

أداء استثمارات المؤسسات العامة الأردنية: دراسة مقارنة للمستثمرين المؤسسيين الأردنيين

منصور ابراهيم السعيدة

جامعة البحرين

ملخص

نظرا لكثرة الانتقادات التي توجه الى أداء استثمارات المؤسسات شبه الحكومية، فقد هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على مؤشرات الأداء المحاسبية والسوقية المختلفة لاستثمارات المؤسسات العامة الأردنية في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة، ومقارنة هذا الأداء بين المستثمرين المؤسسيين المختلفين في السوق الأردني، من القطاعين العام والخاص، وذلك للتعرف على الكفاية النسبية لاستثمارات المؤسسات العامة، ومدى نجاحها من النواحي التشغيلية، والربحية، ومستويات السيولة، والديونية، ومن حيث مؤشرات الأداء السوقية الأخرى. تم اختيار كل من المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي الأردنية والمؤسسة الأردنية للاستثمار كجهات شبه حكومية تلعب دور المستثمر المؤسسي في سوق الأسهم الأردني، كما تم اختيار البنوك والشركات الأردنية، كمستثمرين مؤسسيين من القطاع الخاص، لمقارنة الأداء بين هذه الفئات المختلفة من المستثمرين المؤسسيين. تألفت الاستثمارات المؤسسية التي تمت دراستها فعليا من كافة الاستثمارات الكبيرة (التي تبلغ نسبتها ١٠٪ أو أكثر من رؤوس أموال الشركات المستثمر بها) كما ظهرت في دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لعام ١٩٩٦، وقد بلغت: ١٣ استثماراً للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي قيمتها السوقية ٧١,٠٦ مليون دينار أردني، و ٢٠ استثماراً للمؤسسة الأردنية للاستثمار قيمتها السوقية ٥٠٣,٢٤ مليون دينار، و ٤٣ استثماراً للبنوك قيمتها السوقية ٩٦,٨٦ مليون دينار، و ٤٧ استثماراً للشركات الأردنية قيمتها السوقية ٢١٧,١٢ مليون دينار. استخدمت الدراسة تحليل التباين الثنائي لاختبار أهمية الفروق في معدلات ونسب الأداء المحاسبية والسوقية بين فئات المستثمرين المؤسسيين الأربع. دلت نتائج اختبار ف على تفوق المؤسسة الأردنية للاستثمار في اختيار استثمارات ذات معدلات تشغيل (دوران)، وربحية، ونسب أداء سوقية أفضل بشكل مهم من مستثمري القطاع الخاص. وجاء أداء استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في موقع متوسط بين الأداء الأفضل للمؤسسة الأردنية للاستثمار والأداء المتدني نسبيا لمستثمري القطاع الخاص. أما فيما يتعلق بنسبتي السيولة والديونية فلم تدل النتائج على وجود فروق أداء ذات دلالة إحصائية بين مختلف فئات المستثمرين المؤسسيين.

مقدمة

أصبح المستثمرون المؤسسيون^(١) في كثير من البلدان يسيطرون على غالبية اسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم. ففي الولايات المتحدة مثلا، كان المستثمرون المؤسسيون حتى عام ١٩٦٥ يسيطرون على ١٥,٨٪ فقط من أسهم الشركات المساهمة العامة، إلا أنهم في عام ١٩٩٢ أصبحوا يسيطرون على ٥٠,٣٪ من هذه الأسهم (Mangel & Singh, 1993, P 339)، وفي المملكة المتحدة أصبح المستثمرون المؤسسيون في عام ١٩٩٧ يسيطرون على حوالي ٦٠٪ من الأسهم المدرجة في السوق، بعد أن كانوا يديرون فقط ٢٩٪ من هذه الأسهم في أوائل الستينات (Jones & Morse , 1997, P.44) أما في البلدان العربية فلا توجد إحصاءات شاملة منشورة حول حجم وخصائص الاستثمارات المؤسسية، ولكن تبدو مسألة طبيعية أن يمتلك المستثمرون المؤسسيون نسبة كبيرة نوعا ما من اسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق الأسهم. ففي الأردن مثلا، بناءً على بيانات هذه الدراسة، يبلغ متوسط الملكية الكبيرة^(٢) للمستثمرين المؤسسيين ٣٢,١٪ من مجموع اسهم الشركات المشمولة في الدراسة والبالغة ٨٢ شركة أردنية.

تمثل المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي الأردنية مثلا واضحا على المستثمر المؤسسي الأردني. تقوم هذه المؤسسة بتحصيل أقساط الاشتراك بالضمان الاجتماعي (من المشتركين ومؤسساتهم) وإدارة هذه الأموال لتحقيق عائد مجز على استثماراتها يساعد على دفع الالتزامات المستقبلية للمشاركين عند تقاعدهم. كما تقوم المؤسسة الأردنية للاستثمار، كمثال آخر على المستثمر المؤسسي (وهي المؤسسة التي حلت محل صندوق التقاعد الحكومي وتعتبر الذراع الاستثماري للحكومة)، بإدارة الأموال التي في رعايتها بما يخدم الاقتصاد الوطني ويعزز القطاعات الإنتاجية والخدمية فيه. تستثمر المؤسسة سالفنا الذكر مبالغ طائلة في سوق الأسهم الأردني على شكل مساهمات في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة، الى جانب استثمارات أخرى، بقصد جني الأرباح الدورية وتحقيق النمو الرأسمالي في قيمة هذه الاستثمارات.

بلغ صافي موجودات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي (مجموع الموجودات - الالتزامات للغير) في نهاية عام ١٩٩٥^(٣) مبلغ ٧٧١ و١٦ مليون دينار أردني منها ٧٠٦,٦ مليون دينار استثمارات مختلفة، ومن اصل هذه الاستثمارات هناك مساهمات في رؤوس أموال الشركات الأردنية بالتكلفة (بعد تنزيل مخصص هبوط أسعار الأوراق المالية) مبلغ

١١٦,٩ مليون دينار، أي ما نسبته ١٦,٥٪ من مجموع استثمارات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي. بلغت القيمة السوقية لهذه الاستثمارات في نهاية عام ١٩٩٥ مبلغ ١٣٤,٥ مليون دينار^(٤). وبلغ صافي موجودات المؤسسة الأردنية للاستثمار في نهاية عام ١٩٩٥ مبلغ ٢٠٧,١١ مليون دينار، تشكل الاستثمارات منها ٩٤٪ تقريباً (أو ما مقداره ١٩٤,٦٣ مليون دينار)، ومن أصل هذه الاستثمارات هناك مبلغ ١٧٨,٥ مليون دينار (أو ما نسبته ٩١,٧٪ من إجمالي الاستثمارات) كلفة استثمارات في أسهم الشركات (بعد تنزيل الأقساط غير المدفوعة ومخصص هبوط أسعار الأوراق المالية)^(٥). أما القيمة السوقية لاستثمارات المؤسسة في أسهم الشركات المساهمة العامة فلم يفصح عنها في التقرير السنوي للمؤسسة ولكن سيتم التعرف عليها لاحقاً من مصادر بيانات الدراسة الأخرى.

مما تقدم يتضح للقارئ ضخامة استثمارات بعض المؤسسات العامة (أو شبه الحكومية) الأردنية في أسهم الشركات المساهمة العامة، مما يوجب على الباحثين التعرف على أحجام هذه الاستثمارات، وخصائصها، ومتابعة أدائها، ومقارنة هذا الأداء مع أداء استثمارات مؤسسية أردنية أخرى من القطاع الخاص، كاستثمارات البنوك والشركات، للاطمئنان إلى أن استثمارات المؤسسات العامة تمثل ادخارات مستغلة على أفضل وجه، وتحقق أفضل النتائج لمواجهة التزامات المنافع التي تستحق للمشاركين في برامج هذه المؤسسات وذويهم المستفيدين من بعدهم.

هدف الدراسة

من المفترض أن يمثل وجود المستثمرين المؤسسيين بين مساهمي الشركة العامة أداة للرقابة الفعالة على الإدارة، ومحركاً قوياً لتحسين الأداء. ذلك لأن هؤلاء المستثمرين (كمساهمين كبار) لديهم الحافز والسلطة على اتخاذ القرارات المناسبة أو التأثير عليها من خلال حق التصويت، (Clyde 90, Kocttar and Parthiban 96 and Bushee 97) وان كان هذا لا يخلو من الصعوبات (Prthiban and Rahul 96 and Useem and Constance 96). إن المتتبع لأنباء استثمارات المؤسسات العامة يلاحظ إشارات إلى احتمال عدم كفاية سياسات الاستثمار المتبعة، أو سوء إدارة لهذه الاستثمارات أو فشل بعضها وتحمل خسائر طائلة، وضعف في أدوات ووسائل الرقابة المستمرة على نمو وازدهار الاستثمارات، وتأخر في اتخاذ القرارات الحاسمة لإنقاذ ما يتعرض منها للمخاطر. إن هذه الاتهامات ليست حكراً على بلد معين كالأردن مثلاً، بل يوجه مثلها إلى العديد من إدارات الاستثمار في

صناديق التقاعد وشركات التأمين وغيرهم من المستثمرين المؤسسين حتى في أكثر الدول تقدماً^(١).

لذلك تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على مؤشرات الأداء المحاسبية والسوقية المختلفة لاستثمارات المؤسسات العامة الأردنية في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة، ومقارنة هذا الأداء بين المستثمرين المؤسسين المختلفين في السوق الأردني من القطاعين العام والخاص، للتعرف على الكفاية النسبية لاستثمارات المؤسسات العامة، ومدى نجاحها من النواحي التشغيلية، والربحية، ومستويات السيولة، والمديونية، ومن حيث مؤشرات الأداء السوقية الأخرى.

أهمية الدراسة

تكمّن أهمية الدراسة في تسليط الضوء على أداء استثمارات المؤسسات العامة الأردنية في الشركات المساهمة العامة. هذه الاستثمارات التي يفترض أن تكون قد اختيرت بناء على دراسات جدوى اقتصادية، و أبحاث وآراء استثمارية متخصصة، للوصول إلى أفضل الفرص الاستثمارية المتاحة. إن من الواجب التحقق من كفاية هذه الاستثمارات على الدوام، وقدرتها على جني العائد المجدي، وتحقيق النمو المأمول في رأس المال المستثمر. ذلك لكي تتمكن الجهات التي تتحمل مسؤولية إدارة هذه الاستثمارات وتأمينها من تحقيق أهدافها، والوفاء بالتزاماتها الحالية والمستقبلية نحو المشتركين والمنتفعين من خدماتها. وإذا ما تبين، نتيجة للدراسة والمقارنة العلمية السليمة، وجود نواحي ضعف أو قصور في أداء هذه الاستثمارات، أمكن لفت النظر إليها مبكراً لمساعدة متخذي القرارات على مختلف مستوياتهم في تصويب الأمور، والاستفادة من مصادر البحث والدراسات العلمية المستقلة لتقييم أداء هذه الاستثمارات الوطنية، وإعادة توجيهها الوجهة السليمة كلما دعت الحاجة لذلك.

نطاق الدراسة

تغطي هذه الدراسة مؤشرات الأداء المحاسبي والسوقي لكافة الاستثمارات الكبيرة للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي الأردنية (الضمان الاجتماعي فيما بعد)، والمؤسسة الأردنية للاستثمار (الأردنية للاستثمار فيما بعد) في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي. يعرف الاستثمار الكبير لغايات هذه الدراسة بأنه

الاستثمار الذي يشكل ١٠٪ أو أكثر من رأس مال الشركة المستثمر بها. ولمقارنة أداء الاستثمارات التي تقوم بها هاتان المؤسستان، كجهات شبه حكومية، بأداء استثمارات مؤسسية أخرى من القطاع الخاص، فقد تم اختيار البنوك والشركات المساهمة العامة الأردنية لهذه الغاية. فالبنوك والشركات المساهمة العامة ليست مشروعات فردية، ولا تتخذ قرارات الاستثمار فيها بشكل فردي، بل على أساس جماعي وبموافقة مجالس الإدارة (أو لجان استثمارية منبثقة عنها)، بعد أن تقترح عليهم الدوائر المتخصصة في الاستثمار أين يستثمرون، وبمقدار كم يستثمرون، بناءً على ما تتوصل إليه الدراسات المناسبة لمثل هذه القرارات، وبعد الاطلاع على آراء الخبراء والمختصين في حقل الاستثمار.

الدراسات السابقة

تشعبت الدراسات السابقة في أهدافها حول أهمية وجود المستثمر المؤسسي، ودوره لدى الجهات المستثمر بها. فركز البعض منها على دور المستثمر المؤسسي في الرقابة على الإدارة، وركز البعض الآخر على خصائص الأسهم المقتناة في محفظة المستثمر المؤسسي دون غيرها، كما ركز البعض الآخر على الأداء المحاسبي أو السوقي لاستثمارات المستثمر المؤسسي. إلا أن أية دراسة سابقة (في حدود معلومات الباحث) لم تركز على مقارنة الأداء بين عدد من المستثمرين المؤسسيين في نفس البيئة الاستثمارية كما تحاول هذه الدراسة أن تفعل، مما يميزها عن غيرها من الدراسات ويبرز مساهمتها الإضافية في هذا الميدان.

فيما يلي عرض موجز لعدد من هذه الدراسات السابقة، وإن كانت قد أجريت في بيئة اقتصادية أجنبية، نظراً لعدم توافر دراسات عربية:

ففي دراسة لـ Hessel and Norman (1992) حول الخصائص المالية للأسهم التي يهملها المستثمرون المؤسسيون وتلك التي يمتلكونها، يقول الباحثان إن للمستثمرين المؤسسيين أهمية كبيرة في أسواق الأوراق المالية بسبب مقدار ما يسيطرون عليه من أسهم، وبسبب ضخامة عملياتهم في هذه الأسواق، ولكون هذه العمليات يمكن أن تعطي إشارات حول منشآت مرشحة للدمج أو الشراء (Takeover Candidates). كما يقول الباحثان أنه لم يكن يعرف إلا القليل عن أسباب تفضيل المستثمر المؤسسي لسهم على آخر لاقتنائه في محفظته الاستثمارية سوى الاعتقادين الرئيسيين التاليين: (١) إن المستثمر المؤسسي يفضل الاستثمار في أسهم الشركات الكبيرة، (٢) أو أنه يفضل الاستثمار في أسهم الشركات التي

تحافظ على الأداء (الربح) في الأجل القصير، وذلك طبقاً لما يعتقد مجتمع المديرون الماليون في الشركات.

قام الباحثان في هذه الدراسة، من خلال أسلوب التحليل التمييزي (Discriminant Analysis)، بتحديد العوامل المالية الهامة في اختيار المستثمر المؤسسي للأسهم المقتناة في محفظته. بلغ عدد العوامل المختارة سبعة عوامل من أصل ٢٥ عاملاً تم استخراجها من بيانات الدخل والمراكز المالية لـ ٧٦ زوجاً من الشركات من ٥٠ صناعة. كل زوج يتألف من شركة أسهمها مقتناة في محفظة المستثمر المؤسسي، وأخرى من نفس الصناعة أسهمها مهملة وللأعوام ١٩٧٨-١٩٨٢. تتألف العوامل المختارة من مؤشرات أداء محاسبية تقيس الظواهر التالية: المديونية قصيرة الأجل وإشارته سالبة (أي أنه كلما كبرت مديونية الشركة قصيرة الأجل كلما قلت نسبة ملكية المستثمر المؤسسي لأسهمها)، والربحية (العائد على حقوق المالكين) وإشارته موجبة، ونسبة الأرباح الموزعة إلى التدفقات النقدية المتوافرة لحملة الأسهم العادية وإشارته موجبة، ونسبة الإنفاق على البحث والتطوير إلى المبيعات وإشارته موجبة، ونسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول وإشارته سالبة، والعائد على الأصول طويلة الأجل (الربح التشغيلي/الأصول طويلة الأجل) وإشارته موجبة، والحجم (مقياساً بالقيمة السوقية للأسهم العادية) وإشارته موجبة.

وللتعرف على أكثر هذه العوامل ثباتاً وقدرة على التنبؤ في الخصائص المالية للأسهم المقتناة من قبل المستثمرين المؤسسيين، استخدم الباحثان تحليل الانحدار لبيان أن أربعة من هذه العوامل هي عوامل ثابتة في التنبؤ بمقدار ما تحتويه محافظ المستثمرين المؤسسيين من أسهم الشركات المدرجة، وهي: نسبة المديونية قصيرة الأجل، والإنفاق على البحث والتطوير كنسبة من المبيعات، ونسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الأصول، وحجم الشركة.

في الخلاصة يرى الباحثان أن نتائج التحليل التي توصلوا إليها تعطي بعض الدعم للفكر القائل بأن المستثمرين المؤسسيين يركزون على الأداء قصير الأجل (طبقاً لما يعتقد مجتمع المديرون الماليون في الشركات ويحاولون تحقيقه لضمان استمرار الرغبة في اقتناء أسهم شركاتهم)، وارتفاع التوزيعات من الأرباح، والميل إلى الاستثمار في الشركات كبيرة الحجم^(٣). ويعزز من صحة النتيجة التي توصل إليها هذان الباحثان من حيث إن بعض المستثمرين المؤسسيين يركزون على الأداء قصير الأجل ما توصل إليه

(Jones Irwin 1992). إذ يقول إن المستثمرين المؤسسيين، لكونهم يركزون على الإنجاز قصير الأجل، يواجهون صعوبات في الاستفادة من كفاية السوق، وتحقيق عائد أفضل فيما لو كانوا قادرين على ملاحظة الفارق بين العائد على الاستثمار قصير الأجل والاستثمار طويل الأجل في السندات، والاستجابة الفاعلة لما يعنيه هذا الفارق.

وقام (Szewczyk et, al. 1992)، من خلال أسلوب دراسة الحدث، بقياس الأداء غير العادي للأسهم حول موعد الإعلان الأولي عن إصدارات قادمة منها. بلغ حجم العينة ٣٥٦ سهما على نية إصدار أعداد إضافية منها. وتبين للباحثين أن رد فعل سعر السهم المطلق يتناسب عكسيا مع مستوى ملكية المستثمرين المؤسسيين في رأس مال الشركة المصدرة. بناء على ذلك توصل الباحثون إلى استنتاج مفاده أن رد فعل السوق لعرض كميات إضافية من الأسهم ليس بالضرورة إيجابيا عندما تكون المنشأة التي تعرض الأسهم مملوكة، بدرجة كبيرة، من قبل مستثمرين مؤسسيين. بل على العكس من ذلك، يمكن أن يكون رد الفعل أفضل عندما تكون ملكية المستثمرين المؤسسيين منخفضة.

ويوجه (Arnot 1992) في دراسته الاتهام إلى المستثمرين المؤسسيين الذين يفعل سوء الإدارة، وعدم الانتباه، وسوء توقيت تعديل تركيبة محافظهم الاستثمارية، يفقدون مبالغ كبيرة من الأموال. ويورد الباحث النقاط التالية كمازق يقع فيها مديرو الاستثمارات المؤسسية:

١- حمل أرصدة نقدية عاطلة.

٢- انحراف مزيج الأصول عما يجب أن يكون عليه.

٣- سوء إدارة الاستثمارات.

٤- سوء تقدير المخاطرة المقبولة في الاستثمار.

وينبه الباحث كذلك إلى مشكلة عدم صحة وصف حالة النشاط الاستثماري (misrepresentation) ويضرب مثلا على ذلك وضع تقارير الأداء بشكل انتقائي. وفي الختام يورد الباحث سبع نقاط مهمة في تقييم أداء مديري الاستثمار لكي يكونوا قادرين على مواجهة مسؤولياتهم الائتمانية بالمستوى المطلوب من العناية المهنية، وهي: ضرورة وضوح فلسفة الاستثمار وأهدافه وليس الاعتماد على الحظ، وكفاية العاملين في إدارة الاستثمار وطموحهم إلى الأفضل وقدرتهم على تحقيق الفلسفة الاستثمارية، ومدى امتلاك البيئة التشغيلية والآليات المناسبة لتحقيق أهداف الاستثمار، والقدرة على اختيار

الاستثمارات التي تلائم الفلسفة الاستثمارية، والقدرة على الإبداع والتطوير في الإجراءات والإدارة الاستثمارية، والقدرة على تحقيق الإنجاز المستقبلي الأفضل، والقدرة على تخفيض كلفة إدارة الاستثمار. ويلخص الباحث هذه العوامل بالإيجاز التالي: الفلسفة، والناس، والعمليات، والمنتجات، والتقدم، والأداء، والسعر.

ودرس (Clyde 1990) دور المستثمر المؤسسي في الرقابة على إدارة المنشأة، حيث اختبر ثلاث فرضيات (نظريات) مختلفة في هذا المجال في بيئة شركات (أل Fortune 500 Firms)، الأولى، فرضية الرقابة الفاعلة للمستثمر المؤسسي. تركز هذه الفرضية على نظرية المنشأة التي تقول بان لدى المستثمر الكبير الدافع والسلطة اللازمة للرقابة على الإدارة، والسعي لتعظيم الربحية، وان نمط استثمار هذا المستثمر يتباين تبعاً للمردود من عملية الرقابة التي يمكن أن يمارسها على إدارة الشركة المستثمر بها. أما الفرضية الثانية، وهي فرضية المحفظة، فتقول بان المستثمرين المؤسسيين يحملون عادة استثمارات متنوعة في محافظهم (Diversified Portfolios) ولا يتدخلون عادة في الإدارة، وان أية محاولة يقومون بها لتعديل محافظهم الاستثمارية بشكل مختلف عن محفظة السوق لن تجدي في تحقيق عائد افضل . أما الفرضية الثالثة، وهي فرضية الحساسية للضغط (Pressure Sensitive Hypothesis) فتصف بعض المستثمرين المؤسسيين بأنهم حساسين للضغط من إدارة المنشأة المملوكة. وتبعاً لذلك، فان الإدارة التي تعمل في مثل هذه الظروف تكون اقدر من غيرها على خدمة أغراضها الخاصة على حساب المساهمين.

توصل الباحث إلى نتائج مفادها أن بيانات الدراسة تدعم نظرية الرقابة الفاعلة للمستثمرين المؤسسيين، وان تركيز استثمارات هذه الجهات تتفاوت بين المنشآت المختلفة تبعاً للمردود الذي يمكن إحرازه من جراء الرقابة الفاعلة التي يستطيعون أن يمارسوها. كما ان المستثمرين المؤسسيين الذين يحملون محافظ استثمارية اقل تنوعاً، يستثمرون بكثافة اكبر في منشآت يكون مردود الرقابة الفاعلة فيها أعلى ما يمكن. واستنتج الباحث من بيانات الدراسة كذلك أن هناك بعض الأدلة على ان خطط تملك المستخدمين لاسهم الشركة التي يعملون بها تمثل آليات فعالة لتحقيق الأهداف الخاصة للإدارة على حساب بقية المساهمين. وانه عند إسقاط ملكية هؤلاء المستخدمين من مقاييس المستثمرين المؤسسيين فان هناك بعض الأدلة على أن إدارة المنشأة المملوكة من قبل مستثمرين مؤسسيين حساسين للضغط تكون اكثر ميلاً للقيام بإجراءات مضادة لعروض الاندماج أو بعمليات تؤدي إلى خفض قيمة المنشأة ككل.

وقام (Bushee 1997) بدراسة اثر المستثمرين المؤسسين على ميل الإدارة لاستبدال فرص الاستثمار طويل الأجل بإدارة الأرباح (Earnings Management) في الأجل القصير. يعتقد الباحث أن مثل هذا السلوك الإداري غير المتبصر، الذي يؤدي لاختيار إدارة الأرباح على حساب الأداء طويل الأجل، قد ينشأ بسبب ضغوط السوق التي تدفع مديري الشركات في اتجاه المحافظة على نمو الربحية في الأجل القصير. يهدف الباحث في هذه الدراسة إلى اختبار مدى صحة وجهتي نظر متضاربتين في هذا الخصوص. الأولى تقول بان تكرار التداول والملكية المتشردمة للمستثمرين المؤسسين تخلق حوافز للمديرين لتجنب تحقيق أرباح دورية مخيبة للأمال، قد تدعو هؤلاء المستثمرين إلى القيام بعمليات بيع واسعة لأسهم شركاتهم. وتقول وجهة النظر الثانية إن المصلحة الكبيرة للمستثمرين المؤسسين، وحنكهم واطلاعهم الواسع، يسمح لهم برقابة مديري الشركات بحيث يعملون على تعظيم قيم منشأتهم في المدى الطويل أكثر من السعي لتحقيق أهداف ربحية قصيرة الأجل.

يقيس الباحث اثر وجود المستثمر المؤسسي على الفلسفة الاستثمارية للمديرين من خلال ملاحظة سلوكهم الإنفاقي في مجال البحث والتطوير كوسيلة لتحسين الأرباح في الأجل القصير. دلت النتائج الأولية على أن من غير المحتمل أن يقوم المديرون بخفض الإنفاق على البحث والتطوير لمواجهة انخفاض الأرباح عندما تكون ملكية المستثمرين المؤسسين كبيرة، مما يعزز من الفكر القائل بان المستثمر المؤسسي يخدم دوراً رقابياً على إدارة المنشأة، ويقلل من حوافز اللجوء إلى إدارة الأرباح. إلا انه عندما يصنف الباحث المستثمرين المؤسسين إلى مجموعات، بناءً على الخصائص السابقة لمحافظة الاستثمارية، لاختبار ما إذا كانت المجموعات التي تتصف بالخصائص التي يقال بأنها تؤدي إلى تصرف إداري غير متبصر (Myopic Behavioral) تشجع بالفعل سلوك إدارة الأرباح، فان الباحث يجد ان المستثمر المؤسسي الكبير العابر «المستثمر متكرر التداول والتنقل مالك المحفظة المتنوعة الذي يتبع زخم السوق» يزيد بشكل مهم من احتمال قيام المديرين بخفض موازنة البحث والتطوير ليمكنوا من إدارة الأرباح. ويتوصل الباحث إلى أن هذه النتيجة تدعم القول بان تشردم ملكية المستثمر المؤسسي وكثافة تداوله تؤديان إلى سلوك غير متبصر من قبل مديري الشركات المستثمر بها فقط عندما تكون ملكية المستثمر المؤسسي العابر في الشركة مركزة.

وهدفت دراسة Mangel & Singh (1993)، التي أجريت على أكبر ١٠٠ شركة أمريكية إلى تحديد اثر بعض العوامل على مقدار مكافأة المدير العام. وجد الباحثان ان ملكية

المستثمر المؤسسي تمثل عاملاً مهماً في الرقابة على مستوى هذه المكافأة، إضافة إلى كونها قوة دافعة لتغيير طبيعة ونظام الحكم والإدارة في كبرى الشركات الأمريكية. وبشكل محدد، وجد الباحثان أن وجود مستثمرين مؤسسيين بين مساهمي الشركة يحد من دفع مكافآت غير مكتسبة للمدير العام، وأن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية (عند مستوى معنوية ٠,٠٠١) بين نسبة ملكية المستثمر المؤسسي ومقدار المكافأة النقدية المصروفة للمدير العام. كما تبين لهما أن وجود مستثمرين مؤسسيين بين مساهمي الشركة يعزز من مساءلة المديرين العامين ويحد من مكافآتهم غير المبررة، حتى بعد الأخذ في الاعتبار العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على مقدار المكافأة، مثل حجم الشركة (مقيسا بالمبيعات) واداء الشركة (مقيسا بالعائد على حقوق المالكين).

وتوصل Sias & Starks (1997) في دراستهما على بيانات العائد اليومي للأسهم المتداولة في سوق NYSE للفترة ١٩٩١-١٩٩٧، إلى أن نشاط المستثمرين المؤسسيين في سوق الأسهم يساهم في حدوث ترابط إيجابي بين العوائد اليومية (Return Autocorrelation) على الأسهم الفردية والمحافظ الاستثمارية عبر الزمن. وأن هذا الترابط الإيجابي يرتبط بمستوى ملكية المستثمر المؤسسي. أي أن العائد على السهم ليوم ما يمكن أن يفيد في التنبؤ بالعائد على ذلك السهم لليوم التالي، وأن مستوى الترابط بين العوائد يرتفع بازدياد نسبة ملكية المستثمرين المؤسسيين. يعزو الباحثان أسباب ذلك الترابط إلى أن المستثمرين المؤسسيين عندما يحصلون على معلومات تدعوهم إلى تنفيذ عمليات بيع أو شراء للأسهم، فإنهم لا ينفذون هذه العمليات مرة واحدة أو في يوم واحد. بل على مدى فترة ممتدة نوعاً ما لكي يخفوا هذه المعلومات. مما يخلق ترابطاً بين أسعار الأسهم من يوم لآخر. هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فإن المستثمرين المؤسسيين غير المطلعين، وكذلك بعض المستثمرين الأفراد، يستفيدون من تحركات المستثمرين المؤسسيين المطلعين. ويتبعون خطواتهم في تنفيذ عمليات مماثلة. مما يسرع من استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتوافرة في السوق ويساهم في خلق ترابط إيجابي بين أسعار الأسهم والعوائد اليومية عليها عبر الزمن، ويعزز الاستنتاج الذي توصل إليه هذان الباحثان من أن المستثمرين المؤسسيين يلجئون إلى التغطية على عملياتهم في السوق ما توصل إليه (Chan & Lakonishok 1995). إذ استنتج الأخيران أن نسبة كبيرة من المستثمرين المؤسسيين يعملون على توزيع أمر الشراء أو البيع الواحد على عدد من العمليات المتفرقة، ويستغرقون في المتوسط أربعة أيام أو أكثر في تنفيذ الأمر على دفعات.

فرضيات الدراسة

على ضوء السؤال الأساسي الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه، وهو: هل يوجد فرق في الأداء الاستثماري بين المستثمرين المؤسسيين الأردنيين؟ وعلى ضوء استخدام بعض الدراسات السابقة للمؤشرات المحاسبية والسوقية في قياس أثر المستثمر المؤسسي على سلوك إدارة المنشأة المستثمر بها، وعلى كفاية استخدام الأصول لتعزيز الربحية والمردود على حقوق المالكين، وتشكيل السياسات الاستثمارية والتمويلية، فإن الفرضيات التالية سوف تساعد على التمييز بين كفاية المستثمرين المؤسسيين المختلفين في اختيار استثماراتهم ومتابعة أدائها من أوجه مختلفة^(٨).

١- لا يوجد فروق في الأداء التشغيلي لاستثمارات مختلف المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

٢- لا يوجد فروق في سيولة استثمارات مختلف المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

٣- لا يوجد فروق في ربحية استثمارات مختلف المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

٤- لا يوجد فروق في مستوى مديونية استثمارات مختلف المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

٥- لا يوجد فروق في نسب الأداء السوقية لاستثمارات مختلف المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

محددات الدراسة

تتمثل محددات الدراسة فيما يلي:

١- قصر المدة التي تغطيها، وهي سنة واحدة فقط (عام ١٩٩٥)، علماً بأنها تستخدم عوامل أداء ونقاط بيانات متعددة تشمل ١٥ عاملاً حول ١٢٣ استثماراً مؤسسياً في ٨٢ شركة.

٢- عدم شمول الدراسة لكافة استثمارات المستثمرين المؤسسيين الأردنيين، فهي تغطي فقط الاستثمارات في أسهم الشركات التي تبلغ نسبتها ١٠٪ فما فوق من مجموع أسهم الشركة المدرجة في سوق عمان المالي، علماً بأنه لا يتوافر بيانات كافية حول بقية الاستثمارات، ولذلك يتعذر شمولها.

منهجية البحث

يشتمل هذا الجزء على عدة فقرات هي: بيانات الدراسة وكيفية الحصول عليها أو تطويرها، وخصائصها، والعوامل المستخدمة في الدراسة، والتحليل الإحصائي.

أ- بيانات الدراسة

تم الحصول على البيانات الأساسية للدراسة من دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لعام ١٩٩٦ (الذي يغطي الأعوام المالية ٩٥ فما دون). ومنه تم استخراج مؤشرات الأداء المحاسبي والمعلومات السوقية المختلفة للشركات المستثمر بها. وذلك حسب توافرها مباشرة في الدليل أو إمكانية احتسابها من البيانات الواردة فيه. كما هو معروف، فإن دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لا يوفر ١٠٠٪ من البيانات المالية بسبب غياب بعض هذه البيانات لعدم توافرها من قبل الشركات أو لأي أسباب أخرى. لذلك تراوحت أعداد البيانات المتوافرة للاستخدام في عوامل الدراسة ما بين ٨٧ و١٢٣، حيث ١٢٣ تمثل ١٠٠٪ من البيانات المالية المطلوبة.

ولاعطاء القارئ فكرة عن عدد الاستثمارات المؤسسية الكبيرة التي شملتها الدراسة، ومتوسط ما تمثله تلك الاستثمارات من رؤوس أموال الشركات المستثمر بها، وحجم هذه الاستثمارات بأسعار السوق بالدينار الأردني، فقد تم استخراج الإحصاءات الوصفية المعطاة في الجدول رقم (١) كما هي في نهاية عام ١٩٩٥.

يتبين من الجدول المذكور ضخامة القيمة السوقية الكلية (والمتوسطة) لاستثمارات المؤسسة الأردنية للاستثمار وارتفاع نسبة ملكيتها من رؤوس أموال الشركات التي تساهم بها^(١). كذلك فإنه لا يستهان باستثمارات الضمان الاجتماعي عدداً أو قيمة سوقية كلية. فالضمان الاجتماعي (وكذلك الأردنية للاستثمار) مستثمر منفرد العضوية، على حين تتعدد عضوية بقية فئات المستثمرين المؤسسيين. ففي عام ١٩٩٥ كان في الأردن ١٧ بنكاً وشركة مالية لديها ٦٤٠ فرعاً داخلياً وخارجياً، و١٧ شركة مساهمة عامة أخرى (تامين وخدمات وصناعة). إلا أن القيمة السوقية الكلية للاستثمارات الكبيرة لهذه الشركات والبنوك مجتمعة تقل عن ٥٥٪ من مجموع القيمة السوقية للاستثمارات الكبيرة للمؤسستين العامتين.

جدول رقم (١)
الإحصاءات الوصفية للاستثمارات المؤسسية الكبيرة،
كما هي في نهاية عام ١٩٩٥

اسم المستثمر المؤسسي	عدد الاستثمارات	متوسط نسبة الاستثمار من رؤوس أموال الشركات المستثمر بها	القيمة السوقية للاستثمارات بمليون الدينار	متوسط القيمة السوقية للاستثمارات بمليون الدينار
الضمان الاجتماعي	١٣	٪٢١,١٤	٧١,٠٦	٥,٤٦٦
الأردنية للاستثمار	٢٠	٪٢٥,٧٥	٥٠٣,٢٤	٢٥,١٦٢
البنوك	٤٣	٪٢٢,٢٩	٩٦,٨٦	٢,٢٥٣
الشركات	٤٧	٪١٨,٧١	٢١٧,١٢	٢,٦٢
المجموع العام	١٢٣		٨٨٨,٢٨	٧,٢٢٢

ويوضح الجدول رقم (٢) توزيع الاستثمارات المؤسسية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة (الصناعات) كما هي في نهاية عام ١٩٩٥: القطاع المالي (ويشمل البنوك والشركات المالية)، وقطاع التأمين، وقطاع الخدمات، والقطاع الصناعي، وذلك كاعداد استثمارات، ونسبا مئوية للاعداد، وقيمة سوقية للأسهم المملوكة في القطاع (بالمليون دينار).

يدل الجدول المذكور على تركيز إجمالي الاستثمارات المؤسسية من حيث العدد في القطاع الصناعي (٥٥ استثماراً)، يليه قطاع الخدمات (٤٠ استثماراً)، ثم القطاع المالي (١٥ استثماراً)، وأخيراً قطاع التأمين (١٣ استثماراً). أما من حيث القيمة السوقية الكلية للاستثمارات المؤسسية فإن التركيز ينصب كذلك على القطاع الصناعي أولاً (٦٣٤,٥٤ مليون دينار)، يليه القطاع المالي (١٥٥,٥٩ مليون دينار)، ثم قطاع الخدمات (٨٨,٣٩ مليون دينار)، وأخيراً قطاع التأمين (٩,٧٦ مليون دينار). ويلاحظ كذلك من الجدول نفسه أن الضمان الاجتماعي لا يضع أية استثمارات كبيرة في اسهم القطاع المالي. على حين توجه الأردنية للاستثمار نسبة ١٠٪ من عدد استثماراتها إلى هذا القطاع. وينعكس الموقف تماماً بالنسبة للاستثمار في اسهم قطاع التأمين. ففي حين لا توجه الأردنية للاستثمار أية استثمارات كبيرة نحو قطاع التأمين يضع الضمان الاجتماعي ٧,٧٪ من عدد استثماراته في هذا القطاع.

جدول رقم (٢)
توزيع الاستثمارات المؤسسية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة ،
كما هي في نهاية عام ١٩٩٥

المستثمر المؤسسي	القطاع المالي	قطاع التأمين	قطاع الخدمات	القطاع الصناعي	المجموع العام
الضمان الاجتماعي	عدد نسبة قيمة سوقية*	١ ٪٧,٧ ٠,٨٣	٥ ٪٣٨,٥ ١٦,٧٨	٧ ٪٥٣,٨ ٥٣,٤٥	١٣ ٪١٠٠ ٧١,٠٦
الأردنية للاستثمار	عدد نسبة قيمة سوقية*	- - -	٦ ٪٣٠ ٣٤,٨	١٢ ٪٦١,٧١ ٤٤٤,٩٩	٢٠ ٪١٠٠ ٥٠٣,٢٤
البنوك	عدد نسبة قيمة سوقية*	٢ ٪٤,٦ ١,٥٨	١٧ ٪٣٩,٥ ٨,٤٢	١٧ ٪٣٩,٥ ٢٠,١٥	٤٣ ٪١٠٠ ٩٦,٨٦
الشركات	عدد نسبة قيمة سوقية*	٦ ٪١٢,٨ ٦٥,٤٣	١٠ ٪٢١,٣ ٧,٣٥	١٩ ٪٤٠,٤ ١١٥,٩٥	٤٧ ٪١٠٠ ٢١٧,١٢
المجموع العام	عدد نسبة قيمة سوقية*	١٥ ١٢,٢ ١٥٥,٥٩	١٣ ٪١٠,٦ ٩,٧٦	٥٥ ٪٤٤,٧ ٦٣٤,٥٤	١٢٣ ٪١٠٠ ٨٨٨,٢٨

* القيمة السوقية بالمليون دينار أردني

ولبيان مدى توافق مختلف المستثمرين المؤسسيين في اختيار نفس الفرصة الاستثمارية (أي الاستثمار في اسهم نفس الشركة)، دعنا ننظر إلى الجدول رقم (٣) الذي يبين توزيع الاستثمارات المشتركة بين المستثمرين المؤسسيين كما هي في نهاية عام ١٩٩٥. فعلى سبيل المثال، يدل الجدول المذكور على أن الأردنية للاستثمار تلتقي مع الضمان الاجتماعي في خمس فرص استثمارية. على حين تلتقي مع البنوك في فرصة استثمارية واحدة أخرى، ومع الشركات في ست فرص استثمارية أخرى. ويدل الجدول نفسه على أن أكثر

مستثمرين مؤسسيين متفقيين على الاستثمار في نفس الفرص الاستثمارية هما البنوك والشركات، إذ يلتقيان معا في ١١ استثمارا أو ما نسبته ٢٥٪ من الاستثمارات الكبيرة لكل منهما تقريبا .

الجدول رقم (٣)

توزيع الاستثمارات المشتركة بين المستثمرين

المؤسسيين، كما هي في نهاية عام ١٩٩٥

المستثمر المؤسسي	الضمان الاجتماعي	البنوك	الشركات	المجموع العام
الأردنية للاستثمار	٥	١	٦	١٢
الشركات	٤	١١		١٥
البنوك	٤			٤
المجموع العام	١٣	١٢	٦	٣١

وإذا ما علمنا أن عدد الشركات المستثمر بها بشكل عام من قبل كافة المستثمرين المؤسسيين الأردنيين في هذه الدراسة هو ٨٢ شركة (فرصة استثمارية)، يتضح لنا أن المستثمرين المؤسسيين يلتقون مع بعضهم على الاستثمار المشترك في ٣١ شركة فقط. وينفردون في الاستثمار (أي يختلفون مع بعضهم في اختيار الفرصة الاستثمارية) في ٥١ شركة أخرى.

ونظرا لان توزيع عمليات الاستثمار المؤسسية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة (كما تتضح من الجدول رقم ٢) ليست متماثلة من حيث الأعداد أو القيم السوقية، إذ يركز جميع المستثمرين بالدرجة الأولى على القطاع الصناعي ويقبلون من الاستثمار في القطاع المالي أو قطاع التأمين، فإن هذا ربما يدل على عدم استقلالية قرار الاستثمار من نوع القطاع المستثمر به. أي أن احتمال اختيار أي من القطاعات للاستثمار به (أو تجنب الاستثمار به) ليس موحدا لدى جميع فئات المستثمرين، وإنما متفاوت حسب جاذبية القطاع أو أدائه من وجهة نظر المستثمر المؤسسي. وعليه فإنه يتوجب اختبار درجة الارتباط بين نوع المستثمر المؤسسي ونوع القطاع المختار للاستثمار به. أي محاولة الإجابة على السؤال التالي: هل يوجد قطاع ما يركز عليه المستثمر المؤسسي أكثر من غيره ليحقق نتائج مستهدفة؟ ولتحقق من هذا الأمر تم استخدام اختبار Chi-Square، واتضح من نتائج المبينة في جدول رقم

(٤)، أن هناك بعض الارتباط الهام بين فئة المستثمر المؤسسي ونوع القطاع المستثمر به. وعليه، فإننا نستطيع رفض الفرضية القائلة بأن احتمال الاستثمار في أي قطاع من القطاعات الأربعة المتاحة موحدا لدى جميع فئات المستثمرين المؤسسيين، وذلك بموجب معاملي ارتباط (Likelihood Ratio و Linear by Linear Association) حيث مستوى المعنوية ٠,٠٤٨, ٠,٠٥٣، على التوالي، إلا أنه لا يمكن رفض تلك الفرضية بموجب معاملي ارتباط (Pearson) حيث مستوى المعنوية ٠,١١٣^(١).

ونظرا لوجود هذا الارتباط فإنه سوف يؤخذ في الاعتبار عاملا نوع القطاع، والتفاعل بين فئة المستثمر ونوع القطاع في التحليل الإحصائي لهذه الدراسة، حتى لا تكون النتائج التي يتم التوصل إليها متأثرة بعوامل خارجية غير مأخوذة في الاعتبار، أو غير ممثلة للواقع ولا يعتمد عليها في الاستنباط والتحليل المتعمق.

جدول رقم (٤)

اختبار Chi-Square للارتباط بين فئة

المستثمر المؤسسي ونوع القطاع المستثمر به

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	درجات الحرية	مستوى المعنوية
Pearson Chi-Square	١٤,٢٧٩	٩	٠,١١٣
Likelihood Ratio	١٧,٠٥٧	٩	٠,٠٨٤
Linear-by-Linear Association	٣,٧٥٣	١	٠,٠٥٣
No. of Valid Cases	١٢٣		

ب- عوامل الدراسة

شملت العوامل المستخدمة في الدراسة النسب ومعدلات الأداء المحاسبية والسوقية التالية:

أولا: نسب النشاط:

وتقيس هذه المعدلات قدرة الشركة (الفرصة الاستثمارية) على إدارة أصولها بكفاية وفعالية من أجل توليد المزيد من الإيرادات (والأرباح). وقد استخدم معدلا دوران الأصول والذمم المدينة في قياس نشاط الشركات المستثمر بها:

١- معدل دوران الأصول = الإيرادات/إجمالي الأصول^(١١) :

ويبين هذا المعدل قدرة الشركة على توليد الإيرادات من استخدام كافة الأصول المتاحة، فكلما كان هذا المعدل مرتفعاً كلما كانت كفاية المنشأة في استثمار مجموع الأصول أفضل.

٢- معدل دوران الذمم المدينة = صافي المبيعات (الإيرادات) الأجلة/رصيد العملاء^(١٢) :

ويبين هذا المعدل قدرة المنشأة على توليد حجم مناسب من الإيرادات (والعمولات المختلفة إن وجدت) دون التوسع في منح الائتمان للعملاء. كلما كان هذا المعدل مرتفعاً كلما كانت كفاية الشركة في إدارة حسابات العملاء أفضل والتحصيل منهم أسرع.

ثانياً: نسب السيولة

تقيس هذه النسب قدرة الشركة في المدى القصير على مواجهة التزاماتها وتأمين النقدية اللازمة للاحتياجات الطارئة. وقد استخدم المعدل الجاري ونسبة رأس المال العامل إلى حقوق المالكين لقياس سيولة الشركات المستثمر بها.

٣- المعدل الجاري = الأصول المتداولة / الالتزامات المتداولة^(١٣) :

كلما كان هذا المعدل أعلى كلما كانت الشركة أقدر على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل وتجنب الوقوع في مخاطر الإفلاس، إلا أنه يجب عدم المغالاة في تحقيق معدل جار مرتفع لأن هذا سيكون على حساب الربحية حيث أن ربحية الأصول المتداولة (التي يعتمد عليها في السيولة) عادة أقل من ربحية بقية الأصول.

٤- نسبة رأس المال العامل إلى حقوق المالكين = (رأس المال العامل / حقوق المالكين)*١٠٠ :

وتبين هذه النسبة مقدار ما يشكله رأس المال العامل (الأصول المتداولة - الالتزامات المتداولة) كنسبة من حقوق المالكين. كلما كانت هذه النسبة أكبر كلما كانت الشركة أقدر على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل. لقد تمت قسمة رأس المال العامل على حقوق المالكين من أجل تحويل هذا العامل إلى وزن نسبي تسهل معه المقارنة بين المستثمرين المؤسسيين، على حين إن إبقاءه كقيمة مطلقة يجعل المقارنة غير منطقية بسبب تفاوت القيم تبعاً لحجم الشركة ونوع القطاع.

ثالثا : نسب ومعدلات الربحية :

وهي نسب ومعدلات تقيس قدرة الشركة على توليد أرباح من الإيرادات التي تحققها لكي تدر عائدا مجزيا على الأموال المستثمرة في نشاطاتها. وقد استخدمت النسب التالية لقياس ربحية الشركات المستثمر بها :

٥- العائد على المبيعات (الإيرادات) = (صافي الأرباح بعد الضرائب / الإيرادات) * ١٠٠ :
ويبين هذا العائد نسبة الربح المتحقق في كل دينار من الإيرادات. من الطبيعي، انه كلما ارتفع العائد على الإيرادات كلما ارتفعت ربحية الشركة وزادت قدرتها على توزيع حصص أرباح اكبر على المساهمين.

٦- العائد على الاستثمار (أو الأصول) = (صافي الأرباح بعد الضرائب / مجموع الأصول) * ١٠٠ :
ويبين هذا المعدل (وهو مقياس كلي للربح) نسبة الربح المتحقق على كل دينار مستثمر في الأصول. كلما كانت هذه النسبة أعلى كلما كانت ربحية الشركة افضل ومردود الاستثمار فيها اكثر جدوى.

٧- العائد على حقوق المالكين = (صافي الأرباح بعد الضرائب / حقوق المالكين) * ١٠٠ :
يعتبر هذا العائد مقياسا كليا للربحية من وجهة نظر المالكين. تشمل حقوق المالكين في الشركة راس المال، والاحتياطيات إن وجدت، والأرباح المدورة. كلما كانت نسبة الربح المتحقق على حقوق المالكين المستثمرة في الشركة اكبر كلما كان المردود على هذه الاستثمارات أعلى ومشجعا على الاستمرار في حمل اسهم الشركة أو حتى استثمار المزيد من الأموال فيها.

٨- معدل ربح السهم = صافي الأرباح بعد الضرائب / عدد الأسهم العادية:
ويبين هذا المعدل حصة السهم العادي من الأرباح الصافية القابلة للتوزيع على المساهمين. كلما كان معدل ربح السهم أعلى كلما كان تقدير المستثمرين لاداء الشركة الحالي والمستقبلي افضل، مما ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق.

٩- العائد على القيمة السوقية للسهم = (الأرباح قبل الضرائب / القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها) * ١٠٠:

وتبين هذه النسبة معدل العائد المتوقع للسهم على القيمة السوقية له. كلما كان هذا العائد أعلى كلما كان مردود الاستثمار في السهم مجزيا أكثر ومشجعا على الاستمرار في اقتنائه أو شراء المزيد منه.

رابعا: نسب المديونية

وتقيس هذه النسب مدى اعتماد الشركة المستثمر بها على المصادر الخارجية لتمويل الأصول الثابتة والعمليات التشغيلية. كلما كانت نسب المديونية أدنى كلما كانت مخاطرة الاستثمار في اسهم الشركة اقل. هذا من جهة، ولكن من جهة أخرى لا بد لكل شركة من الاعتماد على بعض التمويل الخارجي لتسهيل عمليات التشغيل والتوسع السريع، بمرونة وكلفة اقل. خصوصا عندما تكون الشركة قادرة على اقتراض الأموال بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا وتشغيلها بمردود أعلى، وقد استخدمت النسبتان التاليتان لقياس مديونية الشركات المستثمر بها.

١٠- نسبة الدين إلى الأصول = (إجمالي الديون قصيرة وطويلة الأجل / إجمالي الأصول) * ١٠٠:

كلما كانت هذه النسبة اقل كلما كانت مقدرة الشركة افضل على تحمل خسائر دون الإضرار بحقوق الدائنين وقدرتهم على استرداد ديونهم، وكذلك كانت فرص تحمل المساهمين لبعض العجز اقل لان مخاطرة الشركة ككل اقل.

١١- نسبة الدين إلى حقوق المالكين = (إجمالي الديون / حقوق المالكين) * ١٠٠:

تبين هذه النسبة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي نسبة إلى التمويل الداخلي. كلما كان حجم الدين الخارجي اقرب إلى حقوق المالكين، كلما دلت النسبة على أن حجم المخاطرة التي يتحملها الدائنون اقرب إلى تلك التي يتحملها المالكون أنفسهم. وبشكل عام، كلما كانت هذه النسبة اقل كلما كانت مخاطرة الشركة ككل، وامكانية تحمل الدائنين والمالكين للخسائر، اقل.

خامسا: نسب الأداء السوقية

تقيس مجموعة هذه النسب جاذبية الاستثمار في اسهم الشركة لدى المتعاملين في السوق المالي، وهي محسوبة من مزيج من المعلومات المحاسبية والسوقية التي يعتقد أن المتعاملين في سوق الأسهم يهتمون بها. وتشمل النسب المستخدمة في هذه الدراسة ما يلي:

١٢- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم = (سعر السهم في السوق / القيمة الدفترية للسهم) * ١٠٠٪:

وتعطي هذه النسبة مؤشراً عن أوضاع الشركة المالية ككل وتقييمها من قبل المستثمرين. فان كانت الشركة واعدة في أدائها وربحيتها كانت هذه النسبة مرتفعة (أي اكبر من ١٠٠٪)، وبالعكس ذلك تكون النسبة منخفضة (اقل من ١٠٠٪) عندما تكون فرص تقدم الشركة وتطور أدائها ضئيلة من وجهة نظر المستثمرين في السوق.

١٣- الأرباح الموزعة للسهم إلى ربح السهم = (الأرباح الموزعة للسهم الواحد / معدل ربح السهم الواحد) * ١٠٠٪:

وتبين هذه النسبة مقدار الأرباح الموزعة من اصل الأرباح المتحققة للسهم الواحد. كلما كانت هذه النسبة اكبر كلما تحقق للمستثمر دخل نقدي افضل من استثماره، علما بان المبالغة في التوزيعات النقدية للمساهمين تضعف من فرص النمو الذاتي للشركة نظرا لقلّة الأرباح المحتفظ بها داخليا.

١٤- الأرباح الموزعة للسهم إلى القيمة السوقية للسهم = (الأرباح الموزعة نقدا للمساهمين / القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها) * ١٠٠٪:

وتبين هذه النسبة العائد أو المردود النقدي على السهم، إذ انها تقيس نسبة ما يوزع من ربح نقدي على السهم إلى قيمة السهم في السوق في موعد التوزيع تقريبا. وقيمة السهم في السوق تمثل مقياسا لما يمكن أن يستبدل به السهم من مبلغ نقدي ويستثمر في شكل آخر، لذلك فان هذه المعلومات مفيدة في إجراء المقارنات بين العوائد النقدية لمختلف البدائل الاستثمارية المتاحة أمام المستثمر.

١٥- القيمة السوقية إلى ربح السهم (أو معامل مضاعف السعر) = سعر السهم في السوق / معدل ربح السهم
كلما كان هذا المضاعف أكبر كلما كان تقييم المستثمر لفرص نمو وربحية الشركة في المستقبل أفضل، وعليه يكون لدى المستثمر الاستعداد لدفع مبلغ أكبر مقابل كل دينار أرباح يحققها السهم.

ج- التحليل الإحصائي

تقوم إجراءات التحليل الإحصائي للدراسة على أساس استخراج كافة معدلات ونسب الأداء المحاسبية والسوقية المبينة في فقرة عوامل الدراسة أعلاه لكل استثمار مؤسسي لعام ١٩٩٥، وإدخالها في برنامج SPSS for (Windows 8.0). بعد ذلك يتم مقارنة متوسطات هذه النسب والمعدلات بين فئات المستثمرين المؤسسيين لاكتشاف الأهمية الإحصائية، إن وجدت، لأي فروق في الأداء المحاسبي والسوقي باستخدام تحليل التباين الثنائي (Two-Way ANOVA) من خلال إجراء General Factorial Model. لقد أصبح هذا الإجراء يغطي تحليلي الانحدار والتباين معا في آن واحد ولكل عامل تابع على حده (أي لكل عامل من عوامل الأداء المحاسبي والسوقي المستخدمة في البحث)، كما ويجري اختبارات لاحقة (Post-Hoc Tests) لتحديد الأهمية الإحصائية لفروق العوامل بين فئات المستثمرين المؤسسيين.

ان تطبيق تحليل التباين يتطلب تحقق الفرضيات التالية:

١- إن البيانات المستخدمة تمثل عينة عشوائية من مجتمع الدراسة،

٢- إن توزيع البيانات طبيعي (Normal Distribution).

٢ إن تباين الفئات المختلفة متساو (Equal Variances)

للتعرف على خصائص بيانات الدراسة، والتأكد من تحقق فرضيات تحليل التباين قبل الشروع باختبار هذه البيانات، تم إعداد الجدول رقم (٥) الذي يبين متوسطات عوامل الأداء المحاسبي والسوقي لكل فئة من فئات المستثمرين المؤسسيين. يتضح من الجدول المذكور أن تباين عوامل الأداء ليس متساوياً لفئات المستثمرين المؤسسيين المختلفة. فلو نظرنا مثلاً إلى معدل دوران الأصول لوجدنا أن تباين هذا العامل لدى الضمان الاجتماعي أو الأردنية للاستثمار يزيد عن ضعف التباين لدى بقية فئات المستثمرين المؤسسيين. وكذلك الحال بالنسبة إلى تباين معدل دوران الذمم المدينة، فهو يتفاوت كثيراً بين المستثمرين

المؤسسين، خصوصا بين أولئك المستثمرين شبه الحكوميين والمستثمرين الآخرين. وهكذا يتكرر الوضع بالنسبة للعديد من عوامل الأداء المحاسبي والسوقي المستخدمة في الدراسة. ويبدو في كثير من الحالات، انه كلما زاد متوسط عامل أداء الفئة كلما زاد تباينه. هذا من جهة، ومن جهة أخرى، لو نظرنا إلى الرسم البياني (من نوع Histogram)^(١٣) لوجدنا ان توزيع كافة البيانات تقريبا مائل إلى اليسار (left Skewed).

مما تقدم يتضح أن هناك مخالفة لفرضيتي تحليل التباين رقم ٢ ورقم ٣. أما بالنسبة للفرضية الأولى فهي غير ضرورية لان بيانات الدراسة تمثل ١٠٠٪ من مجتمع الدراسة، وليس عينة عشوائية منها. كحل لهذا الإشكال يوصي الاحصائيون عادة بتحويل البيانات (Date Transformation) إلى الجذر التربيعي أو اللوغرتم ١٠ قبل اختبارها. لذلك تم تحويل البيانات الأساسية للدراسة إلى كلا هذين الشكلين (في برنامج SPSS من خلال الأمر Compute)، وتم استخدام ما يناسب اكثر منهما (كما يتضح من الجدول رقم ٦)، على ضوء فعالية أسلوب التحويل في تقريب توزيع البيانات من شكل التوزيع الطبيعي. وفي حال لم يتضح أن هناك تحسنا جيدا في شكل التوزيع تم إبقاء البيانات الأساسية على حالها واستخدمت في إتمام اختبارات (ف) في تحليل التباين.

النتائج وتحليلها

كما أسلفنا في فقرة بيانات البحث، فانه نظرا لعدم استقلال قرار الاستثمار المؤسسي من نوع القطاع المستثمر به (أي الصناعة) فقد تم اخذ عاملي «نوع القطاع» و «التفاعل بين فئة المستثمر ونوع القطاع» في الاعتبار في تحليل التباين من النوع الثنائي (Two-Way ANOVA) وذلك لاختبار ما إذا كانت فئة المستثمر المؤسسي، أو القطاع المستثمر به، أو التفاعل بينهما، أو جميع هذه العوامل مجتمعة تؤثر على مستوى الأداء المحاسبي أو السوقي للاستثمار المؤسسي. وفيما يلي عرض وتحليل للنتائج التي تم التوصل إليها:

أولاً: نسب التشغيل (النشاط)

يحتوي الجدول رقم (٦ أ) على نتائج اختبار ف لنسبتي التشغيل المستخدمتين في الدراسة، ويتضح من الجدول المذكور أهمية النموذج ككل (عند مستوى معنوية ٠,٠٠٠)، ووجود فروق مهمة بين فئات المستثمرين المؤسسيين (عند مستوى معنوية ٠,٠٤٦)، وبين

القطاعات المختلفة (عند مستوى معنوية ٠,٠٠٠)، وعدم وجود تفاعل مهم بين فئة المستثمر ونوع القطاع. وبموجب طريقة Scheffe في إجراء المقارنات المتعددة (Multiple Comparisons) فإن الفرق بين المستثمرين المؤسسيين هو لصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات. أي أن الأردنية للاستثمار استطاعت اختيار فرص استثمارية قادرة على تدوير أصولها واستخدامها في توليد إيرادات بمعدلات أعلى بشكل مهم (عند مستوى معنوية ٠,٠٥ أو أفضل) مما استطاع المستثمرون المؤسسيون الآخرون القيام به، خصوصا البنوك والشركات. أما بالنسبة لفرق القطاع، وهي لصالح القطاعين المالي والصناعي

جدول رقم (٥)

خصائص بيانات الدراسة

(المتوسط والتباين لكل عامل من عوامل الأداء المحاسبي والسوقي)

المستثمر المؤسسي	معدل دوران الأصول (مرة)	معدل دوران الذمم المدينة (مرة)	المعدل الجاري (مرة)	نسبة رأس المال العامل (%)
الضمان الاجتماعي	٠,٥٦ ٠,٢٨	٨,١ ١٢٤	٣,١ ٨,٧	٤٨,٩ ٢٤٣٣
الأردنية للاستثمار	٠,٦٩ ٠,٣٠	١٥,٣ ٤٦٣	٢,١ ٤,٩	٤٠,٥ ٣٨٢٦
البنوك	٠,٤٤ ٠,١٣	٤,٩ ٦٢	٧,٦ ٤٠٠	٧٢,٩ ٧٦٧٠
الشركات	٠,٤٥ ٠,١٢	٤,٥ ٥٢	٥ ٣٤٦	٦٦ ٥٤٤٠
الإجمالي	٠,٥٠ ٠,١٧	٦,٧ ١٣٨	٥,٢ ٢٧١	٦٣,١ ٥٧٢٠

تابع جدول رقم (٥)

المستثمر المؤسسي	العائد على المبيعات (الايرادات (%))	العائد على الاستثمار (%)	العائد على حقوق المالكين (%)	معدل ربح السهم (دينار)
الضمان الاجتماعي	متوسط تباين	٩,٥ ٦٧١	٤,٥ ١٦,٩	٨,٦٥ ٦٧,٤
الأردنية للاستثمار	متوسط تباين	١٠,٩ ٣٤٢,٧	٩,٤ ٧٦,٧	١٣,٤٥ ٤٦,٩٦
البنوك	متوسط تباين	١٤,٩ ٢٤٥٠	٣,٦ ٦٥,٨٢	٥,٨٧ ١٥٦,١
الشركات	متوسط تباين	١,١ ٢٨١٧	٣,٨ ٢٥,٩	٨,٣١ ٩٩,٣
الإجمالي	متوسط تباين	٨,٤ ٢٤٨٥	٤,٦ ٤٩,٦	٨,٢٥ ١١٢,٢

تابع جدول رقم (٥)

المستثمر المؤسسي	العائد على القيمة السوقية للسهم (%)	نسبة الدين إلى الأصول (%)	نسبة الدين إلى حقوق المالكين (%)	القيمة السوقية إلى ربح السهم (مرة)
الضمان الاجتماعي	متوسط تباين	٦,٤ ٩٣,٧	٣٢,٦ ٦١٨,٩	٨٠,٩ ١١١٨٠
الأردنية للاستثمار	متوسط تباين	٨,٤ ٨٦,٦	٤٠,٧ ٦١٧,٢	٢١٤,٦ ٤٤١٥٢٠
البنوك	متوسط تباين	٢,٦ ٥٨,٦	٣٨,٣ ٩١٣,٧	٢٣٤,٩ ٢٤٦٥٩٤
الشركات	متوسط تباين	٦,٢ ٩١,٧	٤٨,٢ ٦٤٩,٩	٢٤٦,٦ ٢٣٠٥٨٠
الإجمالي	متوسط تباين	٥,٦ ٨٣,٤	٤١,٩ ٧٤٦,٢	٢٢٣,٢ ٢٤٢٨٣٨

تابع جدول رقم (٥)

الأرباح الموزعة للمساهمين إلى القيمة السوقية للسهم (%)	الأرباح الموزعة للمساهمين إلى ربح السهم (%)	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم (%)	المستثمر المؤسسي
٢,٨	٣٣,٣	١,٥٧	الضمان
١٢,١	١٥٤٦	١,١٣	متوسط تباين
٣,٣٩	٤٩,٢	١,٧٩	الأردنية
٧,٢	٦٥٤,٢	٠,٤٣	متوسط تباين
١,٣٥	١٨,٨	١,٧	البنوك
٤,٨٧	١٠٥٦,٦	٠,٦٦٣	متوسط تباين
٢,٣٢	٣٠,٩	١,٧٢	الشركات
٦,٨٤	١١١٤,٣	٠,٤١	متوسط تباين
٢,٢٩	٢٩,٨٨	١,٧١	الإجمالي
٧,١٣	١١٣٨,٩	٠,٥٥	متوسط تباين

ضد قطاع الخدمات، فتعني أن الشركات المكونة للقطاعات المالي والصناعي كانت أقدر (عند مستوى معنوية ٠,٠٥ أو أفضل) من غيرها من شركات القطاعات الأخرى على تدوير أصولها وتوليد إيرادات منها خصوصا الشركات المكونة لقطاع الخدمات.

يستدل من التحليل السابق على أن أداء الاستثمارات التي اختارتها الضمان الاجتماعي حققت معدلات تدوير أصول معتدلة، بحيث لم تكن مرتفعة كالمعدلات التي حققتها الأردنية للاستثمار أو منخفضة كالمعدلات التي حققتها البنوك والشركات. لذلك كان أداءها متوسطا، ولكنه ليس مختلفا بشكل جوهري عن أداء أي من الفئات الأخرى من المستثمرين المؤسسين. كذلك يستدل من نفس التحليل على أن شركات قطاع التأمين لم تكن قادرة على تدوير أصولها بنفس المستوى الذي حقته شركات القطاعات المالي والصناعي، إلا أن أداءها كان أفضل من أداء شركات قطاع الخدمات ولكن ليس بشكل مهم.

وبالنظر إلى نتائج اختبار ف لمعدل دوران الذمم المدينة، كمؤشر آخر على نشاط الشركات المستثمر بها وقدرتها على التشغيل الناجح، يبدو أن ما قيل عن دوران الأصول

يمكن أن يقال تماما عن دوران الذمم المدينة، باستثناء أن فروق القطاع هي لصالح الصناعة ضد قطاعي المال والخدمات، وأن التفاعل بين المستثمر والقطاع مهم (مستوى المعنوية ٠,٠٠٤). أي أن دوران الذمم المدينة يتفاوت تبعا لفئة المستثمر المؤسسي ونوع القطاع المستثمر به، وإن تفاعل هذين العاملين معا يؤثر في الأداء بشكل مختلف عند مستويات مختلفة من فئات المستثمرين وأنواع القطاعات.

بناء على كل ما سبق، فإنه يمكن رفض الفرضية الأولى في الدراسة، التي تقول بأنه لا يوجد فروق في الأداء التشغيلي لاستثمارات مختلف المستثمرين المؤسسيين الأردنيين، إذ يتبين من التحليل أن الأردنية للاستثمار تتفوق في أداء استثماراتها من الناحية التشغيلية على أداء بقية فئات المستثمرين المؤسسيين الأردنيين خصوصا البنوك والشركات.

ثانيا: نسب السيولة

بالنظر إلى الجدول رقم (٦ب)، يتضح عدم وجود فروق مهمة في السيولة بين المستثمرين المؤسسيين، سواء قيست هذه السيولة بالمعدل الجاري (مستوى المعنوية ٠,٣٣٣)، أو بنسبة رأس المال العامل إلى حقوق المالكين. (مستوى المعنوية ٠,٥٤)، كما لا يوجد تفاعل مهم بين فئة المستثمر ونوع القطاع. أما بين القطاعات نفسها فهناك فروق مهمة في المعدل الجاري (مستوى المعنوية ٠,٠٢٤) وهي لصالح قطاع الخدمات ضد قطاع الصناعة، وفروق مهمة في نسبة رأس المال العامل إلى حقوق المالكين (مستوى المعنوية ٠,٠٠٠)، وهي لصالح كل من القطاعين المالي والتأمين ضد كل من قطاعي الخدمات والصناعة. وهذه النتيجة الأخيرة طبيعية ومتوقعة لان القطاع المالي (والى حد ما قطاع التأمين) بحاجة إلى سيولة أكبر من القطاعات الأخرى، لذلك تعتمد شركات هذين القطاعين إلى توفير سيولة مرتفعة.

تدل النتائج السابقة على عدم اهتمام المستثمر المؤسسي في موضوع السيولة عند اختيار استثماراته، لذلك فإنه يتعذر رفض الفرضية الثانية في الدراسة، والاستنتاج بأنه لا يوجد فروق مهمة في سيولة الشركات المستثمر بها من قبل مختلف فئات المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

جدول رقم (٦ أ)
نتائج اختبار ف لنسبتي التشغيل (النشاط)

معدل دوران الأصول (مرة)					معدل دوران الذمم المدينة (مرة)					المصدر
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
٠,٠٠٠	١٤,٢	٢,٨٨	١٣	٣٧,٤	٠,٠٠٠	١٥,٣	٢,٧٦	١٣	٣٥,٨	النموذج ككل
٠,٠٠٦	٤,٥	,٩١١	٣	٢,٧٣	٠,٠٤٦	٢,٧٦	٠,٤٩٦	٣	١,٤٩	المستثمر
٠,٠٠٠	٨,٩٦	١,٨٢	٣	٤٦,٥	٠,٠٠٠	٨,١٦	١,٤٧	٣	٤,٤١	القطاع
٠,٠٠٤	٣,٤٥	٠,٧٠١	٦	٤,٢	٠,٦١٩	٠,٧٤	٠,١٣٣	٦	٠,٧٩٨	التفاعل
		٠,٢٠٣	٨٨	١٧,٨٩			٠,١٨	١٠٤	١٨,٧١	الخطأ
			١٠١	٥٥,٣				١١٧	٥٤,٥١	المجموع

فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات
فروق القطاع: لصالح القطاعين المالي والصناعي ضد قطاع الخدمات
فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات
فروق القطاع: لصالح القطاعين المالي والصناعي ضد قطاع الخدمات

جدول رقم (٦ ب)
نتائج اختبار ف لنسبتي السيولة

نسبة رأس المال العامل إلى حقوق المالكين (%)					معدل الجاري (مرة)					المصدر
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
٠,٠٠٠	١٤,٨	٥٠٩٣٨	١٤	٧١٣١٢٨	٠,٠٠٠	٨,٤٥	١,٣	١٤	١٨,٢	النموذج ككل
٠,٥٤	٠,٧٣	٢٥١٠	٣	٧٥٣٠	٠,٣٣٣	١,١٥	٠,١٨	٣	٠,٥٣	المستثمر
٠,٠٠٠	١٦,٥	٥٦٨٥١	٣	١٧٠٥٥٢	٠,٠٢٤	٣,٢٧	٠,٥	٣	١,٥	القطاع
٠,٦٠	٠,٧٩	٢٧٠٩	٧	١٨٩٦١	٠,٦٧	٠,٦٩	٠,١١	٧	٠,٧٥	التفاعل
			٩٣	٢١٩٨٧٧			٠,١٥	١٠٣	١٥,٧٧	الخطأ
			١٠٧	١٠٣٣٠٠٥				١١٧	٣٣,٩٧	المجموع

فروق المستثمر: لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية
فروق القطاع: لصالح كل من القطاعين المالي والتأمين ضد كل من قطاعي
الخدمات والصناعة

فروق المستثمر: لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية
فروق القطاع: لصالح قطاع الخدمات ضد قطاع الصناعة

ثالثا: نسب الربحية

تحتوي هذه المجموعة على خمس نسب ربحية متفرقة، أظهرت النتائج في الجدول رقم (٦ج) أهمية الفروق بين المستثمرين المؤسسيين في أربع منها، وأهمية الفروق بين القطاعات في ثلاث منها، وعدم أهمية أي عامل من عوامل التفاعل فيها. ففي حالة العائد على المبيعات (أو الإيرادات) لا توجد فروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين (مستوى المعنوية ٠.٣٩)، أما بين القطاعات فالفروق مهمة (مستوى المعنوية ٠.٠٠) وهي لصالح قطاع الخدمات ضد بقية القطاعات. وبالنسبة للعائد على الاستثمار (الأصول) هناك فروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين (مستوى المعنوية ٠.١١) ولصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات، كذلك فإن الفروق بين القطاعات مهمة (مستوى المعنوية ٠.٠٥) ولصالح قطاع الخدمات ضد القطاع المالي. وبالنسبة للعائد على حقوق المالكين فالفروق بين المستثمرين مهمة (مستوى المعنوية ٠.٢٢) ولصالح الأردنية للاستثمار ضد البنوك، وفروق القطاع مهمة كذلك (مستوى المعنوية ٠.٤٧) ولصالح قطاع التأمين ضد القطاع الصناعي. وبالنسبة لربح السهم الواحد فالفروق بين المستثمرين المؤسسيين مهمة (مستوى المعنوية ٠.٠١) ولصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات، ولا توجد فروق مهمة بين القطاعات المختلفة (مستوى المعنوية ٠.٥٨). وأخيرا بالنسبة للعائد على القيمة السوقية للسهم فإنه توجد فروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين (مستوى المعنوية ٠.١٥) لصالح كل من الأردنية للاستثمار والشركات ضد البنوك، ولا توجد فروق مهمة بين القطاعات المختلفة. على ضوء ما تقدم، فإنه يمكن رفض الفرضية الثالثة في الدراسة، والاستنتاج بان هناك فروقا مهمة في غالبية نسب الربحية بين المستثمرين المؤسسيين الأردنيين، وإن الفروق المهمة كل مرة تكون في صالح الأردنية للاستثمار.

رابعا: نسب المديونية

يوجد نسبتا مديونية تم اختبارهما في هذه الدراسة، هما: نسبة الدين إلى الأصول، ونسبة الدين إلى حقوق المالكين. على الرغم من حرص الضمان الاجتماعي الظاهر على الاستثمار في أقل الشركات مديونية، كما يتضح من المعدلات الواردة في الجدول رقم ٥، إلا أن نتائج اختبار ف في الجدول رقم (٦د) لا تدل على وجود فروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين لأي من نسبتي المديونية (حيث مستوى المعنوية ٠.٥٧ و ٠.٧٧٩ على التوالي)، ولكن توجد فروق مهمة بين القطاعات المختلفة في هاتين النسبتين (حيث مستوى المعنوية

٠.٠٠٠ ر. لكلاهما)، وهي بشكل عام لصالح القطاع المالي وقطاع التأمين ضد بقية القطاعات تقريبا. أي أن مديونية البنوك والشركات المالية وشركات التأمين أعلى بشكل جوهري من مديونية بقية القطاعات. وهذا أمر طبيعي متوقع نظرا لاعتماد هذين القطاعين على التمويل الخارجي إلى حد كبير، ولا يوجد أي تفاعل مهم في نسبتي المديونية.

جدول رقم (٦ ج)

نتائج اختبار ف لنسب الربحية

العائد على الاستثمار (%)					الجزر التريبي (ل) العائد على المبيعات (%)					المصدر
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المبيعات	درجات الحرية	مجموع المبيعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المبيعات	درجات الحرية	مجموع المبيعات	
٠,٠٠٠	٦,١	٢٦٥,٧	١٤	٣٧١٩,٥	٠,٠٠٠	٣٦,٦	١٢٣,٩	١٣	١٦١٠,٢	النموذج ككل
٠,٠١١	٣,٩	١٧٠,٣	٣	٥١٠,٨	٠,٣٩	١,٠١	٣,٤٣	٣	١٠,٣	المستثمر
٠,٠٠٥	٤,٥	١٩٦,٩	٣	٥٩٠,٩	٠,٠٠٠	٢٣,٧٩	٨٠,٤٥	٣	٢٤١,٣	القطاع
٠,٧	٠,٦٦	٢٨,٩	٧	٢٠٢,٥	٠,٧	٠,٦٥	٢,١٩	٦	١٣,١	التفاعل
		٤٣,٦	١٠١	٤٤٠٥,١			٣,٣٨	٨٥	٢٨٧,٥	الخطأ
			١١٥	٨١٢٤,٦				٩٨	١٨٩٧,٦	المجموع

فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات
فروق القطاع: لصالح قطاع الخدمات ضد القطاع المالي

فروق المستثمر: لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية
فروق القطاع: لصالح قطاع الخدمات ضد بقية القطاعات

تابع جدول رقم (٦ ج)

ربح السهم الواحد (دينار)					العائد على حقوق المالكين (%)					المصدر
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المبيعات	درجات الحرية	مجموع المبيعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المبيعات	درجات الحرية	مجموع المبيعات	
٠,٠٠٠	٧,٣	٠,٣٩٧	١٤	٥,٥٦	٠,٠٠٠	٧,٥٧	٧٥١,٣	١٤	١٠٥١٧,٥	النموذج ككل
٠,٠٠١	٦,٢	٠,٣٤	٣	١,٠١	٠,٠٢٢	٣,٣٧	٣٣٤,٤	٣	١٠٠٣,٢	المستثمر
٠,٥٨	٠,٦٥٥	٠,٠٣٦	٣	٠,١٠٧	٠,٠٤٧	٢,٧٥	٢٧٢,٥	٣	٨١٧,٥١	القطاع
٠,٩٤	٠,٣٤	٠,٠١٨	٧	٠,١٢٨	٠,٦٢٥	٠,٧٦	٧٥,٠٩	٧	٥٢٥,٦٥	التفاعل
		٠,٠٥٤	١٠٢	٥,٥٥			٩٩,٢	١٠٠	٩٩٢٤,٧	الخطأ
			١١٦	١١,١١				١١٤	٢٠٤٤٢,٢	المجموع

فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد كل من البنوك والشركات
فروق القطاع: لا يوجد فروق قطاع ذات دلالة إحصائية

فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد البنوك
فروق القطاع: لصالح قطاع التأمين ضد القطاع الصناعي

تابع جدول رقم (٦ ج)

(الجزء التريبيعي ل) العائد على القيمة السوقية للسهم (%)					
المصدر	مجموع المربعات الحرة	درجات المربعات	متوسط المربعات	قيمة ف	مستوى المعنوية
النموذج ككل	٦٨٤,١	١٤	٤٤٨,٩	٥٣,٩	٠,٠٠٠
المستثمر	١٠,٠٦	٣	٣,٣٥	٣,٧	٠,٠١٥
القطاع	٥,١٩	٣	١,٧٣	١,٩١	٠,١٤
التفاعل	٧,٥٩	٧	١,٠٨	١,٢	٠,٣٢
الخطأ	٦٦,١٤	٧٣	٠,٩١		
المجموع	٧٥٠,٢٤	٨٧			

فروق المستثمر: لصالح كل من الأردنية للاستثمار والشركات ضد البنوك

فروق القطاع: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

نتيجة لما سبق، فإنه لا يمكن رفض الفرضية الرابعة في الدراسة والاستنتاج بأنه لا توجد فروق مهمة في مديونية الشركات المستثمر بها من قبل مختلف فئات المستثمرين المؤسسيين الأردنيين.

خامساً: نسب الأداء السوقية

هناك أربع نسب ومعدلات أداء سوقية في هذه المجموعة بينت النتائج في الجدول رقم (٦هـ) أهمية الفروق بين المستثمرين المؤسسيين في ثلاث منها، وأهمية الفروق بين القطاعات في نسبة واحدة منها فقط، وعدم أهمية أي عامل تفاعل في المجموعة. فبالنسبة إلى القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم لا توجد فروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين (مستوى المعنوية ٠,٠٨٧٨)، ولكن توجد فروق مهمة تقريبا بين القطاعات (مستوى المعنوية ٠,٠٥٩) ولصالح قطاعي المال والتأمين ضد القطاع الصناعي. وبالنسبة للأرباح الموزعة للسهم إلى ربح السهم فيوجد فروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين (مستوى المعنوية ٠,٠١٧) ولصالح الأردنية للاستثمار ضد البنوك، ولا يوجد فروق مهمة بين القطاعات المختلفة. وبالنسبة للأرباح الموزعة للسهم إلى القيمة السوقية للسهم فالفروق مهمة بين المستثمرين المؤسسيين (مستوى المعنوية ٠,٠١٤) ولصالح الأردنية للاستثمار ضد البنوك، ولا توجد فروق مهمة بين القطاعات. وأخيرا بالنسبة إلى القيمة السوقية للسهم إلى ربح السهم فإن

الفروق بين المستثمرين المؤسسيين مهمة (مستوى المعنوية ٠,٠٢٦) ولصالح البنوك ضد الأردنية للاستثمار ولا توجد فروق مهمة بين القطاعات المختلفة.

على ضوء ما تقدم، فإنه يمكن رفض الفرضية الخامسة في الدراسة والاستنتاج بان هناك فروقاً بين المستثمرين المؤسسيين فيما يتعلق بغالبية نسب الأداء السوقية، وان أكثرية الفروق المهمة هي في صالح الأردنية للاستثمار.

جدول رقم (٤٦)

نتائج اختبار ف لنسبتي المديونية

(لوغرتم) نسبة الدين إلى حقوق المالكين (%)					(لوغرتم) نسبة الدين إلى الأصول (%)					
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	المصدر
٠,٠٠٠	٥٦,٩٨	٢٦,١١	١٤	٣٦٥,٥١	٠,٠٠٠	٧٨,٧٦	١٨,٩٨	١٤	٢٦٥,٦٦	النموذج ككل
٠,٧٧٩	٠,٣٦٤	٠,١٦٧	٣	٠,٥	٠,٥٧	٠,٦٧	٠,١٦	٣	٠,٤٩	المستثمر
٠,٠٠٠	١٠,٢١	٤,٦٧٧	٣	١٤,٠٣	٠,٠٠٠	١٢,١٧	٢,٩٣	٣	٨,٧٩	القطاع
٠,١٢٨	١,٦٥٨	٠,٧٦	٧	٥,٣١٧	٠,٤٩	٠,٩٣	٠,٢٢	٧	١,٥٦	التفاعل
		٠,٤٥٨	٩٩	٤٥,٣٦			٠,٢٤	١٠٩	٢٦,٢٦	الخطأ
			١١٣	٤١٠,٨٧				١٢٣	٢٩١,٩٢	المجموع

فروق المستثمر: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

فروق المستثمر: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

فروق القطاع: لصالح القطاع المالي ضد بقية القطاعات، وكذلك لصالح قطاع التأمين ضد قطاعي الخدمات والصناعة

فروق القطاع: لصالح القطاع المالي ضد كل من قطاعي الخدمات والصناعة، وكذلك لصالح قطاع التأمين ضد قطاع الخدمات، ولصالح قطاع الصناعة ضد قطاع الخدمات.

جدول رقم (٥٦)
نتائج اختبار ف لنسب الأداء السوقية

(الجذر التربيعي ل)					(لوغرم)					المصدر
الأرباح الموزعة للسهم إلى ربح السهم					القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم (%)					
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
٠,٠٠٠	٨,٣٥	٩,٦٤	١٤	١٣٤,٩٨	٠,٠٠٠	١٠,٤٢	٠,٣٢٥	١٤	٤,٥٥٧	النموذج ككل
٠,٠١٧	٣,٥٨	٤,١٣	٣	١٢,٣٩	٠,٨٧٨	٠,٢٢٧	٠,٠٠٧	٣	٠,٠٢١	المستثمر
٠,٣٧٨	١,٣	١,٥	٣	٤,٥١	٠,٠٥٩	٢,٥٦٥	٠,٠٨	٣	٠,٢٤	القطاع
٠,٥٧٧	٠,٨١٥	٠,٩٤١	٧	٦,٥٨٦	٠,٨١٧	٠,٥٢	٠,٠١٦	٧	٠,١١٤	التفاعل
		١,١٥٤	٩١	١٠٥,٠٣			٠,٠٣١	٩١	٢,٨٤٣	الخطأ
			١٠٥	٢٤٠,٠١				١٠٥	٧,٤	المجموع

فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد البنوك

فروق المستثمر: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

فروق القطاع: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

فروق القطاع: لصالح قطاعي المثل والتأمين ضد القطاع الصناعي

تابع جدول رقم (٥٦)

(لوغرم)					(الجذر التربيعي ل)					المصدر
القيمة السوقية إلى ربح السهم (%)					الأرباح الموزعة للسهم إلى القيمة السوقية للسهم (%)					
مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	مستوى المعنوية	قيمة ف	متوسط المربعات	درجات الحرية	مجموع المربعات	
٠,٠٠٠	٩٥,١	١١,٣٥	١٤	١٥٨,٩٣	٠,٠٠٠	٨,٩٧	١٣١,٨٥	١٤	١٨٤٥,٩	النموذج ككل
٠,٠٢٦	٣,٢٨	٠,٣٩٢	٣	١,١٧٥	٠,٠١٤	٣,٧٢	٥٤,٦٣	٣	١٦٣,٨٩	المستثمر
٠,١٤٥	١,٨٥	٠,٢٢١	٣	٠,٦٦٤	٠,٧٢٨	٠,٤٣٥	٦,٩٣	٣	١٩,١٧٢	القطاع
٠,٢٦٦	١,٢٩	٠,١٥٤	٧	١,٠٨	٠,٥٦٦	٠,٨٢٩	١٢,١٧٧	٧	٨٥,٢٣٨	التفاعل
		٠,١١٩	٧٣	٨,٧١			١٤,٦٩٢	٩٤	١٣٨١,٠٦	الخطأ
			٨٧	١٦٧,٦٥				١٠٨	٣٢٢٦,٩٦	المجموع

فروق المستثمر: لصالح البنوك ضد الأردنية للاستثمار

فروق المستثمر: لصالح الأردنية للاستثمار ضد البنوك

فروق القطاع: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

فروق القطاع: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية

الخلاصة والتوصيات

نظرا لكثرة الاتهامات التي توجه ضد أداء استثمارات المؤسسات شبه الحكومية، فقد هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على مؤشرات الأداء المحاسبية والسوقية المختلفة لاستثمارات المؤسسات العامة الأردنية في رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة، ومقارنة هذا الأداء بين المستثمرين المؤسسيين المختلفين في السوق الأردني، من القطاعين العام والخاص. وذلك للتعرف على الكفاية النسبية لاستثمارات المؤسسات العامة، ومدى نجاحها من النواحي التشغيلية، والربحية، ومستويات السيولة، والمديونية، ومن حيث مؤشرات الأداء السوقية الأخرى.

لقد تم اختيار كل من المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي الأردنية والمؤسسة الأردنية للاستثمار، كجهات شبه حكومية، تلعب دور المستثمر المؤسسي في سوق الأسهم الأردني، كما تم اختيار البنوك والشركات الأردنية، كمستثمرين مؤسسيين من القطاع الخاص لمقارنة الأداء بين هذه الفئات المختلفة من المستثمرين المؤسسيين.

اقتصرت فترة الدراسة على عام واحد (١٩٩٥)، وتم استقاء معظم بياناتها من دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لعام ١٩٩٦. تألفت الاستثمارات المؤسسية التي تمت دراستها فعليا من كافة الاستثمارات الكبيرة (التي تبلغ نسبتها ١٠٪ أو أكثر رؤوس أموال الشركات المستثمر بها)، وكانت موزعة على النحو التالي ١٣ استثمارا للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي قيمتها السوقية ٧١,٠٦ مليون دينار أردني، و ٢٠ استثمارا للمؤسسة الأردنية للاستثمار قيمتها السوقية ٥٠٣,٢٤ مليون دينار، و ٤٣ استثمارا للبنوك قيمتها السوقية ٩٦,٨٦ مليون دينار، و ٤٧ استثمارا للشركات الأردنية قيمتها السوقية ٢١٧,١٢ مليون دينار.

استخدمت الدراسة تحليل التباين الثنائي لاختبار أهمية الفروق في معدلات ونسب الأداء المحاسبية والسوقية بين فئات المستثمرين المؤسسيين الأربع، وذلك بعد أن استخرجت البيانات الأساسية وتم تحويلها إلى الجذر التربيعي واللوقرتم نظرا لمخالفتها لبعض فرضيات تحليل التباين (التوزيع الطبيعي وتساوي التباين) واستخدم لغايات اختبار ف، ما بدا منها متفقا أكثر مع فرضيات تحليل التباين سواء كانت البيانات الأساسية أو المحولة.

تركيز مستثمري القطاع الخاص. ولا يتضح للباحث إن كان مرد هذا التركيز هو التوجيهات الحكومية نحو الاستثمار في هاذين القطاعين باعتبارهما مكتفان للعمالة، كما يشاع أحيانا في بعض وسائل الإعلام. ان كلا المؤسستين المذكورتين مستقلتان ماليا واداريا عن الحكومة، ويجب أن تمارس كل منهما سياساتها الحرة لتحقيق أهدافها المستقلة والمتمثل أهمها بتعظيم عوائد استثمار أموال المتقاعدين والمشاركين بالضمان الاجتماعي. ان هدف دعم المشروعات الصناعية او الخدمية واعطاء أولوية للاستثمار فيهما من اجل خلق فرص عمل إضافية للمواطنين هو هدف سام بحد ذاته، ولكن يجب ألا يكون متعارضا مع الهدف الأول من وجود هاتين المؤسستين. فحبذا لو كان هناك مواءمة مدروسة بين مختلف الأهداف المرغوبة وتوزيعا اكثر توازنا للاستثمارات الكبيرة بين كافة القطاعات المجدية استثماريا.

٣- يلاحظ (من الجدول رقم ٥) اهتمام المؤسستين شبه الحكوميتين وبالأخص المؤسسة الأردنية للاستثمار التركيز على الاستثمار في الشركات التي توزع نسبا مرتفعة من أرباحها على شكل حصص أرباح نقدية. ان هذا الأمر مستغرب ولا يبدو انه يتفق مع الأهداف المعلنة لمثل هذه المؤسسة كمستثمر طويل الأمد. فالمعروف في أدب الإدارة المالية ان الشركات التي توزع نسبا مرتفعة من أرباحها بشكل نقدي بدلا من الاحتفاظ بها للتمويل الداخلي هي على الأغلب شركات متقدمة في العمر ومقبلة على مرحلة الانكماش أو الخروج من السوق. ونظرا لعدم توافر المزيد من فرص الاستثمار الجديدة للنمو المستقبلي تلجأ هذه الشركات إلى توزيع جل أرباحها نقدا على المساهمين. وعليه يوصي الباحث بإعادة النظر في سياسات استثمار المؤسسات شبه الحكومية الأردنية من حيث ضرورة التوجه نحو المزيد من الشركات الناشئة والواعدة التي تحتفظ بنسب مرتفعة من أرباحها داخليا لاقتناص فرص استثمار إضافية وتطوير أعمالها المستقبلية، مما سينعكس لاحقا على العائد المتحقق من وراء الاستثمار في هذه الشركات في المدى الطويل، وهو الأهم. إلا إذا كانت المؤسسة شبه الحكومية تعاني من عجز أي في التمويل أو تدفع منافع مالية للمستفيدين اكثر من تحصيلاتها من أقساط التقاعد. ولكن هذا الأمر غير وارد بالنسبة للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بالذات حيث ما زال يتوافر لديها في الوقت الحاضر زيادة في حصيله الاشتراكات المقبوضة عن المبالغ التقاعدية التي تدفعها، فلماذا تلجأ لمثل هذا التركيز في الاستثمار؟ ان المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي الأردني مدعوة لاعادة النظر في سياسات الاستثمار لديها من اجل التركيز على تعظيم الأداء وتوفير السيولة النقدية في الأجل الطويل وليس القصير.

الهوامش

١ - المستثمر المؤسسي هو المستثمر غير الفردي، كالشركة أو البنك أو المؤسسة الحكومية، الذي يفترض أنه لا يتخذ قراره بشكل فردي بل بشكل مؤسسي بعد إجراء الدراسات والمناقشات المناسبة للأمر موضوع القرار.

٢- على ضوء توافر البيانات المنشورة حول المستثمرين المؤسسين في دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، تعرف الملكية الكبيرة لغايات هذه الدراسة، بـ ١٠٪ أو أكثر من أسهم الشركة المدرجة في سوق عمان المالي.

٣- عام ١٩٩٥ هو آخر عام تتوافر له بيانات شبه مكتملة حين تم البدء بمشروع هذه الدراسة.

٤- أخذت هذه البيانات من التقرير السنوي للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي الأردنية لعام ١٩٩٥.

٥- أخذت هذه البيانات من التقرير السنوي للمؤسسة الأردنية للاستثمار لعام ١٩٩٥.

٦- أنظر على سبيل المثال بخصوص الاتهامات التي توجه في الولايات المتحدة إلى:

A- Arnot, Robert D., "Due Diligence: A Manager's Perspective", *Journal of Portfolio Management*, Vol: 18, Iss: 2, winter 1992, PP 101-107.

B- Pozen, Robert C., "Institutional Investors: the Reluctant Activist", *Harvard Business Review*, Vol: 72, Iss: 1, January/February 1994, PP 140-149.

٧ - لا يعني هذا ان الأداء طويل الأجل عديم الأهمية من وجهة نظر المستثمرين المؤسسين. بل على العكس من ذلك كما يتضح من خلال تفضيلهم لارتفاع مقدار ما ينفق على البحث والتطوير كنسبة من المبيعات، وانخفاض نسبة الأصول المتداولة تفضيلاً للأصول طويلة الأجل ذات المردود الأعلى، وانخفاض المديونية التي تستحق في الأجل القصير تفضيلاً للمديونية طويلة الأجل لتقليل المخاطر التي يمكن أن تدهم الشركة في المدى القصير.

٨- هناك مؤشر آخر للأداء الاستثماري يتمثل في العائد السوقي على السهم Stock Market Return يمكن دراسته للتعرف على الفرق في الأداء بين مختلف

المستثمرين المؤسسيين. يمكن أن يكون هذا المؤشر موضوعاً لدراسة أخرى مع استخدام فترة زمنية أطول من سنة، هذا مع العلم بان من مميزات استخدام مؤشرات أداء محاسبية وسوقية (أخرى غير العائد) في هذه الدراسة هو تنوع أوجه الأداء التي يمكن تقييم سياسات الاستثمار المؤسسية على ضوءها بدلا من الاكتفاء بمقياس واحد لهذا الأداء على أهميته، علما بأنه مما شجع الباحث على هذا الخيار هو وجود دراسات عديدة توصلت إلى أن هناك ارتباطا إيجابيا بين الأداء المحاسبي والعائد السوقي على اسهم الشركات المساهمة العامة (لاحظ على سبيل المثال فوزي غراييه وداود جعفر ١٩٨٨، ومنصور السعيدة ١٩٩٦ وغيرهم). أي انه إذا عرف أحد الأداءين (المحاسبي أو السوقي) أمكن التنبؤ بالآخر، مما يطمئن الى إمكانية الاعتماد على أي من الأسلوبين لوحده لتقييم الأداء أو استخدام كليهما إن تيسر ذلك.

٩- لقد وجد كذلك ان المؤسسة الأردنية للاستثمار تحرص على الاستثمار في اكبر الشركات حجما في سوق عمان المالي نسبة إلى بقية المستثمرين المؤسسيين الأردنيين، سواء قيس هذا الحجم بمتوسط حقوق المالكين أم بمجموع الأصول أم بالقيمة السوقية لاسهم الشركة، ويليهما في الترتيب من حيث متوسط حجم الشركة المستثمر بها الضمان الاجتماعي، ولكن بموجب متوسط مجموع الأصول والقيمة السوقية للشركة فقط.

١٠- هناك ٧ خلايا (أو ما نسبته ٤٢٪ من المجموع) من مربعات الاختبار يقل العدد المتوقع في كل منها عن ٥ وهذا مخالف لمتطلبات إجراء الاختبار، لذلك يقترح الاحصائيون في مثل هذه الحالات دمج بعض فئات الدراسة المتقاربة (المستثمرين المؤسسيين في هذه الدراسة) مع بعضها قبل إجراء الاختبار، أو إلغاء بعض الفئات الصغيرة وتطبيق الاختبار على بقية الفئات للتخفيف من المشكلة. لدى دمج الاستثمارات شبه الحكومية مع بعضها في فئة واحدة (استثمارات الضمان الاجتماعي والمؤسسة الأردنية للاستثمار) وإعادة الاختبار تم الحصول على نتائج مهمة بأنواع الاختبار الثلاثة، ولكن مشكلة ارتفاع نسبة الخلايا التي يقل العدد المتوقع في كل منها عن ٥ ما تزال كبيرة (٤ خلايا أو ٢٣٪ من المجموع)، ثم تمت تجربة استبعاد استثمارات الضمان الاجتماعي لصغر عددها نسبيا وتطبيق الاختبار للمرة الثالثة فجاءت النتائج مشابهة لنتائج الاختبار الأول (من حيث إن شكلين من أشكال الاختبار مهمان فقط وهما (Pearson & Likelihood)، وكانت نسبة الخلايا التي يقل العدد المتوقع فيها

عن ٥ اقل ما يمكن (٣ خلايا أو ٢٥٪) علما بان المقترح أن لا يزيد عدد الخلايا المخالفة عن ٢٠٪، مما يشجع على اعتبار نتائج هذا الاختبار مؤشراً على الأقل على عدم استقلالية قرار المستثمر المؤسسي من نوع القطاع المستثمر به، ويبرر إدخال عاملي نوع القطاع والتفاعل بين فئة المستثمر ونوع القطاع في التحليل الإحصائي، لكي لا تكون النتائج متأثرة بعوامل خارجية غير مأخوذة في الاعتبار.

١١- تم استخدام المعادلة التالية لقياس معدل دوران الأصول للبنوك:

(القروض والتسهيلات + ٥٠٪ من النقد والاستثمارات) / (مجموع الأصول) ١٠٠٪

لقد تم إدخال ٥٠٪ من النقد والاستثمارات في مقياس الإيرادات للبنوك كتقدير لقيمة الاستثمارات التي تكسب دخلا مما يعطينا تعريفا لإيرادات القطاع المالي أشبه ما يكون بتعريف الإيرادات لبقية القطاعات الاقتصادية في الدراسة، وذلك نظرا لان دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لا يفرد بيانات خاصة يمكن منها احتساب إيرادات البنوك بشكل افضل، فهو لا يعطي أية معلومات عن إيرادات الفوائد أو العمولات للبنوك، مما اضطر الباحث إلى اللجوء لهذا الأسلوب التقديري.

١٢- تم استخدام «مجموع القروض والتسهيلات» كتعريف للذمم المدينة في حالة البنوك.

١٣- تم استخدام «مجموع النقد والاستثمارات + القروض والتسهيلات» كتعريف للأصول المتداولة، والودائع كتعريف للالتزامات المتداولة في حالة البنوك.

١٤- اختصارا لحجم البحث لم يتم تزويد هذه الرسومات فيه، وهي متوافرة لدى الباحث لمن يريد الاطلاع عليها.

١٥- اختصارا لحجم البحث لم يتم تزويد متوسطات أداء القطاعات فيه، وهي متوافرة لدى الباحث لمن يريد الاطلاع عليها.

المراجع العربية:

السعيدة، منصور، "مقدرة المعلومات المحاسبية المنشورة على تفسير القيمة السوقية لاسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية"، المنارة (مجلة جامعة آل البيت - الأردن)، المجلد ١، العدد ٣، ١٩٩٦، ص ص ١٥٣-١٨٤.

غرايبة، فوزي، و داود محمد جعفر، "مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية"، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد ٤، العدد ٢، ١٩٨٨، ص ص ٢٠١ - ٢٣٣.

سوق عمان المالي، "دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لعام ١٩٩٦"
المراجع الأجنبية

- Arnot, Robert D., "Due Diligence: A Manager's Perspective", *Journal of Portfolio Management*, Vol: 18, Iss: 2, winter 1992, PP 101-107.
- Bushee, Brian J., "Institutional Investors, Long-Term Investment, and Earnings Management", Ph.D. Dissertation at the University of Michigan, 1997.
- Chan, L.K.C. and Josef Lakonishok, "The Behavior of Stock Prices around Institutional Trading", *The Journal of Finance*, Vol: L, Iss: 4, 1995, PP 1147-1174.
- Clyde, Paul S., "The Institutional Investor as an Effective Monitor of Management", Ph.D. Dissertation at the University of California - Los Angeles, 1990.
- Hessel, Christopher A., and Morton Norman, "Financial Characteristics of Neglected and Institutionally held Stocks", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol: 6, Iss: 3, Summer 1992, PP 313-334.
- Jones, Irwin E., "Can a Simplified Approach to Bond Portfolio Management Increase Return and Reduce Risk?" *Journal of Portfolio Management*, Vol: 18, Iss: 2, winter 1992, PP 70-76.
- Jones, M. and Barry Morse, "Institutional Investors: Some Reflections" *Management Accounting*, Vol: 75, Iss: 4, December 1997, PP 45-45.
- Mangel, R. and Harbir Singh, "Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations", *Accounting and Business Research*, Vol: 23, Iss: 91A, PP 339-350, 1993.
- Kochhar, Rahul and David Parthiban, "Institutional Investors and Firm Innovations: A Test of Competing Hypotheses", *Strategic Management Journal*, Vol: 17, Iss: 1, January 1996, PP 73-84.
- Parthiban, David and Rahul Kochhar, "Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implication for Theory and Practice", *European Management Journal*, Vol: 14, Iss: 5, October 1996, PP 457-466.
- Sias, R.W. and Laura T. Staks, "Return Autocorrelations and Institutional Investors", *Journal of Financial Economics*, Vol: 46, PP 103-131, 1997.
- Szewczyk, Samuel H., George P. Tsetsekos and Raj Varma, "Institutional Ownership and the Liquidity of Common Stock Offerings", *Financial Review*, Vol: 27, Iss: 2, May 1992, PP 211-225.
- Useem, Michael and Gager Constance, "Employee Shareholders and Institutional Investors? When the Corporate Managers Replace their Stockholders", *Journal of Management Studies*, Vol: 33, Iss: 5, September 1996, PP 613-631.