2007	2006				
0.001	0.228	1.095	1.423	0.353	0.022	0.456	0.097	0.083	0.171	0.146	8.367	03/02/2008	2007				
-0.003	0.397	1.438	1.046	0.353	0.023	0.380	0.086	0.074	0.154	0.133	6.798	02/02/2009	2008				

متوسط النسب للشركات محل الدراسة

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	السنة المالية
0.0071	0.457	0.637	1.980	0.247	0.044	0.461	0.125	0.066	2.389	0.576	2.634	2004
-0.0013	0.450	1.000	3.292	0.616	0.056	0.426	0.256	0.120	1.908	0.521	2.525	2005
0.0062	0.394	0.849	2.203	0.190	0.050	0.332	0.112	0.052	1.971	0.551	2.976	2006
-0.0001	0.398	0.952	1.808	0.241	0.056	0.366	0.134	0.061	2.042	0.546	2.828	2007
-0.0036	0.411	1.032	1.310	0.256	0.072	0.354	0.132	0.061	1.881	0.536	2.606	2008

متوسط النسب لشركات قطاع الاستثمار

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	السنة المالية
0.0163	0.801	0.496	1.681	0.217	0.059	0.224	0.176	0.131	0.246	0.183	2.337	2004
0.0045	0.799	1.000	2.757	0.584	0.039	0.389	0.314	0.267	0.177	0.150	3.569	2005
0.0042	0.778	0.346	2.129	0.115	0.034	0.132	0.084	0.063	0.329	0.248	1.607	2006
-0.0040	0.785	0.871	1.783	0.140	0.036	0.141	0.100	0.077	0.300	0.231	2.218	2007
0.0020	0.852	1.238	1.000	0.090	0.039	0.112	0.058	0.042	0.392	0.282	1.197	2008

متوسط النسب لشركات قطاع البنوك

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	السنة المالية
0.0336	0.068	-0.106	1.099	0.048	0.023	0.034	0.040	0.007	5.628	0.840	1.790	2004
-0.0176	0.080	1.000	1.721	0.232	0.027	0.042	0.114	0.023	4.181	0.750	1.778	2005
0.0173	0.080	0.717	1.493	0.109	0.045	0.036	0.090	0.018	4.024	0.784	1.793	2006
-0.0068	0.064	0.957	1.319	0.127	0.054	0.039	0.099	0.017	4.767	0.811	1.555	2007
-0.0049	0.066	0.683	0.967	0.103	0.059	0.049	0.077	0.015	3.928	0.778	1.758	2008

متوسط النسب لشركات قطاع التأمين

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	السنة المالية
-0.0312	0.440	0.238	2.516	0.417	0.059	0.080	0.242	0.056	3.426	0.765	2.521	2004
0.0123	0.505	1.000	5.730	0.636	0.031	0.060	0.325	0.088	2.668	0.721	2.069	2005
-0.0013	0.452	0.317	3.409	0.140	0.034	0.038	0.096	0.024	2.945	0.746	3.345	2006
-0.0021	0.460	1.141	2.156	0.321	0.092	0.033	0.194	0.054	2.596	0.722	3.444	2007
-0.0037	0.425	0.506	1.374	0.244	0.119	0.068	0.146	0.039	2.732	0.732	3.189	2008



متوسط النسب لشركات قطاع الخدمات

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الإيراح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	السنة المالية
0.0044	0.771	0.878	2.845	0.350	0.037	0.331	0.198	0.106	1.093	0.499	1.662	2004
-0.0031	0.720	1.000	3.409	0.410	0.058	0.333	0.227	0.139	0.932	0.436	1.784	2005
0.0049	0.688	1.025	1.961	0.275	0.057	0.326	0.169	0.096	0.945	0.468	1.654	2006
0.0084	0.682	1.016	1.830	0.285	0.050	0.364	0.149	0.092	0.817	0.435	1.719	2007
-0.0044	0.660	1.599	1.506	0.391	0.088	0.421	0.176	0.119	0.623	0.371	2.099	2008

متوسط النسب لشركات القطاع الصناعي

متوسط العائد غير العادي المجمع	كثافة رأس المال	نمو الأرباح المحتجزة	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	ربحية السهم	نصيب السهم من التوزيعات	معدل دوران إجمالي الأصول	معدل العائد على حقوق الملكية	صافي الربح إلى إجمالي الأصول	الديون إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	نسبة التداول	السنة المالية
0.0168	0.241	0.805	1.609	0.442	0.040	1.559	0.129	0.095	0.482	0.315	4.710	2004
0.0000	0.225	1.000	2.576	0.421	0.032	1.277	0.114	0.079	0.642	0.351	4.108	2005
0.0051	0.162	0.941	1.985	0.274	0.029	1.020	0.105	0.065	0.792	0.360	5.909	2006
0.0020	0.194	0.984	1.939	0.309	0.038	1.144	0.135	0.075	0.858	0.377	4.897	2007
-0.0043	0.271	1.263	1.549	0.371	0.040	0.988	0.166	0.081	0.984	0.389	4.084	2008

Correlations

المتغيرات المستقلة	متوسط العائد غير العادي المجمع		
	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	N
نسبة التداول	0.482	0.205	5
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	0.812 *	0.047	5
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	0.721	0.085	5
معدل العائد على الأصول	-0.364	0.273	5
معدل العائد على حقوق الملكية	-0.448	0.225	5
معدل دوران إجمالي الأصول	0.244	0.346	5
نصيب السهم من التوزيعات	-0.894 *	0.020	5
ربحية السهم	-0.423	0.239	5
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	0.069	0.456	5
نمو الأرباح المحتجزة	-0.909 *	0.016	5
كثافة رأس المال	0.144	0.409	5

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.909 <sup>a</sup>	.826	.768	.00228

a. Predictors: (Constant), نمو الأرباح المحتجزة

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.573E-02	.006		3.982	.028
	نمو الأرباح المحتجزة	-4.20E-02	.011	-.909	-3.772	.033

a. Dependent Variable: متوسط العائد غير العادي المجمع

## ثانياً: قطاع الاستثمار

### Correlations

المتغيرات المستقلة	متوسط العائد غير العادي المجمع		
	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	N
نسبة التداول	0.156	0.401	5
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	-0.447	0.225	5
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	-0.361	0.275	5
معدل العائد على الأصول	0.265	0.333	5
معدل العائد على حقوق الملكية	0.322	0.299	5
معدل دوران إجمالي الأصول	0.304	0.309	5
نصيب السهم من التوزيعات	0.881 *	0.024	5
ربحية السهم	0.166	0.395	5
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	0.032	0.480	5
نمو الأرباح المحتجزة	-0.476	0.209	5
كثافة رأس المال	0.017	0.489	5

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.881 <sup>a</sup>	.777	.702	.00403

a. Predictors: (Constant), نصيب السهم من التوزيعات

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

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.21E-02	.008		-2.614	.079
	نصيب السهم من التوزيعات	.646	.200	.881	3.230	.048

a. Dependent Variable: متوسط العائد غير العادي المجمع

## ثالثاً: قطاع البنوك

### Correlations

المتغيرات المستقلة	متوسط العائد غير العادي المجمع		
	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	N
نسبة التداول	0.382	0.263	5
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	0.755	0.070	5
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	0.617	0.134	5
معدل العائد على الأصول	-0.814 *	0.047	5
معدل العائد على حقوق الملكية	-0.848 *	0.035	5
معدل دوران إجمالي الأصول	-0.706	0.091	5
نصيب السهم من التوزيعات	-0.361	0.275	5
ربحية السهم	-0.830 *	0.041	5
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	-0.390	0.258	5
نمو الأرباح المحتجزة	-0.885 *	0.023	5
كثافة رأس المال	-0.069	0.456	5

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.885 <sup>a</sup>	.783	.710	.01114

a. Predictors: (Constant), نمو الأرباح المحتجزة

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

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.104E-02	.010		3.257	.047
	نمو الأرباح المحتجزة	-5.69E-02	.017	-.885	-3.289	.046

a. Dependent Variable: متوسط العائد غير العادي المجمع

## رابعاً: قطاع التأمين

### Correlations

المتغيرات المستقلة	متوسط العائد غير العادي المجمع		
	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	N
نسبة التداول	-0.022	0.486	5
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	-0.873 *	0.027	5
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	-0.880 *	0.024	5
معدل العائد على الأصول	0.267	0.332	5
معدل العائد على حقوق الملكية	0.105	0.433	5
معدل دوران إجمالي الأصول	-0.535	0.176	5
نصيب السهم من التوزيعات	-0.164	0.396	5
ربحية السهم	0.183	0.384	5
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	0.535	0.176	5
نمو الأرباح المحتجزة	0.651	0.117	5
كثافة رأس المال	0.638	0.124	5

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.880 <sup>a</sup>	.775	.700	.00870

a. Predictors: (Constant), نسبة الديون الى حقوق الملكية,

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

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.115	.037		3.059	.055
	نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية	-4.17E-02	.013	-.880	-3.215	.049

a. Dependent Variable: متوسط العائد غير العادي المجمع

## خامسا: قطاع الخدمات

### Correlations

المتغيرات المستقلة	متوسط العائد غير العادي المجمع		
	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	N
نسبة التداول	-0.763	0.067	5
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	0.621	0.132	5
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	0.434	0.233	5
معدل العائد على الأصول	-0.880 *	0.025	5
معدل العائد على حقوق الملكية	-0.610	0.137	5
معدل دوران إجمالي الأصول	-0.448	0.225	5
نصيب السهم من التوزيعات	-0.716	0.087	5
ربحية السهم	-0.873 *	0.027	5
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	-0.187	0.382	5
نمو الأرباح المحتجزة	-0.634	0.125	5
كثافة رأس المال	0.182	0.385	5

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.892 <sup>a</sup>	.796	.728	.00288

a. Predictors: (Constant), ربحية السهم

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

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.974E-02	.008		3.627	.036
	ربحية السهم	-8.10E-02	.024	-.892	-3.421	.042

a. Dependent Variable: متوسط العائد غير العادي المجمع

سادسا: القطاع الصناعي

Correlations

المتغيرات المستقلة	متوسط العائد غير العادي المجمع		
	Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)	N
نسبة التداول	0.360	0.276	5
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	-0.901 *	0.018	5
نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية	-0.823 *	0.043	5
معدل العائد على الأصول	0.522	0.183	5
معدل العائد على حقوق الملكية	-0.381	0.263	5
معدل دوران إجمالي الأصول	0.806 *	0.050	5
نصيب السهم من التوزيعات	0.139	0.412	5
ربحية السهم	0.317	0.302	5
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	-0.268	0.332	5
نمو الأرباح المحتجزة	-0.888 *	0.022	5
كثافة رأس المال	-0.139	0.412	5

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.901 <sup>a</sup>	.812	.750	.0039858

a. Predictors: (Constant), نسبة المديونية

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9.458E-02	.025		3.750	.033
	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	-.253	.070	-.901	-3.603	.037

a. Dependent Variable: متوسط العائد غير العادي المجمع