



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

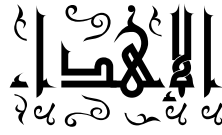
دراسة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

إعداد

مجد سامي الحجله

إشراف الدكتور

محمد سامر القصار



إلى والدي الذي زرع في نفسي قوة الإرادة

إلى والدي التي أعطت دون مقابل

"أطال الله في عمرهما وأحسن عملهما"

إلى أصدقائي وشقيقتي من قاسموني الحياة بطلوها وعمرها

إلى أصدقائي وصديقتي

إلى بلدي الحبيب سورية

الشكر والنقابة

الحمد لله والشكر لله سبحانه وتعالى الذي أعانني علي إتمام دراستي هذه ، ولولا توفيقه عز وجل لما تحقق من ذلك شيء وبعد .

يسعدني أن أتقدم بخالص الشكر والعرفان إلى من تقصر كل كلمات الشكر وعبارات الثناء عن الوفاء بحقه، إلي أستاذي الفاضل الدكتور محمد سامر القصار المشرف علي هذه الرسالة، هذا الرجل المعطاء الذي تتجسد في عطائه كل معاني الكرم والمروءة له الشكر على ما منحني إياه من الوقت والجهد والاهتمام فكان نعم المشرف ونعم المعلم، كما أتوجه بالشكر والتقدير إلى كل من تفضل في قبول مناقشة هذا البحث أعضاء لجنة الحكم: الأستاذ الدكتور أكرم الحوراني و الدكتور رغيد قصوعة حيث كان لملاحظاتهم الاثر الكبير في إخراج هذا العمل بأفضل صورة ممكنة ، فجزاهم الله عنا خير الجزاء .

كما لا يفوتني أن اتقدم بالشكر والعرفان إلى جميع أعضاء الهيئة التدريسية بكلية الاقتصاد، الذين مدوا لي يد العون، والشكر موصول لجامعة دمشق هذه الجامعة التي احتضنتني طالباً بالبكالوريوس، وباحثاً بالماجستير.

كما أتقدم بخالص شكري وتقديري لوالدي العزيزين اللذين كانا رمزاً للعطاء اللامحدود ليس فقط خلال هذا العمل بل وطيلة حياتي أمد الله في عمريهما ومتعهما بالصحة والعافية ولا يفوتني شكر أخوتي وأخواتي .

كما اتقدم بالشكر والعرفان لأسرتي الثانية بنك سورية الدولي الإسلامي مدراء وموظفين على كل الخبرة والمعلومات التي اكتسبتها خلال سنوات عملي معهم.

أرجو من الله أن يوفقهم جميعاً لما يحبه ويرضاه وأن ييسر لهم سبل الخير والفلاح في الدنيا والآخرة،
وأن يجزيهم عني خير الجزاء .

ملخص الدراسة

تعتبر دراسة حركة أسعار الأسهم أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين ومنذ القرن الماضي وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأسهم ومحاولة دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه الأسعار . ويهدف هذا البحث إلى معرفة أثر كل العائد على السهم، والعائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم ، وحجم موجودات البنك، ومكرر بحية السهم، ومخاطر السيولة، ومخاطر الائتمان، ومخاطر رأس المال على القيمة السوقية للسهم وذلك للمصارف المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من انطلاقة سوق دمشق للأوراق المالية عام 2009 لغاية عام 2011 .

ولتحقيق هذه الأهداف قام الباحث بإجراء دراسة على سوق دمشق للأوراق المالية ويتكون البحث من ثلاثة فصول: حيث تناول الفصل الأول الإطار المفاهيمي لأسواق رأس المال وأدواتها من خلال الحديث عن (ماهية أسواق الأوراق المالية –أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم).

وتتناول الفصل الثاني التحليل المالي ومؤشرات الأداء المالي من خلال التطرق ل (التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية- العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية).

أما الفصل الثالث فقد تناول سوق دمشق للأوراق المالية والدراسة العملية واختبار الفرضيات ومن ثم أهم النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة.

حيث خلص البحث إلى عدة نتائج كان أهمها: وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين حجم موجودات البنك والقيمة السوقية للسهم.

في حين ان كل من العائد على السهم و مخاطر السيولة لا ترتبط بعلاقة ذات دلالة احصائية مع القيمة السوقية لاسهم المصارف الدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية.

كما تم التوصل لنموذج للتنبؤ بأسعار أسهم المصارف وذلك باستخدام تحليل الانحدار المتعدد علماً بأن هذا النموذج يعتبر جيد وقادر على تفسير 42.6% من التغيرات في أسعار الأسهم.

مخطط البحث

i..... الإطار العام للدراسة

الفصل الأول - الإطار المفاهيمي لأسواق رأس المال وأدواتها

2..... المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

3..... أولاً: مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية

5..... ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية

8..... ثالثاً: أنواع أسواق رأس المال

15..... المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

16..... أولاً: أدوات أسواق رأس المال

19..... ثانياً: نماذج تقييم الأسهم

الفصل الثاني - التحليل المالي ومؤشرات الأداء المالي

32..... المبحث الأول: التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

33..... أولاً: الإفصاح المحاسبي والقوائم المالية

43..... ثانياً: مفهوم التحليل المالي والغاية منه

46..... ثالثاً: التحليل باستخدام مؤشرات الأداء المالي

58..... المبحث الثاني: العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية

59..... أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

63..... ثانياً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية

66.....ثالثاً العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية

الفصل الثالث – الدراسة العملية واختبار الفرضيات

75.....المبحث الأول: تحليل أداء سوق دمشق للأوراق المالية

84.....المبحث الثاني: اختبار الفرضيات

96.....النتائج

98.....التوصيات

100.....المراجع

الإطار العام للدراسة

المقدمة

تعتبر دراسة حركة أسعار الأوراق المالية أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين ومنذ القرن الماضي وصف العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار الأوراق المالية ومحاولة دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه الأسعار، وإن المعلومات المحاسبية الملائمة تعتبر المصدر الأساسي في وضع وتركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، وتعتبر هي العنصر الأساس والذي يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ولكي تستطيع الأسواق المالية القيام بدورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، وواحدة من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة السوق المالي وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق هذه المعلومات في كل الأوقات وبأقل تكلفة ممكنة¹، حيث إن الأسواق المالية تحتاج إلى توافر نظام معلومات جيد يمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة وبالسعر المناسب.

كما تعتبر المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها بورصة الأوراق المالية، حيث أن الأسواق المالية العالمية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، حتى أنها اصدرت قوانين تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة (قوائم مالية ربع سنوية)، وهذا هو حال سوق دمشق للأوراق المالية حيث ألزمت الشركات المدرجة فيه منذ نشأته بإصدار قوائم مرحلية ربع سنوية وذلك التزاماً بمبادئ الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية.

إلا أن الحديث عن أهمية النتائج المحاسبية ومؤشرات أداء الشركات في التأثير على أسعار الأسهم لا يعني أنها هي الوحيدة المؤثرة على تلك الأسعار، وهنا يجدر بنا الإشارة إلى أن أسعار الأسهم بشكل عام تؤثر فيها وتحددها العديد من العوامل والمؤثرات بالإضافة للنتائج المحاسبية، منها المتغيرات الاقتصادية والعوامل السياسية²، والتي اختلفت النظريات الاقتصادية في تفسير آليات تأثيرها على أسعار الأسهم. كما أنه لا يمكننا أن نغفل الدور الذي تلعبه المضاربات التي تحصل بأي سوق مالي والتي تنعكس آثارها على أسعار الأسهم فيه، والإشاعات والمعلومات المسربة الصحيحة وغير الصحيحة وما لها من انعكاسات نفسية على سلوك المستثمرين. وكلاً من

¹ د. عراقي، العراقي، "تطوير التقارير المحاسبية المنشورة لتنشيط السوق الأولية للأوراق"، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي، البنك الأهلي المصري واتحاد المصارف العربية، القاهرة، 1992.

² د. فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الاسهم، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية. الرياض، 2002م، ص16.

الأزمات السياسية أو المالية التي تمر بها اقتصاديات الدول وما تسببه من تأثيرات لا يمكن إغفالها على أسعار الأسهم ونشاط الاسواق المالية بشكل عام. و بالتالي فإن صعوبة دراسة أثر جميع هذه العوامل مجتمعة على أسعار الأسهم سيشكل محدد من محددات هذه الدراسة.

لذا يحاول الباحث في هذه الدراسة إلقاء الضوء على العلاقة بين أهم المؤشرات المالية المستخرجة من القوائم المالية للبنوك المدرجة في سوق دمشق المالي، وأسعار أسهم هذه البنوك إن وجدت . وبيان أهمية كل متغير من متغيرات الدراسة في تحديد نسبة تأثيره على أسعار الأسهم. كما تم الوقوف على سرعة استجابة أسعار الأسهم للمؤشرات المالية وبالتالي الحديث عن درجة الكفاءة المتوفرة في سوق دمشق للأوراق المالية.

مشكلة الدراسة

منذ دراسة Ball and Brown 1968 حول علاقة أرباح الشركة بعوائد الأسهم، أصبح من الجوانب الملحوظة في الأدب المحاسبي دراسة وتحليل العلاقة بين البيانات المحاسبية وما يشق عنهما من نسب ومعدلات ومؤشرات وبين أسعار وعوائد الأسهم في أسواق الأوراق المالية. ومنذ ذلك الوقت ظهرت العديد من الدراسات التي تتناول بالتحليل الجوانب والزوايا المختلفة للعلاقة بين البيانات والمؤشرات والمتغيرات المحاسبية للشركات المساهمة المسجلة بأسواق الأوراق المالية وبين أسعار وعوائد أسهم تلك الشركات.

وعلى الرغم من أن القوائم المالية المنشورة تعتبر المصدر الرسمي الوحيد الصادر عن الشركة، إلا أن الدراسات والأبحاث التطبيقية في هذا المجال أشارت إلى عدم وجود اتجاه محدد أو نتائج متشابهة فيما يختص بالعلاقة بين البيانات المحاسبية التي تتضمنها تلك القوائم من جهة والأسعار والعوائد السوقية للأسهم من جهة أخرى.

والجدير بالإشارة أن الدراسات المحاسبية حتى منتصف الستينيات تركزت حول مدى وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية للمنشأة وأسعار أسهمها، بافتراض أن سعر السهم يتحدد بناء على الأرباح المعلنة بالقوائم المالية المنشورة للشركة. ولكن تشير نتائج عديد من الدراسات التي تمت حول هذا الأمر إلى أنه لم تتأكد صحة اعتماد سعر السهم على الأرباح المعلنة، وأن من المحتمل وجود مصادر أخرى للمعلومات من داخل وخارج المنشأة تؤثر على عملية تحديد سعر السهم. لذلك اهتم الكثير من الباحثين سواء في الدول المتقدمة أو النامية بهذا الموضوع وتناولوه بالدراسة والتحليل.

وعلى هذا الأساس ظهرت أهمية إجراء دراسة لمدى تأثير أسعار أسهم البنوك المدرجة بسوق دمشق المالي، بالبيانات والمؤشرات المحاسبية الخاصة بتلك البنوك. لما لهذه البنوك من أهمية على مستوى الاقتصاد السوري ككل وعلى مستوى السوق المالي خصوصاً، و كون سوق دمشق المالي يعد سوق ناشئ، فأصبح من الضرورة بمكان تناوله بالدراسة والتحليل خاصة فيما يتعلق بما يؤثر على أسعار الأسهم المدرجة فيه. وقد أكد Schadewitz, 2002 et al, على أن هناك حاجة إلى بحوث ودراسات في هذا المجال في الأسواق المالية الناشئة، كما أشار Lee 1987 إلى أن تطوير بنية تحتية محاسبية فعالة يعد أمراً ضرورياً حتى تصبح أسواق رأس المال الناشئة ذات كفاءة في عملياتها.

أهمية الدراسة

تمثل أسواق الأوراق المالية في أي دولة فرصة استثمارية وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وقد شهدت الأعوام الأخيرة جهوداً حثيثة في معظم الدول النامية لتحسين المناخ الاستثماري فيها من خلال تهيئة الأوضاع والظروف الملائمة لجذب الاستثمارات، وبدون تلك الأسواق لا تستطيع الدولة الحصول على الموارد المالية والمهارات التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية.

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من محاولة فهم واستكشاف العوامل التي تؤثر في أسعار أسهم القطاع المصرفي الخاص في سوق دمشق المالي، وذلك لأهمية ذلك إلى الأطراف المعنية بسوق المال، وإدارات الشركات المساهمة، والباحثين، و المحللين الماليين في المجال نفسه. فسعر السهم بالنسبة لإدارة الشركة يمكن اعتباره معيار نجاح أو فشل لها وذلك بسبب كونه يعكس الأداء العام أو الكلي للشركة، كما أن تحديد العوامل التي تحدد سعر السهم تزيد من اهتمام الشركة بتلك العوامل والعمل على تحسين الأداء فيها. وفي ذلك أيضاً أهمية معلوماتية للمستثمرين بهدف اتخاذ القرارات السليمة.

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين أسعار أسهم البنوك المدرجة في سوق دمشق المالي وبين المؤشرات المالية المستخرجة من القوائم المالية الربعية وذلك للفترة الممتدة من عام 2009 ولغاية عام 2011، مع إجراء دراسة تحليلية لهذه الدراسة، ولتحقيق هذا الهدف يتعين تحقيق الأهداف التالية:

• تحديد أي المؤشرات المالية التي تؤثر على تغيرات أسعار أسهم البنوك .

• قياس مدى مساهمة تلك المؤشرات في تفسير تغيرات أسعار أسهم البنوك.

كما يمكن لهذه الدراسة من خلال ما تتوصل اليه من نتائج التطرق إلى مدى كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية, حيث إن استجابة أسعار الأسهم المباشرة للمعلومات المالية المنشورة عادة ما تدعم فرضية الكفاءة المتوسطة للسوق , والعكس بالعكس.

متغيرات الدراسة

تتقسم متغيرات الدراسة الى نوعين

أولاً: **المتغير التابع** (Dependent Variable) وهو سعر سهم البنك (القيمة السوقية للسهم) (MPPS) وسيتم دراسة سلوكه حسب وسطي أسعار الإغلاق المنشورة في بورصة دمشق وذلك لفترة تمتد إلى شهر بعد تاريخ حدوث النشر الربعي للقوائم المالية للبنوك.

ثانياً: **المتغيرات المستقلة** (Independent Variables) وهي

$$1- \text{العائد على السهم (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح (Net Income)}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$2- \text{العائد على حقوق الملكية (ROE)} = \frac{\text{صافي الربح (Net income)}}{\text{حقوق الملكية (equity)}}$$

$$3- \text{القيمة الدفترية للسهم (BVPS)} = \frac{\text{حقوق الملكية (equity)}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$4- \text{موجودات البنك (إجمالي الأصول) (TA)} .$$

5- مكرر ربحية السهم (P/E) = $\frac{\text{سعر السوق للسهم الواحد (MPPS)}}{\text{الربح الصافي للسهم الواحد (EPS)}}$

6- مخاطر السيولة (LR) سيتم قياسها كما يلي

مخاطر السيولة (liquidity risk) = $\frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{إجمالي المطلوبات}}$

7- مخاطر الائتمان (CR) وسيتم قياسها كما يلي:

مخاطر الائتمان (credit risk) = $\frac{\text{التسهيلات الائتمانية غير المنتجة}}{\text{إجمالي التسهيلات الائتمانية}}$

8- مخاطر رأس المال (CP): وسيعبر عنها

بنسبة كفاية رأس المال = $\frac{\text{رأس المال}}{\text{الأصول المرجحة بالمخاطر}}$

نموذج الدراسة



يمكن تحديد الأهمية النسبية لكل من متغيرات الدراسة في التأثير على تغيرات أسعار الأسهم وفقاً للنموذج التالي:

$$\Delta MPPS = b_0 + b_1 EPS + b_2 ROE + b_3 BVPS + b_4 TA + b_5 P/E + b_6 LR + b_7 CR + b_8 CP+E$$

حيث E تمثل معامل الخطأ.

فرضيات الدراسة

تهدف الدراسة إلى اختبار الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على السهم والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الموجودات لبنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية الخامسة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مكرر ربحية السهم والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية السادسة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة سيولة البنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية السابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المخاطر الائتمانية للبنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

الفرضية الثامنة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة كفاية رأس المال للبنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

والجدير بالذكر أنه تم اختبار الفرضيات سابقة الذكر من حيث وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع وذلك خلال فترة شهر من تاريخ نشر البيانات المالية .

محددات الدراسة

1- تقتصر الدراسة الحالية على التحقق من أثر ثمانية مؤشرات مالية على أسعار أسهم البنوك في سوق دمشق المالي ، إلا أنه يوجد هناك بعض العوامل الأخرى المهمة أيضا والتي ينبغي أن تؤثر على أسعار الأسهم مثل الإصدارات الأولية ونسبة توزيع الأرباح حيث ان قلة عدد هذه التوزيعات خلال فترة الدراسة أدت إلى صعوبة دراسة اثرها على اسعار الأسهم .

2- تقتصر الدراسة على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لأن بعض المتغيرات المستقلة لا يمكن استخراجها إلا من القوائم المالية للبنوك دون غيرها من الشركات المدرجة مثل نسبة مخاطر الائتمان ونسبة كفاية رأس المال.

3- سيتم استبعاد عامل مهم وهو المعلومات الداخلية والشائعات لعدم إمكانية قياسها , كما سيتم الدراسة بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية والتأثيرات السياسية.

4- تقتصر الدراسة على الفترة الممتدة منذ انطلاقة سوق دمشق للأوراق المالية عام 2009 ولغاية الربع الثالث من عام 2011 , حيث شهدت أسعار الأسهم في سوق دمشق المالي في نهاية عام 2011 اضطرابات سعرية حادة تعود في معظمها إلى عوامل سياسية وأمنية نتيجة الاحداث التي تشهدها بلدنا الحبيب سورية.

مجتمع الدراسة ومنهجيتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع البنوك السورية الخاصة المدرجة في سوق دمشق المالي، وتتناول الدراسة عينة تضم البنوك المدرجة في سوق دمشق المالي في العام الأول لانطلاقته (2009).

الجدول رقم (1)

وفيما يلي جدول بالبنوك عينة الدراسة 1:

البنك	رمزه	تاريخ المباشر بالاستثمار	تاريخ الإدراج في السوق	رأس المال الحالي
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	06/06/2004	31/03/2009	5,250,000,000
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	04/01/2004	02/02/2009	5,000,000,000
بنك سوريا والمهجر	BSO	06/01/2004	05/03/2009	4,000,000,000
بنك عودة	BASY	28/09/2005	07/02/2009	5,724,500,000
بنك بيلوس	BBS	05/12/2005	21/05/2009	6,120,000,000
البنك العربي	ARBS	02/01/2006	03/02/2009	5,050,000,000
بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	15/09/2007	07/05/2009	8,499,405,700

أما منهجية الدراسة فتتكون من:

- طريقة جمع البيانات:

تم جمع البيانات من خلال المصادر التالية:

- 1- التقارير المالية المعدة بواسطة المصارف المدرجة في السوق المالي والمنشورة في موقع هيئة الأوراق المالية السوري (www.scfms.sy).
- 2- أسعار الاسهم من موقع سوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy).

¹ المصدر سوق دمشق للأوراق المالية WWW.DSE.SY

• منهجية تحليل البيانات:

اعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي لأنه يناسب الظاهرة موضوع الدراسة حيث قام الباحث في هذه الدراسة باستخدام أسلوب التحليل للقوائم المالية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تم الإفصاح عنها في هذه القوائم المالية, كما اعتمد في تحليل واختبار الفرضيات على بعض الاختبارات الإحصائية المتوفرة في البرنامج الإحصائي spss مثل استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وذلك لتحديد أهم العوامل المؤثرة على السعر السوقي للسهم والتي تتضمن العائد على السهم (X_1) والعائد على حقوق الملكية (X_2) والقيمة الدفترية للسهم (X_3) وحجم موجودات البنك (X_4) ومكرر ربحية السهم (X_5) ونسبة السيولة (X_6) ونسبة المخاطر الائتمانية (X_7) ونسبة كفاية رأس المال (X_8), والتي يمكن صياغتها في النموذج الرياضي التالي:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + E$$

حيث أن (Y) تمثل القيمة السوقية للسهم المراد التنبؤ بها.

(β_0) الثابت

(β_1) معامل العائد على السهم

(β_2) معامل العائد على حقوق الملكية

(β_3) معامل القيمة الدفترية للسهم

(β_4) معامل حجم موجودات البنك

(β_5) معامل مكرر ربحية السهم

(β_6) معامل نسبة سيولة البنك

(B7) معامل نسبة المخاطر الائتمانية

(B8) معامل نسبة كفاية رأس المال

الدراسات السابقة

1- دراسة (عبد الله 1995) " العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية ".

إن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي في كل من القطاع الصناعي، قطاع الاسمنت وقطاع الخدمات، لقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد من اجل تحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، شمل النموذج عددا من المتغيرات المستقلة هي دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد علي حق الملكية، العائد علي إجمالي الموجودات، رافعة التمويل، رافعة التشغيل، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن دخل السهم والعائد علي حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع، إضافة لذلك وفي حالة قطاعي الصناعة والخدمات فان المشاركة الحكومية علاقة إيجابية مع سعر السهم.

2- دراسة (حداد، فايز، حداد، سامر 2002) " العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح المحاسبية المستقبلية دراسة تطبيقية علي الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية ".

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية الحالية، وعوائد الأسهم بوجود الأرباح المحاسبية الحالية وبين الأرباح المحاسبية المستقبلية للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، وقد تم فحص هذه العلاقة باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد. تكونت عينة الدراسة من 25 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1985-1999). توصلت الدراسة إلي وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية الحالية

وبين الأرباح المحاسبية المستقبلية، وبالتالي وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية، كذلك أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم بوجود الأرباح المحاسبية الحالية وبين الأرباح المستقبلية.

3- دراسة (الظاهر 2003) " سياسة توزيع الأرباح أثرها على سعر السهم السوقي دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي".

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة أثر سياسة التوزيع على سعر السهم السوقي في البنوك التجارية الأردنية في محاولة لتوجيه الاستفادة من بعض السياسات التي يمكن أن يتبعها البنك في توزيع الأرباح، استخدم الباحث تحليل البيانات المنشورة، واستخدم ثلاث متغيرات وهي معدل الربح النقدي الموزع والأرباح المحتجزة وهي متغيرات مستقلة وسعر السهم السوقي وهو متغير تابع وتم استخدام ثلاث فرضيات، ولاختبارها تم استخدام اختبار (t) والارتباطات والنتيجة تشير إلى اختلاف سياسة التوزيع المستخدمة من قبل البنوك الأردنية فضلا عن ذلك لا يوجد معيار لسياسة التوزيع المستخدمة من قبل أي بنك وفي نفس الوقت وجد الباحث العديد من الاختلافات بين سعر السهم السوقي وسياسة التوزيع بين البنوك ونتيجة أخرى للدراسة أن معدل الربح الموزع يتأثر بسعر السهم ونسبة الأرباح المحتجزة.

4- دراسة (صيام والחדاش) "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"

هدفت هذه الدراسة الى تحديد أهمية قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضع المالي للشركة وانجازاتها المالية , اضافة الى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية للسهم , أو بمعنى آخر بلورة تأثير سلوك التدفقات النقدية على سلوك القيمة السوقية للسهم , وتحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والأكثر تأثيرا على سعر السهم السوقي للشركات الصناعية المساهمة العامة الاردنية.

ولفحص العلاقة المفترضة غطت الدراسة ثلاث وعشرين شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2002 والتي سبق تأسيسها عام 1998 وتم التداول في أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام 1998 حتى عام 2001.

وتم بناء نموذج موحد لاختبار جميع الشركات ,وبتحليل نتائج هذا النموذج إحصائيا باستخدام الانحدار البسيط والمتعدد توصل الباحثان إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين صافي

التدفقات النقدية، صافي التدفقات النقدية منسوبة إلى الالتزامات طويلة الأجل، الالتزامات قصيرة الأجل، حقوق الملكية وصافي المبيعات من جهة أخرى.

5- دراسة (Stephen Bryan, 1997)

"Incremental information Content of required disclosures Contained in management discussion and analysis"

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح المحاسبي طبقاً لمتطلبات هيئة سوق المال الأمريكية على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقرارات الاستثمار في أسواق المال الأمريكية ، حيث تحلل هذه الدراسة المتغيرات المحاسبية الإلزامية الواجب الإفصاح عنها (مثل الأسعار والإيرادات والتكاليف والسيولة المستقبلية والإنفاق الرأسمالي والعمليات المستقبلية)، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 250 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية عام 1990 ، وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن العمليات المستقبلية قد تساعد في تقييم مؤشرات نجاح الوحدات الاقتصادية في المستقبل قصير الأجل.

6- - دراسة (Kwaku, K) 1995 (1

تبحث هذه الدراسة في فيما إذا كانت التقارير المالية المرحلية (Interim Financial Report) المتاحة للمستثمرين تحتوي على معلومات تؤثر على أسعار الأسهم، فالدراسة تفترض أن الهدف الرئيسي للتقارير المالية مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة من الشركات الصناعية والتجارية المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية وقد استخدمت الدراسة نموذج السوق في السنوات من 1983 إلى 1987 . وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن نموذج السوق التقارير المالية المرحلية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر على أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقارير ، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

¹ K, Kwaku Opong, “ The Information Content of interim financial reports: UK evidence”, Journal of Business Finance & Accounting, (March 1995)

7- دراسة (Al-Rai , 2000)

"The Impact of the Accounting Rates of Return on Equity and Market Valuation of Common Stocks" Empirical Investigation"

يحقق هذا البحث ويقيم العلاقة بين سعر سهم الشركة السوقي وعائدها المحاسبي على حقوق المساهمين كأحدى أدوات التحليل المالي الأساسي . لقد تم فحص هذه العلاقة لعينة من الشركات-الأردنية المساهمة العامة المسجلة في سوق عمان المالية خلال الفترة 1990 1994-. بناء على إطارين لتقييم الأسهم ينبعان من المدخل الايجابي لإدارة محافظ الاستثمار . يعتمد الإطار الأول على العلاقة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمؤشر يساعد على اتخاذ قرار الاستثمار والعائد المحاسبي على حقوق المساهمين . أما الإطار الثاني فيعتمد على العلاقة بين القيمة السوقية والعائد المحاسبي على حقوق المساهمين . لقد تم استخدام أسلوب خط الانحدار الخطي في فحص هذه العلاقة، تظهر النتائج عدم وجود علاقة مهمة إحصائياً بين العوائد المحاسبية على حقوق المساهمين ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق المساهمين أو بين هذه العوائد والقيم السوقية لعينة الشركات المختارة، ويدل ذلك على أن المستثمرين في سوق الأسهم الأردني لا يأخذون بعين الاعتبار العوائد المحاسبية على حقوق المساهمين كأحدى أدوات التحليل المالي الأساسي في قراراتهم الاستثمارية، وتؤدي هذه النتيجة إلى التوصيات التالية : أولاً :محاسبية ملزمة للشركات في التقرير المالي الخارجي وملائمة لبيئة الاقتصاد الأردني .ثانياً :تطوير الوعي لدى المستثمرين بأهمية المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية في مرحلة اتخاذ قرارات الاستثمار.

8- دراسة (Taffler , Frederick , 1995)¹

تهدف هذه الدراسة إلى ايضاح الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح المحاسبي على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الوحدة الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، حيث تسعى هذه الدراسة إلى اختبار قدرة (التقارير السنوية، وتقارير التوزيعات المقترحة للأرباح، وتقارير الجمعية العمومية السنوية، والتقارير المؤقتة) في نقل أسعار الأوراق المالية للمستثمرين، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات

¹ A. Rippington Frederick and J. Richard Taffler, " The information content of firm financial disclosures", Journal of Business Finance & A ccounting, (April 1995)

الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) وطبقت الدراسة على عينة مكونة من 337 شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات 1979 إلى 1981 ، وخلصت نتيجة الدراسة إلى أن التقارير المالية المنشورة يمكن الاعتماد عليها كأحد مصادر المعلومات مما يساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية .

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لأسواق رأس المال وأدواتها

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

الفصل الأول

المبحث الأول

ماهية أسواق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية.....

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية.....

ثالثاً: أنواع أسواق رأس المال.....

أولاً: مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام ، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان، حيث لم يعد الاطار المكاني شرطاً ضرورياً لوجود السوق ، نتيجة للتطور الهائل لطرق الاتصال ، فصار يكفي في صناعة السوق تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري.

ويقصد بالأسواق المالية الاطار العام المؤسسي أو مجموعة المؤسسات المالية التي يلتقي من خلالها طالبو الاموال وعارضوها ، لهذا فهي "تتكون من جميع المؤسسات والانشطة التي تتكفل بالاضطلاع بدور الوساطة المالية بين جانبي الطلب على الاموال وعرضها " ويوجد عادة في كل اقتصاد قومي سوق للمال يتألف من طائفة متنوعة من البنوك التجارية والمتخصصة وشركات التأمين وشركات المخاطر وصناديق التمويل والادخار ، وكافة المؤسسات الاخرى الشبيهة التي لها علاقة بعمليات الاقتراض أو الاقتراض أو المدخرات.

وإذا كان التحليل المتقدم يمثل الاطار العام الذي يتم في رحابه تحديد مفهوم "سوق المال" إلا أنه من الملاحظ عدم وجود اتفاق في الرأي بين الكتاب حول النطاق الذي تمتد إليه المعاملات المالية التي تدور رعاها في الاسواق المالية وفي هذا الخصوص فإنه يجب التفرقة بين المعنى الواسع والمعنى الضيق لمفهوم سوق المال ، وينصرف المعنى الواسع على انه ذلك السوق يتألف من سوق النقد وسوق رأس المال .

اما المفهوم الثاني وهو الاطار الضيق لمفهوم سوق المال فيميل إلى التركيز على سوق راس المال باعتبار هو المعنى المقصود بسوق المال ، ويبرز هذا على وجه الخصوص في الدراسات المتعلقة بتحليل السوق المالي .

ويختص سوق النقد الدولي بحركات رؤوس الاموال قصيرة الاجل وانتقالاتها بين دول العالم المختلفة وهي رؤوس الاموال التي لا يتجاوز استحقاقها مدة العام¹ ، في حين يتعلق سوق راس المال الدولي بحركات

¹ Financial and Banking Studies , Adnan Taieh Al-nami, دار المستقبل, عمان, عام2003, peg246.

رؤوس الاموال متوسطة وطويلة الاجل بين دول العالم مختلفة , وهي رؤوس الاموال التي استحقاقها اكثر من سنة.

تعريف سوق الأوراق المالية

من الملاحظ أن مفهوم أسواق المال يتسع ليشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات وأفراد المجتمع , وربما هذا الامر جاء مفسراً لتعدد مفاهيم وتعريفات وتقسيمات أسواق المال مع ملاحظة أن معظم تعريفات ومفاهيم الأسواق المالية إنما تصب في خانة واحدة وتتشترك في معظم العناصر المؤلفة لها, منها ما جاء مبسطاً وسهلاً, ومنها ما جاء واسعاً وجامعاً.

فقد عرفها البعض بأنها:

"المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها من أصحاب الخبرة و المهارة من المنتجين أو أصحاب المبادرات الصناعية , ويتم ذلك من خلال الوسطاء"¹.

ويرى آخرون منطلقين بتعريفهم من أساس العدالة والمنافسة, مشيرين بباطنية التعريف إلى المضاربة بأن

الأسواق المالية هي:²

" أسواق نموذجية تسودها المنافسة الحرة على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية ويمكن من خلالها تجميع

المدخرات الوطنية وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية الهامة في الاقتصاد الوطني".

¹ د. حسين بني هاني, الاسواق المالية , طبيعتها, تنظيمها, ادواتها المشتقة, عام 2002 م, ص30.
² د. علي كنعان, سمات وخصائص الأسواق المالية, سورية , دمشق , عام 2009, ص 3.

وعرفها الدكتور نيل نصيف بأنها : "الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلاله مدخراتهم - إما مباشرة أو من خلال وسيط - على مؤسسات الأعمال ، وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون الى اقتراض هذه الأموال"¹.

وبالتالي يمكن تعريف السوق المالي اقتصاديا بأنه : "ذلك المكان الذي يشكل حلقة اتصال بين قطاعات مختلفة من المجتمعات من خلال اتصال الأسواق المالية وانفتاحها على الاسواق العالمية، فيؤدي هذا السوق بأخذ الفائض من المدخرات سواء كانت نقدا أو سلعا ، وتشغيلها وبيعها في القطاعات المنتجة والمستهلكة"².

ثانياً: أهمية الأسواق المالية ووظائفها

إن التطور العلمي والتكنولوجي تقدم بشكل كبير في ميادين الاتصالات والمواصلات والمعلوماتية، وكانت العولمة هي حصاد هذا التطور المذهل والذي شكل تواصل دائم بين الاسواق المالية وعلاقات وثيقة ادت إلى عالمية الاسواق المالية، وكانت الحركة الدولية لرؤوس الاموال وتخفيف القيود المفروضة على الصرف الاجنبي واستحداث قنوات جديدة مثل المقايضة النقدية والخيارات في سوق الاوراق المالية وأسواق المستقبل وتصكيك الالتزامات المالية وبروز المصارف متعددة الوظائف، كلها عوامل ساهمت في تطور الاسواق وتواصلها بالإضافة إلى الثورة العلمية التكنولوجية ، وتظهر اهمية السوق المالي من خلال المهام التي يقوم فيها والآثار الناتجة عن هذه المهام والوظائف وهي كالآتي :

- 1- تمويل خطة التنمية الاقتصادية ، ولأن الدولة تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لعمليات التنمية ، فبدلاً من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي ومساوئه الجلية في تراكم المديونية وتزايدها ، بالأخص بالنسبة للدول

¹ د. نبيل نصيف، الأسواق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي ، بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الاسلامي ، العدد 6 ، ص 11448.
² زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والشرعية ، جامعة النجاح الوطنية ، رسالة ماجستير، عام 2006م، ص 4.

النامية التي تقوم بطرح مشاريعها التنموية المالية المنظمة .فتشارك الدولة القطاع الخاص في تمويل القطاع العام من خلال طرح أسهم هذه المشاريع في الاسواق المالية للاكتتاب العام .

2- تساعد السوق المالية على منح القروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك , أو القروض الخارجية, فالبنوك التجارية لا تستطيع القيام بأعمال التمويل متوسطة الأجل لأسباب منها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة , خاصة ان هذه البنوك ملزمة بقوانين وانظمة البنك المركزي والتي منها تحديد سعر الفائدة.

3- تسمح الاسواق المالية وتتيح الفرصة بتحريك الاموال من مالكيها الذين ليس لديهم فرصة استثمارية . ويشكل منهم الكثير من صغار المستثمرين, والتي تكون صغيرة بمفردها ولكن كبيرة بمجموعتها , الى زيادة الانتاج والكفاءة الاقتصادية وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع¹.

4- تعمل على زيادة إيرادات الحكومة من إيرادات تكلفة الصفقات التجارية سواء من قبل المؤسسات أو الاشخاص .

5- تحقق سوق الأوراق المالية التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد ويكون ذلك بالتوفيق بين الوحدات التي تحقق فائض (Surplus Units) والوحدات التي تعاني من العجز (Deficient Units)² , فيتحقق التوازن بين الطلب والعرض المالي من خلال هذا السوق ويحقق كفاءة في ادارة الأموال, والجدير بالذكر أن السوق المالي يمتلك وحدات خاصة للفائض وأخرى للعجز وهذه الوحدات تعد مسؤولة عن استقرار النظام المالي برمته .

6- لا يقتصر دور الأسواق المالية على حماية المستثمرين والمتعاملين فيها , وانما لها دور اكبر في ضمان وحماية الاقتصاد الوطني والنظام المالي السائد , ويتباين ذلك الدور بمدى قدرة وكفاءة إدارة السوق المالي

¹ عبد النافع عبد الله الزرري, الأسواق المالية , دار وائل للنشر , عام 2001, ص22.

² Financial Market and Institution , Frederic S. Mishkin, World Student Service, 2003, peg16.

ونظامه , وتوفر البيئة المناسبة من خلال وجود سياسة اقتصادية رشيدة واستقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية والضريبية , كذلك وفرة المدخرات والثروات مع وجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية وتوفر الكوادر الفنية المتخصصة بعملها .

7- تحقق الأسواق المالية والبورصات عدالة للأسعار من خلال التقاء وتجميع الطلب والعرض في مكان واحد وتحقيق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة فيها (المسجلة) - طبقاً للوائح بعض الأسواق - بإعطائها معلومات كافية وحقيقية عن وضعها المالي وبالتالي هي نقل من تدهور الأسعار بامتصاص هذا الفائض من العرض وشراؤه والعكس كذلك عند الارتفاع المفاجئ للأسعار .

8- إن تأسيس الأسواق المالية وتكاملها وارتباطها بالأسواق العالمية يؤدي إلى تزايد تدفق الأموال في الدول الصناعية إلى الدول في طور النمو¹.

ولكن يجب الإشارة إلى ان جذب التدفقات النقدية في هذه الدول سواء كان باستثمارات او مشروعات لشركات متعددة الجنسية أو قروض أو إعانات من خلال عقود الترخيص والتسويق والتصنيع واتفاقيات الوكالات وغيرها , يجب أن يكون ضمن محاذير وقيود , بحيث أن لا يكون جلب النقود ورؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول العربية هو الهدف بحد ذاته , وإنما يجب أن يسبق ذلك نظرة مستقبلية لنا وراء اندفاع الجهات الأجنبية للاستثمار في دولنا , فلا يكون الخارج من النقود الأجنبية اكبر من الوارد من خلال هذه العمليات والمشاريع , نظراً لأن بعض الدول تتنازل عن الكثير من القيود لجلب هذه الاستثمارات² , إن التمويل الخارجي للدول النامية لا يمثل بالضرورة صالحها , وإنما له الآثار السلبية والتي تبرز في عدة مواطن أهمها بروز تنامي رصيد الديون القائمة والالتزامات الرأسمالية إلى الدول الاجنبية بسبب حصول هذه الدول (النامية) على تدفقات رأسمالية ضخمة ,

¹ منير ابراهيم الهندي, سلسلة الأسواق المالية الأسواق الحاضرة والمستقبلية , اسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود, المنامة , البحرين, المؤسسة العربية المصرفية, عام1998م ,

² عبد السلام ابو القحف ,نظريات التمويل وجدوى الاستثمارات الاجنبية , مصر الاسكندرية , مؤسسة شباب الجامعة, عام1989م,

ويسبب ذلك إشكالا لدى هذه الدول بما يسمى بالتحويل المعاكس (Reverse Transfer) ويقصد به إعادة تحويل رؤوس الأموال التي حصلت عليها الدول النامية للخارج لصالح الدول المتقدمة الدائنة وليس العكس. حتى أن البعض يقول انه منذ عام 1984 أصبح صافي التحويل (Net Transfer) سالبا ويشمل ذلك مدفوعات خدمة الدين وتحويلات الاستثمار الأجنبي المباشرة وغيرها¹.

ثالثاً: أنواع أسواق رأس المال

يطلق مصطلح أسواق رأس المال على الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل (أكثر من سنة) وشمست بهذا الاسم لأنها تعتبر مصد الأموال لتمويل المشروعات المختلفة² , وبشكل عام يعتبر سوق رأس المال أكثر اتساعاً من السوق النقدي , لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيماً حيث يتواجد فيه الوكلاء والمتخصصون في الصفقات الكبيرة مما يجعل البعض يطلق عليه "سوق الصفقات الكبيرة" , وإن كان ممكن أن تتم فيه صفقات صغيرة .

ومن أهم المؤسسات المالية التي تستثمر في هذا النوع من الأسواق : البنوك التجارية , والبنوك العقارية , وبنوك التنمية الصناعية , وصناديق التأمين و الشركات الاستثمارية , وصناديق الاستثمار .

ومن الجدير بالذكر أن الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي , نظراً لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل , الأمر يحتمل تغيراً في الأسعار السوقية .

كما يمكن تقسيم أسواق رأس المال حسب طريقة التداول إلى :

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود المستقبلية

¹ جمال جويدان, الأسواق المالية والنقدية , دار الصفا للنشر , عمان, الاردن, عام 2002م, ص53.

² د. أحمد محيي الدين أحمد , أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي , , سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي , ص21.

الأسواق الحاضرة أو الفورية

أ- الأسواق الآجلة أو أسواق العقود المستقبلية

وهي الأسواق التي يجري فيها الاتفاق على شراء أو بيع أصل (عملات , ذهب , فضة ...) في وقت لاحق مقابل سعر معين . وتتم هذه العقود عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها , ويتخذ أحد الأطراف في العقد الآجل مركز طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد , مقابل سعر محدد متفق عليه يدعى سعر التسليم , أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسوية نفسه , وتتم تسوية العقد عند استحقاقه عندما يقوم صاحب المركز القصير بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم¹.

ب- الأسواق الحاضرة أو الفورية

وهي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعد في الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري² , وهذه الأسواق تتضمن التعامل بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل (والتي من أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بمختلف أنواعها) والتي تتيح لحاملها جزء أو حصة من ملكية المشروع أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحها كعائد له أو الاثنين معاً , والأسواق المالية الحاضرة تتضمن :

سوق الإصدار أو السوق الأولي

سوق التداول أو السوق الثانوي

¹ Hull, John.c Options, futures, and Other Derivatives ,5th, ed, prentice Hall, New jersey, USA, 2003

² د. معروف هوشيار , الاستثمارات والأوراق المالية , دار الصفاء , عمان , عام 2006م, ص64.

(1) سوق الإصدار أو السوق الأولي

وفيه يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة , أي التي يتم إصدارها لأول مرة , وتختص بتأسيس الشركات الجديدة , وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية .

ويتضمن السوق الأول مجموعة من المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية , وتتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك الاستثمار , كما تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي يتسم فيها سوق رأس المال بالصغر .

وتعتبر السوق الأولية حلقة وصل بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية¹ , فهي تتيح للأفراد فرصاً متعددة في استثمار مدخراتهم , كما تتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (أسهم أو سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع والنمو .

(2) سوق التداول أو السوق الثانوي (البورصة)

يتم فيه تبادل وتداول الأوراق المالية بعد إصدارها وذلك من خلال مجموعة من السماسرة المسجلين لدى البورصة , وبالتالي فإن البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال عملية التداول والعرض والطلب².

ويوفر هذه السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي. فعليه فإنه ما لم يوجد السوق الثانوي ما كان للسوق الأولي أن يؤدي دوره بكفاءة, فالمستثمر كان سيتردد كثيراً قبل أن يقدم على شراء

¹ د. ضياء مجيد, البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات مؤسسة شباب الجامعة, الاسكندرية , عام 2008م, ص6.

² د. عصام فهد العريبي, الاستثمار في بورصات الأوراق المالية , دار الرضا للنشر , دمشق, عام 2008م, ص21.

أوراق مالية من سوق الاصدار إذا كان يعتقد أن فرصته محدودة في التخلص منها بسعر معروف في الوقت الذي يريده , وهو ما يوفره له السوق الثانوي .

ومن الجدير ذكره أن التداول في السوق الثانوية يتم بأحد أسلوبين :

○ أسلوب التفاوض , حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر اتمام الصفقة .

○ أسلوب المزاد العلني , والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

وتنقسم أسواق التداول إلى :

- الأسواق المنتظمة

- الأسواق غير المنتظمة

أ) الأسواق المنتظمة¹

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية , وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد, ومن أمثلتها بورصة نيويورك , طوكيو , القاهرة , دمشق وغيرها.

هذه مع ملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في هذه السوق تتعلق بـ :

أرباح الشركة وحجم أصولها , والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام , وعدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى القومي وعلى مستوى الصناعة , وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط أو ما يطبق عليها

¹ باسل عزيز صقر , محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية , رسالة ماجستير , قسم الاقتصاد , جامعة دمشق عام 2006م, ص16.

عادة من إجراءات قيد الأوراق المالية فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة , كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية .

ب) الأسواق غير المنتظمة

يطلق على المعاملات التي تجري خارج البورصات المنتظمة بالأسواق غير المنتظمة أو الموازية والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة Over _The _Counter market التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة ولا يوجد مكان محدد لأجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر , ولعل هذا ما دعى البعض أمثال فيشر وجوردان إلى اعتبار السوق غير المنتظمة طرقاً لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء تلك المعاملات¹.

ولا تتم مقابلة الطلب والعرض على الأوراق المالية من خلال المزايدة كما هو الحال في البورصات المنتظمة بل من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات والتي تربط ما بين المتعاملين في السوق ولذلك تعتبر السوق الغير المنتظمة سوق تنافسية وذلك لان عمولة السمسرة تتحدد في السوق بالتفاوض بين العميل والسمسار .

والجدير بالذكر أن السوق غير المنتظم والذي هو أحد مكونات السوق الثانوي يتضمن في الولايات المتحدة الأمريكية أسواق فرعية هي السوق الثالث , والسوق الرابع إضافة إلى أسواق أخرى

• السوق الثالث The Third Market :

يمثل السوق الثالث قطاعاً من السوق غير المنتظم ، والذي بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة¹ وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق ، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة تكون على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق ، وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت . وكما هو واضح فإنها دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنتظمة ، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات Pension Funds ومحتفظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير إضافة إلى بيوت السمسة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في الأسواق المنتظمة ، وتتميز معاملات السوق الثالث بقلّة تكلفتها وسرعة تنفيذها.

• السوق الرابع The Fourth Market

وهو السوق الذي يتم فيه التعامل المباشر مع المؤسسات والشركات الاستثمارية الكبيرة وبين الأفراد الأغنياء (أغنياء المستثمرين) ، حيث يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة ، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة² ، ويتم التعامل في هذا السوق بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية .

• أسواق أخرى :

إلى جانب الأسواق السابقة ، والتي تنتمي إلى قطاع الأسواق غير المنتظمة ، فإن هناك أسواقاً أخرى يخلقها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها ويمارس النشاط في هذه الأسواق سماسرة الخصم، وتجار الطلبات الكبيرة.

¹ Fischer.D.and Jordan R. Security Analysis & Portfolio Management (4 th ed)N.y par/entice-Hall. 1987,p33
² Jones,C. Investment: Analysis and management(4 Thed.)N.Y :John Wiley and sons ,1449,P59.

أنواع أسواق رأس المال

شكل رقم (1)

المصدر: من اعداد الباحث 2011

أسواق المال

أسواق النقد

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة.

سوق الإقراض قصير الأجل

أسواق الخصم

أسواق آجلة

هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات الشراء أو البيع للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.

أسواق المبادلات

أسواق العقود المستقبلية

أسواق الاختيارات

أسواق ثانوية

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية شراءً وبيعاً عبر السماسرة والوسطاء، لذلك يطلق عليها سوق التداول.

أسواق غير منتظمة

أسواق منتظمة

أسواق رأس المال

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات.

أسواق حاضرة

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين.

أسواق أولية

هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية، الأسهم والسندات، لذلك يطلق عليها أيضاً سوق الإصدار.

الفصل الأول

المبحث الثاني

أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

..... أولاً: أدوات أسواق رأس المال

..... ثانياً: نماذج تقييم الأسهم

أولاً: أدوات أسواق رأس المال

يتميز الأدوات الاستثمارية في أسواق رأس المال أو سوق الائتمان الطويل الأجل أنها تتمتع بحق ملكية إذا كان الاستثمار في أسهم المنشأة المصدرة لها أو بحق مديونية (السندات), والأسهم بنوعيه (العادية والممتازة) إضافة إلى السندات هي أكثر الادوات الاستثمارية شيوعاً في الاسواق المالية في اقتصاديات العالم وسنقوم باستعراض هذه الأدوات بإيجاز فيما يلي :

أ- الاسهم العادية Common Stocks

وهي عبارة عن صك يمثل حصة في رأس مال المنشأة قابل للتداول في السوق الثانوية وله ثلاثة قيم , ويتحدد الفرق بين هذه القيم الثلاث بالتالي :

القيمة الاسمية : وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم , وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس .

القيمة الدفترية : وتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الاسهم الممتازة ولكنها تخصص في الاحتياطات والأرباح المحتجزة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

القيمة السوقية : وتتمثل في القيمة التي يباع فيها السهم في سوق المال , وقد تكون القيمة السوقية أكبر أو أصغر من القيمة الاسمية أو الدفترية , حسب قوى العرض والطلب في السوق .

ويدرك المتعاملون في سوق المال أنه لا القيمة الاسمية ولا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم , وذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه , أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يجنيها المستثمر , وفي حالة

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

إصدار السهم لأول مرة لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الاسمية , بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل , وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية .

ويذكر أن الأسهم العادية تعطي بعض الحقوق لحامليها ومنها:

- الحق في الاشتراك في الإدارة حيث يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة, كما يحق له الترشح لعضوية مجلس الإدارة ضمن شروط معينة, كما يحق له الاقتراع على أي موضوع ضمن جمعيات حملة الأسهم
- يحق لمالك السهم نصيب من الأرباح الموزعة هذا لا يخلص عليه إلا إذا تحقق ربحاً واتخاذ قرار بتوزيعه.
- أولوية شراء للأسهم الجديدة وذلك عند إصدار الشركة أسهم جديدة لزيادة رأسمالها.
- الحق في نقل الملكية وذلك عن طريق السوق المالي دون أخذ موافقة الشركة أو باقي المساهمين.
- الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة, ولكن هذه لا يتحقق إلا بعد وفاء الشركة بالتزاماتها نحو الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.

ويوجد اتجاهات حديثة في الاسهم العادية¹ ظهرت في منتصف الثمانينيات من القرن الماضي في مقدمتها الاسهم العادية للأقسام الإنتاجية وتعني أن تقوم الشركة بإصدار مجموعات مختلفة من الاسهم وتقوم بربط كل مجموعة منها من حيث التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من أقسام الشركة , أيضاً هناك الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة وهي عبارة عن أسهم تبيعها الشركة إلى الموظفين العاملين بها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة وقد سمحت التشريعات الأمريكية بخصم التوزيعات على تلك الاسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة , ويوجد الاسهم العادية المضمونة حيث يحق لحامل هذه النوع

¹ Chen and Kensinger. Anew Innovation in Equity Financing Financial Management,17(Spring 1988),P27.

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

من الأسهم الرجوع إلى المنشأة في حال انخفاض قيمته الاسمية عن حد معين متفق عليه وهذا ما لا تحققه الاسهم العادية .

ب- السندات Bonds

تعتبر السندات من أكثر الأدوات المالية الشائعة في سوق الأوراق المالية المتقدمة, وتمثل السندات شهادات مديونية تصدرها جهات متعددة مثل الدولة أو بعض أجهزتها الحكومية وأيضاً منشآت الأعمال , وهي ذات عائد ثابت وتحدد مدة الاستثمار بزمان معين, وتلجأ الشركات عادة إلى السندات عندما تحتاج إلى تمويل ولا تفضل الحصول على ذلك التمويل بإصدار أسهم جديدة ونظراً لكبر المبلغ وصعوبة تدبيره من مقرض واحد , وخاصة أنه يكون لآجال طويلة , وكذلك تتغير تكلفة القرض من مقرض لآخر , ومن وقت لآخر , فإنه يتم تقسيم القرض إلى أجزاء صغيرة يسمى كل منها سنداً , ويطرح للجمهور¹.

والسندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر, بمقتضى هذا الاتفاق يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين, والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه , وهو بذلك يحتفظ بدرجة عالية من السيولة لحامله , وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة , كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقه .

ويوجد اتجاهات جديدة في السندات² , مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وهي التي تكون بعد مضي المدة التي تحددها الجهة المصدرة قابلة للتحويل لأسهم كما يرغب حاملها , وسندات الاقتراض التي تعطي لحاملها حق الاكتتاب بالأسهم الجديدة , وسندات الاقتراض التي يحصل حاملها إضافة إلى الفائدة الثابتة على

¹ عدلي سلامة اندراوس, سوق المال في مصر, معهد الدراسات المصرفية, البنك المركزي المصري, 1995. ص18.

² رسمية قرياقص , أسواق المال - أسواق رأس المال , المؤسسات , مصر, الاسكندرية, الدار الجامعية, عام 1999. ص20.

نسبة من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة , أو لا يحصل فيها أصلاً إلا على نسبة من حصته من أرباح الشركة يخصص لحملة سندات الاقراض .

والجدير بالذكر أن تطور الأسواق الدولية منذ الستينات من القرن السابق كان له الفضل في تطوير سوق السندات الدولية .

ج- الاسهم الممتازة Preferred Stocks

يشار لهذه الأسهم بأنها أسهم هجينة لأنها تحمل صفات الأسهم العادية وبعض صفات سندات الاقراض , فهي تعتبر حق ملكية وأيضاً حق مديونية لكون السهم الممتاز يشترك في أرباح المنشأة المحققة كما السهم العادي , ويضاف إلى ذلك أنه يتفق على الحد الأدنى أو الأعلى للربح كما في السند , إلا ان هذا النوع من السهم يعتبر محدود التعامل بل منعدم تقريباً¹, إذ أن بعض التشريعات العربية لم تأخذ فيه اصلاً.

ثانياً: نماذج تقييم الأسهم

يتجسد الهدف الرئيس من تقييم الأسهم العادية في تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق مقيماً بأكثر أو بأقل مما يجب، وبالتالي مساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة بها يتعمق بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بهذه الأسهم، حيث أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم العادي سيسهم في توفير آلية للتقييم يمكن للمستثمر اعتيادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية ، فإذا كانت القيمة الحقيقية لمساهمة أقل من قيمته السوقية فيكون تسعير السهم بأكثر مما يجب ولا بد للمستثمر الذي يحمل السهم أن يبيعه تجنباً للخسارة، في حين إذا كانت القيمة الحقيقية لسهم أكبر من قيمته السوقية فيكون

¹ حمزة محمود الزبيدي, الاستثمار في الأوراق المالية , عمان, الأردن, الوراق للنشر والتوزيع عام 2001م, ص43.

السهم مسعر بأقل مما يجب، مما يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شرائه للسهم¹.

وهنا سيتم الحديث عن نماذج تسعير الأصول الرأسمالية من خلال الحديث عن ما يلي:

- نموذج التوزيعات النقدية
- نموذج التدفقات النقدية
- نموذج التقييم المحاسبي

1- نموذج التوزيعات النقدية

يعتبر الهدف الرئيس من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم الحقيقية المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متتالية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة كمعدل خصل معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها²، ويوجد لنموذج خصم التوزيعات النقدية ثلاثة مراحل مبنية على أساس كيفية توزيع الأرباح المستقبلية، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وفي ما يلي تحليلاً لتلك الحالات:

أ- حالة التوزيعات الثابتة

قد يتوقع المستثمرين أن تظل قيمة التوزيعات النقدية ثابتة من سنة لأخرى، بمعنى أنه لا يوجد نمو في التوزيعات النقدية، وهنا يجب الإشارة إلى أنه لحساب قيمة السهم العادلة في ظل هذه الحالة ينبغي أن نفرق بين الاستثمار في السهم لفترة محدودة، والاستثمار في السهم لفترة غير محدودة اعتماداً على خاصية أن الأسهم

1 دلول، عماد عبد الحسين، (2010)، "تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوء باستخدام (نموذج التأكد المعادل دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، ص 39.

2 حماد، طارق عبد العال، (2000)، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية" الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص 139.

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

ليس لها تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة فإن قيمة السهم تتحدد وفقاً للمعادلة التالية لجوردن¹:

$$p = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1 + Rs)^t}$$

حيث أن:

$P =$ قيمة السهم الحقيقية

$Dt =$ التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

$Rs =$ معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

أما في ظل افتراض أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق (غير محددة المدة)، فإن قيمة السهم يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$P = Dt / Rs$$

ب- حالة التوزيعات ذات النمو الثابت

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، حيث يمكن تحديد قيمة السهم وفقاً لنموذج جوردن كما يلي²:

$$p = \frac{Do(1 + g)}{Rs - g}$$

1 الحناوي، محمد صالح، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، (2004)، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، ص48.

2 Brigham, Eugene, Michael, ehrhardt, (2008), 'Financial Management: Theory and Practice', Thomson south-western, P292 .

حيث أن:

$$P = \text{قيمة السهم الحقيقية}$$

$$Rs = \text{معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)}$$

$$Do = \text{التوزيعات النقدية للسنة السابقة.}$$

$$g = \text{معدل النمو في التوزيعات النقدية.}$$

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية:

1- معدل التوزيعات النقدية تنمو بمعدل ثابت.

2- سعر السهم المتوقع ينمو بنفس نسبة النمو.

3- معدل العائد الرأسمالي ثابت ويساوي معدل النمو.

4- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو.

5- معدل العائد المطلوب على الاستثمارات يساوي العائد من التوزيعات النقدية المتوقعة بالإضافة لمعدل النمو.

6- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المنشأة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها.

7- لا تخضع المنشأة للضريبة.

هذا وقد وجهت بعض الانتقادات للنموذج، منها أنه يعتمد على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، فمن ناحية لا توجد شركات تعتمد بالكامل على حقوق الملاك ولا تستخدم الرفع المالي، كما أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار وكذلك معدل العائد المتوقع ومعدل النمو أمر يصعب توافره أو تحقيقه، كما أنه يصعب التسليم بعدم وجود ضريبة سواء على الشركة أو دخل الأشخاص.

ج- حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت

تفترض الحالة السابقة أن الشركات تتسم توزيعاتها بالنمو الثابت، في حين أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيعات العائد للعديد من المنشآت يتسم بتقلب معدلات نموه، لذلك تم تطويره ليعكس هذه الحالة وبالتالي يتم تقدير قيمة السهم من خلال المعادلة التالية:

$$p = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1 + Rs)^t} + \frac{P^n}{(1 + Rs)^n}$$

حيث أن:

P = قيمة السهم الحقيقية

P^n = سعر السهم العادي في الفترة n

Dt = التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

Rs = معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

n = فترة النمو غير العادي

وطبقاً لها سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية وهي:

- 1- تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.
- 2- تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.
- 3- تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لسعر السهم المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث يكون مجموع تلك القيم مساوياً للقيمة الحقيقية للسهم.

على الرغم مما يتضمنه هذا النموذج, فقد وجهت إليه عدة انتقادات من قبل بعض الباحثين أهمها ما يلي:¹

1- وجهة نظر مودجلياتي وملير: حيث أشارا إلى أن قيام الشركة بإجراء توزيعات نقدية أو عدم القيام

بإجراء توزيعات نقدية على الإطلاق لا شأن له بقيمة الشركة ومن ثم سعر السهم, أي أنه لا يوجد

علاقة بين التوزيعات النقدية وأسعار الأسهم.

2- وجهة نظر جوردون: يرى أنه كلما زادت التوزيعات التي تدفعها الشركة فسوف يؤدي ذلك إلى زيادة

سعر السهم, أي أن سعر السهم يتحدد بناء على التوزيعات.

3- وجهة نظر التفضيل الضريبي: والتي ترى أنه من الأفضل عدم إقدام الشركة على دفع نسبة

توزيعات مرتفعة, فكلما انخفضت توزيعات السهم زادت قيمته.

ويرى الباحث أن نموذج خصم التوزيعات لا يعكس بالضرورة قيمة أسهم الشركات, خاصة تلك التي لا تقوم

بتوزيع أرباح نقدية, مما يعد قصوراً أيضاً في هذا النموذج, كما أن سعر السهم لا يتوقف فقط على عامل واحد

وهو التوزيعات النقدية بل هناك عدة عوامل تؤثر على أسعار الأسهم مثل نسبة الربحية ومعدل نمو الأرباح,

والقيمة الدفترية.

2 - نموذج خصم التدفقات النقدية

يمكن حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملكية وفقاً لهذا النموذج بنفس فكرة خصم التوزيعات

النقدية السابق بفارق يتمثل في إحلال التدفقات النقدية الحرة مكان التوزيعات النقدية واستبدال معدل العائد

المطلوب كمعدل خصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل عند حساب قيمة الشركة ككل, وعليه يمكن حساب

قيمة الشركة ككل كما يلي:

¹ الحناوي, محمد صالح, (2006), : تحليل وتقييم الاسهم والسندات, الدار الجامعية, الاسكندرية, مصر, ص 216,

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

$$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$

حيث أن:

V_f = قيمة الشركة الحقيقية

$FCFF$ = قيمة التدفقات الحرة المتوقعة للسنة القادمة للشركة ككل

$WACC$ = المتوسط المرجح لتكلفة التمويل

g = معدل النمو في التدفقات النقدية

كما أن احتساب قيمة حقوق الملكية يتم من خلال المعادلة التالية:

$$V_s = \frac{FCFF_t}{R_s - g}$$

حيث أن:

V_s = قيمة حقوق الملكية الحقيقية

$FCFF$ = قيمة التدفقات الحرة المتوقعة لحقوق الملكية

R_s = معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

g = معدل النمو في التدفقات النقدية

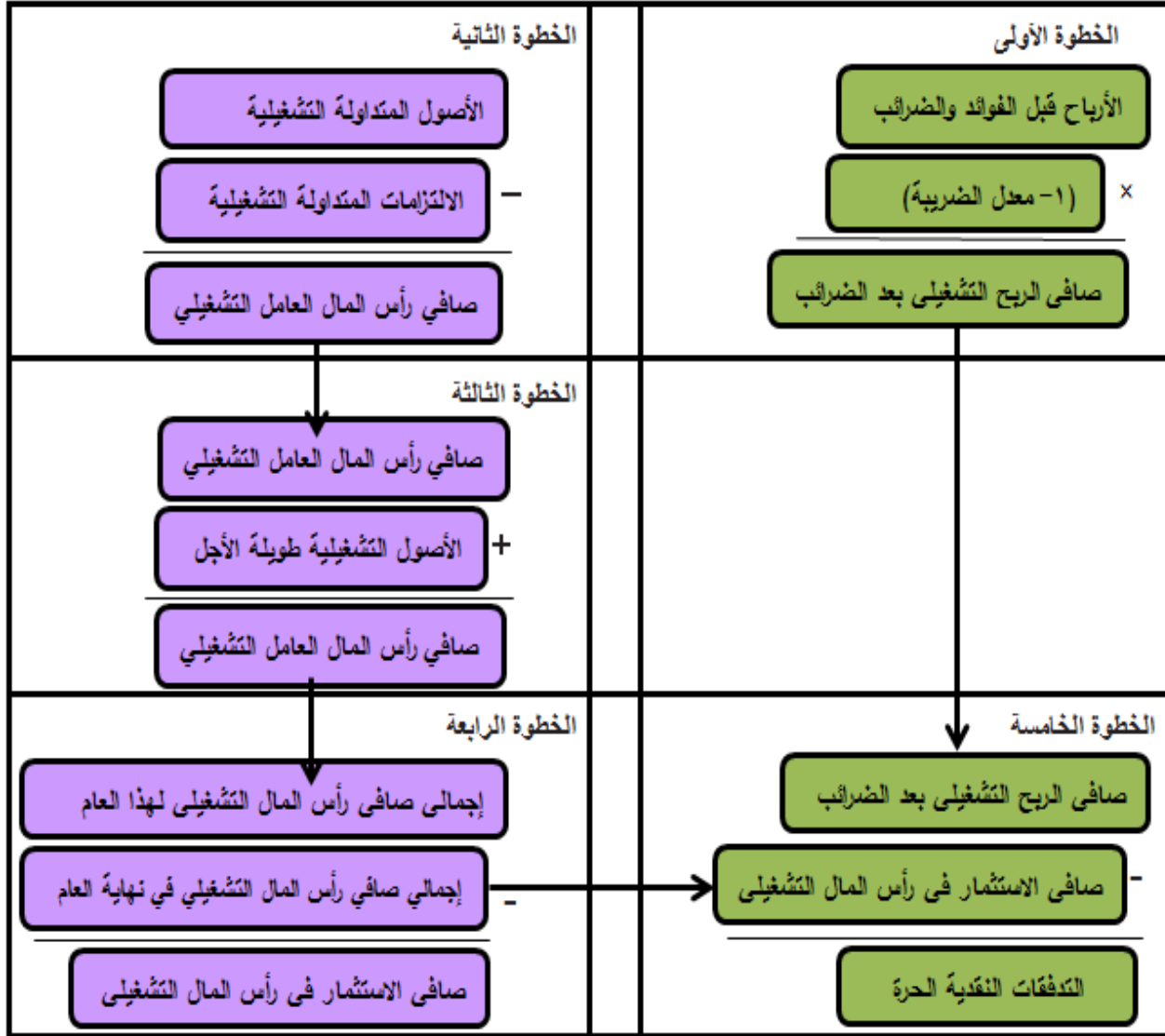
هذه ويتمثل الفرق بين معادلة احتساب قيمة الشركة ككل ومعادلة احتساب قيمة حقوق الملكية في أن

التدفقات النقدية الحرة في النموذج الأول مخصومة بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل ($WACC$) في حين أن

خصمها في النموذج الثاني بمعدل العائد المطلوب. كما يتم احتساب صافي التدفقات النقدية الحرة من خلال

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

تحديد التدفقات النقدية المتاحة بعد قيام الشركة بخصم جميع التدفقات اللازمة في الاستثمارات في الأصول الثابتة ورأس المال العامل اللازم لاستمرارية الأنشطة التشغيلية للشركة، والشكل التالي رقم (2) يوضح ذلك.



الشكل رقم (2)¹

وعليه فإن صافي التدفقات النقدية للشركة = صافي الدخل - الإيرادات غير النقدية - المصروفات غير النقدية.

1 Brigham, Eugene, Michael, ehrhardt, (2008), 'Financial Management: Theory and Practice ', Thomson south-western, P100-296.

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

• الإيرادات غير النقدية مثل المبيعات الآجلة.

• المصروفات غير النقدية مثل الإهلاك.

التدفقات النقدية الحرة فيتم حسابها من خلال المعادلة التالية كالتالي:

التدفقات النقدية الحرة = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب - صافي الاستثمار في رأس المال التشغيلي.

• صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب = (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) * (1 - معدل الضريبة).

• صافي الاستثمار في رأس المال التشغيلي = (إجمالي صافي رأس المال التشغيلي لهذه السنة -

إجمالي صافي رأس المال التشغيلي آخر السنة).

• إجمالي صافي الرأسمال التشغيلي = (صافي رأس المال العامل التشغيلي + الأصول التشغيلية

طويلة الأجل)

• صافي رأس المال العامل التشغيلي = (الأصول المتداولة التشغيلية - الالتزامات المتداولة

التشغيلية).

أما فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية فيتم حسابها كما يلي¹:

صافي التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية = [(صافي الدخل بعد الضريبة ± التغير في رأس المال العامل

+ الاستهلاك - المصروفات الرأسمالية) * (1 - نسبة تمويل الديون)].

وحول ما سبق من نماذج التدفقات النقدية فقد أشار بعض الباحثين إلى وجود أوجه القصور فيها، فيما

يتعلق بوجود تقلبات شديدة في التدفقات النقدية للشركة مما يصعب التنبؤ بما ستكون عليه التدفقات في المستقبل

وبالتالي فإن حسابها يخضع للعديد من المتغيرات كالإيرادات والتكاليف ومعدل الخصم والنمو وغيرها من

Damodaran, a,(2004), "investment valuation" preliminary second version, www.damodaran.Com.

المتغيرات وهذه الأمور يكون من الصعب تحديدها بدقة مما سيؤثر على دقة النتائج، كم أن النموذج يركز على التحليل طويل الأجل للقيمة وبالتالي لا يناسب النموذج الاستثمارات قصيرة الأجل، مما يحرم المستثمر من الفرص الاستثمارية قصيرة الأجل ويؤدي إلى ضياع الأرباح التي يمكن تحقيقها من تلك الفرص.

هذا وبالإضافة إلى ذلك يرى الباحث أن من عيوب نموذج خصم التدفقات النقدية أنه في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (أي أن التدفقات الداخلة أقل من الخارجة) فإن قيمة التدفقات النقدية الحرة أو صافي التدفقات النقدية للشركة ستكون سالبة، وفي هذه الحالة سيكون قيمة البسط في النموذج سالبة مما يؤدي إلى أن يكون سعر السهم وفقاً للنموذج يأخذ قيمة سالبة وهذا الشيء غير منطقي.

4- نموذج التقييم المحاسبي

لمعالجة بعض أوجه القصور في النماذج السابقة قدم اهلسون (Ohlson) نموذجاً عرف "بنموذج التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافاً لنموذجي التقييم اللذان كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية ولا يسمح أيّاً منهما بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلاً من ترحيلها إلى قائمة الدخل، ويتم احتساب القيمة الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي من خلال المعادلة التالية¹:

$$P_t = B_t + a_1 X^a t + a_2 V t$$

Ota, kogi (2002) "ATest of The Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan", The International 1 .Journal of Accounting 37, p 157-182

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

حيث أن:

$$Pt = \text{سعر السهم في بداية الفترة } t$$

$$Bt = \text{القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة } t$$

$$X^a t = \text{تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة } t \text{ (الربح غير العادي)}$$

$$a1, a2 : \text{(معاملات النموذج)}$$

$$V = \text{المعلومات الأخرى}$$

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي سهم في تاريخ معين وفقاً للنموذج المذكور يتطلب الأمر توافر البيانات

والمعلومات التالية:

1- معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم

وتشمل معلومات حول القيمة الدفترية للسهم، وقيمة الربح غير العادي (الربح الباقي) في نفس التاريخ، ثم المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم من السوق أو من البضاعة التي تعمل فيها الشركة، ويمكن الحصول على القيمة الدفترية والربح المتبقي من خلال القوائم المالية للشركة، أما المعلومات الأخرى فإن أفضل تقدير لها يتمثل في الزيادة أو النقص في الأرباح المتوقعة المتاحة لعدد من السنوات، أو أن يتم افتراض قيمة صفرية لهذه المعلومات الأخرى، ومن ثم فإن قيمة السهم تتحدد بالقيمة الدفترية مضافاً إليها الربح الباقي.

2- معاملات النموذج

يمكن حساب معاملات النموذج من خلال الاعتماد على معاملات السلسلة الزمنية للربح الباقي والمعلومات الأخرى لعدد كافي من السنوات الماضية، هذا ومن الجدي بالذكر أن متغير المعلومات الأخرى المتعلقة بالسوق

المبحث الثاني: أدوات أسواق رأس المال ونماذج تقييم الأسهم

التي تأخذ توقعات المحللين في عين الاعتبار فإنها تعتمد على المتغير المذكور, أما في البلدان التي لم توجد بها توقعات المحللين يتم استبعاد هذا المتغير عند حساب القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم.

وبناءً على ما سبق فإن الأخذ بهذه المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية, باعتبارها معلومات مفيدة وإسبانية في تحديد سعر تلك الورقة من خلال احتساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافاً إليها قيمة الربح الباقي, عند سلسلة تاريخية معينة.

الفصل الثاني

التحليل المالي ومؤشرات الأداء المالي

المبحث الأول: التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

المبحث الثاني: العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية

الفصل الثاني

المبحث الأول

التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

- أولاً: الإفصاح المحاسبي والقوائم المالية.
- ثانياً: مفهوم التحليل المالي والغاية منه.
- ثالثاً: التحليل باستخدام مؤشرات الأداء المالي.

أولاً: الإفصاح المحاسبي والقوائم المالية

ماهية الإفصاح المالي:

يقصد بالإفصاح تقديم المعلومات الضرورية عن المنشأة للمستخدم الواعي للقوائم المالية أو التقارير المالية والتي يمكن أن تؤثر في اتخاذ قراره بالنسبة للتعامل مع المنشأة، ويشمل الإفصاح المعلومات المستمدة من القوائم والتقارير الهامشية والتفسيرات وغيرها.

وإن تعدد الأطراف ذوي العلاقة وتعارض مصالحهم أدى إلى اختلاف وجهات نظرهم للإفصاح، فمنها ما يتناول معنى الإفصاح في التقارير المالية من حيث كونه عرضاً للمعلومات المهمة للمستثمرين وغيرهم من المستفيدين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المشروع على تحقيق أرباح في المستقبل وقدرته على سداد التزاماته، أما (Hendrikson) فقد عرفه¹: "بأنه إعلام مستخدمي التقارير المالية بكل ما يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاقتصادية الرشيدة سواء كانت قرارات استثمارية أم منح قروض".

وقد عرفه الدكتور جليلاتي بأنه "اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد على الأطراف المهمة بالشركة²".

أما المشرع السوري فقد عرفت التعليمات التنفيذية لقانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم 22/ لعام 2005 بموجب المادة الأولى منها الإفصاح بأنه³ "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين، هذه المعلومات تتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية ويجب أن يكون الكشف عاماً

1. Hendrikson, Eldon, **Accounting Theory**, New York, Richard D, 1992, P72.

² د. محمد الجليلاتي، معايير الإفصاح، جامعة دمشق مكتبة الاقتصاد، 2008، ص 17.

وللجمهور وليس فقط لخملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة أو بصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومات جديدة.

أنواع الإفصاح تبعاً للأهداف¹:

1- الإفصاح الكامل:

يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على ويعتمد عليه في اتخاذ القرارات , لا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتاريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.

2- الإفصاح العادل:

يهتم الإفصاح العادل بالرعاية المتوازنة لاحتياجات جميع الأطراف المالية, إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح مصلحة فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.

3- الإفصاح الكافي:

يشمل تحديد الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية, ويمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشكل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيراً مباشراً في اتخاذ القرار ناهيك عن أنه يتبع للخبرة التي يتمتع بها الشخص المستفيد.

1 نغم مكية, د. لطيف زيود , دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار, مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية , العدد (1), 2007, ص180.

4- الإفصاح الملائم:

هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المنشأة وطبيعة نشاطها, إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط المنشأة وظروفها الداخلية.

5- الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):

أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية, الإفصاح عن الانفاق الرأسمالي الحالي والمخطط مصادر تمويله, ويلاحظ أن هذا النوع من الإفصاح من شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية لحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.

6- الإفصاح الوقائي:

يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية بحيث تكون غير مضللة لأصحاب الشأن والهدف الأساسي لذلك حماية المجتمع المالي (المستثمر العادي) ذو القدرة المحدودة على استخدام المعلومات لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين.

المعلومات المتوجب الإفصاح عنها:

إن ما يجب الإفصاح عنه يتعلق بتحديد مجموعة المستخدمين للقوائم المالية أو المستفيدين من الإفصاح وكذلك البيئات الاقتصادية الموجودة, حيث تختلف متطلبات الإفصاح في الأسواق الناشئة عن الأسواق الكفوءة أو

الأسواق النشطة ولكن بشكل عام فإن هناك معلومات لا بد من الإفصاح عنها أياً كانت الظروف أو الأسواق ونذكر منها¹:

1- لا بد من الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة في الوحدة المحاسبية وخاصة المتعلقة بتقييم الأصول الثابتة.

2- يجب الإفصاح عن التغيير في السياسات المحاسبية المتبعة وأسباب هذا التغيير والآثار الناتجة أو المحتملة عن هذه التغيير.

3- الإفصاح عن طريق تقييم المخزون والأصول الأخرى وكيفية احتساب الاهتلاك وكيفية توزيع الأرباح.

4- يجب أن يتم الإفصاح عن مصادر الأموال وطرق استخدامها وذلك ضمن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية وهذا الحد الأدنى من الأدنى من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها.

5- الإفصاح عن مدى الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية وفي حال عدم الالتزام بهذه المعايير يجب الإفصاح عن ذلك وبيان المعايير المحاسبية المستخدمة.

6- يتم الإفصاح عن اسم المنشأة وتاريخ التقرير أو القوائم المالية، كما يتم تحديد نوع العملة التي ظهر فيها التقرير ومستوى دقة الأرقام التي عرضت فيها التقارير والمدة التي تعبر عنها هذه القوائم.

القوائم المالية الأساسية في المصارف:

تعد القوائم المالية من أهم مصادر المعلومات الداخلية حيث تعتبر المصدر الرئيسي للمعلومات التاريخية عن نشاط المشروع خلال فترة معينة ونتيجة هذا النشاط، والمركز المالي والتغيرات التي حدثت عليه عن تلك الفترة، وهذا

1 مطيع جهاد ملحم، دور القوائم المالية للعميل في اتخاذ قرار منح الائتمان، دراسة ماجستير، جامعة دمشق، 2010، ص8.

ما يجعلها تشكل المصدر الرئيسي للتحليل المالي وللكشف عن نقاط القوة والضعف في المنشأة، كما تعتبر القوائم المالية العمود الفقري للإفصاح، ويراعى في إعدادها المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً وأيضاً ما يتعلق بالتبويب .

وتشمل القوائم على قائمة الدخل وقائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية وقائمة تغير في حقوق الملكية وما يرتبط بتلك القوائم من ملاحظات وإفصاحات متممة ومكملة لها.

وتعرف هذه القوائم المالية ذات الأغراض العامة بأنها القوائم التي تعد لمقابلة احتياجات المستخدم الذي لا يستطيع أن يطلب تقريراً خاصاً له يفي بمتطلباته الخاصة¹، وتكون هذه القوائم ذات صفة عامة تنتشر للعموم لكافة المستفيدين من القوائم دون النظر إلى حاجة كل منهم الخاصة فيكون فيها الحد الأدنى المطلوب من المعلومات القادر على تحقيق أكبر قدرة ممكنة من المنفعة لكافة المستفيدين على حد سواء.

وفيما يلي سيبين الباحث إيجاز عن كل من هذه القوائم المالية وبعض النماذج المحددة لإعدادها.

قائمة الدخل:

هي قائمة المكاسب التي تعبر عن مدى نجاح عمليات المصرف في فترة زمنية معينة، وتستخدم هذه القائمة لتحديد ربحية المصرف، وتعد قوة الثقة في قائمة الدخل من الأمور الظنية، لأن الدخل المستخرج منها يعتبر في أحسن الحالات تقريباً تقريباً، وذلك لأن قياس الدخل في المحاسبة هو انعكاس للعديد من الافتراضات والمبادئ (المعايير) التي وضعها المحاسبون على مدى العقود الماضية مثل افتراض الدورية ومبدأ الاعتراف بالإيراد، ومبدأ المقابلة² وعليه يمكن القول أن قائمة الدخل هي عبارة عن "أداة لتحقيق مبدأ مقابلة الإيرادات بالمصروفات لتحديد صافي الدخل أو الخسارة بطريقة مبسطة وواضحة"³

¹ المعيار الحاسبي الأول "عرض البيانات المالية"

² رونالد كيسو، جيرى ويجانت، المحاسبة المتوسطة، الجزء الأول، الطبعة العربية الثانية، تعريب أحمد حجاج، الرياض، دار المريخ للنشر، ١٩٩٩، ص 167 .

³ عبد الإله جعفر، المحاسبة المالية مبادئ القياس والإفصاح المحاسبي، الطبعة الأولى، عمان، دار حنين، ٢٠٠٣، ص 259.

المبحث الأول: التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

كما يأتي الهدف من إعداد قائمة الدخل هو إظهار صافي نتيجة النشاط في آخر الفترة المالية سواء كان صافي ربح، أو صافي خسارة، فهي إذاً تهدف إلى معرفة وقياس مدى نجاح البنك خلال فترة معينة (عادة سنة أو نصف سنة) في استغلال الموارد المتاحة في تحقيق الأرباح، وعليه يمكننا القول أن قائمة الدخل تهدف إلى:

١. تقييم جدوى الاستثمارات وعوائدها.

٢. تقييم كفاءة إدارة المصرف وفعاليتها.

وفيما يلي نموذج لقائمة الدخل في أحد المصارف¹. شكل رقم (3)

قائمة الدخل للمصرف كما تظهر في

كلي	جزئي
	الفوائد الدائنة
	(الفوائد المدبنة)
	صافي الدخل من الفائدة
	العمولات والأتعاب الدائنة
	العمولات والأتعاب المدبنة
	صافي الدخل من العملات والأتعاب
	صافي الدخل من الفوائد والعمولات والأتعاب
	أرباح وخسائر عملات أجنبية
	أرباح (خسائر) موجودات مالية للمتاجرة
	أرباح (خسائر) موجودات مالية محددة لتقاس بالقيمة العادلة من خلال بيان الدخل
	أرباح (خسائر) موجودات مالية متوفرة للبيع
	إيرادات أخرى
	إجمالي الدخل التشغيلي
	نفقات موظفين
	استهلاكات موجودات ثابتة ملموسة
	إطفاء الموجودات غير الملموسة
	خسائر تدنى التسهيلات الائتمانية المباشرة
	خسائر تدنى استثمارات مالية محتفظ بها
	مخصصات متنوعة
	مصاريف تشغيلية أخرى
	إجمالي المصاريف
	صافي الدخل التشغيلي
	حصة البنك من أرباح (خسائر) شركات حليفة
	أرباح موزعة من شركات حليفة
	مكاسب وخسائر رأسمالية أخرى
	الربح أو الخسارة قبل الضريبة
	الضريبة
	صافي الربح بعد الضريبة

1 مصرف الاستثمار العربي، قائمة الدخل عن السنة المنتهية في 2003/12/31

قائمة المركز المالي:

تهدف قائمة المركز المالي إلى بيان وتصوير المركز الاقتصادي أو المالي للبنك في لحظة معينة¹ وهي قائمة توفر معلومات عن طبيعة ومقدار الاستثمارات في أصول المصرف، والتزامات المصرف لدائنيه، وحق الملاك على صافي أصول المصرف، حيث يتمثل المركز المالي للمصرف في ما له من أصول وما عليه من خصوم أو التزامات تجاه الآخرين، وذلك في اللحظة الأخيرة من الفترة المالية المنتهية، وتعد هذه القائمة بعد إعداد الحسابات الختامية ومعرفة صافي نتيجة النشاط من ربح أو خسارة، وهي تتضمن جميع الحسابات التي لم تزل مفتوحة في الحسابات الختامية أي التي لم تقفل بعد، وللميزانية جانبان، الأول ويسمى الجانب الأيمن وتندرج فيه كافة البنود الخاصة بأصول المنشأة وحقوقها على الآخرين، والثاني ويسمى الجانب الأيسر وتندرج فيه كافة البنود الخاصة بخصوم المصرف والتزاماته تجاه الآخرين، وتختلف طريقة ترتيب بنود الحسابات في الميزانية بحسب طبيعة عمل المصرف.

وفيما يلي شكل قائمة المركز المالي للمصارف التجارية وفق متطلبات مصرف سورية المركزي والصادرة بموجب قرار مجلس النقد والتسليف² رقم 439/م ن/ب 4 تاريخ 2008/11/25.

1 المحاسبة الدولية مع التطبيق العملي لمعايير المحاسبة الدولية، يوسف جربوع، سالم حلس، الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص 99.
2 النماذج الموحدة للبيانات المالية، السياسات المحاسبية، والإيضاحات والإفصاحات للبنوك العاملة في سوريا للأغراض العامة (النشر)، قرار مجلس النقد والتسليف رقم 439/م ن/ب 4 تاريخ 2008/11/25. منشورة في <http://www.banquecentrale.gov.sy/main-ar.htm>

المبحث الأول: التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

شكل رقم (4)

قائمة المركز المالي للمصرف كما تظهر في

أرقام مقارنة	أرقام السنة	إيضاحات
		الموجودات:
		نقد وأرصدة لدى بنوك مركزية
		أرصدة لدى مصارف ومؤسسات مصرفية
		إيداعات لدى مصارف ومؤسسات مصرفية
		موجودات مالية للمتاجرة
		موجودات مالية محددة لتقاس بالقيمة العادلة من خلال
		بيان الدخل
		تسهيلات ائتمانية مباشرة
		موجودات مالية متوفرة للبيع
		استثمارات مالية محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق
		موجودات مالية مرهونة
		استثمارات في شركات حليفة
		استثمارات في شركات تابعة وحليفة
		(في البيانات المالية غير الموحدة فقط)
		موجودات ثابتة
		موجودات غير ملموسة
		استثمارات عقارية
		موجودات ضريبية مؤجلة
		موجودات أخرى
		مجموع الموجودات
		المطلوبات وحقوق الملكية:
		المطلوبات
		ودائع بنوك ومؤسسات مصرفية
		ودائع عملاء
		تأمينات نقدية
		أموال مفترضة
		سندات دين
		مخصصات متنوعة
		مخصص ضريبة الدخل
		مطلوبات ضريبية مؤجلة
		مطلوبات أخرى
		مجموع المطلوبات
		حقوق الملكية:
		حقوق مساهمي البنك
		رأس المال المكتتب به
		علاوة/ (خصم) الإصدار
		(أسهم الخزينة)
		الاحتياطي القانوني
		احتياطي خاص
		احتياطيات أخرى
		فروق ترجمة عملات أجنبية
		التغير المتراكم في القيمة العادلة للموجودات المالية المتوفرة للبيع
		حصة حقوق المساهمين من السندات والقروض
		القابلة للتحويل لأسهم
		الربح (الخسارة) للفترة بعد الضرائب
		(في البيانات المالية المرحلية فقط)
		أرباح مدورة (خسائر متراكمة)
		مجموع حقوق الملكية - مساهمي البنك
		حقوق الأقلية
		مجموع حقوق الملكية
		مجموع المطلوبات وحقوق الملكية

قائمة التدفقات النقدية:

تقدم قائمة التدفقات النقدية صورة عن الهيكل المالي للبنك ودرجة سيولته ومدى اليسر أو التعثر المالي، كما تقدم معلومات هامة جداً لمن يهتم بالوضع المالي أو درجة سيولة المصرف، فهي تعد أساساً للحكم على مدى قدرة المصرف على سداد التزاماته القصيرة الأجل، وتعطي معلومات جداً مفيدة عن النقدية المتدفقة ومصدرها سواء كانت من النشاط العادي أو من مصادر أخرى غير متكررة، وهذه المعلومات لا توفرها قائمة المركز المالي أو قائمة الدخل. وتتدفق إلى البنك أو أي منشأة اقتصادية عموماً من المصادر التالية:

أ- من النشاط التشغيلي: وهي النقدية التي تتدفق في المصرف من خلال ممارسته نشاطه العادي كأرباح الفوائد أو التجارة الخارجية وكل نقدية نتيجة ممارسته نشاطه العادي.

ب- من النشاط الاستثماري: وهي النقدية التي تتدفق من خلال ممارسة النشاط الاستثماري للمؤسسة.

ت- من النشاط التمويلي: وهي النقدية التي يتم الحصول عليها من عمليات الاقتراض والتمويل.

والجدير ذكره أن قائمة التدفقات النقدية تحقق أهداف منها¹ التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، وتوفير معلومات مهمة للمستثمرين تساعد في تقييم قرارات الإدارة وتحديد مدى قدرة الشركة على سداد توزيعات الأرباح للمساهمين، كما تبين قائمة التدفقات النقدية العلاقة بين صافي الدخل والتغير في النقدية المتاحة لدى البنك، حيث تعكس هذه القائمة العلاقي بين الدخل على أساس الاستحقاق والدخل النقدي.

فيما يلي بيان التدفقات النقدية للمصارف التجارية في سوريا:²

1 طارق عبد العال حماد، التقارير المالية وأسس الاعداد والعرض، جامعة عين شمس، مصر، 2000، ص247.
2 النماذج الموحدة للبيانات المالية، السياسات المحاسبية، والإيضاحات والإفصاحات للبنوك العاملة في سوريا للأغراض العامة (النشر)، قرار مجلس النقد والتسليف رقم 439/م/ن/ب4 تاريخ 2008/11/25. منشورة في

المبحث الأول: التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

شكل رقم (5)

بيان التدفقات النقدية الموحد للسنة المنتهية في

ارقام مقارنة	ارقام السنة	إيضاحات
		التدفق النقدي من عمليات التشغيل:
		الربح (الخسارة) قبل الضرائب
		تعديلات لبنود غير نقدية:
		استهلاكات وإطفاءات
		مخصص تدني التسهيلات الإئتمانية المباشرة
		حصة البنك من أرباح (خسائر) شركات حليفه
		(أرباح) خسائر موجودات مالية للمتاجرة غير متحققة
		خسائر تدني موجودات مالية متوفرة للبيع
		مخصص تدني موجودات مالية محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق
		مخصص تعويض نهاية الخدمة
		(أرباح) خسائر بيع موجودات ثابتة
		تعديلات أخرى (تذكر بالتفصيل)
		الربح قبل التغيرات في الموجودات والمطلوبات التشغيلية
		التغير في الموجودات والمطلوبات
		النقص (الزيادة) في الأبداعات لدى المصارف المركزية (التي تزيد استحقاقاتها عن ثلاثة أشهر)
		النقص (الزيادة) في الأبداعات لدى مصارف ومؤسسات مصرفية (التي تزيد استحقاقاتها عن ثلاثة أشهر)
		النقص (الزيادة) في الأرصدة مفيدة السحب
		النقص (الزيادة) في موجودات مالية للمتاجرة
		النقص (الزيادة) في تسهيلات ائتمانية مباشرة
		النقص (الزيادة) في الموجودات الأخرى
		الزيادة (النقص) في ودائع بنوك ومؤسسات مصرفية (تستحق خلال مدة تزيد عن ثلاثة أشهر)
		الزيادة (النقص) في ودائع العملاء
		الزيادة (النقص) في تأمينات نقدية
		الزيادة (النقص) في مطلوبات أخرى
		بنود أخرى (تذكر بالتفصيل)
		صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل قبل الضرائب
		الضرائب المدفوعة
		صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل
		التدفق النقدي من عمليات الاستثمار:
		(شراء) بيع موجودات مالية محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق (يتم الإفصاح عن البيع والشراء بشكل منفصل)
		(شراء) بيع موجودات مالية متوفرة للبيع (يتم الإفصاح عن البيع والشراء بشكل منفصل)
		(شراء) بيع استثمارات في شركات حليفه (يتم الإفصاح عن البيع والشراء بشكل منفصل)
		(شراء) بيع موجودات ثابتة (يتم الإفصاح عن البيع والشراء بشكل منفصل)
		(شراء) بيع موجودات غير ملموسة (يتم الإفصاح عن البيع والشراء بشكل منفصل)
		(شراء) بيع استثمارات عقارية
		(كفله) اقتناء استثمارات في شركات تابعة
		بيع استثمارات في شركات تابعة
		بنود أخرى (تذكر بالتفصيل)
		صافي التدفق النقدي من عمليات الاستثمار
		التدفق النقدي من عمليات التمويل:
		الزيادة في رأس المال وعلو (خصم) الإصدار
		(شراء) بيع أسهم الخزينة
		أرباح موزعة على المساهمين
		الزيادة (تسديد) في سندات الدين
		الزيادة (تسديد) في القروض المساندة
		الزيادة (تسديد) في الأموال المقترضة
		بنود أخرى (تذكر بالتفصيل)
		صافي التدفقات النقدية من عمليات التمويل
		تأثير تغير أسعار الصرف على النقد وما في حكمه
		صافي الزيادة (النقص) في النقد وما في حكمه
		النقد وما في حكمه في بداية السنة
		النقد وما في حكمه في نهاية السنة

قائمة التغير في حقوق الملكية:

هي حلقة الربط بين قائمة الدخل وبين قائمة المركز المالي، ولكن مع تعدد مصادر التغير في حقوق الملكية، توجب تخصيص قائمة منفردة لتوضيح مسببات هذا التغير ومصادره، وتهدف هذه القائمة إلى تقديم معلومات مفيدة عن مصادر التغير في عناصر المركز المالي، حيث تتبع أهمية قائمة التغير في حقوق الملكية من ربطها لقائمة الدخل وقائمة المركز المالي، فتفصح عن التغير الناجم عن قائمة الدخل متمثلاً في صورة أرباح أو خسائر الدورة المالية وما ينجم عنه من تغير في الأرباح المحتجزة، كما تقوم برصد التيارات التي تؤثر على بنود حقوق الملكية من أول الدورة المالية وصولاً إلى حقوق الملكية في آخر الدورة؛ لذلك فإن قائمة التغيرات في حقوق الملكية هي نوع من قوائم التدفقات¹.

و تتكون قائمة التغير في حقوق الملكية بشكل عام مما يلي:

أ -التغيرات في رأس المال المدفوع .

ب -التغيرات في الأرباح المحتجزة .

ت -التغيرات في رأس المال المحتسب .

ثانياً: مفهوم التحليل المالي والغاية منه

يمكن النظر إلى الأسواق على أنها شبكة من قنوات المعلومات، تمر بها نظم معلومات معقدة تستخدم من قبل عدد كبير من متخذي القرارات المرتبطين ببعضهم وهذه الشبكة ليست مغلقة بل تؤثر فيها البيئة السياسية والاقتصادية وتسمح بتقسيم المعرفة، بمعنى أنه يمكن التخصص في بعض الأنشطة في السوق من عدم تجاهل

1 رضوان خنان، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل، ٢٠٠٣، ص 292 .

الأنشطة الأخرى , لذلك يوجد حاجة إلى تحليل البيانات من قبل المتخصصين الذين يقومون بتحليل المعلومات المتفرقة وغير المكتملة, وتحويله إلى نتائج منطقية¹.

وخلال فترة قياسية لا تتجاوز ثلاثة عقود تطور التحليل المالي من فن إلى علم قائم بحد ذاته يستخدم بشكل متزايد في الشركات والأسواق المالية, ويساعد على توفر أفكار جديدة لتطوير الأعمال, وكيفية إدارة وتشغيل الشركات, والمساعدة في اتخاذ القرارات.

وينظر الكثيرون إلى الـ البيانات على أنها عبارة عن ملخص لوثائق وقواعد ومعايير محاسبية تعمل على تمثيل المعاملات الاقتصادية في إطار محاسبي, أما قارئ البيانات فد يصل في وجهة نظره إلى نتائج غير علمية تتناول في معظمها جانب أو أكثر من جوانب التحليل يمكن أن يكون مضللاً لأنه لا ينقل الحقيقة كاملة, وبالتالي يلقي على عاتق الي بذل جهود لإعطاء مقاييس ومؤشرات حول مختلف نشاطات الشركة وآفاقها المستقبلية, في إطار ما يسمى بالهندسة العكسية للبيانات, لتفكيكها بعناية فائقة اعتماداً على أهداف التحليل.

لذلك يعتبر التحليل حجر الزاوية في توفير البيانات المالية الأكثر نفعاً وفائدة في ترشيد القرارات, فالكثير من المستثمرين والدائنين يصرون على ضرورة "القيام بالواجب البيئي", من خلال التحليل الكمي والنوعي للبيانات المالية.

ويصنف التحليل المالي كعلم له قواعد ومعايير وأسس تهتم بتجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية وتبويبها ثم اخضاعها إلى دراسة تفصيلية دقيقة, بهدف إيجاد الروابط فيما بينها فمثلاً العلاقة بين الأصول المتداولة التي تمثل السيولة والخصوم المتداولة التي تشكل الالتزامات قصيرة الأجل, والعلاقة بين حقوق المساهمين والالتزامات طويلة الأجل, بالإضافة إلى العلاقة بين الإيرادات والمصروفات, ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها

¹ Gibson, H. Charels, **Financial Statement Analysis**. South-Western College Pubishing, 2001.p36.

والبحث عن أسبابها، وذلك لاكتشاف نقاط القوة والضعف في الخطط والسياسات المالية ووضع الحلول والتوصيات اللازمة.

وتأسيس على ما تقدم، يمكن تعريف التحليل المالي على أنه "عبارة عن معالجة للبيانات المالية لتقييم الأعمال وتحديد الربحية على المدى الطويل، وهو ينطوي على استخدام البيانات والمعلومات لخلق نسب ونماذج رياضية، تهدف إلى للحصول على معلومات تستخدم في تقييم الأداء واتخاذ القرارات الرشيدة، كما يعتبر التحليل المالي مكون أساسي من المكونات القوية والمنافسة التي تساعد على فهم أفضل لمواطن القوة والضعف".

أهمية التحليل المالي¹:

تتبع أهمية التحليل المالي في توضيح العلاقات بين عناصر هذه القوائم، واختصار الأرقام الكثيرة في بضع مؤشرات ذات مدلولات، وبالتالي يساعد التحليل المالي في الاجابة عن التساؤلات التي تطرحها جهات متنوعة داخلية وخارجية ويمكن القول أن أهمية التحليل المالي تدرج في النقاط التالية:

- 1- يعتبر أحد مهام الادارة المالية في المنشآت المختلفة ويساعدها في أداء مهامها بشكل فعال.
- 2- يتناول التحليل المالي مخرجات النظام المحاسبي للوحدات المحاسبية المختلفة، سواء كانت منشآت تجارية أو صناعية أو غيرها، وبالتالي يمد متخذي القرارات في المجتمع بالمؤشرات التي ترشد سلوكياتهم لاتخاذ القرارات الرشيدة.
- 3- يساعد في الحكم على سلامة السياسات والتشغيلية والاستثمارية في المنشأة وكفاءة إدارتها.
- 4- الاستفادة من المعلومات التي يوفرها التحليل المالي من أجل تحسين أساليب الرقابة الداخلية وأحكامها.
- 5- يساعد التحليل المالي في تقييم الأداء في الماضي من ناحية، ويساعد في التخطيط المستقبلي لكافة النشاطات الاقتصادية من ناحية أخرى.

¹ .p45. Jovanovich, Publishing, 1999. Clyde, *Financial Statement Analysis*, Harcourt Brace, Stickney, p.

6- تستخدمه الجهات المسؤولة في البنوك التجارية عند منحها التسهيلات المصرفية لعملائها, حيث يوضح مدى قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم المترتبة على التسهيلات الائتمانية المختلفة, كما يساهم في التنبؤ ومن ثم الحد من تعثر التسهيلات الائتمانية.

ثالثاً: التحليل باستخدام مؤشرات الأداء المالي

تقوم فكرة التحليل المالي باستعمال المؤشرات المالية على إيجاد علاقات كمية اما بين بيانات المركز المالي فحسب، أو بين بيانات قائمة الدخل فحسب، أو بين بيانات قائمة المركز المالي و قائمة الدخل معاً، و ذلك في تاريخ معين، و كذلك الاتجاهات التي اتخذتها هذه العلاقات على مدى الزمن . و تسهل هذه العلاقات التحليل المالي لاختصارها لكمية هائلة من المعلومات إلى كمية محددة يسهل استعمالها بما لها من مؤشرات ذات معنى.

محددات استخدام المؤشرات المالية:

- 1- ترجع بعض عيوب النسب المالية إلى العيوب الموجودة في القوائم المالية, والتي يتم الربط بين بنودها من خلال النسب المالية.
- 2- اختلاف الأسس والاجراءات المحاسبية يؤدي إلى اختلاف المقارنة, مما يؤدي إلى ضعف الفائدة من النسب المالية.
- 3- عمليات المقارنة قد تكون مربكة بسبب عدم وجود نسب معيارية للمقارنة بها, فمن الصعب تعميم القول أن معدل معين جيد أو سيء, فمثلاً معدل سيولة سريعة عالي قد يظهر مركز سيولة قوي, أو قد يظهر نقدية سائلة كبيرة والذي يعتبر سيئاً لأن النقدية أصل غير منتج.

أنواع المؤشرات المالية:

بموجب العلاقة السببية القائمة بين حسابات أو بنود القوائم المالية، يمكن اشتقاق عدد كبير من المؤشرات المالية التي يمكن للمحللين استخدامها كمؤشرات في تقييم أداء البنوك، وأوجه نشاطاتها المختلفة. ويمكن تقسيم هذه النسب إلى خمس مجموعات رئيسية على النحو التالي¹:

1- نسب السيولة (Liquidity Ratios)

2- نسب الأمان (Hedging Ratios)

3- نسب الربحية (Profitability Ratios)

4- نسب السوق (Market Ratios)

وفيما يلي سنستعرض هذه المجموعات ونوضح أهم النسب التي تتضمنها وبما فيها النسب المستخدمة في هذه الدراسة وطريقة احتسابها ومدلولاتها:

1- مؤشرات السيولة :

تدل المؤشرات الخاصة بمتابعة سيولة المصرف على قدرته على الوفاء بمتطلبات المسحوبات (مباشرة أو من خلال المقاصة) وكذلك على مواجهة متطلبات الاحتياطيات النقدية القانونية والاختيارية، ومن أهم هذه النسب²:

أ- نسبة السيولة القانونية:

$$100 \times \frac{\text{الموجودات السائلة}}{\text{مجموع المطلوبات}}$$

¹ أ، فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله فلسطين، 2008، ص 8.
² د، خليل الشماخ، أساسيات العمليات المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، الجمهورية العربية السورية، 2007، ص 1193.

المبحث الأول: التحليل المالي والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية

يستند في حساب هذه النسبة إلى تعريف خاص لما يسمى هنا بـ "الموجودات السائلة" وهي بحسب هذه التعريف الخاص = (النقدية + الذهب + الاحتياطيات الثانوية + الأوراق التجارية القابلة لإعادة الخصم لدى المصرف المركزي) وفي بعض الدول يشمل البسط ما يأتي (النقدية + الأرصدة النقدية لدى المصارف الأخرى + الأرصدة النقدية لدى المصرف المركزي + الذهب + الشيكات برسم التحصيل + الحوالات برسم التحصيل + أذونات الخزينة + أوراق الحكومة والأوراق المضمونة منها + الأوراق التجارية القابلة للخصم لدى المصرف المركزي + المستحق للمصرف بعد إجراء المقاصة مع المصارف الأخرى).

أما المقام فهو ليس الودائع فقط وإنما كل الخصوم , وقد يحسب المقام كما يلي: (شيكات وحوالات وخطابات اعتماد مستحقة الدفع - المستحق للمصارف بعد إجراء المقاصة + الودائع بالعملة الوطنية والعملات الأجنبية + القيم غير المغطاة من خطابات الضمان المصدرة).

وبالتالي فالمقياس الحالي مؤشر واسع بسيطاً ومقاماً، وينبغي أن يتجاوز الـ 20% كحد أدنى ويعني ارتفاعه تحسن سيولة المصرف كما يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات المستخدمة لقياس درجة الأمان في المصرف , وبالتالي فإن احتفاظ المصرف بنسبة سيولة كافية من المفترض أن ينعكس إيجاباً على أداء المصرف و بالتالي على أداء سهمه إلا أن ارتفاع هذه النسبة بشكل كبير عن الحد الأدنى يشير إلى خلل في توظيف الأموال لدى البنك وبالتالي انخفاض في الربحية مما ينعكس سلباً على أسعار أسهمه.

ب- نسبة الودائع تحت الطلب إلى مجموع الودائع:

$$100 \times \frac{\text{الودائع تحت الطلب}}{\text{مجموع الودائع}}$$

نظراً إلى أن الودائع تحت الطلب هي الأكثر تعرضاً لاحتمال السحب، قياساً ببقية أنواع الودائع (التي تؤلف معظم مطلوبات المصرف)، فإن ارتفاع نسبتها إلى مجموع الودائع يعني انخفاض سيولة المصرف.

ج- نسبة الاحتياطيات العاملة إلى مجموع الودائع:

$$100 \times \frac{\text{الاحتياطيات العاملة}}{\text{مجموع الودائع}}$$

تتكون الاحتياطيات العاملة من (النقد في الصندوق + الودائع النقدية لدى المصرف المركزي + الودائع لدى المصارف الأخرى + الشيكات برسم التحصيل) - المجمد في الودائع كاحتياطيات قانونية نقدية لدى المصرف المركزي، وبعبارة أخرى فإنها تساوي (النقد في الصندوق + الحساب الطليق لدى المصرف المركزي + الودائع لدى المصارف الأخرى + الشيكات برسم التحصيل) ..

ومن الضروري هنا أن يشار إلى أن المصارف تضع الودائع لدى المصرف المركزي عادة بما يفوق نسبة الاحتياطي القانوني النقدي، وبخاصة لتغطية حصيلة المقاصة، وغير ذلك من الالتزامات، ويسمى الفارق بين المبلغين بـ "الحساب الطليق"، كما أن ارتفاع هذه النسبة يعني تحسن سيولة المصرف.

2- مؤشرات الأمان:

يقصد بالأمان المصرفي المحافظة على المركز المالي للمصرف في صورة جيدة، وهناك العديد من مقاييس التي يستعملها المصرف لفرض قياس الأمان وإمكانية مواجهة المخاطر والالتزامات التي يتعرض لها ولعل من أهم هذه النيب ما يلي:

أ- نسبة مخاطر رأس المال:

$$100 \times \frac{\text{رأس المال}}{\text{الأصول المرجحة بالمخاطر}}$$

وهذه النسبة تعبر عن كفاية رأس المال المصرفي كما حددتها اتفاقية بازل وهي تتكون من رأس المال الأساسي ورأس المال المساند في البسط، وفي المقام تضم الأصول المرجحة بالمخاطر التي تمثل القروض طويلة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، وتعكس هذه النسبة قدرة رأس مال البنك على تغطية الموجودات الثابتة التي يحتاج إليها المصرف والخسائر التشغيلية الناجمة عن عمليات الاستثمار والاقتراض وغيرها¹، وقد اعتبر الحد الأدنى المقبول لهذه النسبة 8% حسب مقررات لجنة م بازل، وبالتالي المصرف الذي يواجه انخفاض هذه النسبة عن الحد الأدنى المطلوب حلاّن رئيسيان الأول: زيادة رأس ماله الممتلك، والثاني: توظيف جزء أكبر من موجوداته في مجالات أقل مخاطرة، كما أن ارتفاع نسبة الكفاية بشكل ملحوظ عن الحد الأدنى من شأنه أن يخلق تساؤلات حول توظيف الأموال بالبنك وخاصة بالموجودات المرتفعة المخاطر (مقام النسبة) والتي هي عادة ما تحقق الربحية وبالتالي من المفترض ان يؤثر سلباً على الاستثمار في سهم المصرف وبالتالي على سعره، ومن جانب آخر قد يعزى الارتفاع في نسبة كفاية رأس المال لارتفاع حجم رأس المال المصارف، وهنا لا بد من التطرق لأثر الزيادات في رؤوس أموال المصارف على أسعار أسهما حيث تؤدي إلى تراجع في أسعار الأسهم نتيجة انحلال الأرباح بالسهم والبيع الاضطراري لتأمين السيولة اللازمة للاكتتاب في أسهم زيادات رأس المال.

¹ خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية "الطرق المحاسبية الحديثة"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2000م، ص401.

ب- نسبة مخاطر الائتمان:

$$100 \times \frac{\text{إجمالي القروض - مخصصات الديون المشكوك فيها}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وتشير هذه النسبة إلى مدى قدرة البنك على توظيف الأموال المتاحة في عملية الاقتراض، وتشير الأدبيات المالية والاقتصادية أن هناك علاقة عكسية بين مخاطر الائتمان والائتمان المصرفي أو بعبارة أخرى كلما انخفضت قدرة البنك على توظيف أمواله المتاحة (الأصول) في عملية الاقتراض كلما زادت عمليات مخاطر الائتمان وينعكس ذلك على عمليات الائتمان المصرفي حيث سينخفض معدل الحقوق الملكية للأصول الخطرة من جهة، كما سينخفض أيضاً هامش الأمان المصرفي في مقابلة مخاطر الاستثمار والعكس صحيح أي كلما انخفضت عمليات مخاطر الائتمان كلما زادت عمليات الائتمان المصرفي مما ينتج عنه زيادة معدل حقوق الملكية للأصول الخطرة وزيادة هامش الأمان في مقابلة مخاطر الاستثمار 1 .

3- مؤشرات الربحية:

ربحية البنك هي محصلة لمختلف السياسات المتخذة في إدارة مختلف شؤونه، لذا فإن التحليل بالنسب الأخرى (عدا نسب الربحية) يوفر معلومات معبرة عن الطريقة التي يدار بها المصرف، أما نسب الربحية فتعبر عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها إدارة البنك قراراتها الاستثمارية و المالية، و تقيس نسب الربحية مدى كفاءة إدارة المصرف في تحقيق الربح على توظيفات الأموال و على حقوق المالكين . لهذا نجد أن نسب الربحية هي مجال اهتمام المستثمرين و الإدارة والمودعين، فالمستثمرون يتطلعون الى الفرص المربحة لتوجيه أموالهم إليها، و الإدارة

تستطيع التحقق من نجاح سياساته، و المدعون يشعرون بالأمان عند ايداع أموالهم في البنوك القادرة على تحقيق معدلات جيدة من الأرباح، ومن أهم نسب الربحية في البنك:

أ- معدل العائد على الموجودات (ROA):

$$100 \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{متوسط اجمالي الأصول}}$$

وتبين هذه النسبة مدى كفاءة البنك في استخدام الموجودات، وهي ذات فائدة كبيرة في تقييم توظيف البنك لأمواله وتحقيق الأرباح¹.

ونظراً لأن صافي الربح يتولد خلال فترة مالية، لذلك لا يكون من المناسب قياس العائد على الأصول باستخدام اجمالي الأصول في بداية الفترة أو نهايتها لأن كلاً من الرقمين يمثل نقطة واحدة من الزمن ومن خلال وجهة النظر الفنية فإنه يتم حساب العائد على الأصول باستخدام متوسط الأصول التشغيلية، أي الأصول المستخدمة في تمويل الدخل خلال الفترة وليس بدايتها أو نهايتها.

ب- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE):

$$100 \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{متوسط حقوق الملكية}}$$

ويبين هذه المعدل كفاءة إدارة البنك في استثمار أموال المساهمين وقدرتها تحقيق أرباح من تلك الأموال .

¹ محمد مطر، التحليل المالي الاساليب والادوات والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 1997، ص 40.

ويعبر ارتفاع هذا المعدل عن كفاءة الإدارة في استثمار أموال الملاك والمساهمين وبالتالي ضمان عائد مرضي لهم، بالإضافة الى أن ارتفاعه يعطي الثقة للمودعين والجمهور أيضاً وذلك بقدرته البنك على الاستمرار والتوسع ولمنافسة في الأسواق، والعكس يحصل عندما تنخفض هذه النسبة دون المعايير المرغوبة من الملاك والتي تستخدم للمقارنة.

4- مؤشرات السوق:

تعتبر نسب السوق ذات أهمية لحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين، ولمحلي الأوراق المالية. فحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين يهتمهم قياس العائد على الاستثمار في الأسهم، أما محلو الأوراق المالية فيهمه تحليل أداء البنك وتحليل تأثيره على قيمة أسهم البنك، كما يمكن بالإضافة إلى أن نسب السوق مهمة لإدارة البنك لقياس تأثير أداء المنشأة على أسعار الأسهم العادية في السوق، لأن الهدف في الإدارة المالية هو تعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم القيمة السوقية للسهم¹.

وهناك الكثير من النسب المالية التي تكون نسب السوق إلا أن، أهمها:

أ- عائد السهم المادي (EPS):

$$\text{صافي الربح بعد الضريبة} \\ \text{عدد الأسهم المكتتب بها} = \text{حصة السهم من الربح}$$

وتعد نتيجة هذه النسبة مؤشراً مالياً مهماً، وتعكس شكل الأداء الذي مارسه الإدارة وارتفاع هذه النسبة يعد مؤشراً إيجابياً على سلامة وضع البنك وقدرته على تحقيق الأرباح، كما يعتبر العائد على السهم ضرورياً للتنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها ومعدلات النمو المتوقع تحقيقها وكذلك القيمة المستقبلية للسهم.

¹ Brigham. Eugene F., Gapenski, Louis C., Daves. Phillip R., Intermediate Financial Management, Dryden Press, 1999, p 48.

² في حال ارتفاع عدد الاسهم العادية نتيجة للرسملة أو إصدار أسهم منحة أو تجزئة الأسهم وبحسب المعيار المحاسبي الدولي رقم (33) يتم بتعديل عدد الأسهم بأثر رجعي من بداية أول سنة مقارنة.

ب- معدل دوران السهم:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة في السوق لسنة كاملة}}{\text{عدد الأسهم المكتتب بها}} \times 100\% \text{ (أو عدد مرات)}$$

ويعتبر هذا المؤشر مقياساً لحركة السوق المالي بالنسبة لأسهم المصرف، لأنه يؤشر عدد الأسهم المتداولة خلال السنة قياساً بعدد الأسهم المكتتب فيها، ويعني ارتفاع هذا المؤشر سرعة انتشار الأسهم وكذلك احتمال المضاربة فيها بالتالي فهو دليل على الجاذبية التي يتمتع بها السهم وبالتالي على أن البنك أو الشركة تحظى باهتمام الجمهور.

ويذكر أن هذا المؤشر يكتب بعدد المرات في الدول المتقدمة حيث يبلغ عدد الأسهم المتداولة أضعاف عدد الأسهم المكتتب بها. إلا أنه يكتب بنسبة مئوية في الدول العربية¹.

ج- مضاعف السعر السوقي للسهم (مكرر الربحية):

$$\text{مضاعف السعر السوقي للسهم} = \frac{\text{سعر السوق للسهم الواحد}}{\text{الربح الصافي للسهم الواحد}}$$

يعد هذا المؤشر في مقدمة المؤشرات المهمة التي تربط الأرباح الصافية للسهم الواحد وسعره في السوق، ويمكن أن يكون السعر في تاريخ الإقفال للسنة المالية أو متوسط السعر خلال السنة، وهو يعني عدد مرات السعر في السوق إلى الأرباح الصافية للسهم الواحد للسنة المالية، كما يتم نشره في الأسواق المالية المتقدمة على أساس

¹ د، خليل الشماخ، أساسيات العمليات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص1271.

الأرباح الفصلية المعلنه، ويكون هذا المؤشر عالياً للشركات ذات الإقبال العالي على أسهمها بسبب المنافسة على أسعارها (في البسط) بأمل ارتفاع أرباحها وأرباحها الموزعة أو قيمتها السوقية¹.

وبناء على تفسيرات بعض المحللين الماليين في مقارنة النسبة السابقة مع أسعار الفائدة المطروحة، تم الخروج بالنتائج التالية:

• **النسبة غير معرفة** : عادة ما ترمز إلى نسبة القيمة السوقية إلى العائد للشركات مع خسائر أي تحقيق عوائد سلبية، بأنها غير معرفة.

• **النسبة > 5** : قد تكون القيمة السوقية للأسهم منخفضة نتيجة لعوامل مختلفة كالأزمة المالية، عوامل السيولة، أو أن الشركة قد استفادت من عملية بيع بعض الأصول، أو حققت أرباح غير متكررة.

• **النسبة > 10** : بالنسبة إلى هذه القيمة تعتبر الشركات أن السعر السوقي للسهم هو قيمة عادلة .

• **النسبة > 11** : القيمة السوقية لأسهم تلك الشركة مرتفعة، قد يتوقع المستثمرون زيادات في العائدات المستقبلية.

• **النسبة < 17** : القيمة السوقية لأسهم تلك الشركة مرتفعة جداً، نتيجة عمليات المضاربة او محدودية الأسهم المتداولة في السوق².

وبشكل عام، فإن ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى العائد تشير إلى أن المستثمرين يتوقعون ارتفاعاً في نمو الأرباح في المستقبل مقارنة مع الشركات ذات النسبة المنخفضة، ومع ذلك فإنها عادة ما تكون أكثر فائدة للمقارنة بين الشركات في نفس الصناعة، فهي تعتبر كمؤشر للسوق بصفة عامة، مع إظهار التباين

¹ حسني عبد الله شوقي، التمويل والإدارة المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1983، ص54.

² مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار النشر والتوزيع 2010، ص146.

الذي يطرأ على الشركة نفسها، في حين أنه لن يكون مفيداً للمستثمرين استخدام هذه النسبة باعتبارها أساساً للمقارنة بين القطاعات المختلفة، ففي كل صناعة هناك الكثير من أفاق النمو المختلفة، كما أن السمة الرئيسية لسوق الأسهم موجه نحو المستقبل وإلى توقعات التنبؤ .

د- مضاعف سعر السوق للسهم إلى القيمة الدفترية (مكرر القيمة السوقية):

$$\text{سعر السوق للسهم الواحد} = \frac{\text{القيمة الدفترية للسهم}}{\text{عدد مرات}}$$

يعكس هذا المقياس العلاقة بين تقييم السوق المالي للسهم الواحد وبين القيمة الدفترية للسهم، حيث تحسب الأخيرة من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم، ويعني ارتفاع المضاعف أن السوق يقيم السهم بأكثر مما هو مسجل بالدفاتر، والعكس بالعكس.

هـ - عائد التوزيعات للسهم (YPS):

$$100 \times \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

كلما ارتفع هذا المؤشر اعتبر ذلك مؤشراً إيجابياً، حيث أنه ذات دلالة هامة لحملة الأسهم، إذ تمكنهم من تقييم مدى جدوى استثمارهم في أسهم الشركة وذلك في ضوء العائد المتوقع الحصول عليه في الفرص البديلة الأخرى المتاحة لهم فيما لو قاموا ببيع أسهمهم وتحويل المبالغ المحصلة من ذلك للاستثمار في تلك الفرص¹.

¹ محمد نور كرمة، دور التحليل المالي في رفع كفاءة العمل المصرفي واتخاذ قرارات الائتمان والتمويل، محمد نور كرمة، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2009، ص 117.

و - نسبة القيمة السوقية إلى التدفق النقدي:

$$100 \times \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{حصة السهم من التدفق النقدي للأنشطة التشغيلية}}$$

تكتسي هذه النسبة أهمية كبيرة في تقييم جودة أرباح الشركة، حيث تعتمد بشكل أساسي على التدفق النقدي التشغيلي الناتج عن الأنشطة التشغيلية، والذي له أهمية كبيرة في تحديد جودة الأرباح، وكذلك وجود وسيلة لدى الشركة تساعد على النمو وعلى توزيع الأرباح. تتمحور أهمية هذه النسبة في إمكانية احتواء القوائم المالية للشركة على أرباح أو خسائر غير مسجلة، وكذا أرباح وخسائر إعادة التقييم، والتي تؤثر على صافي ربح الشركة، في حين يتم استثناء الأرباح والخسائر غير المسجلة عند احتساب التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية للشركة، التي تأسست لأجلها، وبالتالي إعطاء صورة أوضح للمستثمر من أجل اتخاذ القرار الاستثماري.

عادة ما يتم مقارنتها بنسبة القيمة السوقية إلى العائد، وذلك لإعطاء صورة أفضل للمستثمر عن الوضع المالي للشركات من حيث جودة أرباحها، حيث يعتبر وجود فرق كبير بين هاتين النسبتين مؤشرا لتنبيه المستثمر لأهمية التركيز على رقم صافي الأرباح ودراسة مكوناته والتأكد من جودة الأرباح قبل اتخاذ أي قرار استثماري¹.

1 فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله فلسطين، 2008، ص70.

الفصل الثاني

المبحث الثاني

كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....

ثانياً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية.....

ثالثاً: العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية.....

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يقصد بكفاءة السوق Market Efficiency ان سوق الأوراق المالية تتميز بالقدرة على استيعاب المعلومات المالية المتاحة من المصادر المختلفة والاستفادة من هذه المعلومات في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة, وبالتالي فإن أثر المعلومات المحاسبية والمؤشرات المالية المستخرجة من التقارير المالية للشركات لا يمكن أن تنعكس على أسعار أسهمها إلا في ظل توافر الكفاءة في سوق الأوراق المالية ومن هنا تأتي أهمية الحديث عن كفاءة الأسواق المالية في الجانب النظري من هذا البحث .

فوفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين , وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات , فمن المنطقي أن لا يتحقق لأي منهم السبق في الحصول على تلك المعلومات أو تحليلها , ومن ثم فلن تتاح لأي مستثمر فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين , وإذا ما حدث هذا فيكون مرجعة الصدفة وحدها , وفي بعض الأحيان السرعة في التصرف واتخاذ القرار .

ومن أهم التعريفات الواردة في مجال كفاءة السوق نورد ما يلي:

نظر Beaver¹ لكفاءة السوق على اساس كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات حيث أن أسعار الاستثمارات في فترة معينة تعتمد على المعلومات التي تصل للأفراد خلال هذه الفترة , ويكون السوق غير كفء إذا لاحظ المستثمرون وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها . أي أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه وأثرها على توازن سعر الاستثمارات وقيمتها الحقيقية

¹ Beaver, William H, "Market efficiency", The Accounting Review,(Jan. 1981),PP 24-25.

ويرى Haim, Marshall¹ أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأسهم تنعكس على أسعارها , بمعنى أنه في السوق الكفاء يكون أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في سعره الحالي , وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة .

أيضاً يرى Jensen² أن السوق يكون كفؤاً بالنظر إلى المعلومات المتوفرة , وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية بالاعتماد على هذه المعلومات بمعنى أن متوسط الأرباح الاقتصادية الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي صفراً.

بينما عرف Fama³ السوق الكفاء بأنه ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم , وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل.

وبذلك يمكننا القول أن السوق الكفاء يعني "توافر المعلومات المطلوبة للسوق وبسرعة, وانعكاس أثرها على أسعار الاستثمارات وحجم التعامل في السوق , فكلما زادت كفاءة السوق كلما عكست اثر المعلومات المتاحة بسرعة ودون تحيز وكلما كان حجم التعامل كبيراً".

كما يمكن القول أنه في ظل السوق المالية الكفاء يكون السعر حصيلة تصرفات وسلوكيات المتعاملين بناءً على معلومات متاحة يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازن للورقة المالية , السعر الذي يجعل سعر الورقة في السوق مساوية لقيمتها العادلة أو قريباً جداً منها⁴.

¹ -Prantice, Haim and Marshall Sarnat, :Portfolio And Investment Selection: Theory and Practice ,Hall, Inc.1984),P 60.

² Jensen, Micheal, "Some Annual Evidence Regarding Market Efficiency" , Journal of Financial Economics (June/September 1978),P. 96.

³ Fama Equene, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work " , Journal of Finance , (May , 1970)P.384.

⁴ Blake David , Financial Market Analysis ,McGraw-Hill Blak Company, London,1990,P 243.

كما يعكس سعر السهم في السوق توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية. ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغ فيها.¹

أنواع كفاءة الأسواق المالية: يوجد نوعان من الكفاءة للأسواق المالية، وهما:

● **الكفاءة الكاملة:** تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.

ولتتحقق هذه الكفاءة لابد من توافر شروط أهمها²:

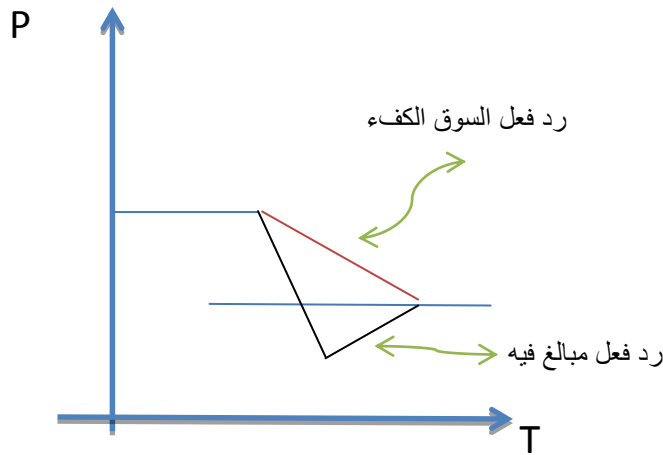
1. توفر المعلومات للجميع وبدون تكلفة لكي تتماثل توقعات المستثمرين جميعهم.
2. عدم وجود قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو الصفقات فيمكن للمستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأسهم بسهولة.
3. عمق السوق بحيث لا يستطيع احد ان يؤثر على الاسعار.

4 22/1/2006 www.arab-api.org/course9/09

² د. نضال الشعار، سوق الأوراق المالية "البورصة" مرجع سبق ذكره، ص135.

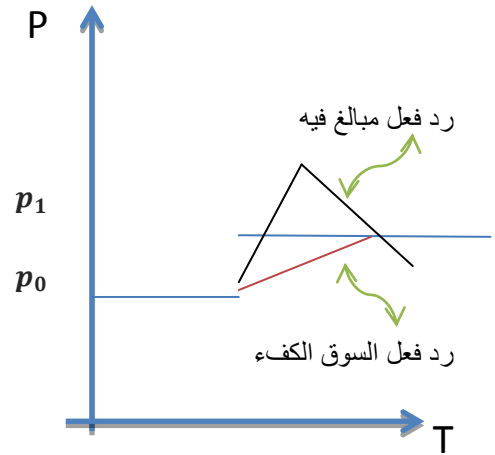
4. أن المستثمرين يتصفون بالرشد، وإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء توظيفهم ثرواتهم.

● **الكفاءة الاقتصادية:** وتعني أن المعلومات تتأخر قليلاً عن الوصول إلى السوق ، ويوجد تباطؤ زمني بين المعلومات الواصلة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، مما يقضي إلى أن الأخيرة قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت ، ولكن بوجود تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجدها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) أو تكاليف أخرى فإن الفرق لن يكون كبيراً إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباحاً طائلة خصوصاً في المدى الطويل، وتقتضي الكفاءة الاقتصادية توافر شرطاً واحداً وهو السعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.



ورود معلومات سلبية

شكل رقم (6) ¹



ورود معلومات ايجابية

1 الشكل رقم (6) يوضح استجابة السوق الكفاء و رد الفعل المبالغ فيه عند ورود معلومات جديدة:

ثانياً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية

مما سبق يتضح أن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق حيث تتعلق فروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنها غير كفاء بالنسبة لنظام آخر لذلك فام الباحثين بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تتمثل في فرض الصيغة الضعيفة وفرض الصيغة متوسطة القوة وفرض الصيغة القوية.

1-فرض الصيغة الضعيفة:

يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار السهم في الماضي بالكامل ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.

ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية وكان الهدف من استخدام هذه النماذج الاحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار ولقد توصلت هذه الدراسات إلى تأكيد صحة فرض السوق الكفاء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدرسة التحليل الفني والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل.

2-فرض الصيغة متوسطة القوة:

يفترض الشكل متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضاً المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية, وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق , وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلاً على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لا يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهذا ما يعرف بالتحليل الاساسي¹.

وفد اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض متوسط القوة كم خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح والتوزيعات أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة لإعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة عند إعداد القوائم المالية .

وقد اختلفت الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث اثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لأن يحقق عائداً متميزاً على حساب الآخرين مما يعتب تأييداً لهذا الفرض , في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي الفرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض متوسط القوة.

¹ د. محمد صالح الحناوي, تحليل وتقييم الأسهم والسندات , الدار الجامعية, كلية التجارة , جامعة الاسكندرية , 2008م, ص 129.

3-فرض الصيغة القوية:

وفقاً لهذا الشكل من فروض السوق الكفاء فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة الوحدة الاقتصادية, أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكنه معرفته عن المنشأة وبالتالي فلن يستطيع أي مستثمر - حتى لو أمتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل - أن يحصل على أي إيرادات غير عادية .

ولقد اهتمت الدراسات التي تهدف إلى اختبار صيغة الفرض القوي بقياس العائد الذي يحققه بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة (أي غير متاحة للسوق ككل) وذلك المؤسسات المالية والمحللين الماليين وكبار العاملين في المشروع (الذين يمتلكون أسهم في هذا المشروع) , وقد اظهرت بعض هذه الدراسات أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق عائد غير عادي يفوق ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية , أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد اظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية , كما توصلت بعض الدراسات إلى أن كبار العاملين يحققون عادة عوائد غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة التي يعملون فيها وقد دفع ذلك الولايات المتحدة إلى اصدار قانون يعاقب كبار العاملين اللذين يستغلون البيانات الخاصة بشركاتهم لتحقيق الأرباح .

وقد جاءت معظم نتائج الدراسات الخاصة بالصيغة القوية في غير صالح هذه الصيغة فالسوق الكامل الكفاءة لا يكون له وجود في العالم الحقيقي, لذلك فإن من قام بوضع هذا الفرض, أوضح أن الصيغة القوية تعتبر صيغة متطرفة للكفاءة قد تتحقق ولكن من الصعب الوصول إليها داخل السوق¹.

1 هناء عبد الطيف ,قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر , رسالة ماجستير , كلية التجارة جامعة الاسكندرية 2001م ,ص31.

ثالثاً: العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية والبيانات المالية

يشير الواقع العملي إلى توافر كفاءة السوق الضعيفة والمتوسطة وندرة وجود كفاء السوق في الصورة القوية, وفي ضوء الصورة المتوسطة لكفاءة السوق نجد ان المعلومات المتاحة تنعكس بوضوح وبدون تحيز في اسعار الاستثمارات, بمعنى أن هناك علاقة ايجابية بين اسعار الاستثمارات, بمعنى أن هناك علاقة ايجابية بين أسعار الاستثمارات وعائدها من ناحية وبين استخدام المعلومات المتاحة عنها من ناحية وبين استخدام المعلومات المتاحة عنها من ناحية أخرى .

حيث تؤدي المعلومات المحاسبية دوراً حيوياً في الكشف عن الحقائق التي يستخدمها المحلل المالي والمستثمر في سبيل الوصول لأسعار التوازن وتحليل الاستثمارات, وتتبع قيمة هذه المعلومات ودورها في تحديد أسعار الاستثمارات من كونها أداة مساعدة للمستثمر في تقدير الربحية والمخاطرة من الاستثمار سواء على مستوى الشركة الواحدة أو على مستوى محفظة الاستثمارات. ولذا فالمعلومات الملائمة لتقدير الربحية والمخاطرة تؤدي إلى خدمة المستثمر في تكوين المحفظة المثلى وكذلك في تمكين السوق من الوصول بالكفاءة والسرعة اللازمة لأسعار التوازن .

وتتعدد مصادر توفير هذه المعلومات ومن أهم هذه المصادر المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية, أي أنه في ضوء السوق المتوسطة الكفاءة تنعكس المعلومات المحاسبية بسرعة وبوضوح في أسعار الاستثمارات كما أن توافر هذه المعلومات بشكل سليم يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق .

اذن هناك علاقة واضحة بين المعلومات المحاسبية وبين كفاءة السوق حيث ترتبط كفاءة السوق بعلاقة مباشرة بالتقارير المحاسبية الخارجية (المنشورة) وبالعلاقة غير مباشرة بالتقارير الداخلية المعدة للإدارة حيث أن

هناك ارتباطاً بين التقارير الداخلية والخارجية، فالبيانات المجمعة عادة لأغراض الاستخدام الداخلي تستخدم في إعداد التقارير لأغراض الاستخدام الخارجي، وبالتالي فإن كفاءة السوق ترتبط بمجال المحاسبة بالكامل. ويمكن اجمال نواحي هذه العلاقة فيما يلي :

- الإفصاح في القوائم المالية وأثره على أسعار الأسهم:
- التحليل المالي و كفاءة سوق الاوراق المالية:

• الإفصاح في القوائم المالية وأثره على أسعار الأسهم

تعد القوائم المالية المنشورة من قبل الشركات مصدراً أساسياً يستخدمه المستثمرون الحاليون والمرتقبون في اتخاذ القرارات التي تتفق مع أهدافهم سواء أكانت متعلقة ببيع أو شراء أو الاحتفاظ بأسهم تلك الشركات بما يتفق مع مصالحهم الخاصة، هذا ويرى Lee¹ أنه في مجال كفاءة السوق يجب عرض البيانات والمعلومات المحاسبية بالقوائم المالية للشركات التي تتداول أسهمها في البورصات في ضوء متطلبات هذه الأسواق، وفي ضوء متطلبات قروض كفاءة السوق¹، إن تطبيق ذلك سيؤدي حتماً إلى تقريب وجهات نظر بين معدي هذه القوائم وخاصة فيما يتعلق ببعض النواحي الشكلية، مثل إظهار بعض العناصر بالقوائم بطريقة ما وادماج بعض العناصر، وذلك لتسهيل إجراء المقارنات السليمة والسريعة، كما أن عرض البيانات والمعلومات المحاسبية في ضوء متطلبات كفاءة السوق يؤدي إلى ضرورة عدم الإفصاح عن المعلومات التي قد وصلت إلى السوق بطريقة ما لأنها تكون قد انعكست فعلاً على الأسعار ويكون نشرها غير ذي فائدة .

Lee ,T .A.;The Role of Accounting and Evidence of The Efficient Market", The Accounting Magazine P.237-240¹ (June 1979)

وهنا يثار تساؤل حول مدى فائدة البيانات والمعلومات المحاسبية بالنسبة للتعامل في السوق وهل تستخدم من جانب السوق أم لا، وتدل الدراسات الميدانية التي أجريت في مجال الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وخاصة تلك المرتبطة بالربحية المحاسبية المعلنة عن وجود ارتباط بين التغير في أرقام الربحية وبين التغيرات في الأسعار مما يشار إلى أثر المعلومات المحاسبية في رفع كفاءة السوق ويمكن تلخيص نتائج بعض هذه الدراسات فيما يلي¹:

- 1- يوجد ارتباط موجب بين اتجاه وحجم التغير في الأرباح المحققة المعلن عنها وبين اتجاه وحجم التغير في أسعار الأسهم في الفترة حول توقيت الإعلان عن هذه المعلومات.
- 2- ان الإعلان عن أرقام الربحية يمد السوق بالمعلومات المناسبة التي تساعد في اتخاذ القرارات بصدد إعادة تكوين محافظ الاستثمارات، كما أن حجم التعامل في أسهم الشركة في فترة نشر القوائم المالية وبعدها يزداد مما يدل على أن الأرقام المحاسبية قد استخدمت في التعامل .
- 3- توجد بعض الأدلة التي تشير الى أن هناك تأثيراً على حجم التعامل والأسعار التي يحددها السوق نتيجة نشر المعلومات في التقارير الربع سنوية .
- 4- هناك ارتباط موجب بين حجم واتجاه التغير في التوزيعات المعلنة، وبين اتجاه وحجم التغير في العائد المتوقع من السهم، أي أن السوق يعتبر قيمة الأرباح الموزعة المعلن عنها معلومات ملائمة لتقييم السهم.

¹ Lee ,T. A.;The Role of Accounting and Evidence of The Efficient Market", The Accounting Magazine P.237-240 (June 1979)

وهذه النتائج تعتبر أساساً للتدليل على مدى كفاءة السوق المالية في استجابتها للمعلومات المحاسبية وكذلك على مدى فائدة المعلومات المحاسبية للسوق المالية.

فالارتباط الموجب بين أسعار التعامل ونشر المعلومات المحاسبية يعتبر دليلاً على أن السوق استخدمت هذه المعلومات في التوصل إلى قرار التعامل.

وفي هذا السياق لا بد من الحديث عن أثر الطرق والسياسات المحاسبية على أسعار الأسهم في السوق المالية حيث إن السياسات المحاسبية التي تختارها الشركات تؤثر على نوعية المعلومات المحاسبية المنشورة في قوائمها المالية وفعاليتها وكميتها، فكما هو معلوم أن مبادئ المحاسبة تعطي الحرية للشركات للمفاضلة والاختيار من بين الطرق والسياسات المحاسبية البديلة المتعلقة بالقياس وتحديد قيم العديد من البنود المالية¹، إن اختيار سياسة ما يؤثر على الأرقام المحاسبية التي تظهر بالتقارير المالية، مثل صافي الربح وبالتالي ربح الأسهم بالإضافة لانعكاسها على المؤشرات المالية المعتمدة على القوائم المالية .

وقد تعرض موضوع السياسات المحاسبية ، سواء على المستوى الأكاديمي أو الممارسة العملية للعديد من المناقشات والجدل حول أثر الانتقال من سياسة لأخرى على الوضع الاقتصادي الحقيقي وما إذا كان المستثمر يتأثر به وبدرجة انعكاسه على الأرقام المحاسبية . فالإدارة عادة تلجأ إلى استخدام الأساليب و السياسات المحاسبية التي تمكنها من عرض أفضل النتائج في تقاريرها المالية وخدمة الأهداف الادارية والمصالح الذاتية إلى جانب خلق أثر ملائم لدى السوق عند تسعير أسهم الشركة .

وقد اهتمت المجامع والهيئات العملية بهذا الموضوع ، فتجد على سبيل المثال التوصية رقم (15) الصادرة عن معهد الخريجين المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز اكدت على ضرورة الإفصاح عن السياسات المحاسبية

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، جامعة عين شمس، كلية التجارة، مصر، 1998، ص81.

المستخدمة في انتاج المعلومات المحاسبية المستخدمة في انتاج المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية للشركة مع ضرورة الاستمرار في تطبيق نفس السياسة من عام لآخر, على أنه اذا غيرت الشركة سياستها المحاسبية المتعلقة بإعداد بعض البنود الواردة في القوائم فإنه يتعين عليها اظهار ذلك التغير وأثره في تقاريرها المالية¹, كما أكد على ذلك أيضا مجلس معايير المحاسبة المالية بأمريكا "FASB"

وقد تمت دراسات عديدة لبيان أثر التغيرات في السياسات و الطرق المحاسبية على أسعار الاستثمارات وكفاءة السوق وكانت نتائجها كما يلي²:

1- توجد تغيرات في السياسات والطرق المحاسبية ليس لها أثر اقتصادي حقيقي بمعنى أنها لا تؤثر على توقعات التدفقات النقدية المستقبلية للشركة أو المستثمر , ومن أمثلة هذه البدائل المحاسبية طرائق قياس استهلاك الأصول الثابتة أو رسمة تكاليف البحوث و التطوير .

2- توجد تغييرات في السياسات والطرق المحاسبية لها أثر اقتصادي حقيقي ينعكس على التدفقات النقدية المستقبلية ومن أمثلة ذلك التحول من طريقة الوارد أولاً صادر أولاً الى طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً بغرض تسعير المخزون السلعي ,حيث يؤدي ذلك الى تحقيق وفورات ضريبية تتمثل في تخفيض الربح الخاضع للضريبة في سنة التغير و ذلك لتخفيض الربح المحقق مالياً, في فترات أسعار المخزون ,وهذا سوف ينعكس على تحسين التدفقات النقدية للمنشأة .

3- ان تأثر السوق المالية بالأرقام المعدة بأسس مختلفة ليس آلياً, بمعنى أن المستثمر الواعي عادة ما يدفع في كيفية تحديد أرقام الربحية وخاصة بالنسبة لتلك التغيرات المؤثرة على التدفقات النقدية المستقبلية ,في حين أنه قد لا يستطيع اكتشاف التغير في السياسات والتي ليس لها أثر اقتصادي.

¹ Seed III ,Allan H, "The Rational Abuse of Accounting Information", Management Accounting (jan 1970),p.10.

² Jensen, Micheal, "Some Annual Evidence Regarding Market Efficiency", Journal of Financial Economics (June/September 1978),P. 96.

4- يجب استخدام الطرق والسياسات المحاسبية التي ترتبط أكثر بأسعار الاستثمار ذلك طبقا لاعتبارات كفاءة سوق الأوراق المالية, ففي ضوء الطرق والسياسات المتعددة وعدم القدرة على تفضيل طريقة على أخرى , فإنه يتم الرجوع في ذلك الى قياس العلاقة بين الأرقام الناتجة عن طريقة معينة وبين أسعار الأوراق المالية ويتم اختيار تلك الطريقة التي تعطي أعلى معامل ارتباط موجب .

وفي ضوء ما سبق نجد أن كفاءة السوق في الصورة المتوسطة لها عدة اثار من الناحية المحاسبية مثل :

1- ان الافصاح الاضافي عن معلومات سبق نشرها متعلقة بالشركة لن يكون لها قيمة أو أثر في أسعار الاستثمارات لأنها سبق وأن انعكست في أسعار هذه الاستثمارات .

2- أن الاختيار من بين السياسات والبدائل المحاسبية يكون في ضوء متطلبات السوق الكفاء ,أي أن كفاءة السوق تكون أساسا للاختيار بين طرق إعداد القوائم والتقارير التي تؤدي الى تحقيق أسعار التوازن.

3- تمدنا الأبحاث حول كفاءة السوق بطرق وأسس هامة يمكن بواسطتها فهم دور المعلومات المحاسبية الخارجية منها:

أ- تمدنا بالعديد من طرق البحث التي يمكن بواسطتها فهم دور المعلومات وتحديد العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار الاستثمارات الموجودة بالسوق.

ب- تمدنا بالأساس المنطقي والاقتصادي لاستخدام تلك الطرق ومبررات استخدامها وذلك من حيث أثرها على متطلبات كفاءة الأسواق ,وان الأبحاث المحاسبية في الفترة السابقة لظهور فروض كفاءة السوق

كانت تعتمد على الجدل النظري الفلسفي فقط ,أما بعد ظهور فروض كفاءة السوق فقد وجد الاساس المنطقي لتبرير هذه الطرق .

• التحليل المالي و كفاءة سوق الاوراق المالية

اتضح من مناقشة صور كفاءة سوق الأوراق المالية ,وبصفة خاصة الصورة المتوسطة, إن الأسعار التي يتم التعامل على أساسها تعكس كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين ,وبالتالي لا يتمكن أي مستثمر من تحقيق عائد غير عادي بانتظام عن طريق التحليل المالي أو غيره . وهذا دفع بالبعض القول بعدم فائدة التحليل المالي في ظل ظروف كفاءة السوق .

إن التحليل المالي لتقييم الاستثمارات بالدقة الكافية يعكس أثر المعلومات المتاحة واي معلومات جديدة ,أي أنه يساعد في تحقيق كفاءة السوق .

إن التحليل المالي ليس فقط ضروريا لخلق سوق مالية ذات كفاءة عالية وانما أيضا سوف يعود بالنفع على المحلل المالي للأسباب التالية¹:

1- السوق المالية لن تتحقق لها الكفاءة الا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنه تتفوق على توقعات الآخرين ولذلك فهم دائما يبحثون عن توقعات أفضل عن معلومات , ويقومون بإجراء التحليلات وبذلك يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق وزيادة كفاءته ,وبالتالي فان سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات اضافية (حتى من المصادر الخاصة) وتحويلها الى معلومات عامة (عن طريق التداول)سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي

¹ د. عصام فهد العريبي, الاستثمار في بورصات الأوراق المالية, مرجع سبق ذكره, ص68.

وهكذا فإن التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة السوق . كما أن كفاءة السوق تساعد المحلل المالي في تحقيق اقتصاديات انتاج المعلومات اللازمة للاستخدام في الأسواق المالية.

2- هناك فرصة في الأجل القصير أمام المحللين الماليين لتحقيق بعض المكاسب نتيجة سعيهم للتوصل الى توقعات أفضل .

3- للمحللين الماليين دور هام في اكتشاف الأسهم التي يخطئ السوق في تسعيرها وذلك من خلال مراحل نظرية المحفظة , كما أنهم باستخدام أساليب التحليل المستحدثة يساعدون في رفع كفاءة محافظ الأوراق المالية ويرتبط ذلك بكفاءتهم في تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات والتي قد لا تكون متاحة لغيرهم نظرا لارتفاع تكاليف الحصول عليها

4- لم تختبر فروض كفاءة السوق ولم تتحقق الا في الأسواق الرئيسية الكبيرة (مثل بورصة لندن ونيويورك) بينما اتضح أن البورصات الناشئة في الدول النامية (مصر والكويت مثلا) تقل درجة كفاءتها, وبالتالي فإن التحليل المالي يمكن أن يلعب دورا كبيرا في تطوير كفاءة هذه الأسواق .

وأخيرا يمكن القول ان التحليل المالي له دور هام في كفاءة سوق الأوراق المالية ويجب تطويره كلما ارتفعت كفاءة السوق , ففي الأسواق الضعيفة الكفاءة يمكن للمحلل المالي عن طريق استخدام مدخل التحليل الأساسي "تحليل العوامل الأساسية" انتاج معلومات واستخدام التحليلات التقليدية في تحقيق توازن أسعار الاستثمارات وبالتالي رفع كفاءة هذه الأسواق, بينما في الأسواق ذات الكفاءة العالية فلا تكون هناك فاعلية كبيرة لأدوات التحليل المالي التقليدية, ولذا فإنه يجب على المحلل المالي استخدام مهاراته وأدوات التحليل المتطورة وذلك لتقييم العائد من عملية التحليل المالي واستمرار كفاءة السوق.

الفصل الثالث

الدراسة العملية واختبار الفرضيات

المبحث الأول: تحليل أداء سوق دمشق للأوراق المالية

المبحث الثاني: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج

الفصل الثالث

المبحث الأول

تحليل أداء سوق دمشق للأوراق المالية

..... أولاً: الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

..... ثانياً: أداء سوق دمشق للأوراق المالية.

أولاً: الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق المالي لغاية نهاية عام 2014 / 24 شركة، تتوزع على 5 قطاعات هي:

- القطاع الزراعي.
- القطاع الصناعي.
- قطاع البنوك.
- قطاع التأمين.
- قطاع الخدمات.

وفي ما يلي الجدول رقم (1) يبين الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لغاية تاريخ إعداد البحث.

الجدول رقم (1)¹

نوع القطاع	تاريخ الإدراج	السوق	رمزها	اسم الشركة
قطاع البنوك	10-03-2009	موازي-أ	ARBS	البنك العربي - سورية
	02-04-2009	نظامي	IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل
	10-03-2009	نظامي	BSO	بنك سورية والمهجر
	10-03-2009	نظامي	BASY	بنك عودة - سورية
	10-03-2009	نظامي	BBSF	بينك بيمو السعودي الفرنسي
	04-07-2010	موازي-أ	BOJS	بنك الأردن - سورية
	16-12-2010	نظامي	SHRQ	بنك الشرق
	22-12-2009	موازي-أ	BBS	بينك بيلوس - سورية
	04-06-2009	نظامي	SIIB	بينك سورية الدولي الإسلامي
	15-08-2010	موازي-ب	SGB	بنك سورية والخليج
	26-04-2010	نظامي	QNBS	بنك قطر الوطني - سورية

¹ المصدر من إعداد الباحث

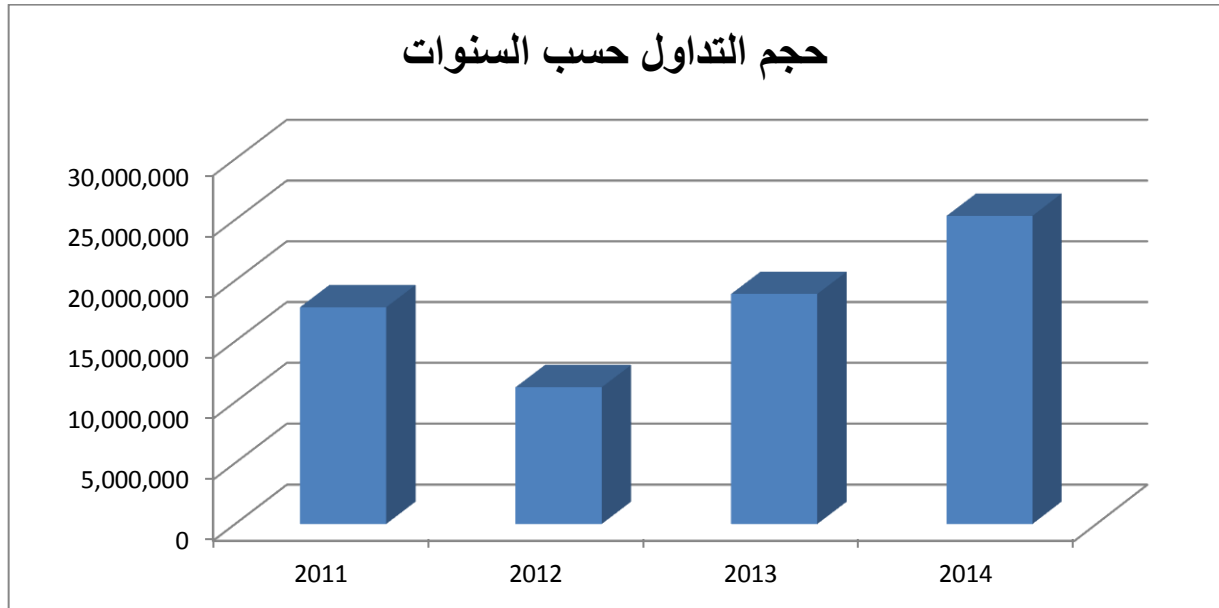
	23-01-2011	نظامي	FSBS	فرسبنك - سورية
	25-05-2014	نظامي	CHB	بنك الشام
	15-10-2014	نظامي	BBSY	بنك البركة - سورية
شركة التأمين	22-04-2010	نظامي	AROP	السورية الدولية للتأمين - أروب
	21-06-2010	نظامي	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين
	02-07-2009	نظامي	UIC	الشركة المتحدة للتأمين
	05-09-2010	موازي-أ	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي
	27-07-2011	موازي-ب	SAIC	شركة الاتحاد التعاوني للتأمين
	13-05-2012	موازي-أ	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين
قطاع الخدمات	10-032010	موازي-ب	UG	المجموعة المتحدة للنشر والاعلان والتسويق
	10-032010	موازي-أ	AHT	الشركة الأهلية للنقل
القطاع الزراعي	16-04-2009	نظامي	NAMA	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات- نماء
القطاع الصناعي	15-06-2009	نظامي	AVOC	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت

نلاحظ من الجدول أنه لا توجد أي شركة مدرجة من قطاعات التجارة أو السياحة أو النفط والغاز أو البناء والتشييد أو الاتصالات أي أن السوق لا تمثل الوجه الحقيقي للاقتصاد السوري.

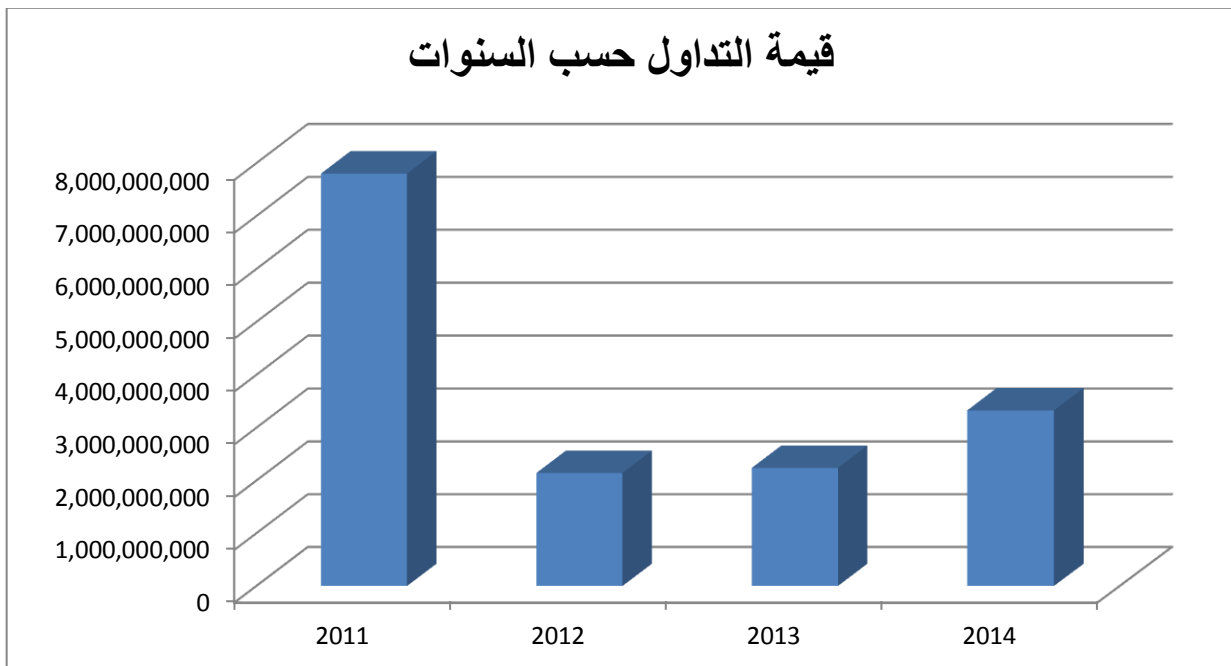
ثانياً: أداء سوق دمشق للأوراق المالية

سجل عام 2014 تداولات بقيمة 3.3 مليار ليرة سورية، وحجم 25 مليون سهم موزعاً على 6,854 صفقة، في حين بلغت التداولات الإجمالية في عام 2013 مقدار 2.2 مليار ليرة سورية بحجم 18.8 مليون سهم من خلال 11,384 صفقة، وفي عام 2012 بلغت قيمة التداولات الإجمالية 2.1 مليار ليرة سورية من خلال 8,334 صفقة، وفي حين أنه في عام 2011 بلغت قيمة التداولات الإجمالية 7.8 مليار ليرة سورية من خلال 41,123 صفقة، حيث يلاحظ الانخفاض في حجم الصفقات ومقدار التداولات خلال سنوات الأزمة الاقتصادية وما تبعها من انخفاض السيولة بيد المستثمرين، وتخوف جزء كبير منهم، وانتشار حمى البيع، والإحجام عن الشراء إلى جانب انخفاض القوة الشرائية لليرة السورية، وارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية وغيرها من العوامل ساهمت بشكل كبير في تراجع أداء سوق دمشق للأوراق المالية .

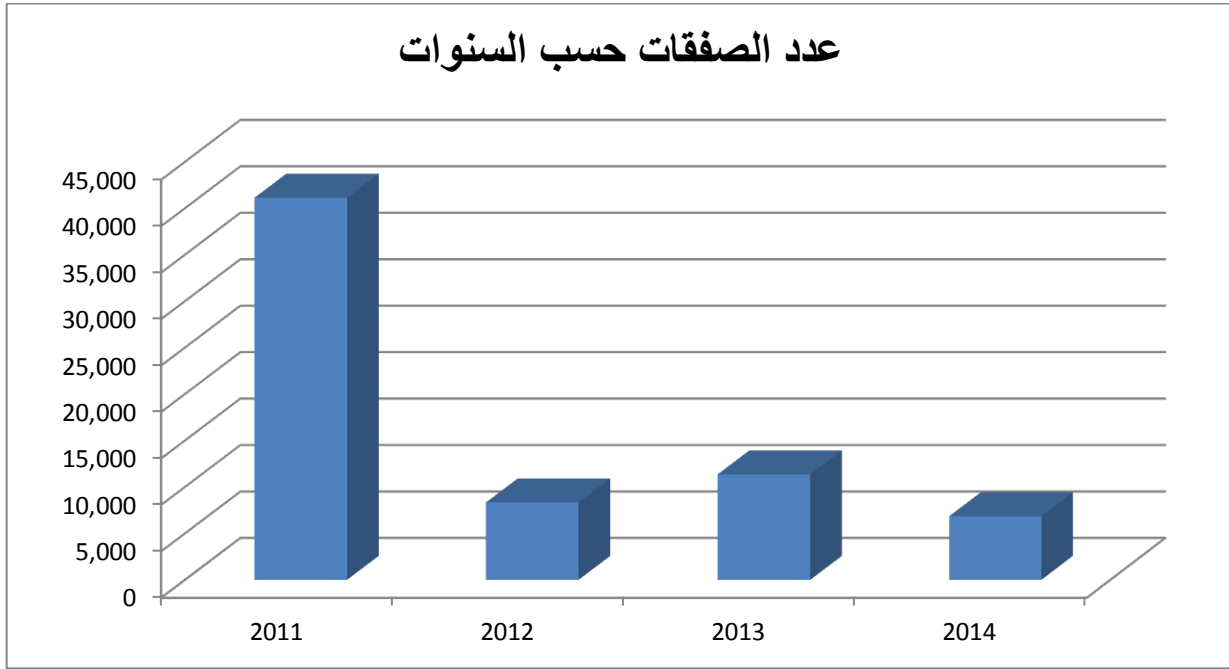
وفي ما يلي أشكال بيانية تبين تطور كل من حجم التداول وقيمة التداول وعدد الصفقات خلال السنوات الأخيرة.



شكل رقم (7)



شكل رقم (8)

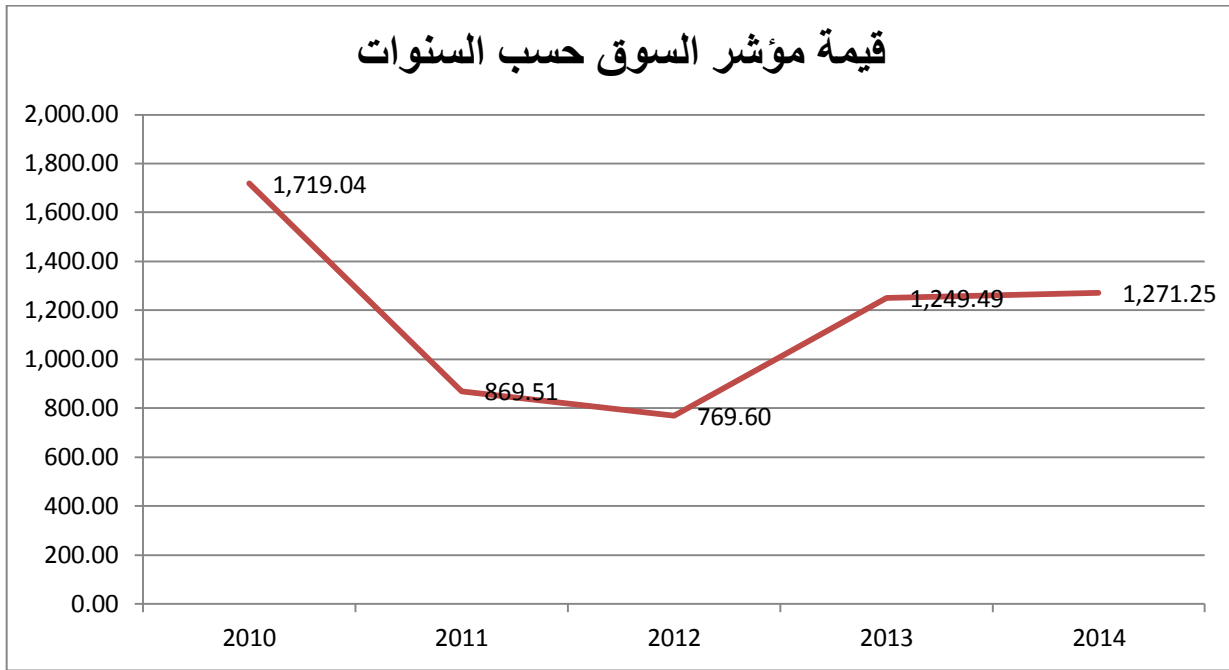


شكل رقم (9)

وقد ارتفعت القيمة السوقية للسوق في عام 2014 بنسبة 11.27% عن عام 2013 مسجلة 132 مليار ليرة سورية مقابل 119 مليار ليرة سورية عام 2013 في حين أنها سجلت حوالي 74 مليار ليرة سورية نهاية عام 2012، و 82.6 مليار ليرة سورية نهاية عام 2011، و 144 مليار ليرة سورية نهاية عام 2010، حيث يلاحظ الانخفاض الحاد خلال السنوات الأولى للأزمة والعودة للتحسن خلال عام 2014.

كما ارتفعت قيمة المؤشر بنسبة 1.74% خلال عام 2014 حيث بلغ 1,271.25 نقطة مقابل 1,249.49 نقطة في عام 2013، وبلغ عدد الحسابات الإجمالية للمستثمرين المفتوحة لدى الوسطاء خلال عام 2014 حوالي 1,683/ حساباً، أي بزيادة 83% عن العام الماضي.

وفي ما يلي شكل بياني يبين تطور قيمة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال السنوات الأخيرة.



شكل رقم (10)

وبالوقوف على أداء سوق دمشق للأوراق المالية خلال العام الأخير المنصرم 2014 نلاحظ بأن قطاع البنوك سيطر على معظم التداولات من ناحية قيمة التداول في العام 2014، حيث استحوذ على ما يقارب (80.45%) من قيمة التداولات العام، وجاء في المرتبة الثانية قطاع التأمين بنسبة (18.82%) ويليه القطاع الزراعي بنسبة (0.64%) في حين لم تتجاوز حصة كل قطاع من القطاعات المتبقية (1%). والجدول التالي يبين نصيب كل قطاع من تداولات العام 2014.

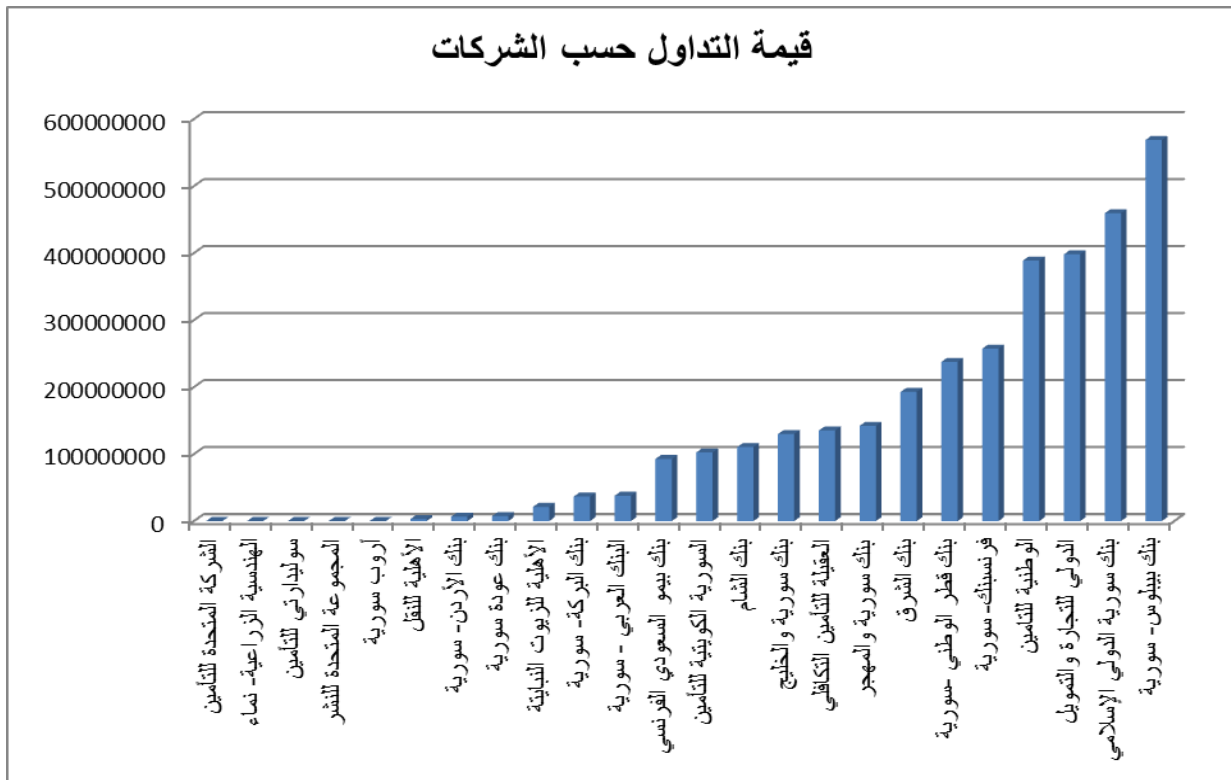
القطاع	حجم التداول	قيمة التداول	عدد الصفقات
البنوك	79.44%	80.45%	93.01%
التأمين	20.08%	18.82%	4.86%
الزراعي	0.07%	0.09%	0.60%
الخدمات	0.41%	0.64%	1.52%
الصناعي	0.00%	0.00%	0.00%

100.00%	100.00%	100.00%	المجموع
---------	---------	---------	---------

الجدول رقم (2)

وبالانطلاق من توزيع قيم التداولات حسب الشركات المدرجة، نلاحظ أن بنك بيبيلوس -سورية قد سجل أعلى قيمة تداولات بين الشركات المدرجة خلال العام 2014، مسجلاً /568, 752, 374/ ل.س، يليه بنك سورية الدولي الإسلامي بقيمة تداولات بلغت /459, 402, 210/ ل.س، من ثم المصرف الدولي للتجارة والتمويل بقيمة تداولات بلغت /398, 059, 772/ ل.س فالشركة الوطنية للتأمين بقيمة تداولات بلغت /388, 782, 155/ ل.س.

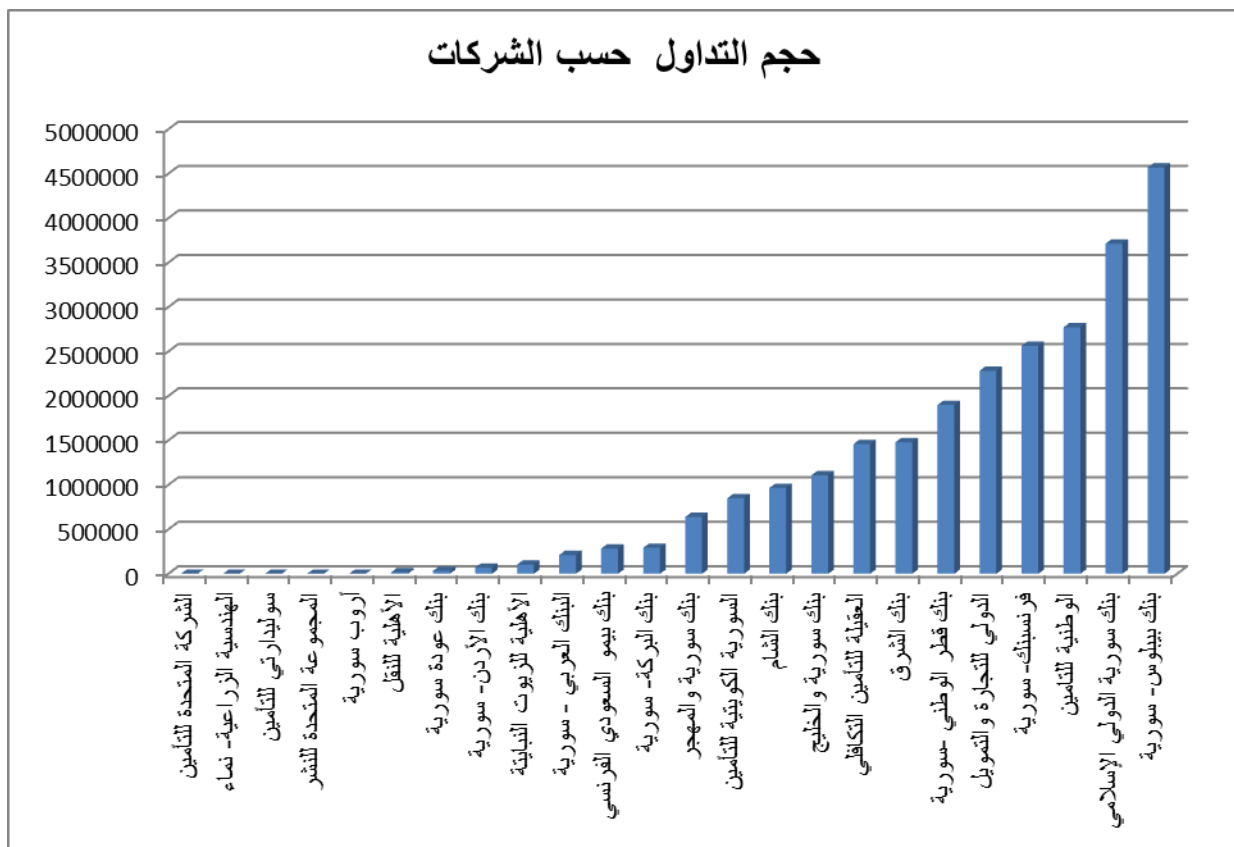
والشكل البياني التالي يبين قيمة التداولات في السوق موزعة حسب الشركات المدرجة خلال العام 2014:



شكل رقم (11)

وكذلك الأمر بالنسبة لحجم التداول نلاحظ بأن بنك بيبيلوس قد سجل أعلى حجم تداول بين الشركات المدرجة حيث بلغ حجم التداول /4,569,522/ سهم، وجاء في المرتبة الثانية بنك سورية الدولي الإسلامي بحجم تداول بلغ /3,713,139/ سهم، ومن ثم الشركة الوطنية للتأمين بحجم تداول بلغ /2,773,365/ سهم.

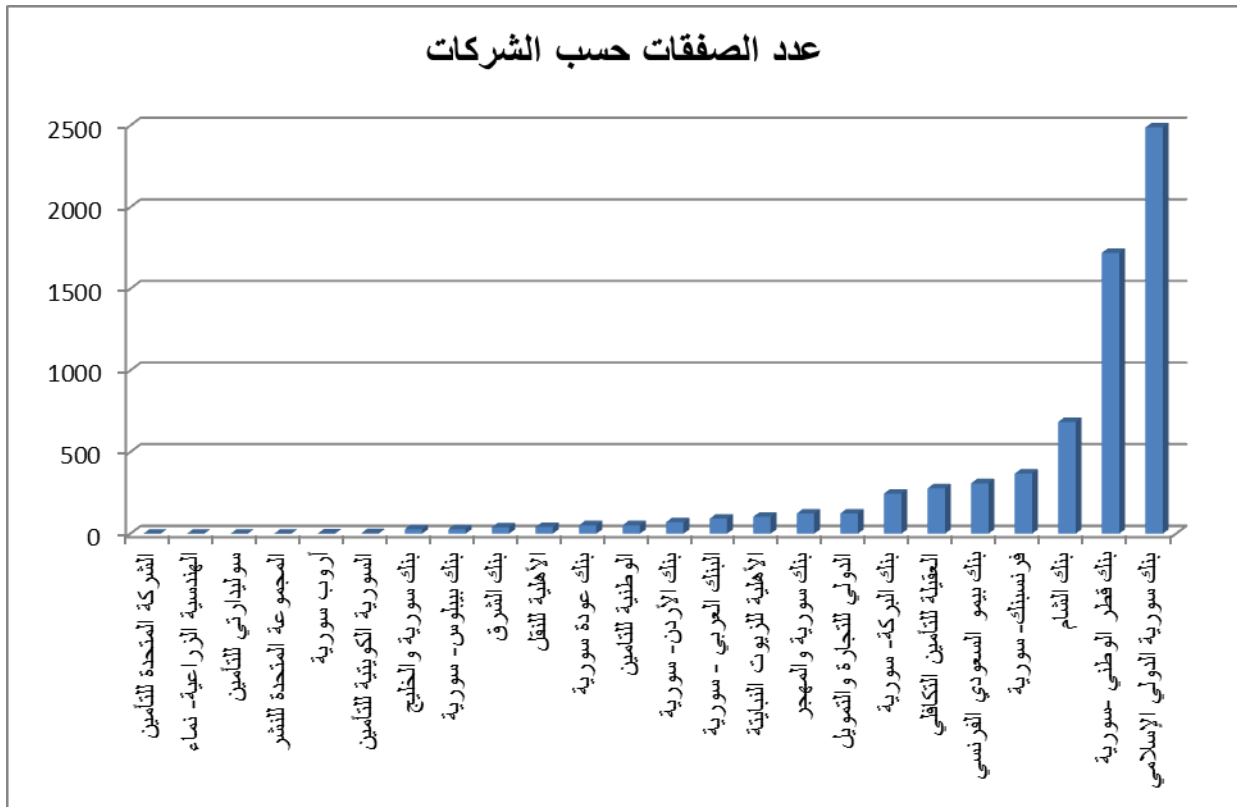
والشكل البياني التالي يوضح توزيع حجم التداول خلال العام 2014 حسب الشركات :



شكل رقم (12)

أما فيما يتعلق بتوزيع عدد الصفقات حسب الشركات المدرجة، فنلاحظ أن بنك سورية الدولي الإسلامي قد سجل أعلى عدد صفقات خلال العام 2014 بلغت /2,488/ صفقة يليه بنك قطر الوطني بقيمة /1,720/ صفقة، ومن ثم بنك الشام بقيمة /685/ صفقة.

والشكل البياني التالي يوضح توزيع عدد الصفقات التي تمت خلال العام 2014 حسب الشركات :



شكل رقم (13)

الفصل الثالث

المبحث الثاني

المبحث 1 لثاني: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج

- أولاً: اختبار (Kolmogorov-smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات
- ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط
- ثالثاً: اختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد
- رابعاً: النتائج والتوصيات

اشتملت الدراسة على ثمانية متغيرات مستقلة ومتغيراً تبعاً , وحددت المتغيرات المستقلة في العائد على السهم , العائد على حقوق الملكية, القيمة الدفترية للسهم, حجم الموجودات, مكرر ربحية السهم, نسبة السيولة, نسبة المخاطر الائتمانية, نسبة كفاية رأس المال, أما المتغير التابع فتمثل في السعر السوقي للسهم. وللإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها قام الباحث باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة والتي تتألف مما يلي:

أولاً: اختبار (Kolmogorov-smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات.

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط.

ثالثاً: اختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد.

رابعاً: النتائج والتوصيات.

أولاً: اختبار (Kolmogorov-smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات.

لأغراض التحقق من موضوعية نتائج الدراسة فقد تم إجراء اختبار (Kolmogorov-smirnov) , وذلك للتحقق من خلو بيانات الدراسة من المشاكل الإحصائية التي قد تؤثر سلباً على نتائج اختبار فرضيات الدراسة, ويشترط هذا الاختبار توفر التوزيع الطبيعي في البيانات, ويعكس ذلك ينشأ ارتباط مزيف بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة, وبالتالي يفقد الارتباط قدرته على تفسير الظاهرة محل البحث أو التنبؤ بها وكما هو موضح بالجدول رقم (3)

المتغير	Kolmogorov-smirnov	sig. *	النتيجة
العائد على السهم	0.071	0.20	يتبع التوزيع الطبيعي
العائد على حقوق الملكية	0.118	0.02	لا يتبع التوزيع الطبيعي
القيمة الدفترية للسهم	0.133	0.01	لا يتبع التوزيع الطبيعي
حجم الموجودات	0.095	0.20	يتبع التوزيع الطبيعي
مكرر ربحية السهم	0.284	0.00	لا يتبع التوزيع الطبيعي
نسبة السيولة	0.13	0.20	يتبع التوزيع الطبيعي
نسبة المخاطر الائتمانية	0.149	0.00	لا يتبع التوزيع الطبيعي
نسبة كفاية رأس المال	0.183	0.00	لا يتبع التوزيع الطبيعي
القيمة السوقية للسهم	0.116	0.073	يتبع التوزيع الطبيعي

الجدول رقم (3)

وبالنظر إلى الجدول رقم (3) يتبين أن كل من العائد على السهم وحجم موجودات البنك ونسبة السيولة بالإضافة إلى القيمة السوقية للسهم تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أن نسب التوزيع الطبيعي لكل منها أكبر من (0.05) وهو المستوى المعتمد في المعالجة الإحصائية لهذه الدراسة , وعليه سيتم اختبار الفرضيات الأولى والرابعة والسادسة أي التحقق من أثر كل من العائد على السهم وحجم الموجودات ونسبة السيولة على القيمة السوقية للسهم أما باقي الفرضيات فسيتم إهمالها كون المتغيرات المستقلة التي تحتويها لا تخضع للتوزيع الطبيعي.

* يكون التوزيع طبيعياً إذا كان مستوى الدلالة < 0.05 .

ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط

1- اختبار الفرضية الأولى

الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على السهم والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين العائد على السهم (EPS) والقيمة السوقية للسهم، وكما هو موضح بالجدول رقم (4).

جدول رقم (4)

تحليل الانحدار الخطي البسيط بين العائد على السهم والقيمة السوقية للسهم

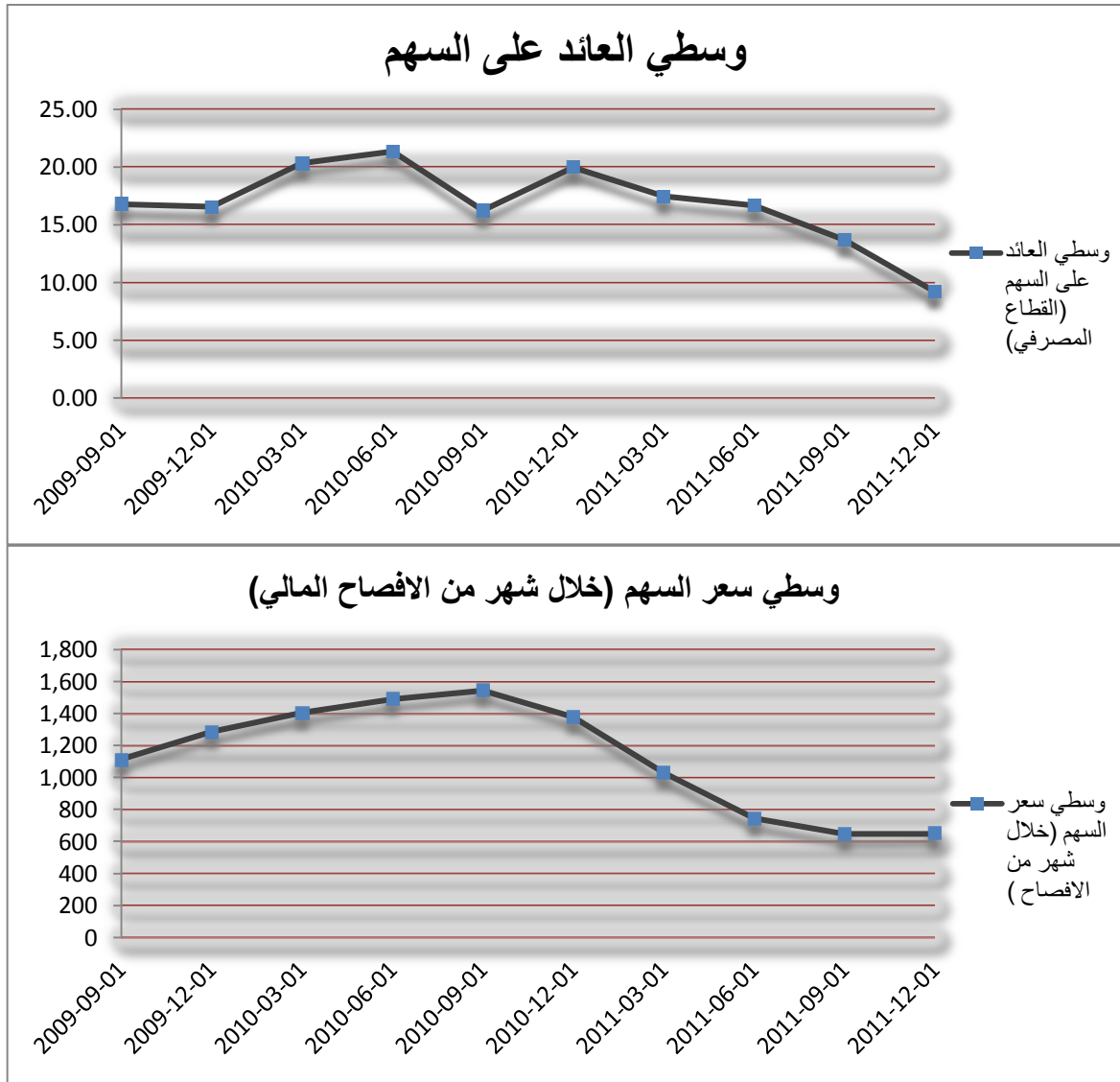
المتغير المستقل	(R) الارتباط	(R square) معامل التحديد	β_0 ثابت المعادلة	β معامل الانحدار	مستوى sig.* الدلالة
العائد على السهم (EPS)	0.353	0.124	921.206	12.747	0.003

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$

يوضح الجدول (4) العلاقة بين العائد على السهم والقيمة السوقية للسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين العائد على السهم و القيمة السوقية للسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R (0.353) عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$ وبمعامل تحديد (R square) بلغ (0.124)، أي أن ما قيمته (12.4%) من التغيرات في القيمة السوقية للسهم ناتج عن التغير في العائد على السهم، كما بلغت قيمة درجة التأثير β (12.747)، وهذا يعني أنه كلما ازداد العائد على السهم بمقدار وحدة يؤدي ذلك إلى زيادة في القيمة السوقية للسهم بمقدار (12.747) وحدة، وذلك ضمن معادلة الانحدار البسيط التالية:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = 921.206 + 12.747 \times \text{العائد على السهم (EPS)}$$

في ما يلي الشكل رقم (14) والذي يبين تطور وسطي العائد على السهم بالمقارنة مع وسطي سعر السهم للقطاع المصرفي.



شكل رقم (14)¹

¹ يبين الشكل مقارنة لتطور كل من العائد على السهم والسعر السوقي للسهم (خلال شهر من الإفصاح المالي) وذلك بالنسبة للقطاع المصرفي الخاص.

2- اختبار الفرضية الرابعة

الفرضية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الموجودات لبنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين حجم الموجودات للبنك (TA) والقيمة السوقية للسهم، وكما هو موضح بالجدول رقم (5).

جدول رقم (5)

تحليل الانحدار الخطي البسيط بين حجم الموجودات والقيمة السوقية للسهم

المتغير المستقل	(R) الارتباط	(R square) معامل التحديد	β_0 ثابت المعادلة	β معامل الانحدار	sig.* مستوى الدلالة
حجم موجودات البنك (TA)	0.459	0.210	565.011	8.45E-09	0.000

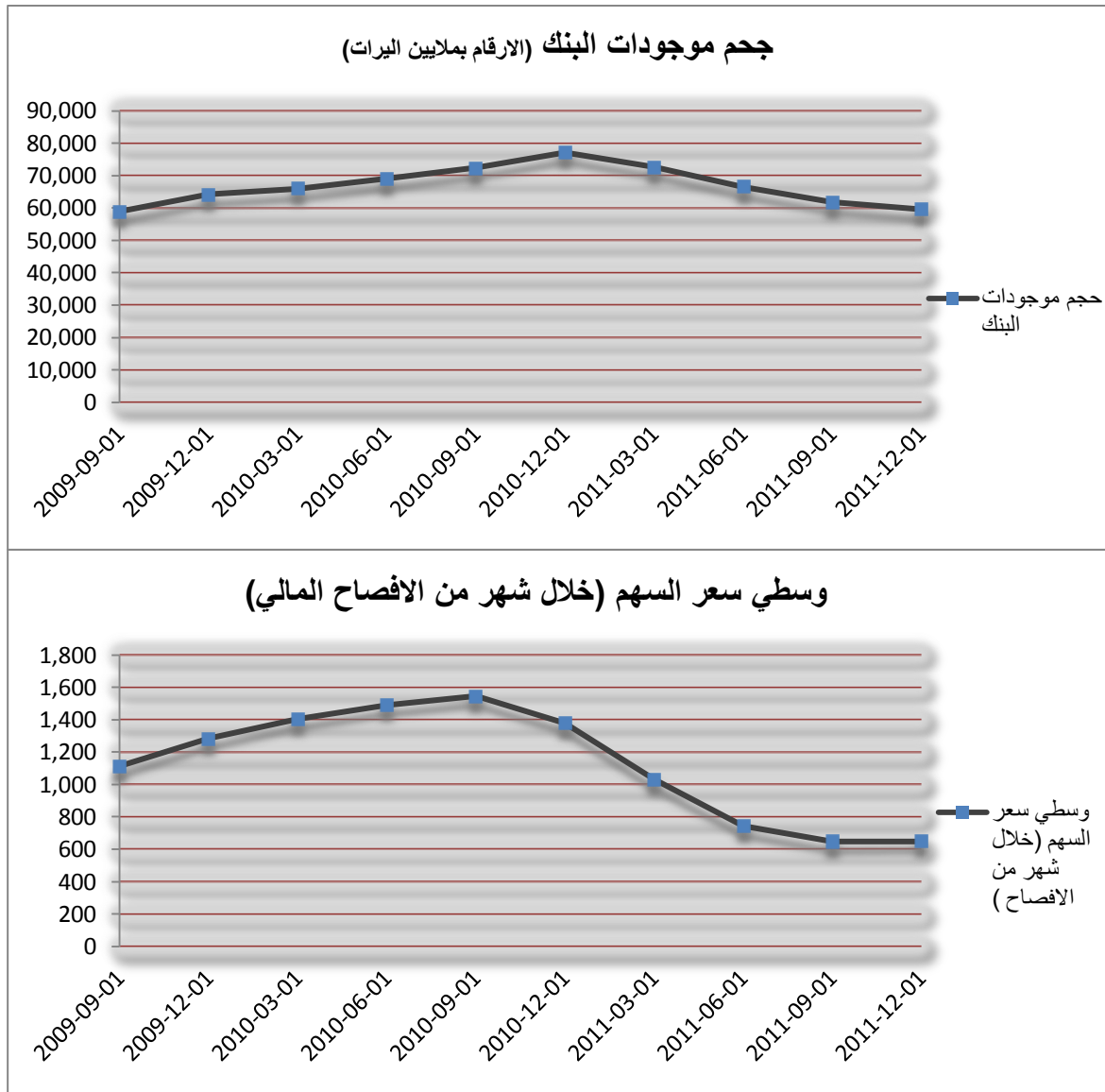
* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$

يوضح الجدول (7) العلاقة بين حجم موجودات البنك والقيمة السوقية للسهم، حيث اظهرت نتائج التحليل الاحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين حجم موجودات البنك و القيمة السوقية للسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R (0.459) عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$ وبمعامل تحديد (R square) بلغ (0.210)، أي أن ما قيمته (21.0%) من التغيرات في القيمة السوقية للسهم ناتج عن التغير في حجم موجودات البنك، كما بلغت قيمة درجة التأثير β (8.45E-09)، وهذا يعني أنه كلما ازدادت موجودات البنك بمقدار وحدة واحدة يؤدي ذلك إلى زيادة في القيمة السوقية للسهم بمقدار (8.45E-09) وحدة، وذلك ضمن معادلة الانحدار البسيط التالية:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = 8.45\text{E}-09 \times \text{حجم موجودات البنك (TA)} + 565.011$$

$(\alpha \geq 0.05)$.

وفي ما يلي الشكل رقم (15) الذي يبين تغير وسطي حجم الموجودات بالمقارنة مع وسطي سعر السهم للقطاع المصرفي.



شكل رقم (15)¹

¹ يبين الشكل مقارنة لتطور كل من حجم الموجودات والسعر السوقي للسهم (خلال شهر من الافصاح المالي) وذلك بالنسبة للقطاع المصرفي الخاص.

3- اختبار الفرضية السادسة

الفرضية السادسة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة سيولة البنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من وجود علاقة بين نسبة سيولة البنك (LR) والقيمة السوقية للسهم، وكما هو موضح بالجدول رقم (6).

جدول رقم (6)

تحليل الانحدار الخطي البسيط بين نسبة سيولة البنك والقيمة السوقية للسهم

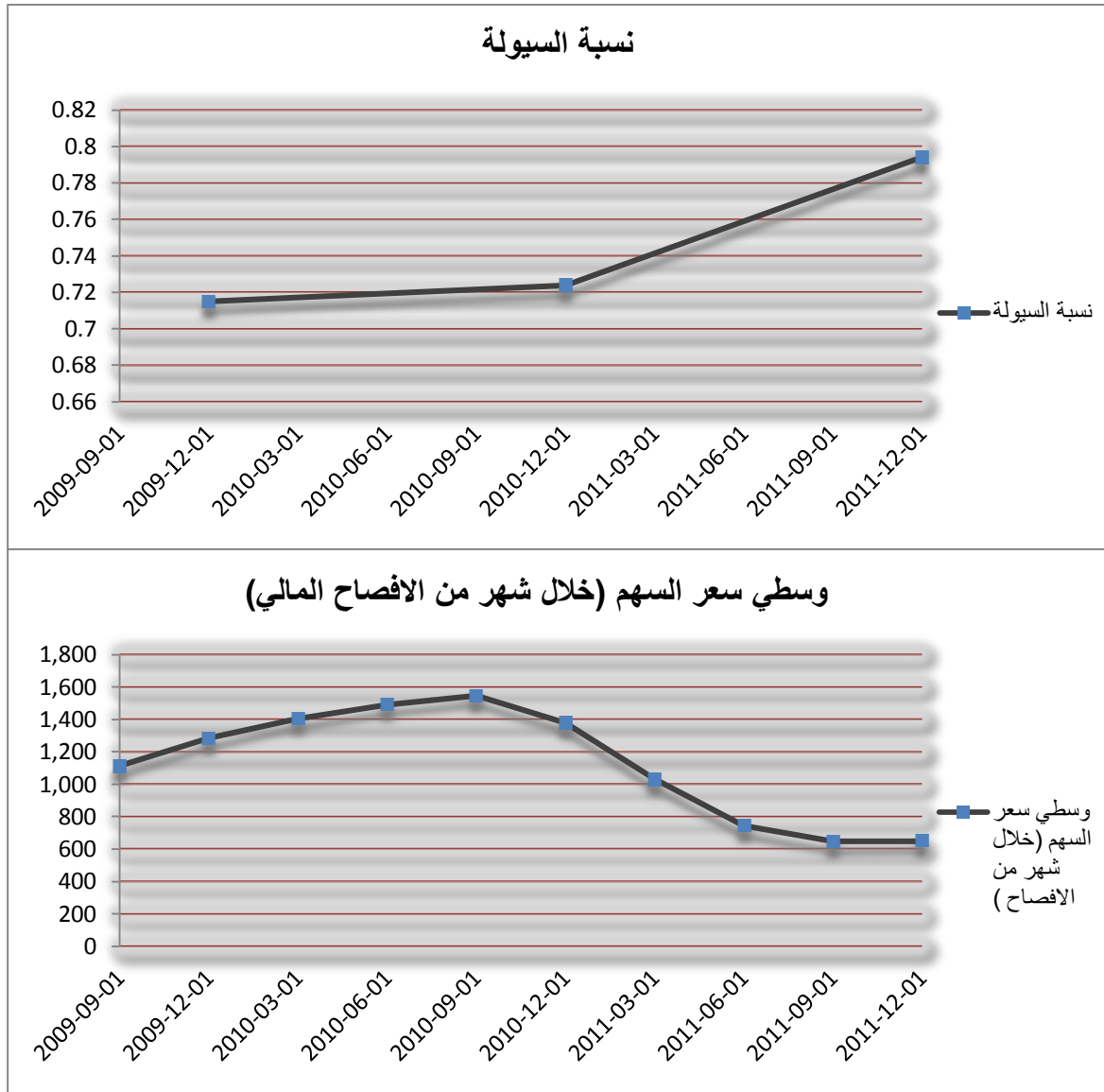
المتغير المستقل	(R) الارتباط	(R square) معامل التحديد	β_0 ثابت المعادلة	β معامل الانحدار	sig.* مستوى الدلالة
نسبة سيولة البنك (LR)	0.296	0.087	1732.239	-882.614	0.143

* يكون الارتباط ذات دلالة إحصائية عند مستوى $(\alpha \geq 0.05)$

يوضح الجدول (9) العلاقة بين نسبة سيولة البنك والقيمة السوقية للسهم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين نسبة سيولة البنك و القيمة السوقية للسهم، إذ بلغ معامل الارتباط R (0.296) عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$ وبمعامل تحديد (R square) بلغ (0.087)، وبالتالي لا يمكن استخدام نسبة سيولة البنك بالتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

وفي ما يلي الشكل رقم (16) الذي يبين تغير وسطي نسبة السيولة¹ للمصارف بالمقارنة مع وسطي سعر السهم للقطاع مصرفي.

¹ علماً بأن نسبة السيولة يتم الإفصاح عنها بشكل سنوي وليس بشكل ربعي لذلك اقتصرَت الدراسة على ثلاث مشاهدات لنسبة السيولة هي بنهاية الأعوام 2011-2010-2009.



شكل رقم (16)¹

¹ يبين الشكل مقارنة لتطور كل من نسبة السيولة والسعر السوقي للسهم (خلال شهر من الإفصاح المالي) وذلك بالنسبة للقطاع المصرفي الخاص.

ثالثاً: اختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد

تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لإيجاد نموذج انحدار القيمة السوقية للسهم (Y) على كل من العائد على السهم (X1) وحجم موجودات البنك (X2) ونسبة السيولة (X3) والنموذج كما يلي :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + E$$

حيث أن (Y) تمثل القيمة السوقية للسهم المراد التنبؤ بها.

(β_0) الثابت

(β_1) معامل العائد على السهم

(β_2) معامل حجم موجودات البنك

(β_3) معامل نسبة سيولة البنك

الجدير بالذكر أنه تم مراعاة وجود ارتباطات بين متغيرات الدراسة المستقلة، ومن خلال مصفوفة الارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة والمبينة ضمن الجدول رقم (7) نلاحظ عدم وجود ارتباطات معنوية بين متغيرات الدراسة المستقلة التي تخضع للتوزيع الطبيعي وهي العائد على السهم وحجم الموجودات ونسبة السيولة.

جدول رقم (7)

نتائج اختبار مصفوفة الارتباط (بيرسون) بين متغيرات الدراسة المستقلة

Correlations		EPS	TA	LR
EPS	Pearson Correlation	1.000	0.390	0.083
	Sig. (2-tailed)		0.001	0.687
TA	Pearson Correlation	0.390	1.000	-0.078
	Sig. (2-tailed)	0.001		0.705
LR	Pearson Correlation	0.083	-0.078	1.000
	Sig. (2-tailed)	0.687	0.705	

وفي ما يلي الجدول رقم (8) يبين ان هناك عامل واحد من بين العوامل المستقلة يعتبر معنوي في تأثيره على القيمة السوقية للسهم، وهو حجم موجودات البنك حيث يؤثر ايجابا على القيمة السوقية للسهم، اما باقي المتغيرات المستقلة فهي غير مؤثرة في تحديد القيمة السوقية للسهم حيث أن مستوى المعنوية لكل منها اكبر من (0.05).

جدول رقم (8)

تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعوامل المستقلة التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم بعد استبعاد العائد على حقوق الملكية والقيمة الدفترية للسهم

المتغير المستقل	معامل β الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة t	sig.* مستوى الدلالة
ثابت المعادلة (Constant)	866.426	427.776	2.025	0.055
العائد على السهم	6.700	5.272	1.271	0.217
حجم موجودات البنك	1.05E-08	0	3.147	0.005
نسبة سيولة البنك	-814.250	485.689	-1.677	0.108
تحليل التباين ANOVA				
قيمة اختبار F	5.453	مستوى المعنوية	0.006	
قيمة معامل التحديد (R square)	0.426			

وتعتبر معادلة الانحدار جيدة للتنبؤ حيث أن قيمة $F=5.453$ ومستوى المعنوية $=0.006$ وهو أقل من (0.05) . ومن الجدول رقم (6) يتبين أن قيمة معامل التحديد $=0.426$ أي أن العوامل المستقلة قادرة على تفسير التغير في تحديد قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 42.6% وهذا يعتبر مؤشر جيد للتفسير .

ولدى مقارنة نتائج اختبار فرضيات الدراسة بناء على الانحدار الخطي المتعدد بالنتائج المستخلصة بناء على الانحدار الخطي البسيط، تبين بأن هناك اختلاف في النتائج حيث لوحظ بأن كل من العائد على السهم لم يكن له أي تأثير معنوي بوجود المتغيرات الأخرى المؤثرة على القيمة السوقية للسهم في حين أن نتائج الانحدار

الخطي البسيط بينت أنه يؤثر بشكل افرادي على القيمة السوقية للسهم, كما تبين بأن كل من مكرر نسبة السيولة لم تؤثر بشكل معنوي على القيمة السوقية للسهم وذلك حسب نتائج الاختبارين, وأن حجم الموجودات يؤثر بشكل معنوي على القيمة السوقية للسهم وذلك حسب نتائج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد .

رابعاً: النتائج والتوصيات

استهدفت الدراسة الحالية تحديد العوامل المؤثرة على سعر الأسهم في سوق دمشق المالي وقد أثارت الدراسة جملة من التساؤلات وقدمت أيضاً فرضيات تعلقت بطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتوصلت إلى عدة استنتاجات ساهمت في حل مشكلة الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها وفرضياتها، ويحاول الباحث هنا الإشارة إلى أبرز هذه الاستنتاجات والتوصيات في ضوء المشاهدات والملاحظات التي تراكمت وفيما يلي أهم هذه الاستنتاجات والتوصيات .

النتائج والتعليق على الفرضيات

توصلت الدراسة من خلال نتائج التحليل الإحصائي إلى:

- 1- أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على السهم والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$, وبالتالي تم رفض الفرضية الأولى التي تنص على " وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على السهم والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$ " . ويعود ذلك في رأي الباحث كون العوائد لم تترجم لتوزيعات نقدية لدى غالبية البنوك حيث انها اما دورت لسنوات لاحقة او تم توزيعها على شكل اسهم منحة تلبية لقرارات زيادة رأس مال البنوك الخاصة (بموجب القانون رقم 3 لعام

(1 2010), وهذا من شأنه أن يحد من دور هذا المتغير في التأثير على سعر السهم حيث أن المستثمر يفضل التوزيع النقدي للعائد .

2- أشارت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم موجودات البنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$, وبالتالي تم رفض الفرضية الرابعة التي تنص على "عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم موجودات البنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$ ". حيث لوحظ بأن حجم الموجودات هو المتغير الأكثر تأثيراً على السعر السوقي للسهم من بين متغيرات الدراسة وهذا يعتبر مؤشر على مدى اعتماد المستثمرين في سوق دمشق المالي على الاستثمار بالسهم البنوك والشركات الأكبر حجماً ونشاطاً وبالتالي الأكثر شهرة , أي أن العامل النفسي هو الغالب على سلوك المستثمرين بغض النظر عن النتائج و مقاييس الأداء الأخرى حيث أن كبر حجم البنك ليس بالضرورة أن ينعكس ربحاً, وهذا الأمر غير مستغرب في سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية حيث ينخفض الوعي الاستثماري لدى غالبية المستثمرين.

3- أوضحت نتائج التحليل عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة سيولة البنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$, وبالتالي تم قبول الفرضية السادسة التي تنص على "عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة سيولة البنك والقيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة $(\alpha \geq 0.05)$ ". من المؤكد بأن حفاظ المصرف على نسبة سيولة مقبولة يعتبر مؤشراً جيداً, وبالتالي يجب أن ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم إلا أن ارتفاع نسبة السيولة بشكل ملحوظ عن الحد الأدنى المسموح به² يشير إلى خلل وضعف في توظيف الأموال لدى البنك, وهذا ما لوحظ بشكل عام على المصارف عينة الدراسة, حيث أن وسطي نسبة

¹ أوجب القانون رقم 3 لعام 2010 زيادات كبيرة في رأس المصارف , فالمصارف التقليدية توجب عليها زيادة رأسمالها من 1.5 إلى 10 مليار ل.س, أي بنسبة 667%. أما المصارف الإسلامية فتوجب عليها زيادة رأسمالها من 5 إلى 15 مليار ل.س, أي ما نسبته 300%. وأعطيت المصارف مهلة ثلاثة سنوات فقط تنتهي في عام 2012 لتسوية أوضاعها مع هذا القانون.

² بموجب قرار مجلس النقد والتسليف 588 /م/ن/ب4 لعام 2009 يجب ألا تقل نسبة السيولة للمصارف عن 20% بالليرة السورية وعن 30% بكافة العملات, المصدر موقع مصرف سورية المركزي www.banquecentral.gov.sy

السيولة للبنوك خلال فترة الدراسة لم تقل عن 68% وهي تعتبر مرتفعة نسبياً، وعليه من الناحية النظرية يجب ان تكون العلاقة ضمن هذه الدراسة بين المتغيرين (نسبة السيولة والقيمة السوقية للسهم) سالبة برأي الباحث إلا أن الواقع يشير لانعدام العلاقة المعنوية بين المتغيرين.

مما يدل على عدم مراعاة مؤشر نسبة السيولة في القرارات الاستثمارية للمستثمرين بسوق دمشق المالي وهذا يدعم فكرة ضعف الوعي الاستثماري وغياب دور الهيئات والشركات المتخصصة بالتحليل المالي ودعم قرارات المستثمرين.

التوصيات

- 1- قيام هيئة الأسواق والأوراق المالية بالعمل على حث المصارف على توزيع عوائد نقدية على المساهمين بغية تشجيع الاستثمار في الأسهم وعدم الاكتفاء بتوزيع اسهم منحة وحقوق أفضلية في الاكتتاب لما لها من اثر في تراجع القيمة السوقية للأسهم.
- 2- تجنب اصدار القوانين والقرارات من قبل السلطات النازمة و التي تؤثر سلباً على أسعار الأسهم وعوائدها وبالتالي على قرارات الاستثمار في السوق المالي، حيث أن من يدفع ثمن تلك القرارات هم المساهمين وخصوصا الصغار منهم والتي كانت الارباح النقدية السنوية أحد أهم الأسباب لتوظيف مدخراتهم بالأسهم.
- 3- إتاحة الحرية لأسعار الأسهم للتحرك ضمن حدود أوسع (مثلاً حتى 10 % صعوداً أو هبوطاً) مما ينعكس استجابة بشكل أكبر لأثر المعلومات المالية، وبالتالي تحسن في كفاءة السوق.
- 4- تعميق الوعي الاستثماري بمختلف وسائل التوعية والاتصال، وذلك من خلال تفعيل دور شركات الوساطة المالية وحثها على عقد الندوات والدورات التثقيفية، حيث لوحظ بأن قرارات المستثمرين تعتمد

على العامل النفسي أكثر من اعتمادها على التحليل المنطقي, كما أن التركيز على المناهج الدراسية والزيارات المدرسية تمثل إحدى الوسائل الضرورية لغرس مفاهيم الادخار والاستثمار .

5- إتاحة مزيد من المعلومات للمستثمرين عن الأسهم المتداولة بما يمكنهم من الاطلاع بشكل مستمر على أوضاع الشركات, وذلك ومن خلال توفير المنافسة التامة بين المتعاملين للحصول على المعلومات بحيث لا يتحقق لأي منهم سبق في الحصول على تلك المعلومات أو تحليلها و ذلك للحيلولة دون إمكانية تحقيق أرباح غير عادية من قبل بعضهم, مما يجعل أسعار الأسهم تعكس بعمق واقع هذه الشركات , وبالتالي رفع كفاءة السوق .

6- تطوير الإجراءات المتعلقة بالأنظمة والقوانين المعتمدة بهدف الارتقاء بمستويات الإفصاح وتحسين الشفافية وتعزيز مستوى وعي المستثمرين بالمخاطر والزام الشركات بالعمل على تقديم كافة البيانات بما يساعد على نشر كافة المعلومات عن الشركات وبما يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة .

7- زيادة التركيز على البحوث العلمية في مجال الافصاح المحاسبي في سوق دمشق للأوراق المالية مع الاهتمام باحتياجات مستخدمي القوائم المالية من المعلومات المحاسبية.

8- كما يجب ان تشجع هيئة السوق المالية عملية وجود شركات متخصصة في التحليل المالي بحيث يتم الرجوع اليها لمعرفة الاسعار العادلة التي تعكس الاداء المالي للشركة , شريطة ان تكون محايدة وبعيدة في تقاريرها عن اي مصلحة لها في السوق او في اسهم الشركات التي تحللها ، واهمية وضع قواعد لنشر مثل هذه الابحاث والتقييمات كأن لا يسمح لأي شركة بنشر مثل هذه التقييمات الا في حالة الافصاح عن الاساليب المستخدمة في التقييم .

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

1. د. حسين بني هاني, الاسواق المالية , طبيعتها, تنظيمها, ادواتها المشتقة, عام 2002 م .
2. د. علي كنعان, سمات وخصائص الأسواق المالية, سورية , دمشق , عام 2009.
3. د. نبيل نصيف , الأسواق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي , بحث منشور في مجلة مجمع الفقه الاسلامي , العدد 6.
4. زاهرة يونس محمد سودة , تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والشرعية , جامعة النجاح الوطنية , رسالة ماجستير , عام 2006م.
5. عبد النافع عبد الله الزرري, الأسواق المالية , دار وائل للنشر , عام 2001 .
6. منير ابراهيم الهندي, سلسلة الأسواق المالية الأسواق الحاضرة والمستقبلية , اسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود, المنامة , البحرين, المؤسسة العربية المصرفية, عام 1998م.
7. عبد السلام ابو القحف, نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الاجنبية , مصر الاسكندرية , مؤسسة شباب الجامعة, عام 1989م.
8. جمال جويدان, الأسواق المالية والنقدية , دار الصفا للنشر , عمان, الاردن, عام 2002م.
9. د. أحمد محيي الدين أحمد ,أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الاسلامي , سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي
10. د. معروف هوشيار , الاستثمارات والأوراق المالية , دار الصفاء , عمان , عام 2006م.

11. د. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات ، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية ،عام 2008م.
12. د. عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ، دار الرضا للنشر ، دمشق، عام 2008م.
13. باسل عزيز صقر ، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية ، رسالة ماجستير ،قسم الاقتصاد ،جامعة دمشق عام 2006م.
14. عدلي سلامة اندراوس، سوق المال في مصر ، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، 1995.
15. دلول، عماد عبد الحسين، (2010)، "تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام) نموذج التأكد المعادل دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81.
16. الحناوي، محمد صالح، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد، (2004) ، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
17. الحناوي، محمد صالح، (2006)، : تحليل وتقييم الاسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
18. د. محمد الجليلاتي، معايير الإفصاح ، جامعة دمشق مكتبة الاقتصاد.
19. مطيع جهاد ملحم ، دور القوائم المالية للعميل في اتخاذ قرار منح الائتمان، دراسة ماجستير ، جامعة دمشق، 2010.
20. نغم مكية، د. لطيف زيود ، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار ، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية ، العدد (1)، عام 2007.
21. رونالد كيسو، جيري ويجانت، المحاسبة المتوسطة، الجزء الأول، الطبعة العربية الثانية، تعريب أحمد حجاج، الرياض، دار المريخ للنشر، 1999 م.

22. عبد الإله جعفر, المحاسبة المالية مبادئ القياس والإفصاح المحاسبي, الطبعة الأولى, عمان, دار حنين, 2003م.
23. طارق عبد العال حماد, التقارير المالية وأسس الاعداد والعرض, جامعة عين شمس, مصر, 2000م.
24. رضوان خان, النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير دراسة معمقة في نظرية المحاسبة, الطبعة الأولى, عمان, دار وائل, 2003 م.
25. أ, فهمي مصطفى الشيخ, التحليل المالي, الطبعة الأولى, رام الله فلسطين, 2008م.
26. د, خليل الشماع , أساسيات العمليات المصرفية, الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية, الجمهورية العربية السورية, 2007م .
27. خالد أمين عبد الله, العمليات المصرفية "الطرق المحاسبية الحديثة", الطبعة الثانية, دار وائل للنشر والتوزيع, الأردن, عمان, 2000م.
28. محمد مطر, التحليل المالي الاساليب والادوات والاستخدامات العملية, الطبعة الأولى, معهد الدراسات المصرفية, عمان, 1997م.
29. حسني عبد الله شوقي, التمويل والإدارة المالية, دار النهضة العربية, القاهرة, 1983.
30. مؤيد راضي خنفر, غسان فلاح المطارنة, تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي, دار النشر والتوزيع, 2010,
31. محمد نور كرامة, دور التحليل المالي في رفع كفاءة العمل المصرفي واتخاذ قرارات الائتمان والتمويل, رسالة ماجستير في المحاسبة, جامعة دمشق, كلية الاقتصاد , 2009م.
32. د. محمد صالح الحناوي, تحليل وتقييم الأسهم والسندات , الدار الجامعية, كلية التجارة , جامعة الاسكندرية , 2008م.
33. هناء عبد الطيف , قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر, رسالة ماجستير , كلية التجارة جامعة الاسكندرية 2001م.

34. د. عبد الإله ناصر , كفاءة سوق الأوراق المالية , الأسس والمقترحات, ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب ورؤى مستقبلية, طرابلس, 2005م.
35. طارق عبد العال حماد, التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية, جامعة عين شمس, كلية التجارة, مصر, 1998م.
36. رسمية قرياقص , أسواق المال -أسواق, رأس المال , المؤسسات , مصر, الاسكندرية, الدارالجامعية, عام 1999.
37. 1 حمزة محمود الزبيدي, الاستثمار في الأوراق المالية , عمان, الأردن, الوراق للنشر والتوزيع عام 2001م.

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. المستقبل, عمان, دار , Financial and Banking Studies , Adnan Taieh Al-nami, عام2003.
2. Financial Market and Institution , Frederic S. Mishkin, World Student Service, 2003.
3. Option, Future, And Derivatives. John C. Hull. Joseph L. Rotman School of Management. University of Toronto. 2009.
4. Fischer.D, Security & Portfolio Analysis, Concepts and Management,1989.
5. Fischer.D .and Jordan R. Security Analysis & Protfolio Management (4 th ed)N.y par/entice-Hall. 1987.
6. Jones,c. Investment: Analysis and management(4 Thed.)N.Y :John Wiley and sons ,1449.
7. Chen and Kensinger. Anew Innovation in Equity Financing Financial Management,17(Spring 1988.
8. Hendrikson, Eldon, Accounting Thery, New York, Richard D, 1992.

9. Gibson, H. Charels, Financial Statement Analysis. South-Western College Pubishing, 2001.
10. Stickeny ,p .Clyde, Financial Statement Analysis, Harcourt Brace, Jovanovich, Publishing, 1999.
11. Hempel, G. and Simonson, D., (1999), Bank Management, John Wiley and Sons.
12. Brigham. EugeneF, Gapenski, Louis C.,Daves.Phillip R., Intermediate Financial Management, Dryden Press, 1999.
13. www.damodaran.Com. version, Damodaran, a,(2004), "investment valuation" preliminary second .
14. 1 Ota, kogi (2002) "ATest of The Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan" ,The International Journal of Accounting 37.
15. Beaver, William H, "Market efficiency", The Accounting Review,(Jan. 1981.)
16. Jensen, Micheal, "Some Annual Evidence Regarding Market Efficiency" , Journal of Financial Economics (June/September 1978).
17. Levy, Haim and Marshall Sarnat, :Portfolio And Investment Selection: Theory and Practice ,(Prantice-Hall,Inc.1984).
18. Fama Equene, "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work " , Journal of Finance , (May , 1970).
19. Blake David , Financial Market Analysis ,McGraw-Hill Blak Company, London,1990.
20. Lee ,T .A.;The Role of Accounting and Evidence of The Efficient Market", The Accounting Magazine June 1979.
21. Seed III ,Allan H, "The Rational Abuse of Accounting Information", Management Accounting (jan 1970).
22. A. Rippington Frederick and J. Richard Taffler, “ The information content of firm financial disclosures”, Journal of Business Finance & A ccounting, (April 1995).

ثالثاً: المواقع الالكترونية

1. <http://www.fxnewstoday.ae>
2. <http://www.dse.sy>
3. <http://www.arab-api.org>
4. <http://www.isj.org>
5. <http://www.imf.org>
6. <http://www.galam.com>
7. <http://www.bls.gov/>

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Banks and Insurance Department



An assessment of financial indicators to stocks prices for the banks listed in Damascus Securities Exchange

**MSc Thesis
Banks and Financial Sciences**

Prepared by Majd Hajla

**under the supervision of
Dr. Mohamed Samir Al-kassar**

2016

Abstract

The study of stocks movement is considered an important subject in investment and finance arena.

Many researchers have tried since the last century to ascertain the reasons affecting the changes of stocks prices, examine them and interpret their causes in order to predict their expected trend.

This study aims to investigate the effect of earning per share, return on equity, share book value, assets, price to earnings ratio, liquidity risks, credit risks and capital risks on stocks market value for the banks listed at Damascus Securities Exchange during the period from 2009 till 2014. To diagnosis this hypothesis, the researcher has conducted a study on Damascus Securities Exchange through four chapters.

The first chapter explains the concept of stocks markets, tools and stocks evaluation forms.

While the second chapter discuss the financial analysis and stocks market efficiency through analyzing financial statements published by banks, and the relationship between the market efficiency and financial data.

The last chapter explores Damascus Stock Exchange and hypotheses testing Finally, the study has reached the following main findings:

There is a correlation between the size of banks assets and share market value.

There is no relation between share market value and some independent variables such as earning per share, liquidity risks.

In summary, only two of the eight independent variables affect the changes of stocks prices. Also, the researcher has developed a template to predict stocks prices through the use of regression analysis which is considered an efficient example in interpretation of 42.6% of stocks prices changes.