

تأثير ربحية السهم على عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية

دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2014-2018)

The Effect of Earnings per Share on Stock Returns on listed firms on Stock Exchange Case study of the Amman Stock Exchange during the period (2014-2018)

ط.د - جفدير الطاهر¹ / مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد للجامعة - جامعة محمد البشير

الابراهيمى - برج بوعريريج (الجزائر)، tahar.djareddir@univ-bba.dz

أ.د - صاطوري الجودي / مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد للجامعة - جامعة محمد البشير

الابراهيمى - برج بوعريريج (الجزائر)، djoudi.satouri@univ-bba.dz

تاريخ النشر: 2025-12-29

تاريخ القبول: 2025-12-11

تاريخ الاستلام: 2025-08-31

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، وهي علاقة مهمة تسمح للمستثمر الاسترشاد بها في المستقبل لبناء قراره الاستثماري في بورصة عمان. في هذه الدراسة وعلى عينة مكونة من 40 شركة مدرجة في بورصة عمان وخلال الفترة 2014-2018 تم تطبيق واتباع الأسلوب الوصفي والمنهج التحليلي والمنهج القياسي وذلك من خلال الاستعانة بالبرنامج الإحصائي (SPSS) تم من خلاله بحث العلاقة بين عوائد الأسهم مع الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية. حيث أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كل الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية من جهة وعوائد الأسهم من جهة أخرى. وأن المتغير "مستوى الأرباح" والمتغير "التغير في الأرباح"، هما متغيران ملائمان لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم في بورصة عمان، كما بينت النتائج تفوق المتغير "مستوى الأرباح" في تفسير التغير في عوائد الأسهم مقارنة بالمتغير "التغير في الأرباح". الكلمات المفتاحية: عائد السهم، التغير في الأرباح، مستوى الأرباح، الأرباح المحاسبية، بورصة عمان. تصنيف JEL: G11، G12، C52.

Abstract:

This study aims to examine the relationship between accounting earnings and stock returns for companies listed on the Amman Stock Exchange. This relationship is particularly important, as it provides investors with insights that can guide future investment decisions in the Amman stock exchange. Using a sample of 40 listed companies over the period 2014–2018, the study employed a descriptive approach alongside analytical and econometric methods. The statistical software (SPSS) was used to investigate the relationship between stock returns, accounting earnings, and changes in accounting earnings. The results revealed a statistically significant relationship between both accounting earnings and changes in accounting earnings on the one hand, and stock returns on the other. The variables "earnings level" and "change in earnings" were found to be suitable predictors of variations in stock returns on the Amman Stock Exchange. Moreover, the findings indicated that the variable "earnings level" outperformed "change in earnings" in explaining fluctuations in stock returns.

Keywords: Stock return, Change in earnings, earnings level, accounting profits, Amman Stock Exchange.

Jel Classification Codes: G11, G12, C52.

¹ المؤلف المرسل: الطاهر جفدير، الإيميل: tahar.djareddir@univ-bba.dz

1- تمهيد :

تتميز عوائد أسهم الشركات المسعرة في سوق بورصة الأوراق المالية دائما بالتقلبات نتيجة للتغيرات في أسعار الأسهم، وهو ما يظهر على الأداء المالي للشركة خلال فترة معينة. كما يتأثر عائد السهم بالعديد من العوامل، من بينها سياسة توزيع الأرباح التي غالبا ما تجلب إليها المستثمرين خاصة إذا قامت الشركة بتحديد نسبة توزيع أرباح مرتفعة. الأمر الذي ينعكس على قيمة الشركات من خلال زيادة أسعار الأسهم التي بدورها ستؤدي إلى زيادة عوائد الاسهم. ومع ذلك، فإن هذه الظاهرة تتعارض مع الأبحاث التي تنص على أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي على عوائد الأسهم.

العائد هو مكافأة يحصل عليها المستثمرون لقرارهم بتحمل مخاطر الاستثمار، لأن سوق رأس المال لا يمكنه تقديم ضمانات للمستثمرين بالحصول على عوائد الأسهم، ولكن يتوجب على المستثمرين الحصول على معلومات واضحة ومعقولة وفي الوقت المناسب كأساس لاتخاذ قرارات الاستثمار، كما يجب على المستثمر تنويع محافظته الاستثمارية من الأسهم وعدم المضاربة وتوخى الحذر من الاسهم المرتفعة والتي لا تعكس أدائها المالي. ولهذا يلاحظ أن المستثمرين يبحثون عن أسهم الشركات التي تنمو أرباحها المحاسبية بسرعة، مما يدل على وجود فرص كبيرة لتحقيق أرباح رأسمالية في المستقبل، وفي الوقت نفسه يجعل أسهمها جذابة للمستثمرين.

لا تزال العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم تحظى باهتمام واسع من طرف الباحثين، فقد أجريت الكثير من الدراسات التجريبية على مختلف الأسواق المالية العالمية، فمنذ ظهور الدراسة العلمية التي قام بها Ball & Brown (1968)، والتي أجريت على السوق الأمريكية والتي كشفت عن وجود علاقة إيجابية بين عائد الاسهم والأرباح المحاسبية، توالى دراسات عديدة هدفت للتحقق من العلاقة الموجودة بين مقاييس الربحية وعائد السهم، من أهم الدراسات الأكثر نجاحا هي تلك التي أجراها Lambert & Morse (1980)، Thomas & Lipson (1985)، Collins & Kothari (1989)، بالإضافة إلى دراسة Easton & Harris (1991) الذي توصل إلى وضع نموذج ساهم في تفسير العوائد السوقية للأسهم في السوق الأمريكية.

1.I - إشكالية البحث :

تتمحور إشكالية الدراسة حول اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية وعوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان الأردنية، وعليه تبرز معالم إشكالية البحث في السؤال الآتي: ما مدى تأثير ربحية السهم على العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2018؟

2.I - فرضيات البحث :

في ضوء الإشكالية المطروحة تم الاعتماد في الإجابة على إشكالية الدراسة على الفرضيات الآتية:

I . 2 . 1 - الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حصة السهم من الأرباح الذي تحققه الشركة وعائد السهم.

I . 2 . 2 - الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في حصة السهم من الأرباح وعائد السهم.

I . 2 . 3 - الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كلا المتغيرين حصة السهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح الذي تحققه الشركة وعائد السهم.

I . 3 . - أهداف البحث:

تهدف هذا البحث لاختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية متمثلة في ربحية السهم ($Earnings\ per\ Share$) كمتغير مستقل من جهة والعوائد السوقية للأسهم المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية كمتغير تابع من جهة أخرى، وما مدى قدرة النموذج المستخدم في تحسين القوة التفسيرية للعلاقة السابقة وكذا القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم. وذلك من أجل مساعدة المستثمرين ومديري المحافظ الاستثمارية في اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة.

4.I - أهمية البحث:

تكمن أهمية هذا البحث من كونه محاولة جادة من الباحثان لتسليط الضوء على أهمية بعض مقاييس الأداء المحاسبية وعلاقتها بالعوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان، كما توضح للمستثمرين في مجال الأوراق المالية في جميع القطاعات أهمية الأرباح المحاسبية ومدى الاعتماد عليها عند اتخاذ قرارات الاستثمار في بورصة عمان، كما يعتقد الباحثان أن أهمية هذا البحث سوف تظهر من خلال النتائج المتحصل عليها والتي سوف تحفز وتساعد عموم المتعاملين بالأسهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

5.I - الدراسات السابقة:

خلال فترة إنجاز هذه الدراسة، تم الاطلاع على مجموعة من الدراسات التي تناولت موضوع العلاقة بين ربحية السهم ($Earnings\ per\ Share$, EPS) وعوائد الأسهم، ويمكن ذكر جزء منها كما يلي:

سعى (Easton & Harris (1991 من خلال دراسته التي تم إجرائها على عينة من الشركات المدرجة في السوق الأمريكية والتي بلغت 2947 مؤسسة خلال الفترة 1969-1986، توصل من خلالها الباحثان إلى وجود ارتباط بين مستوى الأرباح المحاسبية الحالية (ربحية السهم EPS) مقسوما على سعر إغلاق السهم في نهاية شهر ديسمبر من كل سنة ($EPS_i/Pi-1$) والعائد السوقي للسهم وهو ما يتوافق مع مقترحات (Ohlson(1989، حيث بينت الدراسة أن كلا من المتغير المستقل الذي يمثل مستوى الأرباح الحالية ($EPS_i/Pi-1$) والمتغير المستقل الآخر المتمثل في التغير في الأرباح ($\Delta EPS/Pi-1$) متغيران مناسبان لتفسير التغير في عائد السهم، كما أظهر التحليل متعدد المتغيرات، الذي يتضمن المتغيرين السابقين (مستوى الأرباح و التغير في الأرباح) في نموذج الانحدار، زيادة في القوة التفسيرية لعوائد الاسهم، مقارنة بالنتائج التي تم الحصول عليها عند استعمال التحليل بمتغير واحد من بين المتغيرات السابقة الذكر

حسب الدراسة التي أجراها الباحثان (Kothari & Sloan(1992 على عينة من الشركات المدرجة في السوق الأمريكية تراوحت ما بين 2319 إلى 2721 مؤسسة خلال الفترة 1950-1988، توصل من خلالها الباحثان إلى أن عائد الأسهم يعكس خلال فترة ما، قدرة السوق المالية على توقع الأرباح المستقبلية. وتوصلت الدراسة إلى أنه يوجد مضمون معلوماتي إضافي لأسعار أسهم الشركات علاوة على المضمون المعلوماتي لأرباحها الحالية. وأن أسعار الأسهم لديها قدرة أكبر من الأرباح المحاسبية الحالية على التنبؤ بالأرباح وعليه فإن الأسعار هي التي تقود الأرباح وليس العكس، وأن العوائد السوقية للأسهم تعكس توقعات الأرباح المستقبلية.

كما أجرى الباحث (Fahd(2020 دراسته على عينة من الشركات المدرجة في السوق المالية الصينية خلال الفترة الممتدة من عام 2007 إلى عام 2016. حيث بلغت المشاهدات المقبولة 18 093 وهذا بعد استبعاد القيم المتطرفة، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ما إذا كان المتغير المستقل مستوى الأرباح مقسوما على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة مناسباً لتقييم العلاقة بين العوائد والأرباح، مقارنة بالمتغير المستقل التغير في الأرباح مقسوما على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة. ووجدت الدراسة أن متغير مستوى الأرباح هو أكثر ملاءمة لتفسير التغير في عوائد الأسهم من المتغير التقليدي المستخدم في البحث المحاسبي لعلاقة الأرباح

بالعوائد، والتي تعرف بأنها التغير في الأرباح. كما خلصت الدراسة إلى أن استخدام المتغيرين معا في نموذج واحد يؤدي إلى تحسين معامل الاستجابة للأرباح والقوة التفسيرية لنموذج علاقة العائد بالأرباح المحاسبية. تتماشى نتائج هذه الدراسة مع ما ورد في الأدبيات المحاسبية من الناحيتين النظرية والعملية. حيث وجد أن الأرباح مرتبطة بشكل إيجابي بعائد السهم في الفترة السابقة. وهذا يعني أن نتائج الدراسة الحالية تتماشى مع نتائج (1991) Easton & Harris التي أجريت في السوق الأمريكية.

وبحسب دراسة (Maditinos & al (2007) والتي أجريت على سوق الأوراق المالية أثينا في اليونان خلال فترة زمنية قدرت بـ 10 سنوات، من 1992 إلى 2001. وعلى عينة قدرت بـ 163 شركة، أعطت هذه الشركات مجموعه 977 مشاهدة بعد استبعاد القيم المتطرفة. فكتشفت هذه الدراسة أولا أهمية بعض مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية (EPS، ROI، ROE) في شرح التغيرات في عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية اليونانية. فكانت النتائج الرئيسية تشير إلى ارتباط كل من مستويات ربحية السهم (EPS) والتغيرات في ربحية السهم (EPS) بعائدات الأسهم في سوق رأس المال اليوناني بما يتوافق مع دراسة (1991) Easton & Harris ومعظم الدراسات ذات الصلة. كما بينت النتائج، تفوق مستويات ربحية السهم (EPS) والتغيرات في ربحية السهم (EPS) على المقاييس الأخرى المتمثلة في العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية في تفسير عوائد الأسهم. يمكن القول إن هذه الدراسة قدمت دليل واضح على أهمية مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية في سوق رأس المال اليوناني، حيث كانت القوة التفسيرية واضحة لربحية السهم (EPS) مقارنة بمقاييس الأداء الأخرى. كما أن الجمع بين ربحية السهم (EPS) مع العائد على الاستثمار كشف عن درجة أعلى في شرح التباين في عوائد الأسهم، وهذا وحده يشير إلى الحاجة إلى الاستخدام المشترك لهذه المقاييس لشرح التغيرات في عوائد الأسهم.

أما دراسة الفضل (2001) فقد استهدفت اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، وقد أسفرت نتائج الدراسة التي أجريت على عينة تحتوي على 26 شركة مسجلة في بورصة بغداد خلال الفترة 1992-1998 أن القدرة التفسيرية لكلا المتغيرين حصة السهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح لا تتعدى 10% من العوائد السوقية لأسهم الشركات العراقية المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية كما يرى الباحث أن المتغير المستقل المتمثل حصة السهم من الأرباح قوته التفسيرية كانت أقل قوة من قدرة المتغير المستقل المتمثل في التغير في حصة السهم من الأرباح وأن هذه النتائج لا تتوافق مع نتائج دراسة (1991) Easton & Harris التي أجريت على السوق الأمريكية.

هدفت دراسة الزهراني والديبي (2016) إلى اختبار السوق المالية السعودية. وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة بلغ عددها 87 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2003-2012، وقد بلغ عدد المشاهدات 870 مشاهدة. وقد أظهرت النتائج أن كل من المتغيرين المستقلين مستوى الأرباح والتغير في الأرباح، متغيران ملائمان لتفسير التغير في عوائد الأسهم. إلا أن المتغير المستقل مستوى الأرباح أكثر ملاءمة لتفسير عوائد الأسهم في السوق السعودي. وعلى المستثمر في السوق المالي السعودي عدم الاعتماد على متغير التغير في الأرباح كمتغير تفسيري وحيد للعوائد السوقية للأسهم وإنما يجب أن يأخذ بعين الاعتبار كلا من متغير التغير في الأرباح ومتغير مستوى الأرباح ذلك أن استخدام كلا المتغيرين يزيد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير عوائد أسهم الشركات السعودية. كما أكدت الدراسة انسجام وتوافق جميع نتائجها مع نتائج دراسة (1991) Easton & Harris التي أجريت على السوق الأمريكية.

دراسة ميرو والبيطار (2013) التي هدفت إلى اختبار السوق المالية السورية. وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية التي بلغ عددها 21 شركة خلال الفترة 2009-

2012، أسفرت عن عدد مشاهدات بلغ 69 مشاهدة. وقد أظهرت النتائج ضعف قدرة كل من المتغيرين مستوى الأرباح والتغير في الأرباح على تفسير التغيرات في عوائد السهم، وعلى المستثمر في السوق المالية السورية عدم الاعتماد على الأرباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم باستخدام نموذج دراسة (Easton & Harris, 1991). وأرجع الباحث ذلك إلى عدة أسباب منها صغر حجم العينة نظرا لمحدودية الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وكذا الظروف الاقتصادية التي مرت بها سوريا خلال المرحلة 2011 و2012 بسبب الثورة السورية، بالإضافة إلى اعتماد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية على مصادر أخرى للمعلومات عوض التقارير المالية النهائية.

II- الإطار النظري للدراسة :

II-1- مزايا الدخول إلى البورصة :

من بين أهم المزايا التي تستفيد منها الشركة والتي تتيحها عملية الدخول إلى البورصة ما يلي:

II-1-1 تنوع خيارات ومصادر التمويل :

تمثل الوظيفة الأساسية للبورصة في تنظيم ونقل الأموال من المتعاملين الذين لهم القدرة على التمويل مع أولئك الذين يحتاجون إلى التمويل ولذلك تتجه الشركة نحو البورصة لرفع رأسمالها وتعزيز أموالها الخاصة. (Sentis, 2005, p. 177) كما يزيد من قوتها التفاوضية مع البنوك والمصارف المالية عند رغبتها في الاقتراض البنكي، الشيء الذي يمكنها من الاستفادة من القروض بأقل تكلفة من حيث سعر الفائدة أو شروط الائتمان وهذا نظرا لقدرتها على تحقيق العوائد والوفاء بالديون. (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998, p. 39)

II-2-1 السيولة :

يدل التسعير في بورصة الأوراق المالية على قدرة الشركة وكفاءة وشفافية المعلومات المالية، مما يعطى المستثمر درجة معينة من الثقة، الأمر الذي يدفعه للحصول على الأوراق المالية وتداولها في البورصة (زيدان و بومدين، 2006، صفحة 3). فعملية التداول تسمح لصاحب الورقة المالية ببيعها إلى مستثمرين آخرين، وبالتالي المساهمة في توفير التمويل اللازم للشركات (عبد المطلب، 2010، الصفحات 82-83). كما تحظى سيولة الأصول المالية بأهمية كبيرة سواء للمستثمرين أو المصدرين، فبيع الأوراق المالية بأسعار مرتفعة سيكون له تأثير مباشر على القيمة السوقية للشركات المدرجة (أندراوس، 2006، صفحة 63).

II-3-1 زيادة شهرة المؤسسة :

تسمح عملية تسعير الشركة في سوق الأوراق المالية من تعزيز سمعتها وشهرتها وكسب المزيد من المصداقية لدى المستثمرين داخليا وخارجيا (بن شعيب و بوزاهر، 2015، صفحة 140).

II-4-1 توسيع قاعدة المساهمين :

في حالة رغبة أحد المساهمين التخلي أو التنازل عن أسهمه في رأس مال الشركة، فإن التسعير في البورصة يسمح بإيجاد مستثمرين جدد مستعدين لشراء هذه الأسهم من مالكيها بسعر مرجعي يحدد بالسوق (بورصة تونس، 2012، صفحة 6).

II-1-5 تقييم المؤسسات :

تسمح سوق الأوراق المالية بتقييم دائم للشركة وتقييم أدائها الفعلي (كروش، 2014، صفحة 62) كما يسمح بإتمام عمليات الاندماج والاستحواذ على الشركات بطريقة أسهل في حال كانت أسهم المؤسسة مدرجة في السوق المالية وذات قيمة سوقية شفافة، وهذا بدوره يزيد من فرص التوسع الإقليمي أو الدولي ويسهل عمليات الامتلاك المحتملة (سوق دبي المالي، 2018، صفحة 9).

II-1-6 الخصوصية :

تظهر تجربة الخصوصية في مختلف بلدان العالم أن نجاح البرامج كان مرتبطا بوجود أسواق مالية كبيرة ومنظمة، الأمر الذي يسمح للشركات بخصخصة الأوراق المالية وتوسيع سوق الأوراق المالية، وتشجيع صغار المدخرين وإبعاد الشبهة في عملية بيع الشركات العمومية (خضر، 2004، صفحة 12).

II-1-7 التغيير في نظام حوكمة الشركات :

تتطلب عملية الإدراج في سوق الأوراق المالية فحص الحسابات المالية للشركات لتحقيق الشفافية المطلوبة وكسب ثقة المستثمرين الخارجيين الفعليين (بن شعيب و بوزاهر، 2015، صفحة 140). "وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام حوكمة الشركات من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية". (بورصة الجزائر، 2023).

II-1-8 التمتع بامتيازات جبائية :

يسمح الدخول إلى البورصة للشركة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص حيث تستفيد من التخفيضات الضريبية. كما يعفى المساهمون القدامى الذين يبيعون أسهمهم من الضرائب المختلفة (كروش، 2014، صفحة 62).

II-2- ربحية السهم الواحد (Earnings Per Share, EPS) :

يطلق عليه نسبة العائد الصافي لكل سهم، وهو عبارة عن نصيب السهم الواحد من الأرباح التي حققتها الشركة خلال فترة زمنية معينة وذلك قبل القيام بتوزيعه (حفصي و آخرون، 2019، صفحة 205) تنبع أهمية هذه النسبة من حقيقة أنه كلما زاد عائد السهم كلما كان معدل لتوزيعات الأرباح أعلى وأيضا الأرباح المحتجزة، مما يزيد من معدل النمو الداخلي للشركة (Nidhi & Kamini, 2013, p. 89).

II-2-1 عائد السهم العادي :

II-2-1-1 تعريف عائد السهم العادي :

يعرف عائد السهم بأنه المكافئة التي يحصل عليها المستثمر عند استثمار أمواله بالأسهم العادية (التميمي و سلام، 2004، صفحة 45). كما يشير العائد إلى الدخل الذي يتم الحصول عليه في شكل توزيعات و/ أو قيمة مضافة عبر القيمة المثبتة (أو المسجلة) بالورقة المالية (صايم و بوثليجة، 2017، صفحة 6). كما يعرف على أنه مجموعة من الأرباح والخسائر الناتجة عن الاستثمار في الأسهم في فترة زمنية محددة، هذا يعني أن معدل العائد هو مقدار الأموال التي يتم إضافتها إلى رأس المال الأصلي لتعظيم الثروة (آل شبيب، 2010، صفحة 61)، كما يعرف عائد السهم بأنه الأرباح أو النتائج التي تحصل عليها الشركات جراء سياستها الاستثمارية، فعائد السهم هو انعكاس لأداء الشركة (Abel & Nurzahra, 2019, p. 3). كذلك عرف العائد بأنه المقابل الذي يطمح

المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائما إلى استثمار أمواله بهدف الحصول على العائد، باعتباره الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولا تعظيم ثروته يقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة للعائد قدر الإمكان (علوان، 2009، صفحة 48).

II-2-1-2 أنواع عائد السهم العادي :

على المستثمر بالأسهم العادية أن يميز بين ثلاثة أنواع من العوائد، هم معدل العائد المتحقق، معدل العائد المتوقع ومعدل العائد المطلوب.

II-2-1-2-1 العائد الفعلي (العائد المتحقق) (Actual Return)

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، حيث يتكون العائد الفعلي من عوائد الإيرادات الممثلة في مقدار الزيادة في الثروة التي يحققها المستثمر نظير احتفاظه بالسهم، أما العوائد الاستثمارية فهي التي تنتج عن بيع الأصل المستثمر (علوان، 2009، صفحة 49).

II-2-1-2-2 العائد المتوقع (Expected Return)

يمكن تعريف العائد المتوقع بأنه أقل عائد يقبل به المستثمر في المستقبل عند استثمار أمواله في سوق الأوراق المالية، وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة، وفي حالة توازن السوق يتساوى العائد المتوقع مع العائد المطلوب من قبل المستثمر ويسمى العائد المتوقع بالعائد قبل الحقيقة حيث تكون عناصر معادلة قياس العائد ذات قيم متوقعة وليست قيم متحققة أو فعلية (برحايلى و عياش، 2017، الصفحات 388-389)

II-3-2-1-2 العائد المطلوب (Required Return)

هو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحقيقه، لتحفيز المستثمرين لشراء السهم، تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو المخاطر التي قد يتعرض لها في المستقبل (التميمي و سلام، 2004، صفحة 48)، حيث أن المستثمرين يقبلون على الأسهم التي يكون فيها العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان العائد المتوقع أقل أو يساوي العائد المطلوب فإن الاتجاه العام للمستثمرين هو الرفض (علوان، 2009، صفحة 60).

II-3-2-1-2 مزاي ومساوئ الاستثمار في الأسهم العادية :

II-3-2-1-2-1 مزاي الاستثمار في الأسهم العادية :

للاستثمار في الأسهم مزاي متعددة منها (التميمي و سلام، 2004، الصفحات 39-40):

- سهولة تداولها وتحويلها إلى سيولة؛

-ارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى؛

- الحصول على العائد من توزيعات الأرباح، وأرباح رأسمالية من خلال بيع الأسهم في سوق الأوراق المالية، كما تحمي الأموال في حالة التضخم والرواج عكس أدوات المديونية التي تحمل عائد ثابت .

II-3-2-1-2-2 مساوئ الاستثمار في الأسهم العادية :

يحمل الاستثمار في الأسهم في طياته بعض العيوب أهمها (إبراهيم و هلال، 2016، صفحة 7):

- تأخر حق الأولوية عند توزيع الأرباح وعند التصفية؛

- صعوبة التقييم، صعوبة معرفة القيمة العادلة للسهم نتيجة لصعوبة التنبؤ الدقيق بتدفقاتها النقدية، بالإضافة إلى عدم القدرة على تحديد الوقت المناسب لشراء السهم أو بيعه مما يعني عدم وضوح مستقبل السهم؛

- احتمال تعرض المستثمر الحامل للأسهم العادية إلى الكثير من المخاطر، كالظروف السياسية وعدم الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والتغيير المستمر في التشريعات والقوانين والأنظمة، بالإضافة إلى الاخطار غير الملموسة المرتبطة بطبيعة المستثمر وتفضيلاته التي قد تؤدي إلى اتخاذ قرارات غير صحيحة (آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، 2019، صفحة 196).

II-2-4 العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم :

توجد قوى عديدة مؤثرة في بورصة الأوراق المالية، تأثر في العوائد السوقية للأسهم نذكر منها:

II-2-4-1 الأرباح المحاسبية :

تعتبر الأرباح المحاسبية للشركة من العوامل المؤثرة والمحددة لسعر السهم، الشيء الذي يجعل المحلل المالي ينصح بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها والتنازل عن الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، إلا أنه قد يظهر في المدى القصير عدم وجود ارتباط أو علاقة مباشرة بين سعر السهم وربحية الشركة، فقد تكون العلاقة بين الأسعار والأرباح علاقة عكسية أو قد تتزايد أسعار الأسهم بنسبة صغيرة مقارنة بنسبة الزيادة في الأرباح. من خلال نظرية الثقة يمكن تفسير هذه التحركات، أين يتوقف سعر السهم على درجة ثقة المستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربحية، حيث أن درجة الثقة في السهم هي التي تدفع الأسعار إلى الزيادة أو الانخفاض بغض النظر عن الأرباح (حنفي، 2007، صفحة 234).

II-2-4-2 الأرباح الموزعة :

هي ذلك الجزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعه على المساهمين، سواء كان ذلك على شكل نقدي أو أسهم مجانية. وبذلك فإن الشركات تقرر عادة نسبة التوزيعات مقابل الإيرادات التي ترغب باحتجازها لاستخدامها في الاستثمار بالشركة، وتعد الأرباح الموزعة من العوامل المهمة في تحديد القيمة العادلة للسهم وبالتالي سعره السوقي (الحباشنة وآخرون، 2015، صفحة 465).

II-2-4-3 معدل التضخم :

أوضحت دراسة Fama (1981) أن عوائد الأسهم الحقيقية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بمتغيرات النشاط الحقيقي (الاستثمار، الانتاج والمعدل الحقيقي للعائد على رأس المال) واعتبارها المحددات الأساسية لعوائد الأسهم، بما أن التضخم يرتبط ارتباطاً عكسياً مع النشاط الحقيقي الذي يفسر في سياق النظرية الكمية للنقد، لذلك فإن عوائد الأسهم والتضخم سوف يرتبطان بعلاقة عكسية والعكس صحيح.

يمكن أن تكون العلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم عكسية أو إيجابية، ففي الحالة الأولى يحدث ذلك بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة كمية الأموال المخصصة للإنتاج الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، أما الحالة الثانية عندما يتجه المستثمرون إلى حماية مدخراتهم بسبب التضخم، فزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم يؤدي إلى رفع أسعارها (الخطيب، 2009، صفحة 89).

II-4-1-2-4 سعر الفائدة:

نظرا لأن مستوى الفائدة يتسم بنسبة قليلة من المخاطرة، فإن هذا الأمر يدفع ويشجع على الاستثمار في الأسهم عندما يكون سعر السهم يحقق عائدا متوقعا أعلى بنسبة كافية من سعر الفائدة (الخطيب، 2009، صفحة 88)، كما تشير بعض الدراسات إلى أن سعر السهم المتداول في البورصة يتحدد وفقا للأرباح المتوقعة للمؤسسة، إضافة إلى معدل سعر الفائدة، فيرتفع سعر السهم إذا انخفض سعر الفائدة، وينخفض سعر السهم بزيادة سعر الفائدة أي أن العلاقة بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة هي علاقة عكسية (أرشيد، 2004، صفحة 206).

II-4-1-2-5 سيولة السوق (حجم التداول):

تعرف السيولة بسهولة وسرعة شراء وبيع الأوراق المالية، وتعد من العوامل الهامة بالنسبة لسوق الأسهم وبالتالي فإن سوق الأسهم الأكثر سيولة يعني حجما أكبر من الادخار يتوزع من خلال أسواق الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع بأن سوق الأسهم الأكثر سيولة يقود إلى قيمة سوقية أعلى (العيسى و آخرون، 2017، صفحة 222).

II-4-1-2-6 حجم المؤسسة:

تشير الكثير من الدراسات إلى أن الشركة ذات الحجم الصغير تكون أرباحها المحاسبية وتدفعاتها النقدية التشغيلية أكثر ملائمة في تفسير عائد السهم مقارنة بالشركة ذات الحجم الكبير، ويعود ذلك إلى كون الشركات صغيرة الحجم تتعرض لضغوط المنافسة ومخاطر التصفية وندرة المعلومات البديلة عن الشركات الصغيرة مقارنة بالشركات الكبيرة الحجم التي تكون معلوماتها متاحة بشكل واسع قبل إعلان التقارير السنوية نظرا للاهتمام الكبير من طرف المحللين الماليين ووسائل الاعلام المتخصصة (دراغمة، 2005، الصفحات 35-36).

III- الدراسة التطبيقية :

في هذا الجزء من الدراسة سوف نتناول أثر وعلاقة ربحية السهم (Earnings per Share, EPS) بعوائد الأسهم على عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

III-1 منهجية وأدوات الدراسة

في هذه الدراسة تم تطبيق واتباع الأسلوب الوصفي من خلال الاطلاع على الدراسات والأبحاث ذات الصلة بالموضوع، والمنهج التحليلي الذي يهدف إلى جمع البيانات المتعلقة بإشكالية الدراسة لتحليلها وتفسيرها والوقوف على دلالاتها، كما تم استخدام المنهج القياسي وذلك باستخدام نماذج الانحدار المتعدد من خلال الاستعانة ببرنامج SPSS.V.26.

III-2 حدود الدراسة

قصد معالجة موضوع الدراسة بدقة أكثر، والإجابة عن الإشكالية المقترحة، تم وضع حدود مكانية وحدود زمنية توضح إطار هذه الدراسة.

-الحدود المكانية تتمثل في اختيار الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية.

- الحدود الزمانية: في هذه الدراسة تم الاعتماد على الكشوفات المالية للشركات المدرجة والمنشورة على

الموقع الالكتروني لبورصة عمان خلال الفترة 2014-2018.

3-III مصادر البيانات :

تم جمع بيانات الدراسة من إعلانات التقارير السنوية والكشوفات المالية) ميزانيات وجداول حسابات النتائج (للشركات المعنية بالدراسة من الموقع الالكتروني الرسمي لبورصة عمان، وهذا خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2018، وللتأكد من دقتها ومطابقتها تم الاعتماد كذلك على التقارير السنوية والكشوفات المالية المنشورة من طرف الشركات المدرجة من مواقعها الالكترونية الرسمية.

4-III مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وعددها 40 شركة (تم قبولها من بين 110 شركة مدرجة في بورصة عمان) وتغطي فترة الدراسة 2014-2018، حيث تم قبول الشركات التي حققت في عينة الدراسة الشروط الآتية:

- أن تكون الشركات قد قامت بالإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وحققت ربحية سهم موجبة خلال فترة البحث؛

- توفر بيانات حصة السهم من الأرباح وأسعار الإغلاق السنوية للمؤسسة خلال الفترة 2014-2018؛
- أن تكون الشركات المختارة في العينة قد تم تداول أسهمها ولم يتم توقيف تداول أسهمها في السوق خلال فترة الدراسة؛

- ألا تكون الشركات المعنية بالدراسة قد خضعت لعملية الاندماج أو تجزئة أسهمها، أو توزيع أسهم مجانية على المساهمين.

5-III نموذج ومتغيرات الدراسة :

1-5-III نموذج الدراسة

لمعرفة الارتباط بين ربحية السهم (Earnings per Share, EPS) وعوائد الأسهم، وضع Easton & Harris (1991) نموذجا نظريا يتكون من ثلاثة صيغ مختلفة من حيث عدد المتغيرات، حيث قاما الباحثان بتطبيقها تجريبيا على السوق المالية الأمريكية وهي كما يلي:

III-1-1-5 النموذج الأول : نموذج مستوى الأرباح (تقييم القيمة الدفترية للسهم)

يعتمد هذا النموذج على فكرة أن القيمة الدفترية للسهم (حقوق الملكية) والقيمة السوقية للسهم هما متغيران يشيران معا إلى ثروة حاملي الأسهم للشركة، فإذا كان سعر السهم والقيمة الدفترية للسهم مرتبطين، فإن ربحية السهم (EPS) مقسومة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة يجب أن تكون متغيرا مناسباً لتفسير عائد السهم كما هو موضح في العلاقة الآتية:

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{it} + e_{it} ; A_{it} = EPS_{it} / P_{it-1}$$

III-1-2-5 النموذج الثاني : نموذج التغير في الأرباح (تقييم الأرباح)

يشير هذا النموذج إلى أنه من منظور تقييم الأرباح، فإن مستويات الأرباح (تغير الأرباح) يكون مرتبطا بعائد السهم، أي أنه يعتبر العلاقة بين العائد وربحية السهم (EPS) على أنها امتداد كذلك للعلاقة بين عائد السهم والتغير في ربحية السهم مقسومة على سعر السهم السوقي في نهاية الفترة السابقة ويمكن التعبير عن هذا النموذج كما يأتي:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta A_{it} + e_{it} ; \Delta A_{it} = \Delta EPS_{it} / P_{it-1}$$

III-5-1-3 النموذج الثالث : نموذج كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح

يهدف هذا النموذج إلى اختبار ما إذا كان استخدام كل من ربحية السهم والتغير في ربحية السهم معا كمتغيرين أفضل من استخدام أي منهما منفردا، وقدرة هذا النموذج على إعطاء قوة تفسيرية إضافية لعوائد الاسهم مقارنة بالنموذج الأول والنموذج الثاني، حيث تم صياغة النموذج من خلال ربط عوائد السهم مع كل من ربحية السهم والتغير في ربحية السهم منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة ويمكن التعبير عن هذا النموذج كالآتي:

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 A_{it} + \gamma_2 \Delta A_{it} + e_{it}$$

حيث أن:

R_{it} : العائد على سهم الشركة i في الفترة t ؛

A_{it} : ربحية السهم الواحد للشركة i في الفترة t مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة؛

ΔA_{it} : التغير في ربحية السهم الواحد مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة؛

EPS_{it} : ربحية السهم للشركة i في الفترة t ؛

ΔEPS_{it} : التغير في الأرباح لسنة الشركة i في الفترة t الفرق بين أرباح الفترة t وأرباح الفترة $t-1$ ؛

P_{it} : سعر السهم للشركة i في نهاية الفترة t ؛

P_{it-1} : سعر السهم للشركة i في نهاية السنة السابقة $t-1$ ؛

α, β, γ تشير إلى المعاملات التي سيتم تقديرها من خلال النماذج الثلاثة و e تشير إلى خطأ النموذج.

III-5-2-2 متغيرات الدراسة

انطلاقا من فرضيات الدراسة المقترحة يمكن وضع المتغيرات الآتية:

III-5-2-1 المتغير التابع

عائد السهم، ويتكون من العائد الرأسمالي بالإضافة إلى عائد التوزيعات النقدية، ويتم حسابة من خلال العلاقة التالية:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1} + DPS_{it}) / P_{it-1}$$

حيث:

DPS_{it} : حصة سهم الشركة i من التوزيعات النقدية في الفترة t ويتم حسابها من خلال قسمة توزيعات الأرباح على عدد الأسهم.

P_{it} : سعر السهم للشركة i في نهاية السنة t ؛

P_{it-1} : سعر السهم للشركة i في بداية الفترة t والذي يمثل سعر السهم في نهاية السنة السابقة $t-1$.

III-5-2-2 المتغيرات المستقلة

- مستوى الأرباح = ربحية السهم / سعر السهم للسنة السابقة ($A_{it} = EPS_{it} / P_{it-1}$)

- التغير في الأرباح = التغير في ربحية السهم / سعر السهم للسنة السابقة ($\Delta A_{it} = \Delta EPS_{it} / P_{it-1}$).

1.1. مناقشة النتائج

1.1.1. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

قبل البدء باختبار نماذج الدراسة من خلال اختبار فرضياتها، لا بد أولاً من اختبار طبيعة البيانات المستخدمة لتحديد الأسلوب الإحصائي المناسب، وبما أننا بصدد دراسة ظاهرة اقتصادية في مجتمع واضح المعالم، والتي تستدعي الاعتماد على الإحصاء البارامترية أو المعلمي، وهو الإحصاء الذي يفترض أن البيانات الكمية التي تم الحصول عليها تتوزع توزيعاً اعتدالياً طبيعياً يتماثل مع المجتمع الكلي الذي أخذت منه العينة المدروسة، حيث يتضمن هذا الإحصاء مقاييس معينة تستخدم لتحليل الإحصائي (أحمد ، 2023 ، صفحة 9)، ويستدعي هذا النوع من الإحصاء توفر شرط العينات الكبيرة، حيث اصطلح علماء الإحصاء على العينة الكبيرة هي تلك التي يفوق عدد أفرادها (30) مفردة (أحمد ، 2023 ، صفحة 10)، حسب نظرية النهاية المركزية فإنه كلما زاد حجم العينة كلما اقترب تباينها من تباين المجتمع ويمكن اعتبار أن التوزيع يكون طبيعياً بصورة تقريبية عندما يصبح حجم العينة (30) فما فوق، وهو محقق في العينة رهن الدراسة التي يبلغ حجمها (200) مفردة ومشاهدة من مجتمع الدراسة.

يوفر برنامج: SPSS نوع من الاختبارات التي يتم استخدامها في دراسة اعتدالية التوزيع الاحتمالي هو اختبار كلومجروف – سيمنوف (Kolmogorov -Smirnov) أمكن من التأكد من خضوع المتغيرات للتوزيع الطبيعي، حيث يوضح الجدول رقم (1) نتائج الاختبار لكل متغيرات الدراسة المتمثلة في عائد السهم (R_{it})، مستوى الأرباح (A_{it})، ومتغير التغير في الأرباح (ΔA_{it})، عند مستوى معنوية 5%، حيث جاءت قيمة الاحتمال Asymp. Sig. (2-tailed) أكبر من 0.05 لكل المتغيرات (0,200، 0,200، 0,200 على الترتيب)، حيث يتضح لنا أن الاختبار دال احصائياً ما يدل على خضوع متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي والذي يعتبر الشرط الرئيسي للاعتماد على الاختبارات المعلمية أو الإحصاء المعلمي.

جدول رقم (1): اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
	Rit	Ait	ΔA_{it}
N	175	175	175
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,017028	-,002274
	Std. Deviation	,1410036	,0204867
Most Extreme Differences	Absolute	,045	,056
	Positive	,045	,056
	Negative	-,034	-,045
Test Statistic	,045	,056	,062
Asymp. Sig. (2-tailed)	,200 ^{c,d}	,200 ^{c,d}	,200 ^{c,d}
a. Test distribution is Normal. b. Calculated from data			
. c. Lilliefors Significance Correction. d. This is a lower bound of the true significance.			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V26

يعرض الجدول رقم (02) الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، المتمثلة في المتغير التابع عائد السهم (R_{it}) والمتغيرات المستقلة المتمثلة في الأرباح المحاسبية (A_{it}) ، والتغير في الأرباح المحاسبية (ΔA_{it}) للعينة المدروسة، وقد بلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة 40 شركة مدرجة في بورصة عمان، وبلغ عدد المشاهدات 200 مشاهدة خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2018، وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة تم الحصول على عينة مكونة من 175 مشاهدة.

ومن خلال الجدول رقم 2 نلاحظ أن متوسط عائد السهم بلغ 0,017 خلال فترة الدراسة أي ما يعادل 2% بانحراف معياري قدر ب 0,141 كما بلغت أدنى قيمة 0,3145 بإشارة سالبة، في حين بلغت أعلى قيمة 0,3981، أما بالنسبة للمتغير مستوى الأرباح فلقد بلغ المتوسط الحسابي 0,076 وبانحراف معياري قيمته 0,029، أما بالنسبة للمتغير التغير في الأرباح فقد بلغ المتوسط الحسابي 0,00227 بإشارة سالبة وبانحراف معياري قدره 0,0204، من خلال الدراسة الوصفية للمتغيرات تم ملاحظة أن هناك انحراف كبير في قيم المتغير التغير في الأرباح مما يوحي بتشتت كبير لبيانات المتغير حول المتوسط الحسابي.

الجدول رقم (02): الإحصاء الوصفي للمتغيرات

المتغيرات المستقلة		المتغير التابع	
ΔA_{it}	A_{it}	R_{it}	
-0.002274	0.076370	0.017028	Mean
-0.001300	0.073200	0.008900	Median
0.0429	0.1455	0.3981	Max
-0.0530	0.0111	-0.3145	Min
0.020486	0.029412	0.141003	Std. Deviation
175	175	175	N

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSSV26

الجدول رقم (03): نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

Ait	Rit	المتغير
	0,508	Ait
0,416	0,403	ΔA_{it}

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V26

يوضح الجدول (03) مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغير التابع (عائد السهم) والمتغيرات المستقلة (مستوى الأرباح والتغير في الأرباح)، حيث كان معامل الارتباط الأعلى بين عائد السهم (R_{it}) ومستوى الأرباح (A_{it}) بقيمة 0.508 وهو ارتباط متوسط، بينما بلغ معامل الارتباط بين عائد السهم (R_{it}) والتغير في الأرباح

(ΔAit) بقيمة 0.403 وهو كذلك ارتباط متوسط، أما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة فلقد أظهرت النتائج وجود ارتباط متوسط بين مؤشر مستوى الأرباح (Ait) ومؤشر التغير في الأرباح (ΔAit) بقيمة 0.416. في ضوء نتائج مصفوفة الارتباط التي أظهرت عدم وجود أية علاقة ارتباط قوية بين المتغيرين المستقلين يمكن استبعاد وجود مشكلة تداخل المتغيرات المستقلة (**Multicollinearity**)، حيث أن إجراء اختبار معامل تضخم التباين (**Variance Inflation Factor**) والذي بلغت قيمته 1.209 وهو أقل من القيمة 3.00، تبين منها عدم وجود مشكلة التعددية الخطية بين المتغيرات المستقلة، مما يعني ملاءمة نموذج الانحدار المستخدم في تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي دخلت في نموذج الانحدار.

2.IV. نتائج اختبار الفرضيات

1.2.IV. نتائج اختبار الفرضية الأولى

- الفرضية الصفرية $H01$: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حصة السهم من الأرباح الذي تحققه الشركة وعائد السهم.

الجدول رقم (04): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح

المحاسبية

النموذج 1 (نموذج الأرباح): $R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 A_{it} + e_{it}$										
المتغيرات	R	R^2	قيمة F	دلالة F	α_1	α_0	قيمة t	دلالة t	VIF	N
كل السنوات: 2018-2014										
المتغير التابع: عائد السهم	0,508	0,258	60,153	0,000	2,435	-0,169	7,755	0,000	1,000	175
المتغير المستقل: مستوى الأرباح										

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V26

من أجل معرفة العلاقة بين عائد السهم والمتغير المفسر مستوى الأرباح، تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (جدول 04) والذي اعتبر فيه متغير مستوى الأرباح كمتغير تفسيري ومتغير عائد السهم كمتغير تابع. أظهرت نتائج نموذج الانحدار أن نموذج الانحدار معنوي وذلك من خلال قيمة (**F**) البالغة (60,153) بدلالة إحصائية (0,000) أقل من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يشير إلى أن النموذج مقبول، وتظهر النتائج أن المتغير المستقل يفسر 25.80% من التباين الحاصل في عائد السهم وذلك بالنظر إلى معامل التحديد ($R^2=0.258$). كما جاءت قيمة α_1 التي توضح العلاقة بين عائد السهم ومستوى الأرباح بقيمة (2,435) ذات دلالة إحصائية حيث يمكن استنتاج ذلك من قيمة (**t**) والدلالة المرتبطة بها (**sig=0.000**). ويعني ذلك أنه كلما تحسن مستوى الأرباح بوحدة واحدة (دينار أردني) تحسن عائد السهم بمقدار 2,435 وحدة أو نقول إن هناك تحسن بمقدار 24.35% من الوحدة المضافة، وبالتالي يمكن القول بأن نموذج مستوى الأرباح قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، بحيث استطاعت الأرباح المحاسبية أن تفسر ما يقارب 26% من التغيرات في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية 74% تعود إلى عوامل أخرى. وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية الأولى ونقبل الفرضية البديلة الأولى القاضية بوجود تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد

السهم في بورصة عمان الاردنية، وبذلك فإن نتائج هذه الفرضية جاءت موافقة لبعض الدراسات السابقة خاصة دراسة (Easton & Harris(1991 ، دراسة (Ohlson(1989، دراسة مأمون الدبيعي ومحمد أبو نصار(1999) ودراسة (Fahd Alduais(2020، وبالتالي يمكن الوصول إلى استنتاج بأن النموذج الأول قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال المتغير "مستوى الأرباح".

2.2.IV. نتائج اختبار الفرضية الثانية

- الفرضية الصفريية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في حصة السهم من الأرباح وعائد السهم.

الجدول رقم (05): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي البسيط لعلاقة العوائد السوقية للأسهم بالتغير في الأرباح المحاسبية

النموذج 2 (نموذج تغيرات الأرباح): $R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta A_{it} + e_{it}$										
المتغيرات	R	R^2	قيمة F	دلالة F	β_1	β_0	قيمة t	دلالة t	VIF	N
كل السنوات: 2014-2018										
المتغير التابع: عائد السهم	0,403	0,162	33,523	0,000	2,773	0,023	5,790	0,000	1,000	175
المتغير المستقل: تغيرات الأرباح										

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V26

يظهر الجدول رقم (05) نتائج اختبار الفرضية الثانية التي بينت أن العلاقة بين عائد السهم والمتغير المفسر تغيرات الأرباح ذات دلالة إحصائية، أي وجود تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم. حيث أظهرت نتائج نموذج الانحدار أن نموذج الانحدار معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة (33,523) بدلالة إحصائية (0,000) أقل من مستوى المعنوية (0.05) أي أن النموذج مقبول، وتبين النتائج أن المتغير المستقل يفسر 16.20% من التباين الحاصل في عائد السهم وذلك بالنظر إلى معامل التحديد ($R^2=0,162$). كما جاءت قيمة β_1 التي توضح العلاقة بين عائد السهم ومستوى الأرباح بقيمة (2,773) ذات دلالة إحصائية حيث يمكن استنتاج ذلك من قيمة (t) والدلالة المرتبطة بها ($sig=0.000$). ويعني ذلك أنه كلما تحسن التغير في الأرباح بوحدة واحدة (دينار أردني) تحسن عائد السهم بمقدار 2,773 وحدة، وبالتالي يمكن القول بأن نموذج تغيرات الأرباح قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، بحيث استطاع التغير في الأرباح أن يفسر ما يقارب 16% من التغيرات في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية 84% تعود إلى عوامل أخرى. وبالتالي نرفض الفرضية الصفريية الثانية ونقبل الفرضية البديلة الثانية القاضية بوجود تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح على عائد السهم في بورصة عمان الأردنية، كما تم ملاحظة أن القوة التفسيرية للنموذج الأول الذي استخدم متغير مستوى الأرباح كانت أعلى من تلك عند استخدام متغير التغير في الأرباح. كما يمكن الإشارة أن نتائج هذه الفرضية جاءت موافقة لدراسة (Easton & Harris(1991 .

3.2.IV. نتائج اختبار الفرضية الثالثة

-الفرضية الصفرية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كلا المتغيرين حصة السهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح الذي تحققه الشركة وعائد السهم.
الجدول رقم (06): نتائج تنفيذ نموذج الانحدار الخطي المتعدد لعلاقة عوائد الأسهم بمستوى الأرباح وتغيرات الأرباح

النموذج 3: $R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 A_{it} + \gamma_2 \Delta A_{it} + e_{it}$											
المتغير التابع	المتغيرات المستقلة (المفسرة)	R	R ²	قيمة F	دلالة F	γ	γ_0	قيمة t	دلالة t	VIF	N
كل السنوات: 2014-2018											
عائد السهم	مستوى الأرباح	0,550	0,302	37,279	0,000	1,973	-0,130	5,877	0,000	1,209	175
	تغيرات الأرباح					1,595		3,308	0,001	1,209	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS V26

أظهرت نتائج اختبار الفرضية الثالثة المبينة في الجدول رقم (06) أن نموذج الانحدار معنوي وذلك من خلال قيمة (F) البالغة (37,279) بدلالة إحصائية (0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وأن العلاقة بين عائد السهم (متغير تابع) وكل من المتغيرات المستقلة مستوى الأرباح والتغير في الأرباح كمتغيرات تفسيرية تحسنت تحسن ملحوظا من خلال تحسن معامل الارتباط، وتفسر النتائج أن استخدام المتغيرين معا أدى إلى تحسن القوة التفسيرية لتغيرات عائد السهم مقارنة مع النتائج السابقة حيث استطاعا المتغيران معا تفسير 30.20% من التباين الحاصل في عائد السهم وذلك بالنظر إلى معامل التحديد ($R^2=0,302$). كما جاءت قيمتا (γ_1 و γ_2) ذات دلالة إحصائية وذلك من خلال الدلالة المرتبطة بهما ($\text{sig}=0.001$, $\text{sig}=0.000$) على الترتيب ويعني ذلك وجود تأثير جوهري لكلا المتغيرين "مستوى الأرباح" و "التغيرات في الأرباح" على عائد السهم، ومنه وحسب (Brown et al, 1987) فإن استخدام الانحدار المتعدد مع متغيرين أو أكثر على عكس الانحدار البسيط (متغير وحيد) يزيد من القوة التفسيرية (معامل التحديد R^2 أكبر من معامل التحديد R^2 في النموذجين السابقين) ويقلل من الخطأ في قياس الأرباح، كما أن هذه النتيجة جاءت متسقة وموافقة لنتائج Easton & Harris (1991).

V- خاتمة:

أظهرت الدراسة التطبيقية أهمية مقياس أداء المحاسبي التقليدي المتمثل في ربحية السهم الواحد (EPS) باعتباره أكثر الأدوات شيوعا واستخداما عند المحللين والمستثمرين في الأسواق المالية، في تفسير التغيرات في عائد السهم في سوق عمان للأوراق المالية بالأردن.

1.7. نتائج البحث:

بناء على نتائج التحليل الاحصائي؛ تشير نتائج الدراسة إلى أن:

-المتغير "مستوى الأرباح" الناتج من قسمة ربحية السهم الواحد (EPS) على سعر إغلاق السهم في نهاية شهر ديسمبر من كل سنة، قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، بحيث استطاعت الأرباح المحاسبية أن تفسر ما يقارب 26% من التغيرات في عوائد الأسهم. كما أن المتغير المستقل "التغير في الأرباح" الذي يمثل نسبة التغير في ربحية السهم (ΔEPS) إلى سعر إغلاق السهم، قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، بحيث استطاع المتغير المستقل "التغير في الأرباح المحاسبية" أن يفسر ما يقارب 16% فقط من التغيرات في عوائد الأسهم. وهذا يعني أن المتغيران ملائمان لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية بما يتوافق ويتمشى نظريا وتجريبيا مع دراسة (Easton & Harris, 1991) ومعظم الدراسات ذات الصلة،

-كما بينت النتائج تفوق المتغير "مستوى الأرباح" في تفسير التغير في عوائد الأسهم مقارنة بالمتغير المستقل "التغير في الأرباح". حيث بلغت 26% من التغيرات في عوائد الأسهم بالنسبة للمتغير "مستوى الأرباح" و16% فقط من التغيرات في عوائد الأسهم بالنسبة للمتغير المستقل "التغير في الأرباح". وهو ما يؤكد أن متغير "مستوى الأرباح" أكثر ارتباطا بعوائد الاسهم مقارنة بارتباط المتغير "التغير في الأرباح" مع عوائد الاسهم في بورصة عمان. إن انخفاض القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية عند استخدام المتغير "التغير في الأرباح" قد يعود إلى وجود عناصر مؤقتة في الأرباح، أو لوجود خطأ عند قياس الأرباح. بالإضافة إلى أن الأرباح المحاسبية قد لا تعكس بشكل كلي الأحداث التي تؤثر على الشركة.

-أجريت هذه الدراسة وفقا لنماذج الانحدار البسيط والمتعدد لمقارنة أي النماذج أكثر فاعلية، حيث خلصت الدراسة في الأخير إلى أن استخدام كلا المتغيرين (الانحدار المتعدد) يؤدي إلى تحسين معامل الاستجابة للأرباح والقوة التفسيرية لنموذج العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم حيث استطاعا المتغيران معا تفسير 30.20% من التباين الحاصل في عوائد الأسهم، أي أن استخدام الانحدار المتعدد مع متغيرين أو أكثر يزيد من القوة التفسيرية ويقلل التحيز الناتج من الخطأ في قياس الأرباح.

2.7. آفاق البحث:

على ضوء النتائج السابقة إلى تم التوصل إليها بعد إجراء الاختبارات المختلفة فإن الباحث يقترح ما يلي:

-إجراء مزيد من الدراسات والبحوث في هذا الموضوع على الأسواق المالية العربية لتأكيد ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج.

-إجراء دراسة لبيان أثر بعض المتغيرات الأخرى والتي لم يتم دراستها في هذا البحث كالتضخم وحجم التداول والتي قد تكون لها أهمية وأثر في عائد السهم.

-إجراء دراسة لبيان أثر المتغيرات الداخلية والمتغيرات الخارجية، مع بيان أي المتغيرات التي يكون أثرها ذات أهمية كبيرة على عائد السهم السوقي خاصة في الأسواق المالية العربية.

-إجراء الدراسات على الأسواق المالية العربية لاختبار العلاقة بين فرضية كفاءة السوق وعوائد الأسهم خاصة إمكانية تحقيق عوائد غير عادية (استثنائية) في هذه الأسواق المالية العربية.

VI-الإحالات والمراجع

- أحلام برحيلي، و زبير عياش. (2017). أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2016. *حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة قلمة (20)*، الصفحات 377-402.
- أرشد فؤاد التميمي، و أسامة عزمي سلام. (2004). *الاستثمار بالأوراق المالية*. دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
- أسماء أحمد الزهراني، و مأمون محمد الدبيعي. (2016). *مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 12 (2)*، الصفحات 271-288.
- بورصة الجزائر. (2023). *مزايا الإدراج*. تاريخ الاسترداد 11 10 2023، من <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150>
- بورصة تونس. (2012). *دليل إدراج الشركات ببورصة تونس*. تاريخ الاسترداد 28 5 2023، من <http://www.bvmt.com.tn/sites/default/files/articles/dlyl-drj-lshrkt-bbwrs-twms.pdf>
- حسان خضر. (2004). *تحليل الأسواق المالية. مجلة جسر التنمية (27)*، الصفحات 1-18.
- رشيد حفصي، و آخرون. (2019). *تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم – دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016*. *مجلة الاستراتيجية والتنمية (9)*، الصفحات 200-221.
- زهران محمد علي نجي دراغمة. (2005). *العوامل المؤثرة على مدى ملائمة التدفقات النقدية والارباح المحاسبية في تفسير العوائد السوقية للأسهم*. رسالة الدكتوراه في المحاسبة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية. عمان، الأردن: كلية العلوم المالية والمصرفية.
- سوق دبي المالي. (2018). *دليل سوق دبي المالي للتحويل إلى مساهمة عامة*. تاريخ الاسترداد 12 6 2023، من https://www.dfm.ae/docs/default-source/default-document-library/dfm_ipo_guide-to-going-public-2018.pdf

- عاطف وليم أندراوس. (2006). التمويل والإدارة المالية للشركات. دار الفكر الجامعي، الإسكندرية: مصر.
- عبد الحميد عبد المطلب. (2010). اقتصاديات الاستثمار في البورصة (الإصدار 1). الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة: مصر.
- عبد الرحمن ميرو، و باسل البيطار. (2013). العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الاسهم في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 35(6)، الصفحات 175-191.
- عبد الغفار حنفي. (2007). استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الدار الجامعية، الاسكندرية: مصر.
- عبد المعطي أرشيد. (2004). محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان. مجلة البصائر، مجلة علمية محكمة، 8(2)، الصفحات 197-218.
- فاطمة الزهراء بن شعيب، و سيف الدين بوزاهر. (2015). إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء. مجلة المالية والأسواق، 2(2)، الصفحات 121-143.
- فضل الحباشة، و آخرون. (2015). العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان. دراسات العلوم الإدارية، 42(2)، الصفحات 461-472.
- قاسم نايف علوان. (2009). إدارة الاستثمار (الإصدار الطبعة الأولى). دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
- كمال دريد آل شبيب. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية (الإصدار الطبعة الأولى). دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان: الأردن.
- كمال دريد آل شبيب. (2019). الأسواق المالية والنقدية (الإصدار الطبعة الثانية). دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان: الأردن.
- محسن لطفي أحمد . (2023). تدريبات إحصائية باستخدام برنامج SPSS ،دورة تدريبية، مركز الأبحاث الواعدة في البحوث الاجتماعية ودراسات المرأة. تاريخ الاسترداد 13 07 2024 ، من https://faculty.ksu.edu.sa/sites/default/files/spss_tdrybt_hsy_bstkhdm_brnmj.pdf
- محمد زيدان، و نورالدين يومدين. (2006). دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق: دراسة حالة الجزائر والدول النامية. الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، 21 و 22 نوفمبر. جامعة بسكرة، الجزائر.

- محمد سليم العيسى، و آخرون. (2017). العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان. *مجلة الاقتصاد والتنمية* (17)، الصفحات 216-228.
- محمد محمود الخطيب. (2009). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة. دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان: الأردن.
- مصطفى صايم، و عبد الناصر بوثلجة. (2017). الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم: دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي. *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي* (2)، الصفحات 1-32.
- مؤيد محمد علي الفضل. (2001). أثر الأرباح المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم: دراسة ميدانية في العراق. *المجلة العربية للمحاسبة*، 4(1)، الصفحات 78-101.
- نورالدين كروش. (2014). سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، 6(11)، الصفحات 60-67.
- يعقوب إسماعيل إبراهيم، و يوسف صالح هلال. (2016). إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية. *مجلة العلوم الاقتصادية* (2/17)، الصفحات 1-24.
- Abel, T. M., & Nurzahra, S. (2019). Stock Return: What are the determinants? *The Journal of Economac*, 3(5), pp. 42-53.
- Easton, P., & Harris, T. (1991). Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), pp. 19-36.
- Fahd, A. (2020). An empirical study of the earnings–returns association: an evidence from China’s A-share market. *Future Business Journal*, 6/5(1), pp. 19-36.
- Fama, E. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *the American Economic Review*, 71(4), pp. 545-565.
- Kothari, S., & Sloan, R. (1992). Information in prices about future earnings Implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*(15), pp. 143-171.
- Maditinos, D., & al. (2007). Earnings as an Explanatory Tool In Explaining Stock Market Returns and the Use of Easton and Harris (1991) Model: The Case of Greece, University of Belgrade,. *International Scientific Conference, Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics* (pp. 26–29 September). Belgrade: University of Belgrade.
- Nidhi, M., & Kamini, T. (2013). Determinants of Stock Prices: Empirical Evidence from NSE 100 Companies. *International Journal of Research in Management & Technology*, 3(3), pp. 86-95.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical-Analysis. *Journal of Finance*, 53(1), pp. 27-64.
- Sentis, P. (2005). Introduction en bourse : Quelles stratégies pour l'entreprise candidate. *Revue française de gestion*, 5(158), pp. 225-244.