

أثر النسب المالية السوقية المفضح عنها شهريا في بورصة عمان على حجم تداول الأسهم دراسة تطبيقية خلال الفترة 2009 - 2014

أ.م. علي عبدالله الزعبي* أ.م. موفق محمد رابعة**

أ.م. جمال حسن العفيف***

المستخلص:

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر النسب المالية السوقية المفضح عنها شهريا في بورصة عمان على حجم تداول الأسهم، وذلك من خلال الرجوع إلى البيانات المنشورة على موقع سوق الأوراق المالية الأردنية والخاصة بعينة الدراسة من الشركات الصناعية وذلك خلال الفترة الممتدة بين الأعوام 2009 - 2014. استخدمت الدراسة لأغراض تحليل البيانات أسلوب تحليل الانحدار، وذلك بهدف اختبار فرضيات الدراسة والوصول إلى النتائج. ومما توصلت إليه الدراسة وجود أثر لنسبتي القيمة السوقية إلى التدفق النقدي والأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية على حجم التداول. ومن توصيات الدراسة ضرورة القيام بتطوير نسب مالية جديدة فضلاً عن النسب الحالية تعتمد على محاسبة القيمة العادلة واعتماد بدائل قياس محاسبية معاصرة.

Abstract:

The aim of this study is to investigate the effect of the monthly announced financial market ratios on the trading volume of stocks in Amman Stock Exchange. This is performed by returning back to the published data on the Jordanian financial market's website related to the sample of the study in the industrial companies, around (2009 -2014).

The Study uses regression analysis to analyze the data in order to examine the hypotheses of the study to reach the results. The study found that there are effects for each ratio of market value to cash flow and dividends to the market value on the trading volume. As a recommendation of the study, there is a need to develop new financial ratios in addition to the current ratios based on fair value accounting, and to adopt modern alternative accounting measurements.

مقدمة الدراسة

تقوم المحاسبة بوظائفها المختلفة من خلال تتبع الأحداث المالية والاقتصادية والاجتماعية لمنشآت الأعمال لتسجيلها والرقابة عليها وصولاً إلى إخراج تقارير مالية تتضمن معلومات يمكن استخدامها من قبل عموم متخذي القرارات ، من أجل تعظيم منافع قراراتهم والتقليل من درجة عدم التأكد التي عادة ما تصحب عملية اتخاذ القرار. ويعتبر المستثمرون الحاليون والمستقبليون أحد أهم مستخدمي التقارير المالية التي تقوم

* جامعة عجلون الوطنية / الاردن .

** جامعة عجلون الوطنية / الاردن .

*** جامعة جرش / الأردن .

الشركات بإصدارها بصورة دورية. لذلك اهتمت مختلف المجالس المهنية المحاسبية وهيئات الأسواق المالية في معظم دول العالم بتطوير وتحسين جودة محتويات هذه التقارير باستمرار، والعمل على إيصال محتوياتها بأسهل الطرق وأقل التكاليف إلى المستثمرين، لترشيد قراراتهم الاستثمارية وتقليل المخاطر التي قد يتعرضوا لها ما أمكن.

ومن ناحية أخرى، إن توفير البيئة الاستثمارية المناسبة وأدواتها الملائمة وتأمين المناخ الآمن من شأنه أن يساهم في جذب وتشجيع المستثمرين نحو البورصات والتعامل معها. وبالمقابل فإن فقدان واحدة أو أكثر من المتطلبات السابقة من شأنه أن ينعكس سلباً على الواقع الاستثماري في أي بورصة. لذا فقد تأثر الاستثمار في مختلف البورصات العالمية في السنوات الأخيرة نتيجة للأزمة المالية التي عصفت بمختلف دول العالم وأثرت على حركة الاستثمار فيها وأدت إلى إلحاق الضرر بالعديد من الأسواق المالية وانخفاض حجم تداولاتها وإلحاق أسهمها خسائر جسيمة. فعلى المستوى المحلي الأردني فقد أشارت الإحصاءات إلى خروج قرابة الـ (36000) مستثمر من بورصة عمان خلال فترة الأزمة وخسارة في قيمة الأسهم وصلت إلى (10.3) مليار دولار⁽¹⁾.

اتجهت إدارة سوق الأوراق المالية في الأردن كمعظم الأسواق في العالم نحو تطوير أدواتها واستخدام أفضل الوسائل التكنولوجية المتاحة لتوفير المعلومات الضرورية عن حركات الأسهم وتداولاتها وأهم المؤشرات والنسب المالية المرتبطة بها، إضافة إلى تأمين قدر من المعلومات التاريخية عن أسهم الشركات المدرجة في البورصة على مدار السنوات وبتفصيلات يومية بدرجة عالية من الدقة والشفافية، والتأكد من وصول مختلف المعلومات إلى عموم المستثمرين وفي نفس الوقت، من أجل تشجيع المستثمرين وتفعيل المنافسة فيما بينهم. فضلاً عن توفير المعلومات اللازمة لتشجيع إجراء الدراسات والأبحاث التطبيقية المرتبطة بالبورصة وسوق الأوراق المالية الأردنية بهدف تقديم نماذج عملية تساعد على تحسين أداء البورصة وترشد القرارات الاستثمارية فيها.

نظراً لحاجة المستثمرين في بورصة عمان إلى التأكد من إمكانية الاعتماد على المؤشرات والنسب المالية التي تعرضها البورصة من خلال موقعها الإلكتروني ووثائقها المنشورة، فقد جاءت هذه الدراسة بهدف التعرف على أثر استخدام النسب المالية الخاصة بالشركات الصناعية المدرجة في البورصة والمفصّل عنها شهرياً على حجم تداول أسهم هذه الشركات.

مشكلة الدراسة وأهدافها

تقدم بورصة عمان من خلال موقعها الإلكتروني العديد من المعلومات والمؤشرات المتعلقة بالأدوات المالية. وتعد النسب المالية السوقية التي تعكس أداء الأسهم إحدى هذه المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بصورة شهرية وسنوية من أجل جذب المستثمرين وتنشيط حركة تداول الأسهم من خلال التنبؤ بها مسبقاً، وعليه فقد جاءت هذه الدراسة لمعرفة ما إذا كانت النسب المالية السوقية المفصّل عنها شهرياً في بورصة عمان تؤثر على حجم تداول الأسهم فيها، أم لا؟، وذلك تحقيقاً للأهداف التفصيلية الآتية:

- 1) معرفة أثر نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والمفصّل عنها بصورة شهرية في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي وذلك بما يخص أسهم الشركات الصناعية.
- 2) التعرف على أثر نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية والمفصّل عنها بصورة شهرية في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي وذلك بما يخص أسهم الشركات الصناعية.
- 3) معرفة أثر نسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب والمفصّل عنها بصورة شهرية في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي وذلك بما يخص أسهم الشركات الصناعية.
- 4) التعرف على أثر نسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي التشغيلي والمفصّل عنها بصورة شهرية في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي وذلك بما يخص أسهم الشركات الصناعية.

أهمية الدراسة وما يميزها عن الدراسات الأخرى

اهتمت هذه الدراسة بالتعرف على أثر النسب المالية السوقية للشركات الصناعية التي تعلن عنها بورصة عمان على حجم تداول أسهم هذه الشركات من أجل تقديم معلومات جديدة يمكن للمستثمرين الاستفادة منها في التنبؤ بحجم التداول واتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وتأتي هذه الدراسة استكمالاً للدراسات السابقة مع التركيز على النسب المالية السوقية الشهرية التي يتم الإفصاح عنها في نهاية الشهر الحالي وأثرها على تداول أسهم الشركات الصناعية في الشهر التالي. ومما يجعل هذه الدراسة مهمة ومميزه أيضاً ما يأتي:

- 1) توافر هذه الدراسة معلومات مهمة للباحثين والدارسين في مجالات المحاسبة والمالية يمكن الاعتماد عليها لتطوير نماذج تنبؤية لتقييم أداء الشركات بناء على المعلومات الشهرية التي يتم الإفصاح عنها في البورصة.

(1) <http://arabic.arabianbusiness.com/society/politics-economics/2010/sep/28/45091>

(2) تقدم هذه الدراسة معلومات هامة لهينة الأوراق المالية الأردنية تتعلق بتقييم جودة النسب المالية السوقية التي يتم الإفصاح عنها في البورصة ، ومدى حاجة هذه النسب إلى إجراء تعديل أو تبديل أو المحافظة عليها كما هي دون تغيير.

فرضيات الدراسة:

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع النسب المالية وعلاقتها بعوائد الأسهم وإمكانية استخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد توصلت بعض هذه الدراسات (البراجنة، 2009) و(الدبعي وأبو نصار، 2000) إلى إمكانية الاستفادة من بعض هذه النسب المالية كنسبة السعر إلى العائد والعلاقة بين نسبة توزيع الأرباح وصافي التدفقات النقدية مع القيمة السوقية للأسهم من أجل تحقيق منافع استثمارية وعوائد إضافية. وبناء على نتائج الدراسات السابقة فقد جاءت هذه الدراسة مكتملة لغيرها من الدراسات، ومن خلال طرح فرضيات الدراسة الآتية:

- (1) يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية المفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي.
- (2) يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية والمفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي.
- (3) يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب والمفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي.
- (4) يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي التشغيلي والمفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي.

الدراسات السابقة

اهتمت العديد من الدراسات السابقة بالتعرف على تأثير النسب المالية على قرارات المستثمرين واتجاهاتها من أجل تحسين جودتها وزيادة فعاليتها، فمن خلال التحليلات الأساسية والفنية التي قامت بها دراسة (Khanifar, 2011) على عينة من شركات السمسة في بورصة طهران وجدت الدراسة أن للنسب المالية تأثير على القرار الاستثماري، وأن من النسب الأكثر تأثيراً هي ربحية السهم والعائد على السهم وهامش الربح ونسبة العوائد إلى السعر السوقية.

ومن ناحية أخرى فقد قامت مجموعة من الدراسات بفحص نسب مالية بعينها للتعرف على أثرها في عمليات اتخاذ القرار، فعلى المستوى المحلي الأردني فقد اختبرت دراسة (الدبعي وأبو نصار، 2000) ، مدى ملائمة نسبة الربح إلى السعر لتحسين العوائد السوقية للأسهم. وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان ضمن قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة (1988-1996)، وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها، أنه يمكن استخدام نسبة الربح إلى السعر من أجل تحسين فهم العلاقة بين العوائد والأرباح. وبالتالي يمكن لمتخذي القرارات الاستفادة من ذلك في تحسين العوائد السوقية. وأما دراسة (عبده، 2001) فقد بحثت العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ونسبة نصيب السهم من الأرباح وعائد السهم السوقية، وذلك من خلال عينة مكونة من (35) شركة مساهمة صناعية وخدمية خلال الفترة (1990-1999) وقد بينت الدراسة وجود علاقة طردية بين نسبة السهم من الأرباح مع عائد السهم السوقية، وان العلاقة بين القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية مع عائد السهم السوقية ليست ذات معنوية إحصائية. وأما دراسة (الخدش والعبادي، 2005)، فقد بحثت في علاقة نسبة العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، وكذلك علاقة التدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، شملت الدراسة عينة مكونة من (26) شركة صناعية مساهمة عامة أردنية، خلال الفترة (1993-2002)، وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها، أن قائمة التدفقات النقدية توفر معلومات إضافية مهمة تساند المعلومات التي توافرها القوائم المحاسبية الأخرى، وأن هناك علاقة بين القيمة السوقية للسهم ونسبة التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية، وعلاقة بين القيمة السوقية للسهم مع نسبة العائد المحاسبي إلى حقوق المساهمين. وفي دراسة (Al-Mwalla, et. al., 2010) فقد تم بحث العلاقات بين عوائد الأسهم السنوية، وعوائد أرباح الأسهم، ونسبة السعر إلى العائد وإجمالي الأصول. وقد تم اختيار عينة مكونة من (24) شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1980 - 2006) وتطبيق نموذج (Engle and Granger, 1987)، ومن أهم نتائج الدراسة أن هناك توازناً على المدى الطويل بين عوائد توزيعات الأرباح، ونسبة السعر إلى العائد وإجمالي الأصول. وقد استنتجت الدراسة أيضاً أن سوق الأوراق المالية الأردنية غير كفوء.

وعلى المستوى العربي والعالمي، فقد تم إجراء عدت دراسات لفحص فائدة النسب المالية في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية، فقد هدفت دراسة (البراجنة، 2009) إلى التعرف على مدى تأثير كل من القيمة الدفترية والقيمة السوقية للأسهم بقيمة الأرباح المعلن عن توزيعها، وإمكانية استفادة المستثمرين من هذه

العلاقة. وقد تم إجراء الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية. ومن أهم نتائج الدراسة أنه هناك علاقات بين كل من معدل توزيع الأرباح مع القيمة السوقية للأسهم، وبين صافي التدفقات النقدية مع القيمة السوقية للأسهم، وأن هذه العلاقات يمكن الاستفادة منها في القرارات الاستثمارية. وفي دراسة (Agrawal, 1996) تم بحث صحة الأفكار النظرية والجوانب التطبيقية المتعلقة بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية التي لقيت اهتماما كبيرا في الآونة الأخيرة. وقد طورت الدراسة نموذج تم اختياره على بيانات خاصة بشركات مدرجة في بورصة سنغافورة على مدار (14) سنة. وقد بينت نتيجة الدراسة أنه من الممكن استخدام نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية من أجل تقييم صحيح للأسهم. وفي دراسة (Dudney, 2008)، فقد بحثت الدراسة بالعوامل التي تؤثر على نسبة العائد إلى السعر، من أجل استخدامها في التنبؤ بعائدات السوق في المستقبل، وقد تم إجراء الدراسة على شركات أمريكية مدرجة في (S&P 500) خلال الفترة (1953 - 2003). وتشير النتائج أنه يمكن الاستفادة من نسبة العائد إلى السعر والعوامل المؤثرة عليها من أجل تحقيق عوائد غير عادية وأن لها تأثير هام على أداء السوق المالية، هذا وقد توصلت دراسة (Jones, 2008) إلى نفس النتائج بعد إجراء الدراسة على مؤشرات بورصة أمريكية وعلى مدار (135) سنة. وأما دراسة (Kumar &Warne, 2009) فقد بحثت باستخدام نسبة السعر إلى العائد كمقياس يمكن استخدامه من أجل التنبؤ بأداء الشركات، وقد تم أخذ نسبة السعر الحالي مقارنة بإرباح السنة السابقة، كما وبحثت الدراسة بأثر التغيير في سعر السوق وحجم الشركة والقطاع الذي تعمل فيه الشركة على نسبة السعر إلى العائد. وقد تم أخذ عينة من (500) شركة مدرجة في سوق رأس المال الهندي خلال الفترة (2001 - 2007)، ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن نسبة السعر إلى العائد تتأثر بشكل هام بالتغيير في سعر السوق وبحجم الشركات، وأن النسبة تتأثر إلى حد ما أيضا بنسبة الديون إلى رأس المال ومعدل النمو في سعر السوق. وقد حاولت دراسة (Mokhtar, et.al, , 2014) القيام بتقييم الأسهم لعينة من الشركات الماليزية باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية، وقد بينت نتائج الدراسة أن العائد على حقوق المساهمين والعائد على الأصول وهامش صافي الربح، وهامش الأرباح التشغيلية وربحية السهم الواحد ونسبة الديون إلى حقوق المساهمين هي أهم النسب التي يمكن استخدامها من أجل تقييم الأسهم.

ومن ناحية أخرى فقد تناولت مجموعة من الدراسات موضوع حجم تداول الأسهم والعوامل المؤثرة عليه، فقد هدفت دراسة (البدائية، 2000) إلى معرفة أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على حجم التداول، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من (55) شركة مساهمة عاملة في قطاع الخدمات والصناعة في الأردن خلال الفترة (1993-1998) وقد تضمنت الدراسة اختبار لأثر حجم الشركة ونوع القطاع كمتغيرات معدلة (ثانوية) على العلاقة بين حجم التداول مع الإعلان عن التوزيعات. وبينت الدراسة أن هناك تداول غير عادي خلال تاريخ الإعلان عن التوزيعات وأن المتغيرات المعدلة لا تؤثر على العلاقة مع حجم التداول. أما دراسة (الفيومي، 2003) فقد هدفت إلى التحقق من إمكانية تحديد حجم التداول من خلال تذبذب أسعار الأسهم وذلك بالتطبيق على بورصة فلسطين للأوراق المالية. وقد استخدمت الدراسة أسلوب السلاسل الزمنية في التحليل. ومن النتائج التي توصلت لها الدراسة أنه من الممكن استخدام الأسلوب في وصف العائد السوقي إلا أنه من غير الممكن الاعتماد عليه من أجل تحديد حجم التداول مسبقا أو تفسيره. وفي دراسة (Yilmaz, 2006) تم بحث أثر توزيعات الأرباح النقدية على عوائد الأسهم وحجم التداول، والتعرف على سلوك المستثمرين فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح ونسبة التوزيع والحجم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة اسطنبول (ISE) خلال الفترة (1995 - 2003)، وقد بينت الدراسة أن الأسعار تبدأ في الارتفاع في بضع جلسات قبل توزيعات الأرباح النقدية، ثم تتراجع بفعل توزيعات الأرباح، وأما حجم التداول فيكون مرتفعا قبل التوزيعات ثم يبدأ بالانخفاض بعد دفع التوزيعات. وأما دراسة (Tripathy, 2010) فقد هدفت إلى فحص العلاقة بين حجم التداول وعوائد الأسهم وذلك على عينة من الشركات الهندية خلال الفترة من عام (2005 - 2010) باستخدام مجموعة من النماذج المالية، لقد وجد التحليل أن الأخبار الجيدة الحديثة المتعلقة بالشركة يمكن أن تحسن التغيير في سعر السهم عن المتوقع، كما وأن هناك تأثير للأخبار السيئة على حجم التداول وإنها تنعكس بشكل أكبر على التغيير في أسعار الأسهم مقارنة بما هو متوقع. وقد بينت دراسة (Tennant &Tracey, 2014) أن العوامل والمؤشرات المالية الخاصة بربحية البنوك تؤثر في تداول أسهمها في البورصة، وذلك من خلال دراسة تمت على عينة من البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية.

تناولت الدراسات السابقة (التي وقعت بين يدي الباحثون) العديد من المؤشرات المالية، وبحثت في إمكانية استخدامها من قبل المستثمرين من أجل تحسين عوائدهم السنوية أو لتحقيق عوائد غير عادية، كما وتناولت بعض الدراسات موضوع حجم التداول والعوامل المؤثرة عليه؛ ولعل ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة أنها تناولت مجموعة من النسب المالية التي يتم احتسابها والإفصاح عنها شهريا من قبل بورصة عمان، والتغيير الذي يطرأ عليها من شهر إلى آخر وربطه مع التغيير الذي يطرأ على حجم التداول في الشهر التالي، لتعرف على إمكانية استخدامها للتنبؤ بحجم التداول مستقبلا.

الإطار النظري للدراسة

يمكن تغطية الجوانب النظرية للدراسة من خلال التعرض للفقرات الآتية:

أولاً: مفهوم تداول الأسهم

يتأثر أداء البورصة بصورة عامة بمجموعة من العوامل أهمها العرض والطلب والشفافية والشائعات والحالة الاقتصادية. فأما عرض الأسهم فيعني توفيرها للمتعاملين الذين يرغبون باقتنائها ويستطيعون ذلك، وأما الطلب على الأسهم فيعني الرغبة في الحصول عليها مع إمكانية دفع ثمنها؛ والعلاقة بين العرض والطلب في ظل ثبات الكمية علاقة عكسية فعندما يزداد الطلب تنخفض الكمية المعروضة من الأسهم والعكس صحيح، وكلما كانت رغبات الاقتناء متباينة كلما زاد التداول على السهم. والشفافية، وتعني سرعة وكفاءة انتقال المعلومات بين المتعاملين والتأكد من إتاحتها للجميع بصورة عادلة داخل البورصة، وبصورة تمنع استغلال طرف ما للمعلومات على حساب طرف آخر. والشائعات، وهي الإتياء غير الرسمية التي يتم تداولها بين المتعاملين في البورصة والتي قد تلحق بعضهم الخسائر أو قد تكون مصدراً للربح السريع للبعض الآخر، وكلما انخفضت الشائعات تحسن أداء البورصة بشكل أفضل. واستقرار الحالة الاقتصادية، والذي يؤدي إلى ازدهار البورصة وتحسن أداؤها كونه يوفر الأمان للمستثمرين ويقلل من مخاطر الاستثمار.

(هندي، 2009، ص 211 - 351)

ثانياً: أساليب التحليل المالي

يعتمد بعض المستثمرين بعد أن يتأكدوا من سلامة أداء البورصة في اتخاذ قرارات المتاجرة بالأسهم على إجراء مجموعة من التحليلات الخاصة، وذلك بهدف التنبؤ بنتيجة قراراتهم الاستثمارية بصورة مسبقة. وتقسم هذه التحليلات إلى تحليلات أساسية وتحاليل فنية وتحاليل مالية؛ فأما التحاليل الأساسية فتتمثل بدراسة الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة مكان الأسهم وبالقطاع الذي تنتمي إليه وبالظروف الاقتصادية الوطنية والعالمية المحيطة. وتتمثل التحاليل الفنية بمجموعة من الأساليب المستخدمة لدراسة الحركة السابقة لسعر الأسهم والبيانات التاريخية الخاصة بها بهدف توقع الاتجاهات المستقبلية لها. وأما التحاليل المالية فهي تتم على التقارير المالية المنشورة من قبل الشركات المساهمة والتي تحتوي على بياناتها المالية المدققة والمعتمدة من أجل التنبؤ بحركات أسهمها وقيمتها مستقبلاً (رمضان، 2007، ص 199).

ويتم إجراء التحاليل المالية لبيانات الشركات المساهمة المنشورة باستخدام عدة أساليب لعل أهمها وأكثرها شيوعاً وانتشاراً هو التحليل الرأسي ويقوم على أخذ نسبة كل عنصر من عناصر البيان المالي إلى إجمالي المجموعة التي ينتمي إليها أو القيمة الإجمالية للقائمة التي ينتمي إليها، والتحليل الأفقي الذي يقوم على أساس دراسة تطور قيمة كل عنصر من العناصر المدرجة في البيان المالي عبر الزمن. وأما التحليل بالنسب المالية، فهو يقوم على أساس العلاقة المتبادلة أو الأثر بين عنصرين أو أكثر من عناصر بيان مالي أو أكثر. هذا وقد يتم احتساب النسب المالية من خلال أخذ عنصر أو أكثر من عناصر البيانات المالية وربطها مع بعض بيانات الأسهم السوقية التي يتم الإفصاح عنها في بورصة الأوراق المالية، وتسمى النسب التي يتم الحصول عليها بالنسب المالية السوقية (لظفي، 2007، ص 310).

ثالثاً: النسب المالية وتداول الأسهم

تقوم البورصات عادة بالإفصاح عن بعض النسب المالية السوقية ضمن موقعها الإلكتروني أو في بياناتها المنشورة بصورة دورية وذلك تحقيقاً لمبدأ الشفافية، ففي بورصة عمان فإنه يتم الإفصاح عن بعض هذه النسب بصورة سنوية وشهرية، وأما هذه النسب فهي نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ونسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي التشغيلي، ونسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب، وذلك من أجل خدمة المستثمرين؛ وفيما يأتي استعراض مختصر لهذه النسب (2):

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: تحتسب هذه النسبة من خلال قسمة سعر السهم السوقى على نصيب السهم الواحد من إجمالي القيمة الدفترية للشركة، وتمثل هذه النسبة مقياساً لثروة السهم، ويرى بعض المستثمرين والمحللين أن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمته الدفترية وخصوصاً على المدى الطويل. وكلما انخفض هذا المؤشر إلى أقل من الواحد دل ذلك على ضعف في الشركة وفي قدرة سهمها على توليد الثروة (التميمي، 2010، ص 207)
- نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية: ويتم احتساب هذه النسبة بقسمة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للسهم، وتختلف النسبة المقبولة من مستثمر إلى آخر، فعلى سبيل المثال قد يرى أحد المستثمرين أن هذه النسبة كافية لتغطية احتياجاته فيقبل على حيازة السهم وقد يرى

- آخر أن هذه النسبة غير كافية فيقوم بالاستغناء عنه، وعموما كلما زادت النسبة لسهم الشركة كلما زاد الطلب عليه (مطر، 2009، ص 268).
- نسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب: تقيس هذه النسبة العائد المحاسبي على القيمة السوقية للسهم، ويتم احتسابها من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم الواحد على نصيب السهم الواحد من الأرباح بعد الضريبة، وكلما زادت هذه النسبة فإنها تعني أن توظيف المبلغ المستثمر في أسهم هذه الشركة يحقق ربح محاسبي أفضل (عطية، 2011، ص 241).
- نسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي التشغيلي: يرى بعض المستثمرين أن التدفق النقدي يعطي دلالة أكثر من الدخل المحاسبي وذلك لكون أن رقم التدفق النقدي هو رقم فعلي ولا يتضمن أي بيانات وهمية أو تقديرية؛ ويتم احتساب هذه النسبة من خلال قسمة القيمة السوقية للسهم على نصيب السهم الواحد من التدفق النقدي التشغيلي، فكلما كانت القيمة أكبر فإن ذلك يعني إمكانية تحقيق الشركة لتدفق نقدي بشكل أفضل، وهذا يعتبر بمثابة عنصر جذب للمستثمرين (التميمي، 2010، ص 206).

يرى بعض المحللين والمنظرين في مجال الأسواق المالية أن تداول الأسهم في بعض البورصات يمكن أن يتأثر بالرغم من إجراء التحليلات الفنية والمالية والأساسية بالعوامل النفسية⁽³⁾ كالرغبة في تجنب المخاطر والطمع والخوف وغيرها، وهذا من شأنه أن يؤثر على تداول الأسهم على خلاف التوقعات المرتبطة بنتائج تحليلات الأسهم، وهذا ما قد يجعل من الصعب أحيانا التوقع بحركات الأسهم في المستقبل. لكن ذلك ومن ناحية أخرى، يرتبط بمدى عمق البورصة وكفاءتها، فكلما كانت البورصة أكثر عمقا وكفاءة انحسر تأثير العوامل النفسية على أداء البورصة وزادت أهمية الاعتماد على التحليلات فيها من أجل تحقيق المنافع وتحسين العوائد المرتبطة بالأسهم؛ كذلك يعتبر توفير المعلومات المرتبطة بالأسهم وإتاحتها للمستثمرين بشفافية وبدون تكلفة دافع لهؤلاء المستثمرين نحو توظيفها بشكل سليم وربطها بالقرارات الاستثمارية من أجل تحقيق العوائد والحصول على الأرباح.

وبناء عليه، فإن المعلومات التي تفصح عنها البورصة قد تستخدم من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية وبالتالي فإنها قد تؤثر على تداول الأسهم وقد لا تستخدم أحيانا، ويتم التعبير عن تداول الأسهم في بورصة عمان باستخدام عدت وسائل كحجم التداول بالدينار الأردني، وعدد الأسهم المتداولة، وعدد العقود المبرمة، وقد اختارت هذه الدراسة ربط النسب المالية السوقية بمعدل حجم التداول بالدينار وذلك لاعتقاد الباحثين بأن حجم التداول بالدينار يصور التداول السوقي للسهم بشكل أفضل من غيره.

مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة بجميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان⁽⁴⁾ والتي تم تداول أسهم شركاتها على مدار مدة الدراسة وهي أعوام (2009 – 2014)، أي أنه تم استبعاد الشركات التي شهدت توقف في تداول أسهمها خلال فترة الدراسة، وقد بلغ عدد هذه الشركات 40 شركة صناعية تظهر في ملحق الدراسة. وقد تم أخذ جميع هذه الشركات لإجراء الدراسة عليها.

منهجية الدراسة:

- اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وذلك من خلال ما يأتي:
- (أ) الرجوع إلى الدراسات والكتب والمراجع والمواقع الإلكترونية العربية والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة، من أجل تغطية الجوانب النظرية للدراسة.
- (ب) الدراسة التطبيقية، والتي تمت بناء على البيانات الإحصائية التي تفصح عنها بورصة عمان في موقعا الإلكتروني، وذلك وفقا للخطوات الآتية:
- (1) أخذ النسب المالية الشهرية واحتساب التغير الذي حدث بين كل شهر والشهر الذي يليه، وذلك وفقا للمعادلة الآتية:

$$dp_i = p_i - p_{(i-1)}$$

حيث أن: dp_i : تعني التغير في النسبة المالية في الشهر i

P_i : تعني قيمة النسبة المالية في الشهر i

$p_{(i-1)}$: تعني قيمة النسبة المالية في الشهر السابق للشهر i

(3) <http://www.etroo.ae/education>

(4) http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/monthly_statistica

مثال: إن نسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب الخاصة بشركة مصانع الاسمنت الأردنية في شهر شباط 2010 هي 9.038 وفي شهر آذار 2010 هي 9.653 إن التغير في نسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب بين شهري شباط وآذار تساوي:

$$9.653 - 9.038 = 0.615$$

(2) إن المعلومة التي يتم الإفصاح عنها في نهاية فترة معينة ستعكس على تداول الأسهم وعواندها في الفترة التالية. لذا فإنه تم احتساب معدل التغير في حجم تداول الأسهم خلال الفترة التي تلي التغير في النسب المالية ووفقا للمعادلة التالية:

$$dt_{i+1} = (t_{(i+1)} - t_{(i)}) / t_{(i)}$$

حيث أن: dt_{i+1} : معدل التغير في حجم التداول في الشهر التالي

$t_{(i+1)}$: حجم التداول في الشهر التالي

$t_{(i)}$: حجم التداول في الشهر الحالي

مثال: إن قيمة حجم التداول لشركة مصانع الاسمنت الأردنية في شهر آذار 2010 هي 1138250 دينار وفي شهر نيسان 2010 هي 1468988 دينار إن معدل التغير في حجم التداول بين شهري آذار ونيسان تساوي:

$$(1468988 - 1138250) / 1138250 = 0.29$$

(3) اختبار فرضيات الدراسة باستخدام اختبار الانحدار الخطي البسيط وعند مستوى معنوية 0.05، وذلك بواسطة برنامج التحليل الإحصائي (SPSS).

التعريفات الإجرائية

- النسب المالية السوقية:

وهي النسب المالية التي تستخدم القيمة السوقية للأدوات المالية (كالأسهم والسندات) المدرجة في البورصة لاحتسابها.

- حجم تداول الأسهم:

هو أحد المؤشرات التي تستخدم من أجل قياس نشاط السهم ويعبر عن هذا الحجم بالعملة النقدية من خلال حاصل ضرب كمية السهم المدفوعة مع السعر السوقي للسهم.

- البيانات المالية:

تقوم الشركات المساهمة وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم (1) بإصدار أربع بيانات مالية وهي بيان الدخل، وبيان المركز المالي، وبيان التغيرات في حقوق الملكية، وبيان التدفقات النقدية.

اختبار فرضيات الدراسة ومناقشة النتائج الإحصائية لإغراض اختبار فرضيات الدراسة

تم استخدام اختبار الانحدار الخطي البسيط وعند مستوى معنوية قدره 0.05 وبقاعدة قرار إنه إذا كان مستوى المعنوية أكبر من 0.05 فإنه يتم رفض فرضية الدراسة والقول بعدم وجود أثر للنسبة المالية السوقية المفصح عنها شهريا على حجم التداول. وفيما يلي اختبار فرضيات الدراسة:

(1) اختبار فرضية الدراسة الأولى ونصها "يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة

الدفترية المفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي".

ويظهر الجدول رقم 1 أن مستوى المعنوية يساوي 0.267 وهو أكبر من 0.05 وهذا يعني رفض

الفرضية الأولى والقول بعدم وجود أثر لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية المفصح نهاية كل شهر

على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي. كما يظهر الجدول قيمة t المحسوبة وهي تساوي 0.786

وهي أقل من القيمة الجدولية التي تساوي 1.96، وأن قيمة التباين المفسر منخفضة نسبيا حيث بلغت

قيمة $R^2 = 0.135$.

(2) اختبار فرضية الدراسة الثانية ونصها "يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة

السوقية والمفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر

التالي". ويظهر الجدول رقم 2 أن مستوى المعنوية يساوي 0.029 وهو أقل من 0.05 وهذا يعني

قبول الفرضية الثانية، والقول بوجود أثر لنسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية المفصح نهاية كل

شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي. كما يظهر الجدول رقم 2 أيضا قيمة t المحسوبة وهي

تساوي 2.175 وهي أكبر من القيمة الجدولية التي تساوي 1.96، وأن قيمة التباين المفسر مقبولة

نسبيا حيث بلغت قيمة $R^2 = 0.574$.

جدول (1)
نتيجة اختبار فرضية الدراسة الأولى

نتيجة اختبار فرضية الدراسة	R ²	t	مستوى المعنوية (α)
رفض الفرضية والقول بعدم وجود اثر	0.135	0.786	0.267

جدول (2)
نتيجة اختبار فرضية الدراسة الثانية

نتيجة اختبار فرضية الدراسة	R ²	t	مستوى المعنوية (α)
قبول الفرضية والقول بوجود اثر	0.574	2.175	0.029

(3) اختبار فرضية الدراسة الثالثة ونصها "يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب والمفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي". ويظهر الجدول رقم 3 أن مستوى المعنوية يساوي 0.109 وهو أكبر من 0.05 وهذا يعني رفض الفرضية الثالثة والقول بعدم وجود أثر لنسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب المفصح عنها في الشهر التالي. كما يظهر الجدول رقم 4 أيضا قيمة t المحسوبة وهي تساوي 1.057 وهي أقل من القيمة الجدولية التي تساوي 1.96، وأن قيمة التباين المفسر منخفضة نسبيا حيث بلغت قيمة R² 0.268.

(4) اختبار فرضية الدراسة الرابعة ونصها "يوجد أثر ذا دلالة إحصائية لنسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي التشغيلي والمفصح عنها في بورصة عمان في نهاية كل شهر على حجم تداول الأسهم في الشهر التالي". ويظهر الجدول رقم 4 أن مستوى المعنوية يساوي 0.003 وهو أقل من 0.05 وهذا يعني قبول الفرضية الثانية، والقول بوجود أثر لنسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية المفصح عنها في الشهر التالي. كما يظهر الجدول رقم 4 أيضا قيمة t المحسوبة وهي تساوي 2.938 وهي أكبر من القيمة الجدولية التي تساوي 1.96، وأن قيمة التباين المفسر جيدة حيث بلغت قيمة R² 0.739.

جدول (3)
نتيجة اختبار فرضية الدراسة الثالثة

نتيجة اختبار فرضية الدراسة	R ²	t	مستوى المعنوية (α)
رفض الفرضية والقول بعدم وجود اثر	0.268	1.057	0.109

جدول (4)
نتيجة اختبار فرضية الدراسة الرابعة

نتيجة اختبار فرضية الدراسة	R ²	t	مستوى المعنوية (α)
قبول الفرضية والقول بوجود اثر	0.739	2.938	0.003

خلاصة الدراسة وتوصياتها

أظهر اختبار فرضيات الدراسة إحصائيا وجود أثر لنسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي والأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية على حجم التداول، وعدم وجود أثر لنسبة القيمة السوقية إلى الأرباح بعد الضرائب والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على حجم التداول، ومن الجدير ذكره أن نتائج الاختبار جاءت نسبيا متفقة مع نتائج بعض الدراسات السابقة. فعلى سبيل المثال بينت دراسة (البراجنة، 2009) ودراسة (الخدش والعبادي، 2005) أنه يمكن الاستفادة من العلاقة بين صافي التدفقات النقدية مع القيمة السوقية للأسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية وهذا يتفق إلى حد ما مع نتيجة اختبار فرضية الدراسة الرابعة والمتعلقة بوجود أثر لنسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي على حجم تداول الأسهم. وأما دراسة البداينة (2000) والتي توصلت إلى وجود أثر لتوزيعات الأرباح النقدية على حجم التداول فقد جاءت نتائج الدراسة متقاربة معها نسبيا، حيث جاءت نتيجة اختبار فرضية الدراسة الثانية بوجود أثر لنسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية على حجم التداول. ومن ناحية أخرى اختلفت النتائج التي تم التوصل إليها مع نتائج دراسات (Dudney, 2008) و(Agrawal, 1996) والمتعلقة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية حيث بينت الدراسات إمكانية الاستفادة من هذه النسبة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في البورصة في حين أن نتيجة اختبار فرضية الدراسة الأولى بينت عدم وجود علاقة بين هذه النسبة مع حجم التداول، وبالتالي عدم

إمكانية الاستفادة من هذه النسبة في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتعلقة بإسهام الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وهذه النتيجة متطابقة مع نتيجة دراسة (عبده، 2001).

اتسمت طبيعة النسب المالية التي تؤثر في حجم التداول بكونها ليست ذات طابع محاسبي بقدر ما هي ذات طابع نقدي، وربما هذا ما يمكن ربطه بمشاكل القياس المحاسبي التي تعاني منها البيانات المالية المحاسبية وهي التي تتبنى تطبيق مبدأ التكلفة التاريخية بصورة أساسية حتى الآن، فضلاً عن وجود التحيز وعدم الموضوعية في هذه البيانات أحياناً، وذلك نتيجة لاستخدام أساس الاستحقاق المحاسبي فيها. لذلك كان هناك اتجاه نحو المؤشرات والنسب المالية ذات الطابع النقدي كونها أكثر موضوعية وأقل تحيزاً للاستفادة منها في اتخاذ القرارات وبالتالي التأثير على حجم التداول.

وعليه فإن الدراسة توصي بالقيام بتطوير نسب مالية جديدة إفضلاً عن النسب الحالية تعتمد على البيانات النقدية بصورة أكثر، إضافة إلى تطوير للنسب المالية المحاسبية الحالية اعتماداً على محاسبة القيمة العادلة واعتماد بدائل قياس محاسبية معاصرة تكون أكثر موضوعية وحياد في إعداد هذه النسب لتكون أكثر واقعية وقدرة على عكس الواقع الفعلي لمنشآت الأعمال عموماً والشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خصوصاً. هذا وتوصي الدراسة بضرورة القيام بإجراء مزيداً من الدراسات على قطاعات أخرى من الشركات المدرجة في البورصة واستخدام نسب مالية محاسبية ونقدية شهرية أخرى.

ملحق بأسماء الشركات عينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة	الرقم	اسم الشركة
1	دار الدواء للتنمية والاستثمار	21	حديد الأردن
2	الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج	22	الوطنية لصناعات الألمنيوم
3	الصناعات الكيماوية الأردنية	23	الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي
4	الوطنية لصناعة الكلورين	24	الأردنية لصناعة الأتابيب
5	الموارد الصناعية الأردنية	25	الباطون الجاهز والتوريدات الإنشائية
6	المتكاملة للمشاريع المتعددة	26	رم علاء الدين للصناعات الهندسية
7	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	27	العربية لصناعة المواسير المعدنية
8	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	28	القدس للصناعات الخرسانية
9	العربية للمشاريع الاستثمارية	29	العامية لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة
10	مصانع الورق والكرتون الأردنية	30	أساس للصناعات الخرسانية
11	الإقبال للطباعة والتغليف	31	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية
12	الاتحاد للصناعات المتطورة	32	مصانع الكابلات المتحدة
13	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	33	الصناعات الكهربائية
14	الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	34	مصانع الأجواخ الأردنية
15	الإقبال للاستثمار	35	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية
16	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	36	الذي لصناعة الألبسة الجاهزة
17	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	37	الألبسة الأردنية
18	الوطنية لصناعة الصلب	38	مصانع الخزف الأردنية
19	مناجم الفوسفات الأردنية	39	الصناعات الزجاجية و الخزفية
20	مصانع الاسمنت الأردنية	40	البوتاس العربية

المراجع

أولاً: المراجع العربية

أ. الكتب

1. التميمي، ارشيد فؤاد، (2010)، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن
2. رمضان، زياد، (2007)، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة.
3. عطية، محمد عبد الحميد، (2011)، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر.
4. هندي، منير إبراهيم، (2009)، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.
5. لطفي، أمين السيد احمد، (2007)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
6. مطر، محمد، (2009)، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الخامسة.

ب. الدراسات

1. الدبيعي ، مأمون وأبو نصار، محمد، (2000) ، " دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة ، العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية " ، دراسات الجامعة الأردنية ، المجلد 27 ، العدد 2 . ص 410
2. الخداهش، حسام الدين والعبادي، محمد، (2005) ، " علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم " ، دراسات العلوم الإدارية ، الأردن، المجلد 32، العدد 1 ، ص 153.
3. الفيومي، نضال، (2003) وصول المعلومات، وحجم التداول وتغيرات الأسعار، دراسة تطبيقية على بورصة فلسطين للأوراق المالية مجلة أبحاث اليرموك، مجلد 19 عدد 2أ، الأردن.

ج. الرسائل الجامعية

1. البداينة، جمانة مصطفى (2000)، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية على حجم التداول، رسالة ماجستير جامعية (غير منشورة) الجامعة الأردنية، الأردن.
2. البراجنة، امجد إبراهيم، (2009) اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية والدفترية للسهم، رسالة ماجستير جامعية (غير منشورة) الجامعة الإسلامية، فلسطين.
3. عبده، ، رامي عبده، (2001)، العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ونسبة نصيب السهم من الأرباح وعائد السوق السهم " رسالة ماجستير جامعية (غير منشورة)، الجامعة الأردنية، الأردن.

ثانيا: الدوريات الأجنبية

1. Agrawal, Surendra P. , Monem, Reza M.,and Ariff Mohamed, (1996), Price to Book Ratio as a Valuation Model: An Empirical Investigation, Finance India, Vol. X No. 2, pp 333-344, India.
2. Al-Mwalla, Mona, Al-Omari, Ahmad M. and Ayad, Fayssal, (2010), The Relationship between P/E Ratio, Dividend Yield Ratio, Size and Stock Returns in Jordanian Companies: A Co-integration Approach, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 49, pp. 87-103,UK.
3. Dudley, Donna, Jirasakuldech, Benjamas, and Zorn Thomas, (2008), Return Predictability and the P/E Ratio: Reading the Entrails, The Journal of Investing, Vol. 15, No. 2: pp. 75-82, USA
4. Jones, Charles P., (2008)How Important is the P/E Ratio in Determining Market Returns?, The Journal of Investing, Vol. 17, No. 2: pp. 7-14, USA.
5. Khanifar, Hossein, Jamshidi, Nasser, and Mohammadinejad, Mohammadbagher, (2011), Studying Affecting Factors on Analysts' Decisions Regarding Share Analysis in Tehran Stock Exchange: A Fundamental Analysis Approach, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, Issue 44, , pp. 77-86,UK
6. Kumar, S., & Warne, D. P. (2009). Parametric determinants of price-earnings ratio in Indian capital markets, Journal of Applied Finance, Issue 15(9),pp 63-82, UK.
7. Mokhtar, Mazura, Shuib, Adibah, Mohamad, Daud (2014) Identifying the Critical Financial Ratios for Stocks Evaluation: A Fuzzy Delphi Approach, AIP Conference Proceedings. 2014, Vol. 1635 Issue 1,pp348-354, Malaysia
8. Tennant, David F,& Tracey, Marlon R, (2014), Financial Intermediation and Stock Market Volatility in a Small Bank -Dominated Economy, Journal of Developing Areas. Fall2014, Vol. 48 Issue 4, p73-95. 24p, USA.
9. Tripathy, Naliniprava, (2010), The Empirical Relationship between Trading Volumes & Stock Return Volatility in Indian Stock Market, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences Issue 24, pp59- 76, UK.
10. Yilmaz, , Mustafa Kemal & Gulay, Guzhan, (2006), Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market, Emerging Markets Finance and Trade, vol. 42, no. 4. : pp. 19-49 USA.

ثالثا: المراجع الالكترونية

1. <http://arabic.arabianbusiness.com/society/politics-economics/2010/sep/28/45091> (2015-1-13)
2. http://www.ase.com.jo/ar/bulletins/monthly_statistica (2015-1-16)
3. <http://www.etoer.ae/education> (2015-1-18)