ضبابية انهيار سوق المال السعودية عام 2006 وأثر الأداء المالي للشركة المساهمة

د. عبدالسلام سعيد الغامدي *

ملخص

يهدف البحث إلى دراسة مدى أهمية الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية أثناء الأزمات، وهل السوق المالية السعودية تفرق أثناء الأزمة أو انهيار السوق على وجه الخصوص بين الشركة الجيدة وغير الجيدة ماليا؟. وقد جاءت فكرة البحث بعد الانهيار الذي شهدته السوق المالية السعودية ابتداء من الخامس والعشرين من فبراير من العام 2006. وفي هذا السياق تم دراسة العلاقة بين التغير السعري والتداولي للسهم أثناء الأزمة وبين بعض مؤشرات الأداء المالي للشركة، كما تم بناء نموذجين إحصائيين لتفسير تلك العلاقة. وقد أظهرت نتائج نموذج السعر وجود علاقة قوية يمكن أن تفسر التغير في سعر السهم أثناء الأزمة. وعلى العكس من ذلك لم يتمكن نموذج حجم التداول من تفسير التغير التداولي للسهم أثناء انهيار السوق المالية السعودية. وبصفة عامة فإنه يمكن الاستنتاج من هذه الدراسة بأن تسعير الأسهم سوقيا بقيم مبالغ فيها وبعيدة عن أداء شركاتها هو أحد المسببات الرئيسة لانهيار سوق المال السعودية.

* أستاذ المحاسبة المالية المساعد، قسم المحاسبة، جامعة الملك خالد، أبها.

The Fogginess of Saudi Stock Market Crash 2006 and the Effect of Firm's Financial Performance

Dr. Abdulsalam S. Al-Ghamidi *

Abstract

The purpose of the study is to examine the impact of Saudi firm's financial performance, and whether the Saudi stock market differentiates between good and bad firms, during stock market crash. The idea of the study followed from the Saudi stock market worst crash, which started on the 25th of February 2006. The statistical relationship between stock price (volume) changes, and ten financial performance indicators was examined. Two statistical models were developed and tested. The study found a linear relationship that may explain the price, but not volume, changes during the Saudi stock market crash 2006, based on some firm's specific financial performance indicators. It was concluded that trading Saudi shares higher than their firm-based financial performance might cause the 2006 crash in the Saudi stock market.

* **Assistant Prof. of Financial Accounting, King Khalid University, Abha.**

مقدمة

تلقي البيانات المحاسبية الضوء على أداء الشركات في فترة معينة بهدف مساعدة المستثمرين الحاليين والمتوقعين في تحديد اختياراتهم وقراراتهم الاستثمارية وفق ذلك الأداء، وانتهاز الفرص المواتية لتحسين تلك الاستثمارات. وعلى ذلك يفترض أن تكون الأفضلية الاستثمارية لتلك الشركات ذات الأداء المالي الأفضل، كما يفترض ألا يعامل السوق الشركات الجيدة وغير الجيدة بشكل متساوي، خاصة أثناء الأزمات، حيث يفترض أن تؤثر الأزمة على سعر سهم الشركة الأفضل أداءً بوقع أقل، مقارنة بالشركة الأقل أداء.

تهدف هذه الورقة إلى دراسة مدى مساهمة مركز الشركة المالي ونتائج أعمالها ومؤشرات أدائها في تحديد وتفسير سعر السهم وحجم تداوله خاصة أثناء الأزمات، وفيما إذا كان السوق يفرق بين الشركات ذات الأداء الجيد وغير الجيد حالة حدوث تراجع حاد أو انهيار في السوق المالي.

وسوف يتناول هذا البحث في الجزء الأول منه انهيار الأسواق المالية وخاصة الأمريكية والسعودية، ثم تأتي الدراسات السابقة ذات العلاقة في الجزء الثاني، ويتضمن الجزء الثالث منهج الدراسة الذي يشمل عينة الدراسة ومعايير اختيارها، وفرضيات الدراسة، ونموذجي الدراسة ومتغيراتها والتحليل الإحصائي للبيانات، و يتم استعراض نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها من التحليل الإحصائي في الجزء الرابع، وفي الجزء الخامس والأخير يتم تقديم خلاصة واستنتاجات وتوصيات هذه الدراسة.

1. انهيار الأسواق المالية

تعد انهيارات الأسواق المالية أحد الكوارث الاقتصادية التي تؤثر بشكل مباشر وتتأثر بمحيط السوق الاجتماعي والاقتصادي والسياسي، وقد شهدت الأسواق العالمية عدد من تلك الانهيارات لعلنا نستعرض أهمها في كل من الولايات المتحدة، بما أنها السوق الأكبر تأثيرا وحجما في العالم، ثم ما حدث في المملكة العربية السعودية.

1.1 انهيارات السوق الأمريكية

شهدت بورصة نيويورك خلال القرن التاسع عشر والعقد الأول من القرن العشرين عدة انهيارات لعل أسوأها ما يوضحه (جدول 1.1.1). وكما يلاحظ فقد كان أخفها وأحدثها ذلك الذي حصل في مطلع القرن الحالي واستمر حوالي سنتين وعشرة أشهر، وشهد انفجار الفقاعة (Bubble) وأحداث الحادي عشر من سبتمبر مما جعله الأطول زمنيا في تاريخ الانهيارات الأمريكية وفقد المؤشر فيه حوالي 38 % من نقاطه. أما أقدم انهيار في السوق الأمريكية فقد حدث في مطلع القرن التاسع عشر حيث فقد المؤشر حوالي

46 % من نقاطه. لكن الأسوأ في تاريخ الأسواق المالية حدث في العام 1930 وأستمر أكثر من سنتين تراجع المؤشر فيها بحوالي 86 %، وسبق هذا الانهيار - الانهيار الرابع الذي حدث في عام 1929 وكونا معا الكساد العظيم (Great Depression) في تاريخ الاقتصاد الأمريكي.

ويعتبر الاثنين الأسود هو أسوأ الأيام في أسواق المال في العالم، وهو يوم الاثنين التاسع عشر من شهر أكتوبر للعام 1987 الذي انخفض فيه مؤشر داو جونز بحدة وأدى بالتالي إلى تراجعات حادة في أسواق أخرى حول العالم، حيث أنه بنهاية شهر أكتوبر انخفضت أسواق الأسهم في هونج كونج بحوالي 45.8 %، واستراليا 41.8 %، والمملكة المتحدة 26.4 %، والولايات المتحدة 22.7 %، وكندا 22.5 %.

1.2 انهيار السوق المالية السعودية 2006

تعتبر السوق المالية السعودية أكبر الأسواق العربية من حيث رسملة السوق Market Capitalization، حيث بلغت في نهاية العام 2005 حوالي 2.44 تريليون ريال سعودي (650 مليار دولار)، وتتوزع الشركات في السوق في ستة قطاعات هي القطاع المالي، والقطاع الصناعي، وقطاع الخدمات، وقطاع الأسمنت، وقطاع الكهرباء، والقطاع الزراعي، وتلعب البنوك دورا مهما في السوق من حيث الوساطة في تداول الأسهم بإشراف هيئة سوق المال السعودية. وقد شهد السوق السعودي خلال العام 2006 أسوأ انهيار في تاريخه، حيث تراجع مؤشر السوق بحوالي 64 %. وقد شهد قبل ذلك بعض التراجعات المهمة صاحبت أحداث الحادي عشر من سبتمبر وغزو الكويت حيث تراجع المؤشر حينها بحوالي 13-14 % ما لبث بعدها أن استعاد مستواه وتضاعف بأكثر مما كان عليه قبل هاتين الأزمتين، كما شهد العام 2004 تراجعا حادا بنسبة 24 % تقريبا سرعان ما تعافى منه السوق خلال فترة وجيزة نسبيا، ويوضح (جدول 1.2.1) أسوأ أزمات السوق السعودي في القرن الحالي.

يوضح (جدول 1.2.2) إقفال المؤشر العام للسوق السعودي للأعوام 2001-2005. ويلاحظ تضاعف المؤشر قبيل الانهيار خلال الأعوام الثلاثة 2003-2005 نتيجة لعودة الكثير من الرساميل من الخارج بعد الحادي عشر من سبتمبر، وقلة الأقنية الاستثمارية الداخلية، وسهولة التداول، والتسهيلات البنكية المقدمة للمستثمرين في السوق، وحمى المضاربة النظامية وغير النظامية في أسهم بعض الشركات، وبعد صدور عدد من القرارات اتخذتها الهيئة لعل أهمها تخفيض نسبة التذبذب إلى 5 % ومحاصرة بعض المحافظ الاستثمارية، مما أدى إلى تكوّن الفقاعة وانفجارها في العام 2006.

وقد فقد المؤشر السعودي 6089 نقطة (20967-14878) خلال المرحلة الأولى للانهيار البالغة 15 يوما تداوليا (من 25 فبراير إلى 14 مارس)، أي أنه تراجع بنسبة تزيد على 29 % خلال تلك الفترة. ومرت بعض الأيام والعروض لجميع الشركات متراكمة وبالنسبة الأدنى (5 %) بدون أي طلب مما زاد الأمر سوء

وتعقيدا. وخلال تلك المرحلة تراجع حجم التداول اليومي في السوق بنسبة 84 % من حوالي 43 مليون سهم إلى أقل من 7 ملايين سهم. كما تراجعت قيمة التداول اليومية بنسبة 82 % من 28.3 بليون ريال إلى حوالي 5 بلايين ريال فقط، كما تراجعت الكثافة التداولية متمثلة في عدد الصفقات بنسبة 77 % من 343،918 صفقة إلى 79،135 صفقة (جدول 1.2.3). وقد أعتقد البعض بعد المرحلة الأولى أن التراجع قد انتهى وأن السوق سيستعيد نشاطه بقوة كحالة مشابهة لسلوك السوق بعد التراجع الذي حدث في عام 2004، لكن السوق واصل انهياره بعد ذلك حتى قبيل نهاية العام 2006.

يوضح (شكل 1.2.1) مراحل انهيار المؤشر العام للسوق السعودية خلال العام 2006 حيث شهد أعلى مستوى في تاريخه والعام 2006 يوم 25 فبراير عند مستوى 21 ألف نقطة تقريبا بينما كان أسوأ أداء له خلال العام يوم الثالث من ديسمبر عند 7665 نقطة.

2. الدراسات السابقة

تأتي الفقاعة في أسواق المال ضمن الفقاعة الاقتصادية حين تصبح الأسعار مبالغ فيها باستخدام أدوات التقييم السعري المناسبة، وهي تتناقض مع فرضية السوق الكفء الذي يفترض سلوك استثماري رشيد ومعتدل، وتنشأ من تطرف ذهني في التقدير تقود إلى تفكير جماعي ومن ثم إلى ما يعرف بسلوك القطيع الواحد (Smith, 1988). كما يرى (Chen, 2002) أن الأسواق المالية معرضة للهبوط الحاد، أو ما يعرف بانهيار السوق بعد تلك الفترات التي تتسم بدرجة عالية من عدم الاتفاق بين المستثمرين حول أداء السوق.

ظهرت العديد من الدراسات التي تمت في أمريكا وبريطانيا وحول العالم لتفسير العلاقة بين الأرباح والأداء المالي للشركات، وأيهما يؤثر في الآخر، ومن أوائل تلك الدراسات حول علاقة ربح الشركة بسعر السهم هو ما قدمه (Ball and Brown, 1968) عن وجود علاقة بين اتجاه الربحية للشركات الأمريكية وبين عوائد الأسهم التي تنحو نفس الاتجاه في الأشهر التالية لإعلان الربحية. تلى ذلك العديد من الدراسات، خاصة تلك التي بحثت قضية من يقود من: الأرباح أم الأسعار؟ ومن أهم تلك الدراسات (Kothari and Sloan, 1992; Kothari and Zimmerman, 1995)، حيث أظهرت هذه الدراسة أن الأسعار حسب النماذج التنبؤية الإحصائية تقود الأرباح وأن عوائد الأسهم تعكس التغير في التوقعات لأرباح الشركات المستقبلية.

كما أظهرت العديد من الدراسات وجود ردة فعل قوية لأسعار الأسهم حول تاريخ الإعلان عن أرباح الشركات وقوائمها المالية، وقد بدأ ذلك النوع من الدراسات الحدثية Event Studies (Beaver, 1968) الذي أثبت وجود عوائد غير طبيعية للأسهم الأمريكية في الأسبوع الذي تم فيه إعلان الأرباح للشركات

الأمريكية، وتلا ذلك العديد من الدراسات في أمريكا وحول العالم التي أثبتت وجود تلك العوائد الغير طبيعية في يوم الإعلان عن الأرباح(Ball and Kothari, 1991) وفي ساعة الإعلان عن الأرباح (Opong, 1996) وغيرها من الدراسات.

وجدت عدد من الدراسات أن الأسهم ذات مكرر الربح (P/E) الأقل تتفوق في أداءها (عوائدها) على تلك الشركات ذات المكرر الربحي الأعلى، حتى بعد التعديل لحجم الشركة. وقد بدأ تلك الدراسات (Basu, 1977, 1983) ثم تبعه العديد من الدراسات منها (Cook and Rozeff, 1984; Fama and French 1992). وقد وجد (Basu, 1983) أن الأسهم العادية للشركات ذات مكرر الربح العالي تجني، في المتوسط، عوائد ذات مخاطر معدلة أعلى من تلك التي تجنيها الأسهم العادية للشركات ذات المكررات الربحية الأقل، وهذا التأثير لمكررات الربح يبقى معنويا حتى بعد التحكم في حجم الشركة، ومن ناحية أخرى أظهرت الشركات الكبرى عوائد أكبر من عوائد الشركات الصغرى، لكن هذه الفروق في العوائد اختفت عندما تم التحكم في الفروق بالمخاطر ومكررات الربح. كما أثبتت بعض الدراسات االعلاقة بين مكرر الربح (P/E ratio) التاريخي وأسعار الأسهم في الفترة التالية، ومنها على سبيل المثال دراسة (Shen, 2000) التي تناولت العلاقة التاريخية بين مكرر الربح (P/E) وأداء السوق في الفترة التالية وما إذا كان التاريخ يعيد نفسه، ووجد أنه كلما كان مكرر الربح عاليا كلما كان ذلك متبوعا بنمو بطيء طويل المدى في أسعار الأسهم. كما وجد (Campbell and Shiller, 1998) نتيجة مشابهة حيث توصل إلى أنه كلما كان مكرر الربح أعلى في فترات سابقة أدى ذلك إلى نمو أقل في سعر السهم خلال العقد التالي.

وأوضحت بعض الدراسات علاقة الحصة الربحية الموزعة Dividend للسهم بسعر السهم في الفترة التالية، حيث تناولت على سبيل المثال دراسة (Lander, et al, 1997) العائد الربحي Earnings yield (آخر حصة ربحية Dividend موزعة على سعر السهم في السوق)، وما إذا كان التغير في ذلك العائد الناتج من تغير سعر الفائدة يمكن أن يساعد في التنبؤ بعائد السوق في الشهر التالي، وقد وجد أن التغيرات المتساوية في العوائد الربحية والفائدة لا تؤثر على عوائد السوق في الشهر التالي، بينما النقص في العوائد الربحية الناتج من سعر الفائدة يؤدي إلى نقص في عائد السهم في الشهر التالي.

كما تناولت بعض الدراسات أثر القيمة الدفترية للسهم على سعر السهم، فقد وجد، على سبيل المثال،(Anandarajan, 2006) أن القيمة الدفترية للسهم المعدلة بالتضخم لها ارتباط قوي مع أسعار الأسهم في تركيا، حيث في البيئة الاستثمارية التركية ذات المخاطر والتضخم تكون الأرباح غير مؤكدة بدرجة كافية، مما يجعل المستثمرون يعطون اعتبارا أكثر للقيم الدفترية للأسهم عنها لأرباح الشركات، وقد وجدت الدراسة أن القيمة الدفترية المعدلة بالتضخم وأرباح الشركة مجتمعة تفسر حوالي 75 % من

التغير في أسعار الأسهم التركية، وهناك العديد من الدراسات الأخرى التي أثبتت هذه العلاقة للقيمة الدفترية مع أسعار الأسهم، منها على سبيل المثال، (Davis-Friday et al 2005, Amir and Lev, 1996, Ballas and Hevas, 2005).

وفيما يتعلق بسيولة الشركة وأثرها على عوائد أسهم الشركات، فقد درس (Wang, 2005) الأثر الذي يمكن أن تفرضه سيولة الشركة المساهمة على عوائد أسهمها في السوق الأمريكية. وقد وجدت الدراسة أن الشركات التي تحتفظ بمستوى عال من الأصول السائلة، تكسب عوائد تالية أكبر بكثير من تلك الشركات التي لديها مستوى منخفض من تلك الأصول السائلة. كما درس (Wang, 2002) العلاقة بين إدارة السيولة في الشركة وقيمة الشركة المساهمة في السوق في كل من اليابان وتايوان. وقد استخدمت الدراسة دورة تحويل النقد (Cash Conversion Cycle) أو CCC كمقياس للسيولة في الشركة. وقد وجدت الدراسة أن العلاقة بين CCC وبين العائد على الأصول ROA سلبية، وكذلك العلاقة بين CCC والعائد على حقوق الملكية ROE، في كلا البلدين على الرغم من الاختلافات في الخصائص الهيكلية والأنظمة المالية.

وفيما يتعلق بدراسة أداء السهم أثناء انهيار البورصات كان هناك العديد من الدراسات. فقد شهدت الخمس سنوات التالية لانهيار 1929 في أمريكا أكبر تغييرات في متطلبات التقرير المالية (Parish 1970) حيث سبق ذلك وضع اختيارات تقريرية Reporting Options لكل شركة. وقد قام (Barton & Waymire 2004) بدراسة ما إذا كانت المعلومات المتاحة ذات الجودة العالية قد قللت من خسائر المستثمرين خلال انهيار أكتوبر 1929، حيث فحص عينة من 540 سهم في سوق نيويورك ووجد أن جودة التقرير المالي للشركة يزيد مع الحوافز للمدراء لتقديم معلومات مالية ذات جودة عالية مطلوبة من المستثمرين، كما وجد أن الشركات ذات الجودة العالية في تقريرها المالي قبل أكتوبر 1929 عانت من هبوط اقل في أسعار أسهمها خلال فترة الانهيار. ولم يجد (Johnson et al 2000) علاقة بين جودة التقرير المحاسبي في دولة ما، وبين أداء السوق المالي في تلك الدولة خلال أزمة الأسواق المالية في شرق آسيا عام 1997-1998. بينما أثبت (Mitton 2002) وجود علاقة موجبة بين جودة التقرير المالي وعوائد الأسهم الشركات خلال أزمة أسواق شرق آسيا. كما وجد (Yang and Bessler, 2008) أن هناك عدوى لانهيار الأسواق الرئيسية في العالم قد تنتقل بين الأسواق المالية دون وجود مبرر اقتصادي من داخل الدولة ذاتها، حيث تناولت الدراسة العدوى من انهيار التاسع عشر من أكتوبر عام 1987 في السوق الأمريكية بين سبعة أسواق مالية دولية في كل من (أستراليا، هونج كونج، اليابان، سنغافورة، ألمانيا، المملكة المتحدة و أمريكا)، وأظهرت نتائج الدراسة أنه على الرغم من الفروق الاقتصادية لتلك الدول فقد انهارت معا وفي وقت واحد، كما كان للتحسن في السوق الياباني بعد الانهيار الأثر الإيجابي أيضا على السوق الأمريكية.

بعد استعراض الدراسات السابقة يتضح أن هذه الدراسة تعتبر فريدة في موضوعها نتيجة لقلة انهيارات الأسواق العالمية والسوق السعودية بشكل خاص، وعدم وجود دراسات بحثية تجريبية مماثلة حول الموضوع.

3. منهج الدراسة

تقوم هذه الدراسة على اختيار عينة من الشركات في السوق المالية السعودية وجمع البيانات اللازمة حولها وتحليلها إحصائيا ومن ثم الخروج ببعض النتائج حول مدى أهمية مؤشرات الأداء المالي للشركات أثناء الأزمات.

3.1 عينة الدراسة

يجب أن تتوافر في العينة قدر من التحكم في العوامل الخارجية الأخرى لقياس الأثر محل الدراسة فقط بأكبر قدر من الدقة، ومن أجل تحقيق ذلك الهدف فقد تم وضع المعايير اللازمة لاختيار العينة من الشركات كما يلي:

1- أن تكون العينة من قطاع واحد وذلك لمحاولة إلغاء تأثير العوامل القطاعية المؤثرة.
2- أن يكون سبق أن مضى على الشركة أكثر من خمس سنوات منذ تداول أسهمها في السوق، وهذا المعيار مهم لمعرفة السوق الكافية بالشركة وتاريخها ولكون سعرها تجاوز أثار تقلبات الشركات الجديدة، التي مازالت تبحث عن استقرار سعري.
3- أن يكون تاريخ السنة المالية للشركة 12/31 حسب السنة الميلادية وذلك حتى تتساوى الفرص الوقتية في التفاعل الزمني للأحداث المالية.
4- أن تكون البيانات المطلوبة متوفرة على موقع تداول ومتاحة لجميع المستثمرين الإطلاع عليها في أي وقت بالمجان، حتى لا تكون هناك عوائق مادية في تقييم الشركات محل الدراسة من قبل المستثمر.

وتطبيقا لتلك المعايير فقد تم اختيار القطاع الصناعي نتيجة لتوافر أكبر عدد من الشركات فيه وللجاذبية الاستثمارية لأسهم ذلك القطاع في السوق عن غيرها من بقية القطاعات. وقد وتم استبعاد المصافي لأن سنتها المالية تنتهي 30/ 4 (لا ينطبق عليها معيار اختيار العينة رقم 3) ، كما استبعدت كلا من الصحراء وسدافكو والمراعي وينساب والورق وما بعدها من الشركات الجديدة لحداثتها (لا ينطبق عليها معيار اختيار العينة رقم 2)، كما استبعدت التصنيع لعدم توافر معلومات مالية عنها في تداول (معيار اختيار الهينة رقم 4). وبناء على تطبيق المعايير أعلاه فقد حققت 23 شركة صناعية سعودية مدرجة في السوق المالية السعودية معايير اختيار العينة المحددة، وهي الممثلة لعينة الدراسة النهائية (جدول 3.1.1).

3.2 المتغيرات

تحدد فترة الأزمة أو الانهيار بالفترة بين السبت 2006/2/25م إلى الأحد 2006/12/3م، ومدة الفترة 207 أيام تداول، وسيتم حساب التغير السعري وكذلك التغير في حجم التداول لسهم كل شركة خلال الأزمة. وسبب اختيار قياس التغير في السعر وحجم التداول بين التاريخين أعلاه أنه في التاريخ الأول كان أداء السوق الأعلى خلال العام (حيث بلغ المؤشر في ذلك التاريخ 20967 نقطة) وفي التاريخ الثاني كان أداء السوق الأسوأ خلال نفس العام (هبط المؤشر في ذلك التاريخ إلى 7594 نقطة)، وبالتالي فهما يقيسان مدى الانهيار السعري والتداولي في السوق المالية لسعودية خلال العام 2006.

ويحسب التغير السعري $\Delta \mathrm{Pr}_i$ أو العائد (Return) لكل شركة كالتالي:

$$\Delta \mathrm{Pr}_i = \frac{p_{itl} - p_{ith}}{p_{itl}}$$

وتعني p السعر السوقي للسهم i بين أول الفترة t=h وتعني أول يوم قبل الانهيار أو اليوم الذي وصل المؤشر فيه أعلى مستوياته خلال العام (highest)وهو 2006/2/25، وآخر الفترة t=l وتعني أخر يوم أو أقل(lowest) يوم في السنة وصل إليه المؤشر وهو 2006/12/3.

كما يحسب التغير ΔVol_i في حجم التداول لكل شركة كما يلي:

$$\Delta Vol_i = \frac{vol_{itl} - vol_{ith}}{vol_{ith}}$$

وتعني vol حجم التداول للسهم i بين أول الفترة t=h وتعني أول يوم قبل الانهيار أو اليوم الذي وصل المؤشر فيه أعلى مستوياته خلال العام (highest)وهو 2006/2/25، وآخر الفترة t=l وتعني أخر يوم أو أقل(lowest) يوم في السنة وصل إليه المؤشر وهو 2006/12/3.

في هذه الدراسة تم استخدام عشرة مؤشرات أداء مالية لكل شركة، وفيما يلي المؤشرات المستخدمة مع تعريف مختصر لكل مؤشر:

1. الحصة الربحية الموزعة للسهم ونرمز لها DVD، وهي تلك الحصة الربحية التي قررت الشركة توزيعها على حامل السهم الواحد، وبالتالي تمثل المردود الفعلي المتحقق من الاستثمار في الأسهم.
2. ربحية السهم العادي ونرمز لها EPS ، ويعتبر هذا المؤشر من أهم مؤشرات الربحية حيث يقيس حصة السهم الواحد في صافي ربح الشركة، وبالتالي يعطي مؤشرا هاما للمقارنة بين الشركات من حيث الربحية.
3. نسبة التداول ونرمز لها CR، ويعتبر هذا المؤشر أحد مؤشرات السيولة للشركة، حيث يقيس مدى ملاءة الشركة في المدى القصير وقدرتها على تغطية التزاماتها القصيرة.
4. المديونية ونرمز لها Debt، ويقيس هذا المؤشر مديونية الشركة في فترة زمنية معينة ومدى اعتمادها على الدين في تمويل أصولها، أو بالأحرى نسبة التمويل الخارجي لأصول الشركة.
5. القيمة الدفترية للسهم ونرمز لها BV ، وتمثل هذه القيمة نصيب السهم الواحد من حقوق المساهمين في فترة زمنية معينة، ويعكس هذا المؤشر نصيب السهم الواحد فيما لو تمت تصفية الشركة في الحال، بينما بقيت الحسابات الأخرى دون تغيير.
6. السعر على ربحية السهم أو مكرر الربح ونرمز لها PE، ويعتبر هذا المؤشر من أهم مؤشرات الربحية التي تستخدم في إيجاد السعر العادل المناسب للسهم، حيث يربط سعر سهم الشركة بأدائها الربحي.
7. السعر السوقي على القيمة الدفترية للسهم ونرمز لها PBV، وبما أن القيمة الدفترية للسهم هي المبلغ المفترض أن يحصل عليه حامل السهم الواحد فيما لو صفت الشركة أعمالها في الحال، فإن هذا المؤشر يقيس النسبة بين ما يدفعه المستثمر وبين ما يستحقه السهم في وقت معين.
8. العائد على حقوق المساهمين ونرمز لها ROE، ويعتبر هذا المؤشر أحد مؤشرات الربحية للشركة حيث يقيس نسبة العائد على الأموال المستثمرة، أو معدل العائد على أموال المساهمين في فترة زمنية معينة.
9. العائد على الأصول ونرمز لها ROA، ويقيس هذا المؤشر الربحي مدى الكفاءة في استخدام الأصول لتوليد أرباح للشركة في فترة مالية معينة.
10. مردود الربح الموزع ونرمز لها DY، يقيس هذا المؤشر المردود الفعلي (التوزيعات) على الاستثمارات (السعر السوقي المدفوع للأسهم) من خلال التوزيعات التي قدمتها الشركة، وبالتالي فهو يمثل معدل العائد الفعلي المتحقق على الاستثمار في سهم معين.

وقد تم إيجاد المتغيرات السابقة من خلال القوائم المالية للشركات في عينة الدراسة المنشورة في القوائم المالية السنوية للشركة للعام المنتهي في 2006/12/31م. وقد تم اختيار هذه المؤشرات لكونها متاحة

لجميع المتداولين مجانا على موقع السوق المالية السعودية تداول، وعلى ذلك فليس من الصعوبة الحصول عليها واستخدامها لدعم القرار الاستثماري للمستثمر.

ومن الجدير بالذكر أن قيمة PE محسوبة بشكل خاص، حيث أنها بعكس القيمة الإيجابية فعندما تكون أكبر تكون أسوأ وعندما تأتي سالبة فإن القيمة الأكبر سلبية هي الأسوأ، وعلى ذلك استبدلت قيمة واحدة سالبة لأحد شركات العينة بقيمة ايجابية تقع فوق أكبر القيم الإيجابية، وتراعي الوزن النسبي لسلبيتها.

3.3 فرضيات البحث

تساعد المعلومات المحاسبية في تحديد القيمة السوقية المناسبة للسهم، حيث الشركات الأفضل من حيث الربحية والسيولة والمديونية والنشاط يفترض أن يقيمها السوق المالي بشكل أفضل. فتلك الشركات التي لا تتوافق أسعارها مع مخرجات التحليل المحاسبي لأداء الشركة يفترض أن تكون عرضة أكبر للهزات والأزمات، بينما تلك الأسهم التي ترتبط أسعارها أكثر بأداء الشركة المالي يفترض أن تكون أقل عرضة لمثل تلك الأزمات. هذا الارتباط يفترض أن يحمي الأسعار دائما وخاصة أثناء الأزمات. والسؤال: هل ساعدت المعلومات المحاسبية على تماسك الأسعار من عدمه أثناء الأزمة أم لا؟ للإجابة على ذلك فإن علينا اختبار صحة الفرضيتين العدميتين التاليتين:

H_{02}: لا توجد علاقة بين تغير أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية وبين أداء الشركات المالي عند انهيار السوق.

H_{02}: لا توجد علاقة بين التغير في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية وبين أداء الشركات المالي عند انهيار السوق.

3.4 التحليل الإحصائي ونموذج الدراسة

تستخدم الدراسة التحليل الإحصائي لاختبار فرضيتي البحث. ولمعرفة الخصائص الإحصائية الأولية لمتغيرات الدراسة فقد تم أولا عمل تحليل إحصائي وصفي لتلك المتغيرات في عينة الدراسة البالغة 23 شركة مساهمة مدرجة في السوق المالية السعودية.

ولاختبار فرضيتي البحث، فقد تمت دراسة العلاقات الخطية اللحظية بين كل متغير من متغيرات الدراسة والمتغير الآخر، وقد بدأ التحليل بدراسة العلاقة بين التغير السعري وكل متغير من متغيرات الأداء، ثم بين التغير في حجم التداول ومتغيرات الأداء كل على حده، ثم بين كل متغير من متغيرات الأداء ومتغير الأداء الآخر. ومن أجل ذلك فقد استخدم معامل بيرسون (Pearson Product Moment Correlation) الإحصائي اللحظي لتحليل تلك العلاقات الثنائية بين المتغيرات.

ولدراسة العلاقة بين التغير السعري للسهم وأداء الشركة، من جهة، وبين التغير في حجم التداول للسهم والأداء المالي للشركة من جهة أخرى بشكل أقوى فقد تم بناء نموذجين إحصائيين، واختبار مدى قوة كل نموذج في تفسير انهيار السوق المالية السعودية.

النموذج الأول، نموذج السعر:

لقياس مدى تفسير متغيرات الأداء للشركة للتغير الحاصل في سعر السهم خلال فترة الانهيار وأي تلك المتغيرات أقوى في تفسير ذلك التراجع، فقد تم وضع نموذج الانحدار التالي:

$$\Delta \Pr = \alpha + \beta_1 DVD + \beta_2 EPS + \beta_3 CR + \beta_4 Debt + \beta_5 BV + \beta_6 PE + \beta_7 PBV + \beta_8 ROE + \beta_9 ROA + \beta_{10} DY + \varepsilon$$

حيث أن:

Δ Pr = التغير في سعر السهم،

DVD = الحصة الربحية الموزعة للسهم،

EPS = ربحية السهم العادي،

CR = نسبة التداول،

Debt = نسبة المديونية،

BV = القيمة الدفترية للسهم،

PE = السعر على ربحية السهم أو مكرر الربح،

PBV = السعر السوقي على القيمة الدفترية للسهم،

ROE = العائد على حقوق المساهمين،

ROA = العائد على الأصول،

DY = مردود الربح الموزع، وأخيرا

ε = الخطأ المتجمع.

النموذج الثاني، نموذج الحجم:

لقياس مدى تفسير متغيرات الأداء للشركة للتغير الحاصل في حجم التداول للسهم خلال فترة الانهيار وأي تلك المتغيرات أقوى في تفسير ذلك التراجع، فقد تم وضع نموذج الانحدار التالي:

$$\Delta Vol = \alpha + \beta_1 DVD + \beta_2 EPS + \beta_3 CR + \beta_4 Debt + \beta_5 BV + \beta_6 PE + \beta_7 PBV + \beta_8 ROE + \beta_9 ROA + \beta_{10} DY + \varepsilon$$

حيث أن:

ΔVol = التغير في حجم التداول للسهم،

بينما بقية المتغيرات كما هي معرفة في نموذج السعر أعلاه.

4. النتائج

فيما يلي نتائج الدراسة الإحصائية حيث نبدأ بنتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة ثم دراسة العلاقة الإحصائية بين المتغيرات ثم نتائج التحليل الإحصائي لنماذج الدراسة.

4.1 التحليل الوصفي للمتغيرات

يظهر (جدول 4.1.1) نتائج التحليل الإحصائي الوصفي لجميع متغيرات الدراسة. يلاحظ تقارب التغير السعري بين شركات العينة أثناء الأزمة حيث فقدت ثلاثة أرباع الأسهم في العينة ما بين 70.51 % إلى 83.46 % من قيمها أثناء الأزمة، بينما تراجعت 25 % من الأسهم فقط بنسبة دون ذلك وبحد تراجع أدنى 54.33 %. لكن التغير في حجم التداول كان عكس ذلك تماما ففي الوقت الذي تراجعت فيه أسهم معظم شركات العينة أثناء الأزمة، فقد تضاعف الحجم التداولي لبعضها أكثر من تسع مرات، وحقق مالا يقل عن 25 % منها معدلات تداول أعلى من تلك التي كانت قبل بدء الأزمة، وقد يكون ذلك عائدا إلى الجاذبية السعرية التي أصبحت عليها تلك الأسهم بعد أن فقد معظمها أكثر من 70 % من قيمته، بينما قد يكون الارتفاع الكبير في أسعارها قبل الأزمة عائقا في تداول البعض منها.

نلاحظ أن معظم الشركات وزعت الحد الأدنى من الأرباح وهو 5 % من القيمة الاسمية أو نصف ريال سعودي (50 هللة)، بينما أكثر من ربع الشركات في العينة لم توزع شيئا في الوقت الذي وصلت فيه بعض التوزيعات إلى 55 % من القيمة الاسمية. فيما عدا شركة واحدة حققت جميع الشركات في العينة ربحية سهم موجبة، تراوحت ما بين 8.12 ريالا إلى 0.01 ريال، ويلاحظ أن ربحية السهم لمعظم الشركات كانت أعلى من ريالين وربع تلك الشركات فقط حققت ربحية سهم تقل عن 1.1 ريال. وتراوحت نسبة التداول للشركات ما بين 0.47 و 7.29 بمتوسط حوالي 2 مرة وهذا يعتبر الحد الطبيعي والمحبذ لتلك النسبة. كما تراوحت مديونيات شركات العينة بين 55.4 % ونسبة ضئيلة تقترب من الصفر، علما بأن الشركة ذات النسبة الأعلى هي سابك أحد اكبر الشركات السعودية وأفضلها من حيث المؤشرات الأخرى وخاصة الربحية، وربما يعود ذلك إلى منحها ثقة ائتمانية أعلى من قبل المقرضين، لكن ثلاثة أرباع شركات العينة لم تتجاوز مديونيتها 24 %، مما يعني عدم وجود مشكلة مديونية لدى شركات العينة. يلاحظ أن بعض القيم الدفترية لشركات العينة تقل عن قيمها الاسمية (10 ريال للسهم)، وربع الشركات تقع عند 10.76 أو أقل، لكنها في المتوسط عند 15.37 ريالا، بينما تجاوز ربعها الآخر 18 ريالا وصولا إلى 33.25 ريال.

يلاحظ الانحراف المعياري الكبير (295.6) بين مكررات الربح لشركات العينة، ففي الوقت الذي نجد فيه أن أدنى مكرر ربح في العينة كان من نصيب سابك ويبلغ 13، هناك بعض القيم العالية جدا كمكرر ربح شركة صدق البالغ 1100، وهي الشركة الخاسرة الوحيدة في العينة التي وضع مكررها فوق أكبر مكرر

حقيقي عال أيضا بلغ 1000 مرة وهو لشركة اللجين، وجاء متوسط مكرر الربح لتلك الشركات السعودية عاليا حيث بلغ في المتوسط نتيجة لتلك القيم العالية، وهذه الزيادة في مكررات الأرباح للشركات يدل على أنه كانت هناك أسعار مبالغ فيها خلال العام. ويلاحظ أن نسبة السعر على القيمة الدفترية متوازن نوعا ما ويتراوح بين 1.55 إلى 5.72 وهذا يعني أن جميع الأسهم في العينة تتداول بأعلى من قيمها الدفترية بمرة ونصف على الأقل. ويصل معدل العائد على حقوق الملكية إلى أكثر من 34 %، ويقع في قيمة سالبة وحيدة (9 - % تقريبا) نتيجة الربحية السلبية (الخسارة) الوحيدة لأحدى شركات العينة. ونتيجة لتلك الخسارة أيضا فقد انخفض العائد على الأصول إلى حوالي (3 - %) بينما تجاوز حده الأعلى 29 % بمتوسط 8.42 % وحققت ربع شركات العينة فقط عائدا تجاوز 10.5 %. ونتيجة لما ذكرنا سابقا من أن أكثر من ربع الشركات لم توزع أرباحا فقد جاء المردود من التوزيعات لتلك الشركات صفريا أيضا، بينما تجاوز مردود التوزيعات لأكثر من ربع تلك الشركات
3 % وبلغ أقصاه عند 4.10 %.

4.2 العلاقات الإحصائية بين المتغيرات

يظهر (جدول 4.2.1) نتائج دراسة العلاقة اللحظية الثنائية بين متغيرات الدراسة، باستخدام معامل ارتباط بيرسون. وبالنظر إلى متغير السعر نجد وجود ارتباط معنوي موجب عند درجة معنوية 1 % بين التغير في السعر وكلا من ربحية السهم والحصة الربحية الموزعة للسهم. كما يوجد ارتباط موجب عند درجة معنوية 5 % بين التغير في السعر وكل من نسبة السعر على القيمة الدفترية للسهم والعائد على حقوق المساهمين ومردود الربح الموزع، بينما لا يوجد ارتباط إحصائي معنوي مع بقية المتغيرات الأخرى. ويتضح أن ارتباط متغير السعر وربحية السهم هو الأقوى. وعلى ذلك يمكن رفض الفرضية العدمية الأولى بعدم وجود علاقة بين التغير في أسعار أسهم الشركات السعودية المساهمة أثناء الأزمة والأداء المالي لتلك الشركات معبرا عنه بتلك المؤشرات ذات العلاقة المعنوية.

ويتضح من (جدول 4.2.1) أيضا أن متغير حجم التداول غير مرتبط إحصائيا مع متغير السعر أو أي من متغيرات الأداء. وعلى ذلك لا يمكن رفض الفرضية العدمية الثانية بعدم وجود علاقة بين التغير في حجم تداول أسهم الشركات السعودية أثناء الأزمة ومؤشرات الأداء لتلك الشركات.

كما يظهر (جدول 4.2.1) وجود علاقات ثنائية معنوية متفرقة بين عدد من المتغيرات لكن ما يعتبر علاقات خطية خطرة Serious على بناء النماذج الإحصائية هي تلك التي تزيد على 0.8 وأهمها هنا العلاقة الثنائية بين ربحية السهم والحصة الربحية الموزعة، ومن الطبيعي تفهم وجود هذه العلاقة التي توحي بأن توزيعات الشركة تعتمد على أرباحها وسيولتها. كما يوجد علاقة ثنائية قوية بين الحصة الربحية الموزعة ومردود الربح الموزع وهنا أيضا يمكن تفهم تلك العلاقة نتيجه وجود الحصة الربحية الموزعة كعامل

مشترك في حساب المؤشرين. كما أدى استخدم صافي دخل الشركة كعامل مشترك في حساب العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين إلى وجود علاقة ثنائية قوية بين العائدين. وعلى ذلك يفضل استبعاد الحصة الربحية الموزعة والعائد على حقوق المساهمين للحصول على النموذج إحصائي الملائم لتفسير التغير في أسعار الشركات السعودية أثناء الانهيار.

وفيما يلي نتائج التحليل الإحصائي لكل نموذج من نموذجي الدراسة (نموذج التغير السعري ونموذج التغير التداولي):

4.3 نتائج نموذج التغير السعري

تم تحليل نموذج التغير السعري أولا بأخذ جميع المتغيرات المستقلة المقترحة للأداء في الحسبان أولا، ثم تلى ذلك دراسة التجانس الأمثل بين تلك المتغيرات المستقلة في تفسير المتغير التابع، ومن ثم تم تحديد النموذج الملائم ثم النموذج الأمثل للدراسة، وفيما يلي نتائج ذلك التحليل.

4.3.1 استخدام جميع المتغيرات المستقلة في النموذج

تشير نتائج التحليل الظاهرة في (جدول 4.3.1) إلى وجود ارتباط قوي في النموذج يزيد على 64 %. لكنه من المعلوم إحصائيا أنه بزيادة المتغيرات المستقلة قد تتصاعد قيمة R-sq . ولعلاج هذه المشكلة جاءت (Adj R-sq) لحساب العلاقة التي لا تؤثر فيها الزيادة في عدد المتغيرات المستقلة. وعلى ذلك فقد انخفضت تلك العلاقة إلى 34.5 % عند استخدام Adj R-sq . كما تظهر النتائج عدم معنوية F الإحصائية مما يشير إلى عدم صلاحية النموذج في تفسير العلاقة الخطية بين التغير السعري ومؤشرات الأداء العشرة مجتمعة.

4.3.2 أفضل تجانس بين المتغيرات في النموذج السعري

بالنظر إلى النتائج الظاهرة في (جدول 4.3.2) نجد أنه لم تساهم جميع المتغيرات المستقلة العشرة في القوة التفسيرية للنموذج، فعند دراسة التجانس بين المتغيرات المستقلة العشرة للأداء مع المتغير السعري التابع، وجد أن أفضل متغيرات لتفسير التغير السعري مجتمعة هي أربعة متغيرات (PE- EPS–CR–BV) وهي تعبر عن ربحية السهم ونسبة التداول والقيمة الدفترية ومكرر الربح، حيث وصل النموذج بهذه المتغيرات فقط إلى أفضل قوة تفسيرية وصلت إلى ما يقارب 55 % ويدل على ذلك نسبة (Adj R-sq). كما يلاحظ أيضا أنه لم يتم اختيار تلك المتغيرات المستقلة التي يوجد بينها ارتباط ثنائي حاد كما تم الإشارة إليه سابقا في الفقرة 4.2.

4.3.3 النموذج السعري الملائم

بناء على النتائج الظاهرة في (جدول 4.3.3) وبعد إجراء التحليل الإحصائي اللازم لنموذج السعر باستخدام المتغيرات الأربعة الأكثر تفسيرا للتغير السعري تم التوصل إلى النموذج الملائم، حيث تشير معنوية F" الإحصائية" إلى ملاءمة هذا النموذج في تفسير التغير السعري للأسهم. لكنه يلاحظ في النموذج وباستخدام T" الإحصائية" عدم معنوية معاملي القيمة الدفترية ومكرر الربح عند مستوى معنوية 5 %. وهذا يعني أننا لا نضمن ألا تكون تلك المتغيرات صفرا وبالتالي فإننا بحاجة إلى نموذج يأخذ في الاعتبار تلك المشكلة في معنوية معاملات المتغيرات المستقلة.

4.3.4 النموذج السعري الأمثل

بعد حذف أحد المتغيرات المستقلة وهو القيمة الدفترية ظهر تحسن في النموذج محل الدراسة الذي ما زال يعطي ارتباطا قويا (54 % تقريبا) ومعنوية لجميع معاملات المغيرات المستقلة عند مستوي أقل من 5 %. كما أظهرت "F الإحصائية" تحسنا أفضل من النموذج السابق وبالتالي نستطيع القول أن النموذج الأكثر ملائمة للدراسة هو النموذج الذي يقوم على تفسير التغير السعري لسعر السهم أثناء الأزمة من خلال ربحية السهم ونسبة التداول ومكرر الربح (جدول 4.3.4).

4.4 نتائج نموذج التغير في حجم التداول

تظهر نتائج تحليل النموذج التداولي (جدول 4.4.1) عدم وجود علاقة خطية قوية بين مؤشرات الأداء والتغير في حجم التداول للشركات محل الدراسة أثناء الأزمة، حيث أظهرت النتائج الارتباط التربيعي المعدل (R-Sq(adj)) يقترب من الصفرية كما لا يظهر أي معنوية في معاملات المتغيرات جميعها أو F الإحصائية عند مستوى معنوية 5 % أو أقل. وعلى ذلك نستطيع القول أنه لا يوجد علاقة بين التغير في حجم التداول للشركات السعودية المساهمة وبين أداء تلك الشركات المالي.

وعلى ذلك يمكن القول أن نتائج الدراسة النهائية جاءت متماشية مع النظرية الاستثمارية وبعض نتائج الدراسات السابقة ومخالفة للبعض الآخر. فمؤشرات الأداء المالي للشركات لم تنعكس جميعها على أداء السهم في السوق أثناء الانهيار وربما يكون ذلك لوجود درجة من الارتباط الثنائي بين تلك المتغيرات. لكن مؤشر الربحية انعكس بشكل قوي على سلوك السهم أثناء الانهيار وذلك في تناغم تام مع النظرية الاستثمارية وما آلت إليه الدراسات السابقة ومنها (Ball and Brown, 1968) و (Kothari and Zimmerman, 1995) وغيرها. وجاء مؤشر السيولة القصيرة في علاقة سلبية مع التغير السعري، وعلى الرغم من أن ذلك لا يتوافق مع النظرية الاستثمارية، حيث من المفترض أن تنعكس درجة السيولة إيجابيًا على التغير السعري، فقد جاءت تلك العلاقة متوافقة مع دراسة (Wang, 2002)، وربما يفسر ذلك التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة والذي أظهر أن متوسط نسبة التداول في شركات العينة جاءت ضمن

الحد المقبول والكافي (2 تقريبا) وأن أكثر من نصف العينة تجاوزت ذلك الحد وهو ما قد يفسره السوق سلبا على إدارة السيولة في الشركة. كما جاء متغير مكرر الربح في علاقة موجبة مع التغير السعري للسهم، وفي هذا توافق مع النظرية الاستثمارية التي ترى أنه كلما كان المكرر عاليا فإن ذلك يعني أن المستثمرين يعتقدون أن هناك نموا أكبر في ربحية الشركة المستقبلية بأكثر من قيمتها الحالية، أو أنها ذات ربحية آمنة، مما يؤدي إلى تقييم سهمها بشكل أكبر في السوق (Basu, 1983)، على الرغم من وجود بعض الدراسات التي أظهرت علاقة سلبية بين قيمة مكرر الربح في الفترة الحالية وعوائد السهم في الفترة التالية (Campbell and Shiller, 1998) و (Shen, 2000).

5. الخلاصة والاستنتاجات والتوصيات

بناء على النتائج السابقة للتحليل الإحصائي لدراسة العلاقة بين أسعار أسهم الشركات السعودية وحجم تداولها وبين أداءها المالي خلال الأزمة، ووفقا لفرضيات الدراسة فإنه يمكن تلخيص النتائج على النحو التالي:

1. رفض الفرضية العدمية الأولى H_{01} بعدم وجود علاقة بين التغير في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية وبين أداء الشركات المالي عند انهيار السوق، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة قوية بين بعض مؤشرات الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية وبين التراجع السعري لأسهم تلك الشركات خلال انهيار السوق للعام 2006.
2. قبول الفرضية العدمية الثانية H_{02} بعدم وجود علاقة بين التغير في حجم تداول أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية وبين أداء الشركات المالي أثناء انهيار السوق. حيث أثبتت هذه الدراسة انتفاء أو ضعف تلك العلاقة بين التغير في حجم التداول للسهم ومقاييس الأداء المالي للشركة أثناء انهيار السوق.
3. أظهر مؤشر الربحية، معبرا عنه بربحية السهم، أنه أقوى مؤشرات الأداء المالي في تفسير التغير في اتجاه سعر السهم أثناء الانهيار.
4. أظهرت النتائج أن السوق يقيم سيولة الشركة ومدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، من خلال مؤشر السيولة المعروف (نسبة التداول)، الذي أثبت مساهمته في تفسير التغير السعري للسهم أثناء الانهيار.
5. كان لمؤشر الأداء الربحي للشركة وعلاقته بسعر السهم السوقي، المعروف بمكرر الربح دور معنوي في تفسير التغير السعري للسهم أثناء الانهيار.
6. توضح النتائج أن الأرباح الموزعة للسهم هي أقل مؤشرات الأداء تفسيرا للتغير في أسعار أسهم الشركات السعودية المساهمة أثناء انهيار السوق.

ويمكن من خلال نتائج البحث أعلاه الخروج ببعض الاستنتاجات أهمها:

1. أن السوق المالية السعودية تفرق عند الانهيار بين أسعار أسهم الشركات الجيدة وغير الجيدة من حيث الأداء المالي، حيث أن أسعار أسهم الشركات الأقل أداء يمكن أن تتهاوى بشكل أكبر أثناء انهيار السوق المالية.
2. أن السوق المالية السعودية لا تفرق من خلال حجم التداول أثناء الانهيار بين الشركات الجيدة وغير الجيدة من حيث أداءها المالي، حيث لا يتراجع حجم تداول أسهم الشركات الأقل أداء بشكل أكبر من تلك الأفضل أداء أثناء انهيار السوق المالية.
3. زيادة المخاطرة الاستثمارية في الأسهم الأقل أداء ماليا أثناء انهيار الأسواق وخاصة فيما يتعلق بالربحية والسيولة.
4. أهمية البيانات المحاسبية والمؤشرات المالية في تسعير أسهم الشركات المساهمة السعودية.
5. أن تسعير الأسهم بقيم مبالغ فيها وغير مرتبطة بالأداء المالي للشركة ما هي إلا بوادر تحذيرية قد تقود لتراجع حاد في أسعار الأسهم ومن ثم لانهيار السوق ككل.

وفي ضوء تلك النتائج والاستنتاجات التي قدمتها الدراسة فإن الباحث يوصي بما يلي:

1. من الضروري أن ترتبط أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بالقيم الحقيقة العادلة لتلك الأسهم والتي يجب أن تكون متناغمة مع الأداء المالي للشركة ونتائج أعمالها وتدفقاتها النقدية، وأي تسعير لتلك الأسهم بعيدا عن ذلك، فإنه قد يعرض السهم إلى تقلبات حادة والسوق إلى أزمة أو انهيار.
2. على هيئة المالية السعودية زيادة التوعية لدى المستثمر السعودي بخطورة فقاعات السوق قبل تكونها، وبيان دلائلها الأولية ومقدماتها التحذيرية للحفاظ على أموال المستثمرين في السوق.
3. على هيئة السوق المالية السعودية الاستمرار في تقيم مزيد من التحليل المالي ومؤشرات الأداء للشركات، ومحاولة إيصالها للمستثمر بكافة الطرق الممكنة، وتحديثها بشكل دوري وفي فترات قصيرة، وبيان الحدود المقبولة لكل مؤشر مالي، ومقارنتها بمؤشرات القطاعات المختلفة والسوق ككل.
4. لا يعني زيادة أو نقص حجم التداول على سهم معين أثناء الأزمة زيادة حقيقة في أداء الشركة المالي مما قد يؤثر على سعر السهم، وبالتالي فإن على المستثمر أن لا يندفع أو يحجم عن تداول سهم نتيجة للتغير الملحوظ في حجمه التداولي.
5. نوصي بالمزيد من الدراسات حول أسباب انهيار السوق المالية السعودية في العام 2006 من جوانبه الاقتصادية والهيكلية، والسلوكية المختلفة، والاستفادة من نتائج تلك الدراسات في طرح أي بوادر قد تمنع مثل ذلك الانهيار.

References

Amir, Eli and Baruch Lev. 1996. Value-Relevance of Non-Financial Information: The Wireless Communication Industry. Journal of Accounting and Economics, vol. 22, no 13-, pp. 3- 30.

Anandarajan, A., I. Hasan, I. Isik and C. McCarthy. 2006. The Role of Earning and Book Values in Pricing Stocks: Evidence from Turkey. Advances in International Accounting, vol. 19, pp. 59 -89.

Ball, R and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. Journal of Accounting Research, Autumn, pp. 159- 78.

Ball, R. and S. Kothari. 1991, Security Returns Around Earnings Announcements, The Accounting Review, vol. 66, pp.718- 738.

Ballas, Apostolos A. and Dimosthenis. 2005. Differences in the Valuation of Earnings and Book Value: Regulation Effect or Industry Effect? The International Journal Of Accounting, vol. 40, no 4. pp. 363- 389.

Barton, J. and G. Waymire. 2004. Investor Protection under Unregulated Financial Reporting. Journal Of Accounting and Economics, vol. 38, December, pp. 65- 116.

Basu, S. 1977. Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. Journal of Finance, vol. 31, pp. 663- 682.

Basu, S. 1983. The Relationship Between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Future Evidence. Journal of Financial Economics , vol 12, no. 1, June, pp.129 -156.

Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earning Announcements. Journal of Accounting Research, Supplement, pp. 67 -92.

Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1998. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook. Journal of Portfolio Management, vol. 24, no. 2, pp. 11- 26.

Chen, Joseph Si. 2002. Market Crashes, Stock Return Asymmetries and Cross-Sectional Predictability. Ph.D Thesis, Stanford University.

Cook, T. and M. Rozeff. 1984. Size and Earning-Price Ratio Anomalies: One Effect or Tow? Journal of Finance, Quant. Anal. vol. 19, pp. 449- 466.

Davis-Friday, Paquita Y. Thomas J. Frecka and Juan M. Revera. 2005. The Financial Performance, Capital Constraints and Information Environment of Cross-Listed Firms: Evidence From Mexico. The international Journal of Accounting, vol. 40, no. 1, pp. 130.

Fama. E, and K. French. 1992. The Cross Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance, vol. 47, no. 2, pp. 427- 466.

Johnson, P. Boone, A. Breach and E Friedman. 2000. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. Journal of Financial Economics, vol 58, pp 141- 186.

Kothari, S. and R. Sloan. 1992. Information in Prices about Future Earnings: Implications for Earnings Response Coefficients. Journal of Accounting and Economics, vol. 15, no 23-, pp. 143- 171.

Kothari, S. and J. Zimmerman. 1995. Price and Return Models. Journal of Accounting and Economics, vol. 20, no 2, pp. 155- 192.

Lander, Joel, Athanasois Orphanides and Martha Douvogainnis. 1997. Earning Forecasts and Predictability of Stock Returns: Evidence from Trading in the S&P". Journal of Portfolio Management, vol. 23, no. 4, pp. 24- 35.

Mitton, M. 2002. Across-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the ROAt Asian Financial Crisis. Journal of Financial Economics, vol. 64, pp 215- 241.

Opong, K. K. 1996. Hourly Share Price Response to the RelROAe of Preliminary annual Financial reports, Some UK Evidence. The British Accounting Review, vol. 28, no. 3, pp. 187 -202.

Parish, M. E. 1970. Securities Regulations and the New Deal. Yale University Press. New Haven.

Rose, Casper and Steen Thomsen. 2004. The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence. European Management Journal, vol. 22, no. 2, pp. 201- 210.

Shen, Pu. 2000. The P/E ratio and the Stock Market Performance. Economic Review, Forth Quarter, pp. 23 -36.

Smith, Vernon L.; Suchanek, Gerry L. and Williams, Arlington W. 1988. Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets. Econometrica, vol. 5, no. 5, pp. 1119- 51.

Wang, Fang. 2005. Corporate Liquidity and Equity Returns. Working Paper, West Virginia University, October 2005.

Wang, Yung-Jang. 2002. Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence From Japan and Taiwan. Journal of Multinational Financial Management, vol. 12, no. 2, April pp. 159- 169.

Yang, J. and David Bessler. 2008. Contagion Around the October 1987 Stock Market Crash. European Journal of Operational Research, vol. 184, pp. 291- 310.

الملحق: الجداول والأشكال البيانية

جدول 1.1.1: أسوأ عشرة انهيارات في بورصة نيويورك للأوراق المالية

رقم	التاريخ		عدد الأيام	بداية المؤشر	نهاية المؤشر	معدل الهبوط %	ملاحظات
	من	إلى					
10	/1/15 2000	/10/9 2002	999	11792.98	7286.27	37.8	انفجار الفقاعة و11 سبتمبر وهو الأطول في عدد أيام التعافي
9	/11/21 1916	/12/19 1917	393	110.15	65.95	40.1	الحرب العالمية الأولى
8	/9/12 1939	/4/28 1942	959	199.92	92.92	40.4	الحرب العالمية الثانية والهجوم على ميناء بيرل
7	/1/11 1973	/12/6 1974	694	1051.70	557.60	45.1	حرب فيتنام وفضيحة ووترجيت
6	/6/17 1901	/11/9 1903	875	57.33	30.88	46.1	أقدم انهيار في القرن 19
5	/3/11 1919	/8/24 1921	660	119.62	63.9	46.6	بعد طفرة ما بعد الحرب حيث ارتفع المؤشر قبلها 51 %
4	/9/3 1929	/11/13 1929	71	381.17	198.69	47.9	الأسوأ في فترة قصيرة «الكساد العظيم»
3	/1/19 1906	/11/15 1907	665	75.45	38.83	48.5	يسمى رعب 1907، باعت الدولة سندات حكومية بقيمة 36 مليون لتغطية الهبوط
2	/3/10 1937	/3/31 1938	386	194.40	98.95	49.1	بعد منتصف التعافي من الكساد العظيم والخوف من الحرب وفضائح وول ستريت
1	/4/17 1930	/7/8 1932	813	294.07	41.22	86.0	بعد أسوأ رابع انهيار وكونا معا الكساد العظيم

جدول 1.2.1: أسوأ تراجعات في السوق السعودي

رقم	التاريخ		عدد الأيام	بداية المؤشر	نهاية المؤشر	معدل الهبوط %	ملاحظات
	من	إلى					
2	/5/18 2004	/5/29 2004	12	6455	4932	23.6	لا يوجد سبب محدد لذلك الانهيار
1	/2/25 2006	/12/3 2006	282	20966.58	7583.54	63.83	جاء الانهيار بعد الفقاعة وتحديد التذبذب ومعاقبة بعض المتلاعبين

شكل 1.2.2: إقفال المؤشر للأعوام السابقة للانهيار 2001-2005

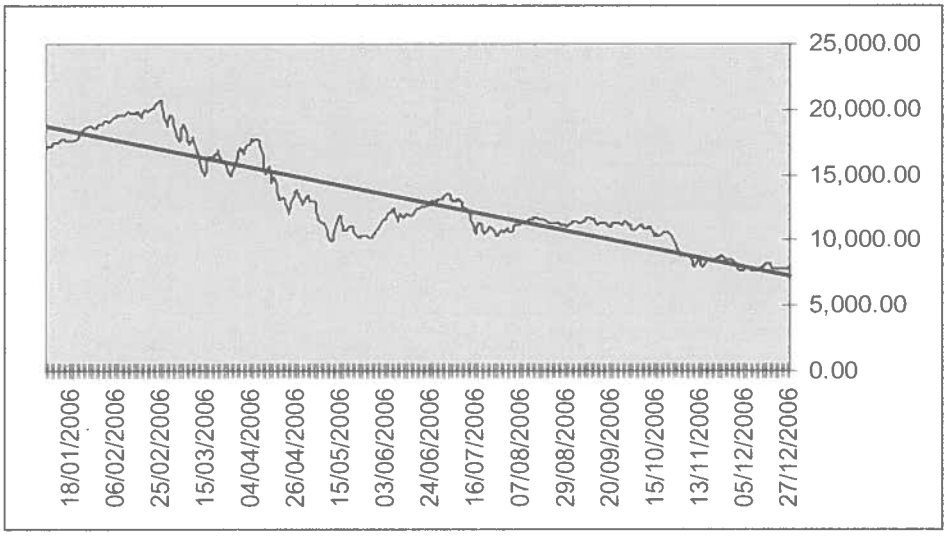
تاريخ	إغلاق	افتتاح	أعلى	ادني	الأسهم المتداولة	القيمة المتداولة	الصفقات
/12/ 31 2005	16،712.64	16،749.95	16،810.02	16،623.71	285،637،339	23،298،096،679.25	275،445
/12/ 30 2004	8،206.23	8،133.25	8،209.74	8،102.82	60،722،889	2،981،817،242.75	27،204
/12 /31 2003	4،437.58	4،420.89	4،437.58	4،403.45	223،677،704	4،022،280،094.00	28،746
/12/ 31 2002	2،518.08	2،509.47	2،523.82	2،506.74	30،542،427	374،298،454.00	3،091
/12/ 31 2001	2،430.11	2،434.10	2،437.60	2،423.72	11،038،216	214،950.33	1،592

جدول 1.2.3: المؤشر العام وحجم التداول والقيمة والصفقات خلال المرحلة الأولى من الأزمة

تاريخ	إغلاق	افتتاح	أعلى	ادني	حجم التداول	قيمة التداول	الصفقات
14/03/2006	14.900.04	15.641.69	15.641.69	14.878.11	6.941.534	5.041.604.900.00	79.135
13/03/2006	15.641.69	16.431.27	16.568.73	15.619.70	19.417.942	10.889.671.563.00	103.708
12/03/2006	16.431.27	17.261.60	17.266.81	16.414.55	11.852.663	7.207.666.143.00	91.429
11/03/2006	17.261.60	17.924.70	18.062.32	17.151.41	28.642.750	13.890.265.091.00	204.003
09/03/2006	17.924.70	17.286.95	17.947.49	16.951.61	20.181.284	10.687.012.075.00	134.584
08/03/2006	17.286.95	18.139.96	18.139.96	17.253.22	15.184.091	8.869.771.893.00	131.160
07/03/2006	18.139.96	18.838.87	19.052.23	18.091.85	61.476.414	31.075.698.869.00	422.792
06/03/2006	18.838.87	17.978.35	18.845.24	17.869.78	57.532.000	30.924.241.624.00	401.329
05/03/2006	17.978.35	17.576.49	18.028.03	16.892.89	37.712.264	22.886.945.385.00	255.286
04/03/2006	17.576.49	18.486.24	18.486.24	17.575.61	12.033.001	7.715.028.206.00	108.902
02/03/2006	18.486.24	19.251.57	19.251.57	18.394.85	8.184.187	6.279.120.771.00	99.350
01/03/2006	19.251.57	19.502.65	19.975.31	19.050.25	35.041.554	24.339.912.081.00	323.116
28/02/2006	19.502.65	18.740.20	19.537.34	18.093.67	59.829.211	34.690.893.121.00	399.752
27/02/2006	18.740.20	19.654.68	19.654.68	18.680.18	5.488.406	5.295.696.115.00	64.156
26/02/2006	19.654.68	20.634.86	20.744.49	19.642.85	11.682.186	10.143.774.395.00	127.205
25/02/2006	20.634.86	20.624.84	20.966.58	20.368.53	42.973.580	28.260.403.934.00	343.918

المصدر: تداول

شكل 1.2.1: المؤشر العام للسوق السعودية خلال العام 2006



جدول 3.1.1: عينة الدراسة النهائية			
سابك	الجبس	زجاج	نماء
سافكو	الغذائية	اميانتيت	معدنية
الخزف	الكابلات	اللجين	الكيميائية
صافولا	المتطورة	فيبكو	الزامل
الدوائية	صدق	سيسكو	المجموعة
الغاز	الأحساء	أنابيب	

جدول 4.1.1: التحليل الوصفي للمتغيرات في عينة الدراسة حيث N=23

Var	Mean	Median	TrMean	StDev	SE Mean	Min	Max	Q1	Q3
Pr	-0.7331	-0.7336	-0.7373	0.0735	0.0153	-0.8346	-0.5433	-0.7886	-0.7051
Vol	0.314	-0.049	-0.049	2.008	0.419	-0.885	9.125	-0.653	0.409
DVD	1.028	0.500	0.864	1.469	0.306	0.000	5.500	0.000	1.500
EPS	2.294	1.800	2.149	2.060	0.430	-0.480	8.120	1.100	3.060
CR	1.990	1.610	1.810	1.455	0.303	0.470	7.290	1.070	2.720
Debt	17.96	15.71	17.02	14.18	2.96	0.29	55.40	5.30	23.90
BV	15.37	13.40	15.00	6.62	1.38	5.35	33.25	10.76	18.09
PE	129.3	21.7	88.6	295.6	61.6	13.0	1100.0	16.3	51.0
PBV	3.345	3.070	3.317	1.112	0.232	1.550	5.720	2.540	4.370
ROE	13.71	14.60	13.81	10.84	2.26	-8.99	34.18	5.27	20.15
ROA	8.42	8.78	7.98	7.45	1.55	-3.04	29.10	4.10	10.54
DY	1.517	1.450	1.432	1.720	0.359	0.000	4.820	0.000	3.300

جدول 4.2.1: معامل ارتباط بيرسون الإحصائي الثنائي بين متغيرات الدراسة

	Pr	Vol	DVD	EPS	CR	Debt	BV	PE	PBV	ROE	ROA
Vol	-0.230										
	0.291										
DVD	0.530	-0.235									
	0.009	0.281									
EPS	0.643	-0.215	0.867								
	0.001	0.325	**0.000**								
CR	-0.337	0.116	0.018	-0.073							
	0.116	0.597	0.934	0.740							
Debt	0.282	0.001	0.207	0.264	-0.020						
	0.192	0.998	0.343	0.223	0.928						
BV	0.193	0.092	0.614	0.623	0.021	0.101					
	0.377	0.677	**0.002**	**0.002**	0.923	0.647					
PE	-0.302	0.033	-0.223	-0.338	0.770	-0.287	-0.216				
	0.161	0.880	0.307	0.115	**0.000**	0.185	0.323				
PBV	0.487	-0.045	0.372	0.390	-0.236	0.070	-0.145	-0.294			
	0.018	0.837	0.080	0.066	0.279	0.752	0.508	0.174			
ROE	0.515	-0.258	0.584	0.820	-0.101	-0.004	0.271	-0.376	0.475		
	0.012	0.234	0.003	0.000	0.648	0.984	0.211	0.077	**0.022**		
ROA	0.352	-0.236	0.494	0.632	-0.047	-0.124	0.131	-0.336	0.523	0.893	
	0.099	0.279	0.016	**0.001**	0.831	0.572	0.551	0.117	**0.010**	**0.000**	
DY	0.423	-0.291	0.866	0.751	0.012	0.119	0.537	-0.281	0.168	0.577	0.484
	0.044	0.178	**0.000**	**0.000**	0.958	0.590	**0.008**	0.194	0.444	**0.004**	**0.019**

P-value تأتي تحت معامل برسون ويلاحظ وهج القيمة التي فيها العلاقة معنوية عند مستوى 5% أو أكبر

جدول 4.3.1: النموذج السعري باستخدام جميع مؤشرات الأداء

The regression equation is:

Pr = - 0.768 - 0.0002 DVD + 0.0249 EPS - 0.0199 CR + 0.00013 Debt - 0.00167 BV +0.000093 PE + 0.0043 PBV + 0.00282 ROE - 0.00304 ROA + 0.0006 DY + e

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	-0.7676	0.1011	-7.59	0.000***
DVD	-0.00017	0.03830	-0.00	0.997
EPS	0.02491	0.04316	0.58	0.575
CR	-0.01986	0.01282	-1.55	0.147
Debt	0.000134	0.001212	0.11	0.914
BV	-0.001669	0.004570	-0.37	0.721
PE	0.00009348	0.00009672	0.97	0.353
PBV	0.00428	0.02017	0.21	0.835
ROE	0.002815	0.008120	0.35	0.735
ROA	-0.003036	0.005157	-0.59	0.567
DY	0.00055	0.01864	0.03	0.977

S = 0.05948	R.Sq = 64.3%	R.Sq(adj)=34.5%

Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	10	0.076410	0.007641	2.16	0.104
Residual Error	12	0.042461	0.003538		
Total	22	0.118870			

Source	DF	Seq SS
DVD	1	0.033414
EPS	1	0.016133
CR	1	0.009679
Debt	1	0.001597
BV	1	0.006578
PE	1	0.007631
PBV	1	0.000040
ROE	1	0.000039
ROA	1	0.001295
DY	1	0.000003

*** معنوية 1%، ** معنوية 5%، * معنوية 10%

جدول 4.3.2: تجانس متغيرات الأداء المستقلة مع متغير السعر التابع

Response is Pr (Price change)

Vars	R-Sq	R-Sq(adj)	C-p	S	DVD	EPS	CR	Debt	BVE	PBVE	ROA	RDY
1	41.4	38.6	0.7	0.057604		X						
1	28.1	24.7	5.2	0.063791	X							
2	49.8	44.8	-0.1	0.054612		X	X					
2	48.4	43.2	0.3	0.055378		X			X			
3	59.9	53.5	-1.5	0.050102		X	X			X		
3	55.6	48.6	-0.1	0.052691		X	X		X			
4	62.9	54.6	-0.5	0.049516		X	X		X	X		
4	61.5	53.0	-0.1	0.050412		X	X			X	X	
5	63.4	52.7	1.3	0.050577		X	X		X	X		X
5	63.2	52.4	1.4	0.050706		X	X			X	X	X
6	64.1	50.6	3.1	0.051665		X	X		X	X	X	X
6	63.6	49.9	3.2	0.052016	X	X	X		X	X		X
7	64.2	47.5	5.0	0.053237		X	X		X	X	X	X X
7	64.1	47.4	5.1	0.053333		X	X	X	X	X	X	X
8	64.3	43.9	7.0	0.055076		X	X	X	X	X	X	X X
8	64.2	43.8	7.0	0.055105		X	X		X	X	X	X X X
9	64.3	39.6	9.0	0.057151		X	X	X	X	X	X	X X X
9	64.3	39.5	9.0	0.057153	X	X	X	X	X	X	X	X X
10	64.3	34.5	11.0	0.059484	X	X	X	X	X	X	X	X X X

جدول 4.3.3: النموذج السعري الأقوى (الملائم)

The regression equation is:

Pr= - 0.739 + 0.0327 EPS - 0.0205 CR - 0.00253 BV +0.000086 PE +e

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	-0.73950	0.03189	-23.19	0.000***
EPS	0.032680	0.006859	4.76	0.000***
CR	-0.020494	0.008160	-2.51	0.022**
BV	-0.002530	0.002099	-1.21	0.244
PE	0.00008575	0.00004574	1.87	0.077*

S = 0.04952	R.Sq = 62.9%	R.Sq(adj) = 54.6%

تابع جدول 4.2.3 ...

Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	4	0.074737	0.018684	7.62	0.001***
Residual Error	18	0.044134	0.002452		
Total	22	0.118870			

Source	DF	Seq SS
EPS	1	0.049187
CR	1	0.010033
BV	1	0.006900
PE	1	0.008616

*** معنوية 1%، ** معنوية 5%، * معنوية 10%

جدول 4.3.4: النموذج السعري الأمثل

The regression equation is:

Pr = - 0.767 + 0.0284 EPS - 0.0222 CR +0.000098 PE +e

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	-0.76665	0.02283	-33.57	0.000***
EPS	0.028363	0.005919	4.79	0.000***
CR	-0.022234	0.008126	-2.74	0.013**
PE	0.00009834	0.00004506	2.18	0.042**

S = 0.05010	R.Sq = 59.9%	R.Sq(adj) = 53.5%

Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	3	0.071176	0.023725	9.45	0.000***
Residual Error	19	0.047694	0.002510		
Total	22	0.118870			

Source	DF	Seq SS
EPS	1	0.049187
CR	1	0.010033
PE	1	0.011956

*** معنوية 1%، ** معنوية 5%، * معنوية 10%

جدول 4.4.1: نموذج التغير التداولي باستخدام جميع مؤشرات الأداء

The regression equation is:

Vol = - 2.78 - 1.45 DVD + 1.14 EPS + 0.794 CR - 0.0074 Debt + 0.035 BV - 0.00589 PE + 1.31 PBV - 0.325 ROE + 0.063 ROA + 0.191 DY +e

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	-2.777	3.515	-0.79	0.445
DVD	-1.452	1.332	-1.09	0.297
EPS	1.145	1.501	0.76	0.460
CR	0.7941	0.4456	1.78	0.100
Debt	-0.00743	0.04212	-0.18	0.863
BV	0.0350	0.1589	0.22	0.829
PE	-0.005888	0.003363	-1.75	0.105
PBV	1.3070	0.7014	1.86	0.087
ROE	-0.3254	0.2823	-1.15	0.271
ROA	0.0631	0.1793	0.35	0.731
DY	0.1912	0.6480	0.30	0.773

S = 2.068	R	Sq = 42.2%	R	Sq(adj) = 0.0%

Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	10	37.404	3.740	0.87	0.578
Residual Error	12	51.324	4.277		
Total	22	88.728			

Source	DF	Seq SS
DVD	1	4.887
EPS	1	0.045
CR	1	1.247
Debt	1	0.261
BV	1	8.586
PE	1	1.647
PBV	1	11.770
ROE	1	8.199
ROA	1	0.390
DY	1	0.372