بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال

أثر المؤشرات المالية والسوقية على القيمة السوقية للمنشأة

(دراسة تحليلية في السوق المصرية وإمكانية الاستفادة منها في السوق السورية)

رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في إدارة الأعمال

كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

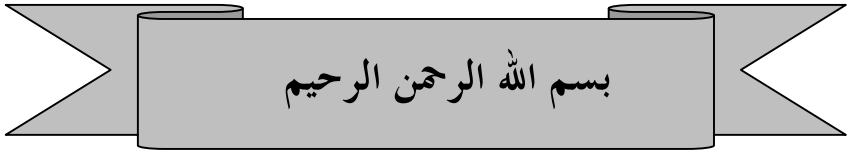
إعداد

الطالب / كنان مصطفى ياغي

إشراف الأستاذ المساعد

الدكتور / جمال اليوسف

العام الدراسي 2010م



﴿ قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ ﴾

صدق الله العظيم

{سورة البقرة/آية 32}

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم إدارة الأعمال

أثر المؤشرات المالية والسوقية على القيمة السوقية للمنشأة

(دراسة تحليلية في السوق المصرية وإمكانية الاستفادة منها في السوق السورية)

قرار لجنة المناقشة والحكم

الدكتور: حسن مشرقي **عضواً**

الأستاذ في قسم إدارة الأعمال- جامعة حلب

الاختصاص نظرية الألعاب ونظرية القرارات

الدكتور: عبد الكريم حسين **عضواً**

الأستاذ المساعد في قسم الإحصاء التطبيقي- جامعة دمشق

الاختصاص: رياضيات المالية العامة

الدكتور: جمال اليوسف **عضواً مشرفاً**

الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال- جامعة دمشق

الاختصاص: نظرية القرارات الإدارية

الدكتور: فواز الحموي **عضواً**

الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال- جامعة دمشق

الاختصاص: الإدارة المالية في المشروع

الدكتور: عبد الرحمن مرعي **عضواً**

الأستاذ المساعد في قسم المحاسبة- جامعة دمشق

الاختصاص: المحاسبة المالية

الشكر والتقدير

بعد شكر الله سبحانه وتعالى وحمده وتوفيقه على إتمام هذا البحث، يتقدم الباحث بخالص الشكر والتقدير إلى:

الأستاذ الدكتور/ جمال اليوسف

الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال بكلية الاقتصاد – جامعة دمشق

وذلك على تفضله بالإشراف على هذا البحث ورعايته العلمية، وتوجيهاته البناءة خلال فترة إعداد البحث وحتى إنجازه بصورته النهائية.

كما يتقدم الباحث بالشكر والتقدير لكل من:

الأستاذ الدكتور / حسن مشرقي

الأستاذ في قسم إدارة الأعمال بكلية الاقتصاد - جامعة حلب

الأستاذ الدكتور / عبد الكريم حسين

الأستاذ المساعد في قسم الإحصاء التطبيقي بكلية الاقتصاد - جامعة دمشق

الأستاذ الدكتور / فواز الحموي

الأستاذ المساعد في قسم إدارة الأعمال بكلية الاقتصاد - جامعة دمشق

الأستاذ الدكتور / عبد الرحمن مرعي

الأستاذ المساعد في قسم المحاسبة بكلية الاقتصاد - جامعة دمشق

وذلك على تفضلهم بالمشاركة في مناقشة الرسالة والحكم عليها، فلهم كل الشكر والتقدير على ما بذلوه من جهد في قراءتها وتصويبها.

كما لا يفوت الباحث أن يتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى جميع أساتذته في الكلية، وإلى كل من أفاده علماً وتوجيهاً طوال فترة دراسته وبحثه. وكذلك نشكر كل من ساعد على إتمام هذا البحث وقدم لنا العون وزودنا بالمعلومات اللازمة لإتمام هذا البحث وأخص بالذكر: **الدكتور ماهر عشم** العضو المنتدب لشركة مصر لنشر المعلومات.

ونسأل الله العون والتوفيق

الإهداء

إلى نبع الحنان والتضحية

والعطاء ..... أمي أبي

أدامهم الله

إلى الروح التي عانقت روحي ..... زوجتي

شريكة العمر ومهجة القلب

إلى زهرات حياتي

وشموعها.....بناتي

رياحين حياتي

إلى الذين كانوا سنداً لي

وقدوة.....إخوتي

.....أرفع هذا العمل

قائمة محتويات البحث

الموضـــــــــوع	رقم الصفحة
الآية القرآنية	أ
قرار لجنة الحكم	ب
الشكر والتقدير	ج
الإهداء	د
قائمة المحتويات	هـ
قائمة الجداول	ز
قائمة الأشكال البيانية	ح
ملخص البحث باللغة العربية	ط
الفصل الأول: الفصل التمهيدي للبحث	1-11
أولاً: مقدمة	2
ثانياً: مشكلة البحث	3
ثالثاً: أهمية البحث	4
رابعاً: أهداف البحث	5
خامساً: فرضيات البحث	6
سادساً: منهجية البحث	7
أ- أسلوب جمع البيانات وطبيعتها	7
ب- مجتمع وعينة البحث	7
سابعاً: حدود البحث	10
- خلاصة الفصل الأول	11
الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة	12-34
- مقدمة	13
المبحث الأول: دراسات باللغة العربية	14
المبحث الثاني: دراسات باللغة الأجنبية	24
خلاصة الفصل الثاني	34

الفصل الثالث: تنظيم وإدارة أسواق رأس المال	35-99
المبحث الأول: مفهوم وطبيعة الأسواق المالية	36
أولاً- مفهوم سوق الأوراق المالية	36
ثانياً- الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية	37
ثالثاً- أقسام السوق المالي	38
المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية	48
أولاً- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية	48
ثانياً- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية	50
ثالثاً- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي	52
رابعاً- قياس كفاءة السوق المالي	54
خامساً- السمات الأساسية للسوق الكفء	56
سادساً- نظرية كفاءة السوق المالي في ظل الأزمة المالية العالمية	57
المبحث الثالث: أدوات الاستثمار المالية وطرق تقييمها	62
أولاً- الأسهم العادية	62
أ- مزايا وعيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل	63
ب- أنواع الأسهم العادية	64
ت- سياسات الاستثمار في إدارة محافظ الأسهم	65
ث- آليات التأثير على أسعار الأسهم العادية	65
ج- تقييم الأسهم العادية	68
ح- مداخل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية	73
ثانياُ- السندات	85
1- أنواع السندات	86
2- تقييم السندات	90
3- منحنى العائد	93
4- مفاهيم خاصة بالسندات	95
الفصل الرابع: المؤشرات المالية والسوقية ومداخل تقييم المنشأة	100-129
المبحث الأول: المؤشرات المالية للمنشأة	101

أولاً- أنواع التحليل المالي بالنسب	102
ثانياً- أسس التحليل بالنسب	103
ثالثاً- أنواع النسب المالية	105
المبحث الثاني: المؤشرات السوقية لأسهم المنشأة	113
المبحث الثالث: قيمة المنشأة ومداخل تقييمها	119
أولاً- تطور مفهوم قيمة المنشأة	119
المرحلة الأولى: النظرية الكلاسيكية	119
المرحلة الثانية: النظرية الكلاسيكية الحديثة	121
المرحلة الثالثة: النظرية المعاصرة	121
ثانياً- مداخل تقدير قيمة المنشأة	122
1- مداخل الميزانية العمومية للمنشأة	123
2- مداخل قائمة الدخل	124
3- مداخل خصم التدفقات النقدية	126
الفصل الخامس: الدراسة التطبيقية (القسم العملي)	130- 185
المبحث الأول: عينة البحث	131
المبحث الثاني: تجهيز البيانات	137
المبحث الثالث: الاختبارات الإحصائية لفرضيات البحث	140
المبحث الرابع: النتائج والتوصيات	181
قائمة المراجع	186-195
أولاً: مراجع باللغة العربية	187
ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية	191
قائمة الملاحق	196-217
ملخص البحث باللغة الإنكليزية	218

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنـــــــــــــوان	رقم الصفحة
1	الشركات الممثلة في عينة البحث بالنسبة للسوق المالي المصري	8
2	الشركات الممثلة في عينة البحث بالنسبة للسوق المالي السوري	10
3	توزع شركات العينة ونسبة كل قطاع من القطاعات المختلفة التي تتبع لها	132
4	توزع شركات عينة البورصة المصرية حسب الحجم	132
5	شروط إدراج الشركات في السوق النظامي والموازي لبورصة دمشق	134
6	الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وقيمتها السوقية حتى نهاية 2009	135
7	شركات عينة البحث الخاصة بالسوق المالي السوري	136
8	أسلوب قياس المتغيرات المستقلة لشركات عينة الدراسة	139
9	مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة لشركات عينة البورصة المصرية	143
10	مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات السوقية المستقلة لشركات عينة البورصة المصرية	146
11	اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام ADF	150
12	اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام فيليب بيرون	151
13	نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الأولى	153
14	نتائج تحليل الانحدار التدريجي للفرضية الأولى	153
15	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الأولى	155
16	اختبار ANOVA لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الأولى	155
17	معاملات نموذج الانحدار المقترح للفرضية الأولى	156
18	نتائج اختبار معنوية النموذج الأول	156
19	اختبار ADF لسلسلة البواقي المتولدة عن نموذج الفرضية الأولى	157
20	نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الثانية	159
21	نتائج تحليل الانحدار التدريجي في تفسير مقدرة المتغيرات المستقلة بالتنبؤ في المتغير التابع	159
22	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الأولى	160
23	اختبار ANOVA لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الأولى	160
24	معاملات نموذج الانحدار المقترح للفرضية الأولى	161
25	اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الثاني باستخدام اختبار T	161
26	اختبار Augmented Dickey-Fuller لسلسلة بواقي النموذج الثاني	162
27	مخرجات تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الثالثة	164
28	نتائج تحليل الانحدار التدريجي للفرضية الثالثة	165
29	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار المقترح للفرضية الثالثة	166
30	اختبار ANOVA لمعنوية نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الثالثة	166
31	معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الثالثة	166

32	اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الثالث باستخدام اختبار T	167
33	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لبواقي النموذج الثالث	167
34	المعاملات الرئيسية لنتائج تحليل الانحدار في النماذج الرياضية الثلاث	168
35	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات كبيرة الحجم)	169
36	معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات كبيرة الحجم)	170
37	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات متوسطة الحجم)	170
38	معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات متوسطة الحجم)	171
39	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات صغيرة الحجم)	171
40	معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات صغيرة الحجم)	172
41	مقارنة بين النماذج الإحصائية للعينات الفرعية (كبيرة- متوسطة- صغيرة)	173
42	معاملات النموذج الإحصائي باستخدام الانحدار المتعدد للفرضية الخامسة	175
43	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار للفرضية الخامسة	176
44	معمل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار التدريجي للفرضية الرابعة	176
45	اختبار معنوية النموذج الإحصائي للفرضية الرابعة باستخدام تحليل ANOVA	177
46	معاملات النموذج الإحصائي لبورصة دمشق	177
47	اختبار القدرة التنبؤية للنموذج باستخدام اختبار T	177
48	نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لسلسلة البواقي للنموذج الإحصائي للفرضية الخامسة	178
49	نتائج تحليل الانحدار المتعدد لعينة المصارف السورية	178
50	معامل الارتباط ومعامل التحديد لتحليل الانحدار المتعدد لنموذج المصارف السورية	179
51	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار للمصارف السورية	179
52	معاملات النموذج الإحصائي للمصارف السورية	180
53	اختبار معنوية النموذج الإحصائي للمصارف السورية باستخدام تحليل ANOVA	180
54	معمل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار التدريجي للمصارف السورية	180

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	العنـــــــــــــوان	رقم الصفحة
1	هيكل الأسواق المالية	39
2	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما	43
3	هيكل السوق المالي حسب الإصدار	43
4	تقسيم السوق المالي حسب الاستحقاق	45
5	تقسيم السوق المالي إلى سوق ملكية وسوق ديون	46
6	تقسيم السوق المالي إلى أسواق فورية وأسواق مستقبلية	47
7	طبيعة استجابة أسعار الأسهم تبعاً لدرجة كفاءة السوق المالي	50
8	نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية	52
9	نمو القطاعات الفرعية للقطاع المالي الأمريكي في العام 2002	77
10	الاتجاه الصاعد للسوق المالي	80
11	الاتجاه الهابط للسوق المالي	81
12	الاتجاه الجانبي للسوق المالي	81
13	العبور الذهبي والعبور القاتل في التحليل الفني للسوق المالي	82
14	نقاط الدعم في التحليل الفني	83
15	نقاط المقاومة في التحليل الفني	84
16	التبادل بين نقاط الدعم ونقاط المقاومة في التحليل الفني	84
17	آلية تسعير الفائدة في السندات المربوطة بالتضخم	89
18	العلاقة بين معدل الفائدة ومعدل العائد المطلوب والقيمة السوقية للسند	92
19	العلاقة بين معدل الفائدة وتاريخ استحقاق السند (منحنى العائد)	93
20	أنواع منحنى العائد	94
21	طبيعة العلاقة بين معدل الفائدة وسعر السند (التحدب)	99
22	العوامل المحددة لقيمة المنشأة	119
23	اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات المالية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية	144
24	اختبار الخطية للبيانات المالية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية	144
25	اختبار البواقي للبيانات المالية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية	145
26	اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات السوقية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية	146
27	اختبار الخطية للبيانات السوقية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية	147
28	اختبار البواقي للبيانات السوقية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية	147

ملخص البحث

أثر المؤشرات المالية والسوقية على القيمة السوقية للمنشأة

(دراسة تحليلية في السوق المصرية وإمكانية الاستفادة منها في السوق السورية)

يهدف البحث إلى دراسة العلاقة بين مجموعة من المؤشرات المالية والسوقية وبين القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية والسورية. وذلك من خلال بناء نموذج إحصائي يتمثل متغيره التابع بالقيمة السوقية للمنشأة ومتغيراته المستقلة في مجموعة المؤشرات المالية والسوقية التي تثبت دلالتها الإحصائية في تحديد قيمتها السوقية. بالإضافة إلى دراسة أثر حجم المنشأة على طبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والسوقي للسهم وبين القيمة السوقية للمنشأة.

واشتملت عينة السوق المصري على 40 شركة مدرجة والتي أفصحت عن قوائمها المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من2001/1/1 وحتى 2008/12/31. أما بالنسبة لبورصة دمشق فقد تضمنت العينة 9 شركات من أصل 12 شركة مدرجة. وتم بناء خمسة نماذج إحصائية للبورصتين المصرية والسورية كما هو مبين في الجدولين التاليين:

1- **بالنسبة للسوق المصري**:

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
نموذج أول فرعي	القيمة السوقية	المؤشرات المالية
نموذج ثاني فرعي	القيمة السوقية	المؤشرات السوقية
نموذج ثالث رئيسي	القيمة السوقية	المؤشرات المالية والسوقية

2- **بالنسبة للسوق السوري**:

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
نموذج أول رئيسي	القيمة السوقية	المؤشرات المالية والسوقية
نموذج ثاني فرعي (للمصارف فقط)	القيمة السوقية	المؤشرات المالية والسوقية

وللتوصل للنموذج الرياضي المطلوب اعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression) وتحليل الانحدار التدريجي (Stepwise Regression) وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1- إن للمؤشرات المالية المشتقة من القوائم المالية المنشورة للشركات المدرجة محتوى معلوماتي يساعد على التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم، وقد تم التوصل إلى نموذج كمي يحدد العلاقة بين مجموعة

المؤشرات المالية كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع المتمثل بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، واستطاعت هذه المتغيرات تفسير ما يزيد عن 73% من تباين المتغير التابع وبدرجة ثقة 95% وهذه المتغيرات هي: (القيمة الدفترية للسهم، العائد على حقوق الملكية، هامش صافي الربح، العائد على رأس المال، معدل دوران الأصول) وقد تم صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرضية الأولى على الشكل التالي:

$$MV = 2.652\,BV + 220.79RoE - 51.07NPM + 22.73RoC - 24.83ATO - 29.669$$

ولا يتمتع النموذج المقترح بالقدرة على التنبؤ. في حين تحقق المتغيرات الداخلة في النموذج التكامل المشترك فيما بينها وهذا ما يدل على العلاقة التوازنية في الأجل الطويل ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية MV) والمتغيرات المفسرة له.

2- إن للمؤشرات السوقية المعبرة عن الأداء السوقي لأسهم المنشأة محتوى معلوماتي يساعد على تفسير تباين القيمة السوقية لأسهم المنشأة. حيث أثبتت الدراسة القدرة التفسيرية لهذه المتغيرات على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث بلغ قيمة معامل التحديد (Adjusted R- Square) 92.8% من التباين في المتغير التابع، وتم تحديد المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج من خلال تحليل الانحدار التدريجي وهي (التوزيعات النقدية للسهم، مضاعف القيمة الاسمية، ربحية السهم الواحد، متوسط قيمة الصفقة) وتم صياغة نموذج الانحدار على الشكل التالي:

$$MV = 6.9\,DPS + 3.05\,PN + 3.08\,EPS + 0.0AoTrValue - 5.52$$

وعلى العكس من النموذج الإحصائي السابق الذي تم بناؤه باستخدام مؤشرات الأداء المالي، فقد تمتع هذا النموذج بقدرة عالية على التنبؤ كما تم التوصل إلى أن النموذج مستقر على المدى الطويل الأمر الذي يمكن من استخدام النموذج للتنبؤ بالقيم السوقية لأسهم المنشأة على المدى الطويل.

3- يمكن زيادة قدرة وفعالية النموذج الإحصائي المقترح في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم إذا ما تضمن النموذج المقترح المؤشرات السوقية التي تعكس الأداء السوقي للأسهم إلى جانب المعلومات المالية المشتقة من القوائم المالية للمنشأة. حيث تشير النتائج إلى ارتفاع معنوية نموذج الانحدار وقدرته التفسيرية في حالة تضمينه المؤشرات السوقية والمؤشرات المالية معاً مقارنة به في حالة اشتماله على مجموعة واحدة فقط من المؤشرات. ويبين الجدول التالي مقارنة بين النماذج الإحصائية الثلاثة من حيث قدرتها التفسيرية ودرجة معنويتها.

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	R^2	التغير في قيمة R^2	معنوية F	القدرة على التنبؤ	استقرار النموذج
الأول	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات المالية	74.9	74.9	0.000	لا	مستقر
الثاني	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات السوقية	92.9	18	0.000	نعم	مستقر
الثالث	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات المالية والسوقية	94.2	1.3	0.000	نعم	مستقر

4- أظهر نموذج الانحدار في صورته النهائية وجود ستة متغيرات مستقلة ترتبط بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة بعلاقة ذات دلالة إحصائية عالية، وأن النموذج بمتغيراته الستة وقيمته الثابتة يرتبط بدرجة تفسير تصل إلى 94.2% من تباين القيمة السوقية لأسهم المنشأة. وتتكون المتغيرات الستة من متغيرين مالية وأربعة متغيرات سوقية وهي:

المؤشرات	المتغيرات	الرمز
المؤشرات السوقية	التوزيعات النقدية للسهم	DPS
	مضاعف القيمة الاسمية	P/N
	ربحية السهم	EPS
	متوسط قيمة الصفقة الواحدة	AoTrValue
المؤشرات المالية	العائد على الأصول	RoA
	العائد على رأس المال	RoC

5- توصلت الدراسة إلى وجود أثر جوهري لحجم المنشأة على طبيعة المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة في قيمتها السوقية.

6- بالنسبة لبورصة دمشق فقد تم التوصل إلى نموذج كمي يتمثل متغيره التابع في القيمة السوقية للسهم ومتغيراته المستقلة في كل من القيمة الاسمية للسهم ومضاعف القيمة الاسمية. ويتمتع النموذج المقترح بدرجة عالية من صدق التنبؤ وهو مستقر في الأجل الطويل، الأمر الذي يمكن من استخدام النموذج في التنبؤ بالقيم السوقية لأسعار الأسهم على المدى الطويل. بالإضافة إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنوع نشاط المنشأة (قطاع المصارف) على طبيعة المتغيرات المستقلة المفسرة للمتغير التابع. وقد تم صياغة نموذج الانحدار الخاص بسوق المال السوري على الشكل التالي:

$$MV = 1.644\,NV + 518.5\,PN - 863.93$$

الفصل الأول

الفصل التمهيدي للبحث

يتضمن هذا الفصل توضيح للإطار العام للبحث، من خلال عرض مشكلة البحث وتحديد الفرضيات التي يقوم عليها، وتوصيف المتغيرات الرئيسية للبحث وكيفية قياسها. كما يتضمن تحديد مجتمع البحث وبياناته، ومصادر الحصول على هذه البيانات وأساليب تجميعها بالإضافة إلى الحدود المقترحة للبحث.

وقد تم تقسيم الفصل إلى:

أولاً: مقدمة Introduction

ثانياً: مشكلة البحث Research Problem

ثالثاً: أهمية البحث Research Importance

رابعاً: أهداف البحث Research Objectives

خامساً: فرضيات البحث Research Hypotheses

سادساً: منهجية البحث Research Mythology

سابعاً: حدود البحث Research Limits

أولاً: مقدمة Introduction:

أصبح موضوع سوق الأوراق المالية Stock Exchange Market يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدل الرفاهية لأفراده. كما تلعب أسواق المال دوراً محورياً في تحقيق التنمية وحفز النمو الاقتصادي من خلال تشجيع التخصيص وتخفيض تكلفة المعلومات ونشرها وتقليل تكلفة تعبئة المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات[1] وتوفير السيولة اللازمة للمشروعات ذات الاحتياجات التمويلية.

كما أوضحت العديد من الدراسات الاقتصادية التطبيقية أن هناك علاقة بين النمو المالي والنمو الاقتصادي حيث أكد King[2] أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي ومن ثم هناك ضرورة لتطوير القطاع المالي. كما اعتبر أن إصلاح السوق المالي من أهم عناصر برامج الإصلاح الاقتصادي فهي تعد بمثابة قناة رئيسية لعمليات الخصخصة والتحول الهيكلي بهدف توسيع قاعدة الملكية الخاصة وخلق رؤوس أموال جديدة وتشجيع الاستثمارات الأجنبية.

وحتى تؤدي الأسواق المالية دورها يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، وواحدة من أهم الأركان التي ترتكز على كفاءة السوق المالي هو وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق هذه المعلومات في الأوقات كلها وبأقل تكلفة ممكنة[3].

ولما كانت التقارير والقوائم المالية المنشورة تعد من أهم مصادر المعلومات الهامة التي يعتمد عليها المتعاملين في البورصة في اتخاذ القرارات المتعلقة باستثماراتهم، فإن نجاح هذه القرارات يتوقف بدرجة كبيرة على مدى سلامة وملائمة المعلومات المالية التي يوفرها هذا المصدر.

وبالتالي فإن المعلومات المالية تلعب دوراً مهماً في سوق الأوراق المالية، حيث أكدت العديد من الدراسات[4] في هذا المجال على أهمية تغطية البيانات والمعلومات المالية المنشورة كافة الجوانب المتعلقة

---

[1] - Jeremy Greenwood & Bruce Smith," Financial Market in Development and the Development of Financial Market", Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 21, Issue 1, January 1997.

[2] - Robert King & Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", Quarterly Journal of Economics, August, 1993, PP. 717-737.

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

[4] - نبيل عبد السلام شاكر، " دور الأداء الاقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، جامعة عين شمس، 1997، ص208.

بنشاط المنشأة المصدرة لهذه القوائم، بحيث تغطي بالإضافة إلى قائمة المركز المالي وقائمة الدخل كل من قائمة الأرباح المحتجزة وقائمة التدفقات النقدية[5] وذلك بهدف تقييم المركز المالي للمنشاة وتحديد قدرتها على توليد النقدية وتقدير درجة المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات، وبالتالي توفير المعلومات الأساسية اللازمة لتقييم الأسعار السوقية للأوراق المالية، على اعتبار أن القيمة السوقية لأي أصل مالي تتحدد طبقاً للعوائد المستقبلية للأصل (العادية والرأسمالية) ودرجة المخاطرة المصاحبة لهذه العوائد[6].

ويمثل التحليل المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية ضرورة ملحة للوصول إلى استقراء حقيقة الموقف المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس لأصول وربحية وإدارة هذه الشركات، حيث تعتبر المؤشرات المالية Financial Ratios من أهم الأدوات التي تعتمد عليها الإدارة في تحليل القوائم المالية ومن هذه المؤشرات (مؤشرات الربحية، مؤشرات السيولة، مؤشرات النشاط.....) وبالتالي لكي يتخذ المستثمر القرار الاستثماري الصحيح لابد من أن يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العديد من المتغيرات المالية التي تؤثر على قراره الاستثماري بالإضافة إلى العلاقة بين العائد والمخاطرة.

ومن هنا تأتي أهمية هذه الدراسة في محاولة للإجابة على التساؤل الرئيسي وهو: هل للمتغيرات المالية والسوقية أثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة المدرجة في بورصة الأوراق المالية، وما هي أكثر هذه العوامل تأثيراً؟ وهل يختلف ذلك باختلاف حجم المنشأة، لذا فقد تم تقسيم الدراسة إلى خمسة فصول رئيسية حيث يشمل الفصل الأول على الفصل التمهيدي للبحث والذي يتناول توضيح مشكلة البحث وأهميته وفرضياته، ثم الفصل الثاني الذي يتناول عرض للدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية والتي تناولت العلاقة بين المتغيرات المالية وقيمة المنشأة، ثم الفصل الثالث الذي يتناول المفهوم النظري لتنظيم وإدارة أسواق المال، أما الفصل الرابع فيتناول الإطار النظري للمتغيرات المالية والسوقية المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالإضافة إلى مداخل تقييم المنشأة، وأخيراً الفصل الخامس فيتناول الدراسة التطبيقية ونتائج وتوصيات الدراسة.

ثانياً: مشكلة البحث: Research Problem

تتمثل مشكلة البحث في التساؤلات البحثية التالية:

---

[5] - أحمد السيد حمد الله، "مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين :منهج مقترح لتطوير الإفصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري"، مجلة البحوث التجارية، العدد الثاني، المجلد15، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 1993.

[6] - إن درجة المخاطرة المرتبطة بالأصل المالي تحدد معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) والذي يرتبط طرداً مع حجم المخاطرة.

1. هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية لأداء المنشأة (مؤشرات الربحية، مؤشرات السيولة، مؤشرات النشاط، مؤشرات الديون) وقيمتها السوقية؟.
2. هل هناك علاقة بين المؤشرات السوقية لأداء السهم (ربحية السهم الواحد، مضاعف الربحية، التوزيعات النقدية للسهم، مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف القيمة الاسمية، نسبة توزيع الأرباح، معدل الرسملة، عدد الصفقات، متوسط حجم التداول اليومي، متوسط قيمة التداول اليومي، متوسط قيمة الصفقة الواحدة) والقيمة السوقية للمنشأة؟.
3. هل تضيف المؤشرات السوقية لأداء السهم محتوى معلوماتي إضافي فوق المعلومات المالية التي تم الوصول إليها من خلال المؤشرات المالية لأداء للمنشأة؟
4. هل يمكن بناء نموذج كمي لسوق الأوراق المالية السوري (بورصة دمشق) بالرغم من حداثة هذا السوق. وهل هناك علاقة بين المؤشرات المالية والسوقية للشركات المدرجة في السوق وأسعار أسهمها السوقية؟.
5. هل تختلف العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والسوقي للسهم وبين قيمة المنشأة باختلاف حجم المنشأة (كبيرة- متوسطة- صغيرة).

ثالثاً: أهمية البحث: Importance of the Research

يعتبر هذا البحث من الأبحاث الهامة في مجال الاستثمار في الأسواق المالية، وترجع أهميته من خلال ما يلي:

1- الجمع بين الجانب الأكاديمي والجانب التطبيقي للاستثمار في الأسواق المالية، من خلال التوصل إلى نموذج كمي يوضح العلاقة بين كل من مؤشرات الأداء المالي ومؤشرات الأداء السوقي للسهم والقيمة السوقية للمنشأة.

2- المساهمة في رفع درجة الوعي المالي والاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات المالية، وخاصة في مجال حتمية الربط بين كفاءة السوق والأداء المالي للشركات من جهة، وتحديد القيمة العادلة للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية من جهة أخرى. الأمر الذي يرتبط تحقيقه بضرورة توفير نظام معلوماتي كفء يتميز بالسرعة في نشر البيانات والمعلومات عن الشركات المدرجة في البورصة، بالإضافة إلى توفير الرقابة الفعالة على السوق المالي، وامتلاك مهارة استخدامها من قبل المستثمرين، لتحديد القيم العادلة لتلك الشركات ومتابعة تطورها باستمرار، ومن ثم

السيطرة على تقلبات السوق Fluctuation of Market، وضبط إيقاع أدائه في كل الظروف والأحوال، وتقويم كفاءة قرارات الاستثمار لدى المتعاملين باتجاه الرشد والبعد ما أمكن عن المضاربة.

3- إفادة جميع المتعاملين في السوق المالي من نتائج هذا البحث ويمكن حصرهم بالجهات التالية:

أ- المستثمرين: مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح من خلال معرفة العوامل والمؤشرات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم. وتوفير نموذج إحصائي يمكن المستثمر من تحديد القيمة العادلة للسهم.

ب- بالنسبة للمنشآت: عندما تتعرف الإدارة في المنشأة على العوامل المؤثرة على قيمتها السوقية فإنها ستعمل على التركيز على هذه العوامل بهدف تعزيز قيمة المنشأة وتعظيم ثروة الملاك. كما ستهتم هذه المنشآت بالبيانات والمعلومات المتعلقة بهذه العوامل وتعمل على الإعلان عنها بشكل واضح وملائم وموثوق وفي توقيته الصحيح.

ت- الجهات الرقابية المسؤولة عن تنظيم وإدارة السوق المالي كالبورصة وهيئة الأوراق والأسواق المالية، وذلك من ناحية معرفة أهم المؤشرات المالية التي يجب التركيز عليها من ناحية الإفصاح الأمر الذي يعزز من كفاءة السوق المالي.

ث- من المتوقع أن تخدم نتائج هذا البحث مستخدمي التقارير المالية، على وجه الخصوص المحللون الماليون إذ يعتمدون كثيراً على المؤشرات المالية في تحديد أسعار أسهم الشركات. فمعرفة قدرة هذه المتغيرات على تفسير التغير في أسعار الأسهم، سوف يمكنهم من تقليل نسبة الخطأ في تقديراتهم لأسعار أسهم الشركات.

رابعاً: : أهداف البحث: Research Objectives

يسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

1- التوصل إلى نموذج كمي لكل من السوق المالي المصري والسوري. يتمثل متغيره التابع بالقيمة السوقية للسهم وتتمثل متغيراته المستقلة في مجموعة المؤشرات المالية والسوقية التي تثبت دلالتها الإحصائية في تحديد القيمة السوقية للسهم. وذلك من خلال دراسة العلاقة بين كل من مؤشرات الأداء المالي ومؤشرات الأداء السوقي للسهم وبين قيمته السوقية.

2- دراسة تأثير حجم المنشأة على العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والسوقي للسهم وبين القيمة السوقية للمنشأة. وذلك بهدف دراسة وجود أو عدم وجود تباين في طبيعة العلاقة واتجاهها ومعنويتها باختلاف حجم المنشأة.

3- مساعدة المنشآت في اتخاذ قراراتها المالية والتي من شأنها تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة القيمة السوقية للمنشأة وذلك من خلال تقديم بعض التوصيات.

4- المساعدة في تحديد أهم العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم العادية، وبالتالي العمل على زيادة الوعي الاستثماري للمتعاملين في البورصة الأمر الذي ينعكس على جودة قراراتهم الاستثمارية.

خامساً: فرضيات البحث: Research Hypotheses

لتحقيق الهدف العام للبحث واستناداً على أهداف ومشكلة البحث قام الباحث بتحديد مجموعة من الفرضيات والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

الفرضية الأولى: H_01

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين **مؤشرات الأداء المالي** للمنشأة وبين القيمة السوقية للأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

الفرضية الثانية: H_02

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين **مؤشرات الأداء السوقي لأسهم المنشأة** وبين قيمته السوقية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

الفرضية الثالثة: H_03

ليس لمؤشرات الأداء السوقي للسهم محتوى معلوماتي إضافي[7] فوق المعلومات المالية في تقدير القيمة السوقية للأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

الفرضية الرابعة: H_04

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية **لحجم المنشأة** (كبيرة-متوسطة-صغيرة) على العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والسوقي للسهم والقيمة السوقية للمنشأة.

[7] - أي لا تعطي هذه المؤشرات أية معلومات إضافية للمستثمرين تمكنهم من تحديد القيمة العادلة للسهم بطريقة أفضل.

الفرضية الخامسة: H_05

ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والسوقية والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.

سادساً: منهجية البحث: Research Mythology

تقوم الدراسة النظرية للبحث على أساس المنهج الوصفي التحليلي حيث استعرض الباحث قراءاته عما تم من دراسات في مجال البيانات والمعلومات المالية وارتباطها بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة. بالإضافة إلى التطرق إلى تنظيم وإدارة الأسواق المالية وأهم الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق، وقدم شرحاً لأهم النسب المالية والسوقية وطرق قياسها والمداخل المختلفة لتقييم المنشآت.

أما الدراسة التطبيقية فقامت على التحليل الإحصائي لمعرفة أهم المؤشرات المالية والسوقية التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة، ومحاولة بناء نموذج إحصائي يكون قادراً على تحديد السعر العادل للشركات المدرجة بناء على بياناتها المالية والسوقية.

أ- **أسلوب جمع البيانات وطبيعتها**:

يحتاج البحث لمجموعة من البيانات المالية والسوقية عن المنشآت المختارة في العينة وتتمثل هذه البيانات في أسعار الإغلاق اليومية للأسهم العادية في سلسلة زمنية في كل من البورصة المصرية والسورية، وكذلك القوائم المالية التي تم الإفصاح عنها، وذلك من أجل الحصول على المؤشرات المالية المطلوبة. وتم الحصول على هذه البيانات من عدة مصادر أهمها:

- بالنسبة للسوق المالي المصري:
  1. شركة مصر لنشر المعلومات (EGID).
  2. بورصة الأوراق المالية بالقاهرة (Egyptse).
  3. الهيئة العامة لسوق المال (CMA).
- بالنسبة للسوق المالي السوري:
  1. سوق دمشق للأوراق المالية (DSE).
  2. هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (SCFMS).

ب- مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث بالمنشآت المدرجة في كل من سوق الأوراق المالية المصرية وسوق دمشق للأوراق المالية، أما بالنسبة للعينة فقد اشتملت على الشركات الـــ 40 الأكثر نشاطاً والتي أفصحت عن قوائمها المالية الربعية والسنوية وذلك عن الفترة الممتدة من2001/1/1 وحتى 2008/12/31. أما بالنسبة لبورصة دمشق فقد تضمنت العينة 9 شركات من أصل 12 شركة مدرجة ، كما قد تم اختيار هذه الشركات على أساس مجموعة من المعايير وهي:

1. أن تكون هذه الشركات من الشركات النشطة في البورصة المصرية والسورية.
2. توفر أسعار الإغلاق اليومية للمنشآت المختارة في العينتين، بحيث يمكن تحديد قيم المتغيرات المستقلة المتعلقة بمؤشرات الأداء السوقي للسهم خلال فترة البحث.
3. توفر البيانات المالية لهذه المنشآت خلال فترة البحث، بحيث يمكن تحديد قيم المتغيرات المالية المشتقة من القوائم المالية المنشورة.
4. مراعاة توزيع المنشآت على القطاعات الاقتصادية المختلفة.

وفيما يلي الجدولين رقم (1) و(2) واللذان يبينا شركات عينة البحث بالنسبة للسوقين المصري والسوري.

الجدول رقم (1): الشركات الممثلة في عينة البحث بالنسبة للسوق المالي المصري

التسلسل	اسم الشركة	نوع النشاط
1	البنك التجاري الدولي (مصر)	خدمات مالية
2	البنك الأهلي سوسيته جنرال	خدمات مالية
3	البنك الوطني المصري	خدمات مالية
4	البنك المصري لتنمية الصادرات	خدمات مالية
5	المجموعة المالية هيرمس القابضة	خدمات مالية
6	أوليمبك جروب للاستثمارات المالية	خدمات مالية
7	العز لصناعة حديد التسليح	صناعة
8	المالية والصناعية المصرية	صناعة
9	مصر لصناعة الكيماويات	صناعة
10	العز للبورسلين (الجوهرة)	صناعة
11	مصر بني سويف للإسمنت	صناعة
12	مصر للإسمنت قنا	صناعة
13	أوراسكوم للإنشاء والصناعة	صناعة
14	البويات والصناعات الكيماوية (باكين)	صناعة

15	اسمنت سيناء	صناعة
16	المصرية الدولية للصناعات الدوائية (إيبيكو)	صناعة
17	جنوب الوادي للإسمنت	صناعة
18	الدلتا الصناعية (إيديال)	صناعة
19	العز الدخيلة للصلب- الإسكندرية	صناعة
20	الكابلات الكهربائية	صناعة
21	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	صناعة
22	العربية لحليج الأقطان	الغزل والنسيج
23	العربية وبوليفارا للغزل والنسيج	الغزل والنسيج
24	الشرقية للدخان- ايسترن كومباني	الغزل والنسيج
25	النصر للملابس والمنسوجات- كابو	الغزل والنسيج
26	النساجون الشرقيون	الغزل والنسيج
27	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	خدمات
28	القناة للتوكيلات الملاحية	خدمات
29	القاهرة للإسكان والتعمير	إسكان
30	الشمس للإسكان والتعمير	إسكان
31	مدينة نصر للإسكان والتعمير	إسكان
32	المتحدة للإسكان والتعمير	إسكان
33	الشركة المصرية لخدمات التلفون المحمول (موبينيل)	اتصالات
34	أوراسكوم تيليكوم	اتصالات
35	الزيوت المستخلصة	صناعات زراعية
36	المصرية للأغذية- بسكو مصر	صناعات زراعية
37	مطاحن شرق الدلتا	صناعات زراعية
38	العامة للصوامع والتخزين	صناعات زراعية
39	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	صناعات زراعية
40	مطاحن مصر العليا	صناعات زراعية

الجدول رقم (2):الشركات الممثلة في عينة البحث بالنسبة للسوق المالي السوري

التسلسل	اسم الشركة	نوع النشاط
1	بنك بيمو السعودي الفرنسي	خدمات مالية
2	البنك العربي- سورية	خدمات مالية
3	بنك عودة	خدمات مالية
4	بنك سورية والمهجر	خدمات مالية
5	البنك الدولي للتجارة والتمويل	خدمات مالية
6	بنك سوريا الدولي الإسلامي	خدمات مالية
7	الأهلية للنقل	نقل
8	المتحدة للتأمين	تامين
9	الأهلية للزيوت	صناعات زراعية

سابعاً: حدود البحث: Research Limits

يقتصر البحث على دراسة الشركات الممثلة في العينتين خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2001/1/1 وحتى 2008/12/31 بالنسبة للسوق المالي المصري، من الفترة 2009/1/1 إلى 2010/1/1 بالنسبة للسوق المالي السوري وتم الاعتماد على القوائم المالية السنوية بالنسبة للسوق المالي المصري. في حين تمت المقارنة بين القوائم المالية الربعية للشركات المدرجة في سوق المال السوري (بورصة دمشق).

خلاصة الفصل الأول:

من العرض السابق نلاحظ بأن هذا الفصل استهدف التعرف على المشكلة التي يواجهها هذا البحث ومنافذ الحل المحتملة لها والأهداف التي تسعى لتحقيقها وما يترتب على الوصول إليها من أهمية في مجال البحث وأخيراً منهجية العمل المنوي القيام بها لبلوغ تلك الأهـــداف.

ومن المتوقع أن تقدم هذه الدراسة نموذج كمي Quantitative Model يتمثل متغيره التابع في القيمة السوقية للسهم ومتغيراته المستقلة في مجموعة من المؤشرات المالية والسوقية. الأمر الذي من شأنه أن يعين إدارة البورصة وإدارة الشركة المصدرة والمتعاملين في الأوراق المالية على تقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية Evaluate The Stock Market Prices In Financial Market وبالتالي تسهيل مهمة قيام كل طرف من تلك الأطراف باتخاذ ما يلزمه من إجراءات لضمان تحقيق مصالحه الحالية والمستقبلية بكل كفاءة وفاعلية على قاعدة قوية من البيانات والمعلومات المتاحة لكافة الأطراف في السوق.

وهذا ما سوف يمهد له الفصل الثاني من هذا البحث والذي تم تخصيصه لتحديد موقع البحث الحالي من الأبحاث والدراسات التي سبقتها وذلك من خلال المراجعة النظرية التي تناولت تقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية والعوامل المؤثرة فيها.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

- ويخص:

المبحث الأول: دراسات باللغة العربية

المبحث الثاني: دراسات باللغة الأجنبية

- مقدمة:

بعد الانتهاء من استعراض الفصل التمهيدي للبحث في الفصل الأول، كان لا بد من مراجعة نظرية للبحوث والدراسات التي تناولت العلاقة بين المتغيرات المالية وتأثيراتها المختلفة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي، وذلك لما لهذه العلاقة من أهمية كبيرة في عملية اتخاذ القرار بالنسبة لكل من المستثمرين والمنشأة. أضف إلى ذلك فإن تقييم سوق المال لمدى قدرة الشركة على خلق تدفقات نقدية مستقبلية يؤثر على الأسعار التي يتم التعامل بها في أسهم هذه الشركة في سوق المال.

وقد أجريت العديد من الدراسات والأبحاث بغرض معرفة أهم العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتعتبر دراسة Ball & Brown[1] والتي أجريت عام 1968 من أوائل الدراسات التي بحثت في طبيعة العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وعوائد الأسهم، وكان لها الأثر الأكبر في توجيه الدراسات الميدانية حول العلاقة بين المؤشرات المالية للشركات وأسعار الأسهم المتداولة في الأسواق المالية. وتعددت الدراسات منذ ذلك الحين وحتى الفترة الحالية وتوصل معظمها إلى نتيجة مفادها أن أسعار الأسهم وعوائدها ترتبط ارتباطاً وثيق الصلة بالنتائج المالية للشركات المساهمة خصوصاً تلك المتعلقة بالقدرة على توليد التدفقات النقدية إلا أن هذه العوامل قد اختلفت من دراسة إلى أخرى تبعاً لخصوصية السوق وتوقعات المستثمرين في كل سوق على حدا. لذا فمن الأهمية استعراض أهم الدراسات والبحوث التي تناولت هذا الموضوع مع التركيز على الهدف من وراء القيام بها وأهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة.

وقام الباحث بتقسيم هذه الدراسات إلى قسمين:

- دراسات باللغة العربية.
- دراسات باللغة الأجنبية.

[1] - Ray Ball & Philip Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, Autumn, 1968, PP. 159-178.

المبحث الأول
دراسات باللغة العربية

1. دراسة (زكريا الصادق إسماعيل، 1990)[1]

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية بالإسكندرية. حيث اختبرت الدراسة العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المالية المستقلة الواردة في القوائم المالية المنشورة للشركات وبين القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة. ولفحص طبيعة العلاقة المذكورة تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات المالية وهي نصيب السهم من الأرباح، القيمة الدفترية للسهم، نسبة المديونية، كما أظهرت النتائج أن نصيب السهم من الربح هو أكثر المتغيرات تأثيراً على سعر السهم.

2. دراسة (أحمد السيد حمد الله، 1993)[2]

هدفت الدراسة إلى إبراز الدور الهام الذي تلعبه المعلومات المحاسبية المنشورة في سوق المال من حيث أثرها على أسعار الأوراق المالية، وعلى متوسط وتباين عوائد الأسهم، وقدرتها على التنبؤ بالمخاطر السوقية للأسهم. بالإضافة إلى التعرف على أهداف القوائم المالية وعلى احتياجات مستخدمي تلك القوائم من المعلومات مع دراسة العوامل المؤثرة في محتوى القوائم المالية وتوقيت إصدارها.

وأظهرت الدراسة أن هناك عوامل تؤثر في محتوى القوائم المالية وتوقيت إصدارها أهمها تعدد فئات مستخدمي المعلومات المالية، وتنوع واختلاف احتياجاتهم من المعلومات وكذلك التشريعات والقواعد التي تصدرها الأجهزة الحكومية الرقابية والإشرافية بالإضافة إلى التكاليف المرتبطة بالإفصاح المحاسبي. كما أظهر التحليل وجود ارتباط بين نشر أرقام الدخل المحاسبي وبين التغير في أسعار وعوائد الأسهم وأحجام التعامل عليها. كما أكدت نتائج البحث أن القوائم والتقارير المالية التي تصدرها الشركات تحتوي على معلومات هامة تفيد المستثمرين في التنبؤ بالعائد (المحاسبي والسوقي) وكذلك

---

[1] - زكريا محمد الصادق إسماعيل، "تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في البورصة"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، 1990، ص ص 1-53.

[2] - أحمد السيد حمد الله، "مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين منهج مقترح لتطوير الإفصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري"، مجلة البحوث التجارية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، 1993.

درجة المخاطرة للسهم وهو ما يساعد في تحديد السعر المناسب للسهم وتكوين المحافظ الاستثمارية التي تتناسب مع درجات أفضليتهم للعائد والمخاطرة.

3. دراسة (عبد القادر محمد عبد الله، 1993)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سعر السهم والمعلومات المحاسبية المنشورة في سوق المال السعودي، وأجريت على عينة من الشركات المساهمة خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1986 -1993، وقد أوضحت الدراسة أن التغير في حصة السهم من الأرباح في المدى القصير له تأثير واضح على التغير في أسعار الأسهم. أما في المدى الطويل فأن التغير في أسعار الأسهم لا يعتمد على نصيب السهم من الأرباح وإنما يعتمد على سلوك الأسعار في الفترات السابقة. وكذلك في دراسة أخرى للباحث نفسه[2] أجريت على الشركات المساهمة السعودية أيضاً، خلال الفترة 1987-1991، والتي بحثت في العوامل المحددة لأسعار الأسهم، وجد أن دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام للأسعار يعد من أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية وبغض النظر عن طبيعة النشاط والقطاع.

4. دراسة (نهال فريد مصطفى، 1994)[3]

تناولت الدراسة تحليل العلاقة بين المتغيرات المالية الواردة في التقارير المالية المنشورة وبين سلوك أسعار الأسهم، وذلك من خلال بناء نموذج إحصائي يتمثل متغيره التابع في سعر السهم السوقي والمتغيرات المستقلة في: القيمة الاسمية للسهم، متوسط القيمة السوقية للسهم، ربحية السهم، التوزيعات للسهم الواحد بالإضافة إلى عدد الصفقات التي تمت خلال التعامل على السهم، ومتوسط قيمة الصفقة الواحدة. واشتملت عينة الدراسة على 33 شركة مدرجة في بورصة الإسكندرية موزعة على مجموعة من القطاعات الاقتصادية المختلفة (بنوك، سياحة، إسكان.....). وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج مفادها أن هناك تأثير جوهري لعدد الصفقات على معدل التغير في سعر السهم. ولا يوجد علاقة جوهرية بين التوزيعات للسهم الواحد ومتوسط قيمة الصفقة وبين معدل التغير في سعر السهم.

---

[1] - عبد القادر محمد عبد الله، "العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأمارات العربية المتحدة- ديسمبر 1993.

[2] - عبد القادر محمد عبد الله، "العوائد المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد11 ، العدد1، 1995، ص 135-155.

[3] - نهال فريد مصطفى، "دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، مجلد 1، 1994، ص373-417.

5. دراسة (ناديا أبوفخرة مكاوي، 1994)[1]

اهتمت هذه الدراسة بتعريف المستثمر بالعوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وذلك من خلال تحديد محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك، وفي سبيل ذلك قامت الباحثة باختيار عينة مكونة من 15 بنك من البنوك المدرجة في البورصة المصرية. وتمثل المتغير التابع في سعر السهم والمتغيرات المستقلة في ربحية السهم، ومعدل التوزيعات للسهم الواحد، ودرجة التقلب في ربحية السهم، والرافعة المالية.

وكشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير لبعض العوامل على سعر سهم البنوك، وتمثلت في ربحية السهم ومعدل التوزيعات ودرجة تقلب ربحية السهم والرافعة المالية، ولكن تفاوتت الأهمية النسبية لتلك العوامل من بنك لآخر، واختلافها من بنك إلى آخر، وكذلك أظهرت هذه الدراسة أن أسعار الأسهم في هذه البنوك لا تعكس كافة المعلومات المتاحة عنها والمتمثلة في المعلومات الظاهرة في القوائم المالية الخاصة بها.

6. دراسة (شعبان يوسف مبارز، 1995)[2]

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مجموعة من المؤشرات المالية (نسبة دوران السهم، العائد على الاستثمار، الأرباح الموزعة، العائد على المبيعات، حقوق المساهمين إلى الودائع) وتم تطبيق الدراسة على سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة بين 1990 إلى 1993 وتم تقسيم العينة إلى أربعة قطاعات هي قطاع البنوك وشركات التأمين، وقطاع الخدمات، وقطاع الصناعة. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1- انخفاض ربحية قطاع المصارف وذلك بسبب انخفاض ربحية السهم الواحد، ونسبة العائد على الاستثمار مع أن حجم الأعمال في القطاع يعتبر معقول وذلك لأن نسبة دوران السهم تعتبر معقولة إلى حد ما، وكذلك نسبة حقوق المساهمين إلى الودائع، أما النقد والاستثمار إلى الودائع فهذه النسب مرتفعة، أما بالنسبة لبقية القطاعات الباقية فإن جميع النسب تعبر جيدة.

2- هناك ارتباط حقيقي بين معدل دوران السهم وبين كل من العائد على المبيعات، والقروض على الودائع.

---

[1] - ناديا أبوفخرة مكاوي، "تحليل ودراسة محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلة العلمية، العدد الثاني، المجلد الثاني، 1994.

[2] - شعبان يوسف مبارز، "استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، العدد الأول، جامعة القاهرة، كلية التجارة ببني سويف، 1995.

3- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد و كل من العائد على الاستثمار، والأرباح الموزعة إلى رأس المال المدفوع، العائد إلى حقوق المساهمين، ونسبة الملكية.

4- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الاستثمار وبين كل من الأرباح الموزعة إلى رأس المال المدفوع، والعائد إلى رأس المال المدفوع، العائد على حقوق المساهمين، ونسبة الملكية، والمبيعات إلى حقوق المساهمين.

7. دراسة (متولي أحمد السيد قايد، 1995)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين بعض المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية الكويتية من حيث طبيعة العلاقة واتجاهها ومعنويتها. وإلى معرفة مدى وسرعة استجابة أسعار أسهم الشركات المقيدة بالسوق للتغيرات في المعلومات المحاسبية. بالإضافة إلى مقارنة العلاقة بين بعض المتغيرات المحاسبية المنشورة وأسعار أسهم الشركات المساهمة على أساس قطاعي بهدف وجود أو عدم وجود تباين في طبيعة العلاقة واتجاهها ومعنويتها بالنسبة للقطاعات التي تشكل سوق الأوراق المالية الكويتية.

وتكونت عينة الدراسة من 45 شركة مدرجة في السوق. وتمثل المتغير التابع في متوسط سعر السهم السوقي أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في: القيمة الدفترية للسهم، نصيب السهم من الأرباح، العائد النقدي الموزع، نسبة المديونية، نسبة السيولة، والمؤشر العام لأسعار الأسهم. وتم اعتماد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات. واتضح من الدراسة أن كلاً من القيمة الدفترية، والأرباح الموزعة، والرافعة المالية لها علاقة موجبة ومعنوية مع أسعار الأسهم، في حين أن نسبة التداول لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم. أما المؤشر العام للأسعار ونصيب السهم من الأرباح المحققة فعلى الرغم من إيجابية العلاقة إلا أن تأثيرها لم يكن معنوياً.

8. دراسة (نبيل عبد السلام شاكر، 1996)[2]

تمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في حصر المحددات الحاكمة لقرار المستثمر في مجال شراء الأسهم العادية مع محاولة التوصل إلى التصنيف الدقيق لهذه المحددات من منظور استنادها إلى أصول علمية واضحة من عدمه.

---

[1] - متولي أحمد السيد قايد، "تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم في بورصة الأوراق المالية الكويتية"، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الثاني، 1995.

[2] - نبيل عبد السلام شاكر، "محددات قرار المستثمر المصري في مجال شراء الأسهم العادية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ملحق العدد الأول، 1996.

بالإضافة إلى التوصل إلى تقييم موضوعي لمدى كفاءة سوق المال المصري فيما يتعلق بحركة تداول الأسهم العادية، وذلك من خلال التحديد الدقيق لتلك العوامل الحقيقية الحاكمة لقرارات الاستثمار بها.
واعتمد الباحث على قائمة استقصاء وزعت على عينة مكونة من 620 مفردة. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها وجود اختلافات ذات معنوية إحصائية بين المستثمر الفرد والمستثمر المؤسساتي (صندوق استثمار - شركة سمسرة) من حيث العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري في الأوراق المالية، حيث تأثرت القرار الاستثماري بكل من: (انخفاض معدل فائدة الودائع بالبنوك، طرح السهم بالسوق لأول مرة، معدل الربح الرأسمالي، طبيعة نشاط الشركة المصدرة للأسهم، مدى الإقبال على شراء السهم، نصيحة مستثمر آخر). أما بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين فإن قرارها الاستثماري ارتبط بدرجة ذات دلالة إحصائية بكل من: (طرح السهم بالسوق لأول مرة، تسجيل السهم بالبورصة، أقدميه الشركة المصدرة للأسهم، معدل الربح الرأسمالي المتوقع، توزيعات الأرباح، سيولة السهم بالسوق، معدل نمو نشاط الشركة المصدرة للأسهم، ضخامة نشاط الشركة، طبيعة نشاط الشركة).

9. دراسة (محمد صبري ابراهيم ندا، 1997)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، ودور القوائم المالية في ذلك لسوق المال في جمهورية مصر العربية. واختبر الباحث 16 متغيراً مستقلاً حيث وجد أن هناك أربعة متغيرات كانت معاملات الارتباط بينها وبين سعر السهم في السوق هي ذات معنوية مرتفعة وهي القيمة الاسمية للسهم وصافي الربح إلى إجمالي الأصول، وحقوق الملكية إلى إجمالي مصادر الأموال، والفوائد إلى إجمالي المصروفات.

10.دراسة (نبيل عبد السلام شاكر، 1997)[2]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار درجة العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المستقلة المرتبطة بمستوى الأداء الاقتصادي والمالي للشركات المصدرة للأسهم على تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق المال المصري، وذلك من خلال التوصل إلى نموذج كمي يتمثل متغيرة التابع في متوسط سعر السهم السوقي ومتغيراته المستقلة بمجموعة من المتغيرات التي يثبت دلالتها الإحصائية في تحديد الأسعار السوقية لها وتم تقسيمها إلى مجموعتين وهما:

---

[1] - محمد صبري إبراهيم ندا، "أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، السنة الأولى، 1997.

[2] - نبيل عبد السلام شاكر، "دور الأداء الاقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، 1997.

- المتغيرات المرتبطة بأداء الشركة الاقتصادي وهي: إجمالي قيم الأصول- إجمالي قيم حقوق الملكية- إجمالي قيم المديونية بأنواعها- إجمالي قيم الفوائد المرتبطة بالقروض والسندات- إجمالي قيم صافي ربح التشغيل.

- للمتغيرات المفسرة للحالة المالية للشركة وهي: معدل الرفع المالي- معدل العائد على حقوق الملكية- معدل العائد على الأصول- معدل دوران الأصول.

وتكون مجتمع البحث من الشركات المقيدة في سوق المال المصري والتي بلغ عددها 32 شركة. وانحصرت فترة الدراسة بين عامي 1995 و1996. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج مفادها عدم وجود ارتباط بين الأسعار السوقية للأسهم العادية المتداولة وبين مستوى الأداء الاقتصادي للشركات المصدرة لها، الأمر الذي يدل على عدم كفاءة السوق المصري. كما يوجد ارتباط ضعيف بين الأسعار السوقية للأسهم وبين مستوى أدائه وحركته، مما يعني ارتباط السوق بدرجة منخفضة جداً من الكفاءة. بالإضافة إلى أن نموذج الانحدار الذي توصلت إليه الدراسة أثبت دلالته عند مستوى معنوية 0.01، كما تأكد ارتباط هذا النموذج في صورته النهائية بدرجة عالية من صدق التنبؤ من خلال عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم الفعلية والقيم المتنبأ بها للأسعار السوقية للأسهم العادية مجال التطبيق في هذه الدراسة.

11.دراسة (السيد البدوي عبد الحافظ، 2000)[1]

بحثت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها السوقية لعينة من الشركات. ومن نتائج هذه الدراسة أن هناك علاقة واضحة بين عوائد الأسهم المحسوبة وفقاً لمبدأ التكلفة التاريخية وأسعار الأسهم لجميع الشركات محل الدراسة، في حين أكدت الدراسة على وجود أدلة قوية يمكن من خلالها الاستدلال على وجود العلاقة السابقة في حالة احتساب العوائد المحسوبة وفقاً لمفاهيم التدفقات النقدية، ومن ثم فإن هذه الدراسة قد أظهرت وجود علاقة بين أسعار الأسهم وعوائدها ولكن لا يمكن تفسير التغيرات في هذه العلاقة نتيجة للتغيرات في معدلات التضخم السارية.

12.دراسة (نهال فريد مصطفى، 2000)[2]

هدفت الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة بين مجموعة من البيانات المالية التي تتضمنها التقارير المالية وبين درجة المخاطرة السوقية في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية وذلك في محاولة للتوصل إلى

[1] - السيد البدوي عبد الحافظ، "السيولة ومعدلات العائد على الأسهم العادية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، السنة 12، العدد الأول، 2000.

[2] - نهال فريد مصطفى، "دور المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2000.

تحديد مجموعة البيانات التي يمكن الاعتماد عليها للتوصل إلى قرارات استثمارية رشيدة مما يحقق التنويع والتوزيع الأمثل للاستثمارات وبما يؤدي إلى تعظيم ثروة المستثمر وكفاءة السوق في نفس الوقت.

وقامت الدراسة باختبار العلاقة بين المتغير التابع (درجة المخاطرة) ومجموعة من المتغيرات المستقلة (معدل النمو- حجم الأصول- معدل التوزيعات المدفوعة- معدل السيولة- التغير في الأرباح- بيتا السوقية) واشتملت عينة البحث على 25 شركة تم اختيارها وفقاً لمعايير معينة، وتوصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

1- وجود علاقة طردية قوية بين المخاطرة وبين كل من معدل النمو المتوقع لإيرادات المشروعات ومعدل نمو الأصول.

2- وجود علاقة ارتباط موجبة ولكن لم يكن لها دلالة معنوية بين كل من معدل الاقتراض ومعدل السيولة والتغير في الأرباح وبيتا وعلاقة سالبة بين إدراك المحللين وكل من معدل التوزيعات وحجم الأصول.

13. دراسة (محمود الخلايلة، 2001)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية على المدى الطويل، حيث افترضت وجود علاقة موجبة بين عوائد الأسهم والأرباح.و شملت الدراسة 41 شركة مساهمة أردنية موزعة على قطاعين هما الصناعة والخدمات، وغطت الدراسة الفترة 1985-1994. أشارت النتائج الأولية لتحليل الارتباط والانحدار إلى وجود علاقة ضعيفة، وليست ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم السوقية والأرباح المحاسبية، وبعد تحييد أثر بعض الأحداث المشوشة، لوحظ أن هنالك تحسن ملحوظ في قيم معامل الارتباط والقوة التفسيرية لنموذج الانحدار عند إطالة فترة العائد.

14.دراسة (مؤيد محمد علي الفضل، 2003)[2]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، وذلك لمعرفة مدى ملائمة كلاً منهما في تفسير العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم للشركات المساهمة، واشتملت عينة الدراسة على 26 شركة مساهمة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية لعام 1998

1 - محمود عبد الحليم الخلايلة، " العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء السوقية (عوائد الأسهم)"، عمان، الأردن، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 28، العدد1، 2001 .

2 - مؤيد علي الفضل، " العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم دراسة اختباريه للمواصفة الأكثر تمثيلاً في العراق"، جامعة جرش، الأردن، 2003.

موزعة على ثلاث قطاعات رئيسية: قطاع الصناعة (65.4%) وقطاع الزراعة (19.2%) وأخيراً قطاع الخدمات (15.4%). وقد أسفرت نتائج الدراسة إلى ما يلي:

1 – إن قدره كل من التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير حصة السهم من الأرباح لا تفسر أكثر من 9,9% من العوائد السوقية للأسهم.

2 – إن التباين في قدرة كل من التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم من سنه لأخرى يجعل موضوع تحديد المتغير الأكثر تفسيراً للعوائد أمراً غير ممكن أو على الأقل يتصف بقدر معين من الصعوبة.

15. دراسة (حسني علي خربوش، 2003)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية لأسهم البنوك والشركات المالية المساهمة الأردنية، وبيان أثر سلوك التدفقات النقدية على الوضع المالي لهذه الشركات وإنجازاتها. ويقتضي ذلك تحديد المتغيرات ذات العلاقة بالتدفقات النقدية والأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي للبنوك والشركات المالية المساهمة العامة. لفحص العلاقة المفترضة غطت الدراسة ست عشرة مؤسسة وشركة مالية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2002م والتي سبق تأسيسها عام 1998، وتم التداول على أسهمها لمدة أربع سنوات تمتد من عام 1998م وحتى عام 2001م. وتم بناء نموذج موحد لاختبار جميع الشركات. وبتحليل نتائج هذا النموذج إحصائيا باستخدام الانحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم من جهة، وبين صافي التدفقات النقدية، وصافي التدفقات النقدية منسوبة: إلى الالتزامات طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل، وحقوق الملكية من جهة أخرى.

16. دراسة (محمد عبد الله على المهتدي، 2004)[2]

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تلبية المعلومات الواردة في التقارير المالية السنوية لاحتياجات المستثمرين، وقياس مستوى الإفصاح المحاسبي في هذه التقارير تمهيداً لمعرفة مدى تأثير بعض المتغيرات(إجمالي الأصول، حجم المبيعات السنوية، عدد المساهمين، العائد على الاستثمار، هامش صافي الربح) على مستوى الإفصاح، وكذلك دراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي وبين نسبة

---

1 - حسني على خربوش، " تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، المجلد 10، العدد الأول، كانون ثاني، 2003.

2 - محمد عبد الله على المهتدي، "أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم"، رسالة ماجستير، جامعة عدن، 2004.

التغير في أسعار الأسهم للفترة المحيطة بتاريخ إصدار التقارير والعلاقة بين مستوى الإفصاح والقيمة السوقية للأسهم في تاريخ إصدار هذه التقارير، كما هدفت الدراسة إلى معرفة مدى تأثير مؤشرات أداء الشركات (العائد على السهم بعد الضرائب، العائد الموزع للسهم) على العلاقتين السابقتين.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية موجبة بين مستوى الإفصاح في التقارير المالية وبين إجمالي الأصول وحجم المبيعات السنوية وعدد المساهمين، وقد حقق إجمالي الأصول أعلى ارتباط، فيما لم تبين الدراسة أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح وكل من العائد على الاستثمار وهامش صافي الربح.

كما توصلت إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح في التقارير المالية وأسعار الأسهم السوقية في تاريخ نشر هذه التقارير على مستوى بنود المعلومات ككل أو على مستوى جميع المجموعات الفرعية للمعلومات. كما أظهرت الدراسة أن هذه العلاقة تختلف باختلاف مؤشرات الأداء المتمثلة في العائد على السهم والعائد الموزع للسهم.

17. دراسة (محمد محروس حسب، 2007)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر المعلومات الواردة في قائمة التدفقات النقدية في تحديد القيمة السوقية للسهم وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في عملية اتخاذ القرار الاستثماري. حيث تم تطبيق الدراسة على القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة السعودية لفترة سنتين قبل الإلزام بنشر قائمة التدفقات النقدية في المعيار السعودي وسنتين بعد الإلزام. وتم التوصل إلى نتيجة مفادها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في التدفقات النقدية للمنشأة والقيمة السوقية للأسهم، كما كان لأثر التدفق النقدي أثر أكبر من صافي الربح على التغير في سعر السهم.

18. دراسة (عبدالرحمن باشيخ، 2008)[2]

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المعلومات المحاسبية التي تؤثر على قرارات صغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي حتى يتم التركيز عليها عند إعداد التقارير الربع سنوية والسنوية للشركات المساهمة المسجلة في سوق الأوراق المالية. بالإضافة إلى تحديد أهم المتغيرات المستقلة المؤثرة على أسعار الأسهم السعودية، والتي يمكن الاعتماد عليها في عملية التنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم في السوق السعودي.

---

[1] - محمد محروس زين الدين حسب، " أثر معلومات قائمة التدفقات النقدية في تحديد القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية في الشركات السعودية"، رسالة ماجستير، جامعة العلوم والتكنولوجيا، كلية العلوم الإدارية، اليمن، 2007.

[2] - عبد اللطيف بن محمد عبدالرحمن باشيخ، " أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي"، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، 2008.

أثبتت الدراسة تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المالية المنشورة على قرارات صغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم، كما توصلت إلى أن القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، ومضاعف الأرباح، ومضاعف السعر، والربح الموزع للسهم، ومردود الربح الموزع، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، تعتبر من أهم المتغيرات المحاسبية المؤثرة على القيمة السوقية للسهم في السوق السعودي، بينما تم إثبات أن معدل دوران الأصول، ونسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة، ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد على الأصول، لا تعتبر من المتغيرات المحاسبية المؤثرة على القيمة السوقية للسهم في السوق السعودي.

المبحث الثاني
الدراسات باللغة الأجنبية

1. دراسة [1](Ball & Brown, 1968)

تعد هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي بحثت في العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأوراق المالية المتداولة في بورصة نيويورك للأوراق المالية. واختبرت الدراسة أهمية الأرباح المنشورة في القوائم المالية للشركات في التأثير على أسعار الأوراق المالية. وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 261 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك للأوراق المالية خلال الفترة من 1957 إلى 1965، ومن نتائج الدراسة أن المعلومات المالية المتفائلة عن الأرباح تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة، في حين أن المعلومات المالية غير المتفائلة تؤدي إلى تأثير سلبي في القيمة السوقية للأسهم، كما أن المعلومات التي تتطلبها البورصة من الشركات التي تتداول أسهمها لديها تأثير جوهري على عملية تسعير أسهم تلك الشركات.

2. دراسة [2](Fogler, Kose & Tipton, 1981)

ركزت هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين عوائد أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي وتقلبات أسعار الفائدة السائدة، وقد توصل الباحث ومن خلال نظرية تسعير المراجحة Arbitrage Pricing Theory إلى أنه إذا كان هناك عدد قليل من العوامل الاقتصادية المؤثرة في العوائد الخاصة بكل الأوراق المالية بأنواعها المختلفة وأهم هذه العوامل بالطبع سعر الفائدة، فإن أي تغيرات غير متوقعة في هذه العوامل تعكس نوع من أنواع المخاطر المنتظمة في السوق والتي تؤثر على عوائد تلك الأوراق المالية، وتنتج هذه المخاطر أساساً من عملية إعادة التسعير التي تتم في ضوء هذه التقلبات.

وعلى الجانب التجريبي خلصت هذه الدراسة إلى أن العوائد على الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل والتي تعكس أسعار الفائدة السائدة في الأسواق تؤثر على عوائد الأسهم العادية بشكل منفصل ومن دون ارتباط مع التحركات الخاصة بأسواق الأسهم ذاتها.

---

[1] - Ray Ball & Philip Brwon, "An Empirical Evaluation of Accounting Income", Journal of Accounting Research, Autumn, 1968, PP. 159-178.

[2] - Russell Fogler, John Kose and James Tipton, "Three factors, interest rate differentials and stock groups", Journal of Finance, Vol. 36, 1981, PP. 323-335.

3. دراسة (Board & Day , 1989)[1]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سعر السهم وبين كل من الربح المحاسبي ورأس المال العامل وصافى التدفق النقدي. وقد بينت نتائج الدراسة أن العلاقة بين عائد السهم والربح المحاسبي كانت ذات دلالة إحصائية كبيرة، ثم يأتي بعد ذلك رأس المال العامل، في حين أن صافى التدفق النقدي كان أقل المتغيرات المفسرة للتباين في عائد السهم، وهذا يدل على المضمون المعلوماتي الضعيف الذي يحمله هذا المتغير.

4. دراسة (Jane, 1990) [2]

هدفت هذه الدراسة إلى فحص المحتوى المعلوماتي للأرقام المحاسبية غير المتعلقة بالربحية والواردة في القوائم المالية المنشورة وقدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمنشأة. وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من (391) شركة خلال الفترة زمنية من عام 1965 إلى عام 1977 وباستخدام البيانات المالية المجمعة التالية:

- نسبة التغير في المخزون السلعي إلى مجموع الأصول.
- نسبة التغير في صافي المبيعات إلى مجموع الأصول.
- التغير في الأرباح الموزعة للسهم الواحد للسنوات السابقة.
- التغير في النفقات الرأسمالية إلى مجموع الأصول.
- التغير في معدل العائد المحاسبي.

قدمت هذه الدراسة دليلاً على العلاقة بين الأرقام المحاسبية غير الربحية والتغير في الأرباح المستقبلية للمنشأة، حيث تقدم هذه النسب قدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمنشأة والتي لم يتم عكسها في الأرباح الحالية، كما توصلت إلى نتيجة أخرى متعلقة بوجود علاقة بين هذه النسب والقيمة السوقية لأسهم المنشأة وهذا يؤدي إلى ضرورة الاهتمام بهذه النسب في القوائم المالية،لأهميتها وأثرها على قيمة المنشأة.

---

[1] - John Board & Judy Day," The Information Content of Cash Flow Figures ", Accounting & Business Research , Vol. 20, Issue 77, Winter 1989 , pp. 3 – 11

[2]- Jane Ou, "The Information Content of Numbers or Earning Predictors", Journal of Accounting Research, Vol. 28, No. 1, Spring 1990, PP. 144-163.

5. دراسة (Ball & Kothari, 1991)[1]

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين حجم الربحية والقيمة السوقية للسهم. واهتمت بتأثير المعلومات المحاسبية المتعلقة بربحية الشركة على أسعار الأسهم من خلال التطبيق على عينتين من الشركات أحدهما تحقق أرباح والأخرى تحقق خسائر، وانتهت الدراسة إلى أن الأخبار الجيدة والمتعلقة بتحقيق أرباح لها تأثير ضعيف على أسعار الأسهم، مقارنة بالأخبار السيئة والمتعلقة بتحقيق خسائر. وقد يرجع ذلك إلى أن إدارة الشركة تتعمد تسريب المعلومات المتعلقة بالأرباح قبل نشرها في القوائم المالية، ومن ثم تفقد تأثيرها على أسعار الأسهم في تاريخ النشر. وهذا يرجع أيضًا إلى عدم كفاءة سوق الأوراق المالية وانتشار المضاربة فيها بصورة كبيرة، مما يمكن بعض المتعاملين في السوق من تحقيق أرباح غير عادية، وهذا يعكس الارتباط الضعيف بين مستوى الأداء الاقتصادي للشركات وحركة سوق رأس المال وبين الأسعار السوقية للأسهم.

6. دراسة (Chan, Hamao & Lakonishok, 1991)[2]

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين عوائد الأسهم العادية ومجموعة من المتغيرات المالية المنشورة في القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة بين عامي 1971 و1988. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الربحية/العائد (Earnings/ Yield)، حجم الشركة، مضاعف القيمة الدفترية (Book-to- Market Ratio) وعائد التدفقات النقدية (Cash Flow Yield). ولقد كانت العلاقة بين كل من مضاعف القيمة الدفترية وعائد التدفقات النقدية أكثر معنوية من العلاقة بين القيمة السوقية وحجم وربحية الشركة.

7. دراسة (Fama & French, 1992)[3]

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها لعينة مكونة من 435 شركة بالولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 1962 إلى عام 1990. وقد تم استخدام نموذج رياضي تحليلي لتقييم الأسهم بالإضافة إلى أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتمثل في نسبة سعر السهم للربحية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في: ربحية السهم، نسبة التوزيعات

[1] - Ray Ball & S Kothari, "Security Returns around Earning Announcement", The Accounting Review, October, 1991, PP.718-738.

[2] - Louis Chan, Yasushi Hamao and Josef Lakonishok,' Fundamentals and Stock Returns in Japan", Journal of Finance, Vol. XLVI, No. 5, December 1991.

[3]- Eugene Fama & Kenneth French, "The Cross-Sections of expected stock returns", The Journal of Financial, Vol.57, 1992, pp. 427-465.

المتوقعة، الانحرافات المعيارية المتوقعة لربحية السهم، مضاعف القيمة الدفترية وحجم التداول. وذلك بهدف معرفة السعر الحقيقي لأسهم تلك الشركات:

- الأسهم المقدرة بأقل من قيمتها الحقيقية Under valued
- الأسهم المقدرة بأعلى من قيمتها الحقيقية Over valued
- الأسهم المقدرة بقيمتها الحقيقية Fairly Valued

وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن عوائد الأسهم لا تفسر بواسطة التغيرات في أسعار الأسهم، بل يتم ذلك من خلال متغيرين هما حجم التداول ومضاعف القيمة الدفترية للسهم. كما أثبتت الدراسة أن متغير مضاعف القيمة الدفترية يلعب دوراً أكبر من متغير حجم التداول في تفسير عوائد الأسهم.

8. دراسة (Srinivas & Stuart, 1992) [1]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التغيير المفاجئ في أسعار الفائدة على عوائد أسهم المصارف المدرجة في سوق المال. وأثبتت الدراسة حساسية عوائد الأسهم للتقلبات في أسعار الفائدة السائدة خلال الفترات التي تظهر فيها الفجوات أو عدم توافق بين الأصول والخصوم الحساسة للتقلبات في أسعار الفائدة في المصرف. على اعتبار أن تلك التقلبات من أهم العوامل التي تمثل مخاطر تنعكس على الأرباح النظامية الخاصة بالمصرف. والجدير بالذكر أن من أهم نتائج تلك الدراسة هو توصلها إلى عدم قيام المصارف إتباع أي سياسة للتغطية ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة السائدة والتي تنعكس في صورة حساسية في عوائد الأسهم لتلك التقلبات غير المتوقعة في الأجل القصير.

9. دراسة (Kwaku, 1995) [2]

تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين التقارير المالية المتاحة للمستثمرين وبين أسعار الأسهم، حيث افترضت الدراسة أن الهدف الرئيسي للتقارير المالية هو 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 (Market Model) في السنوات من 1983 إلى 1987. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن التقارير المالية وما تحتويها من

[1] - Srinivas kella & Stuart Greeenbaun, "Innovation in Interest Rate, Duration Transformation and Bank Stock Returns", Journal of Money Credit and Banking, Vol. 24, No. 1, February 1992, pp. 27-42

[2] - Kwaku Opong, "The Information Content of Interim Financial reports: UK evidence", Journal of Business Finance & Accounting, March 1995, pp. 269-279.

معلومات محاسبية تؤثر في أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقارير، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

10.دراسة (Frederick & Taffler, 1995) [1]

تهدف هذه الدراسة إلى إيضاح الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح المحاسبي على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الوحدة الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، وسعت الدراسة إلى اختبار قدرة (التقارير السنوية، وتقارير توزيعات المقترحة للأرباح، وتقرير الجمعية العمومية السنوية، والتقارير المالية المؤقتة) في نقل أسعار الأوراق المالية للمستثمرين، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات 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 على اتخاذ القرار الاستثماري.

11.دراسة (Stark, 1997)[2]

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المتغيرات الثلاثة التالية: القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، والربح الموزع للسهم من ناحية وسعر السهم السوقي من ناحية أخرى، وذلك من خلال تحليل الانحدار الخطي. هذا وقد توصلت الدراسة إلى النتيجة التالية وهي أن عائد السهم، و القيمة الدفترية لهما علاقة معنوية مع سعر السهم السوقي.

12.دراسة (Stickney, 1997)[3]

تناولت العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار الأسهم، من خلال العلاقة بين الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية من جهة وبين القيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى. وقد أثبتت الدراسة أن الأخبار الجيدة المتعلقة بنصيب السهم من الربح لها تأثير إيجابي على أسعار الأسهم، وأن تعديل توقعات المستثمرين والمحللين الماليين بالأرباح المحاسبية المستقبلية يعتمد على الأرباح الفعلية المنشورة فى القوائم المالية والتي تنعكس على تحركات الأسعار السوقية للأسهم. بالإضافة إلى أن النتائج أيدت أن

---

[1] - Rippington Frederick & Richard Taffler, "The information content of firm financial disclosures", Journal of Business Finance & Accounting, April 1995, pp. 345-362.

[2] - Andrew Stark, "Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship." Accounting and Business Research, vol. 27, No.3, 1997, PP. 219-228.

3 - Clyde Stickney, "The Academic's Approach to Securities Research: Is It Relevant to the Analyst? Journal of Financial Statement Analysis, Vol.2, No.4, Summer, 1997, PP.52-62.

الأرباح المحاسبية أفضل من التدفقات النقدية فى التأثير على أسعار الأسهم ، وأن مؤشر عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية أفضل من التدفقات النقدية فى التأثير على أسعار الأسهم ، وأن مؤشر عائد السهم من التدفقات النقدية التشغيلية أفضل مؤشر للتدفقات النقدية في التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم . وهذه النتائج تؤكد على وجود علاقة ارتباط قوية بين المعلومات المحاسبية المنشورة والتي تعكسها مؤشرات الربحية والتدفقات النقدية وبين أسعار الأسهم.

13. دراسة (William, 1997) [1]

كان الهدف من هذه الدراسة هو اختبار العلاقة بين توزيعات الأرباح وديون المنشأة وبين قيمة المنشأة وذلك على عينة مكونة من 8287 شركة صناعية وتجارة في المملكة المتحدة خلال الفترة من 1987 إلى 1995 وذلك باستخدام نموذج انحدار يتمثل متغيره التابع في قيمة المنشأة، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة في نسبة توزيعات الأرباح، ونسبة الديون بالمنشأة. وقد أسفرت الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح وبين قيمة المنشأة (أسعار الأسهم). بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين نسبة الديون بالمنشأة وبين قيمة المنشأة، حيث أنه كلما زادت الديون بالمنشأة أدى ذلك إلى انخفاض قيمة المنشأة.

14.دراسة (Quirin & Allen, 2000)[2]

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأداء الاقتصادي للشركات ممثلاً بحجم الأرباح المحققة وبين القيمة السوقية للسهم، وبالتركيز على التحليل الأساسي للقوائم المالية المنشورة للتنبؤ بإجمالي عائد السهم . وتشير نتائج الدراسة إلى وجود أثر جوهري للمعلومات المحاسبية المتعلقة بالربحية على الأسعار السوقية للأسهم. فالمعلومات المتعلقة بالأرباح لها تأثير معنوي ومرتفع في التنبؤ بحركة أسعار لأسهم، وأن توقعات السوق للأرباح المستقبلية تكون مرتبطة بتوقعات المحللين الماليين. ويعتمد التنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم على البيانات التاريخية للأرباح والقائمة على نماذج السلوك العشوائي. كما أضافت الدراسة بأن مؤشرات الربحية وخاصة مؤشر العائد على السهم ومؤشر مضاعف الربحية من أهم المؤشرات المحاسبية للتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

---

1 - William Rees,"The Impact of dividends debt and investment on valuation models", Journal of Finance and Accounting, Vol. 214, September, 1997, pp.571-593.

2 - Jeffery Quirin, and A. Allen, "The Effect of Earnings Performance on Fundamental Information analysis", Journal of Business of Finance, Vol.36, No.4, 2000, PP.149-165.

15. **دراسة (Johnson & Soenen, 2003)** [1]

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المؤشرات المالية التي تؤثر على نجاح الشركات، وتمثلت عينة الدراسة في 478 شركة مدرجة في السوق المالي خلال الفترة الممتدة بين عام 1982 وعام 1998. وتم قياس أداء الشركة من خلال بناء ثلاثة نماذج تتمثل متغيراته التابعة في نسبة شارب Sharpe's Ratio ونسبة Jenson's Alpha[2]، والمقياس الثالث هو القيمة الاقتصادية المضافة للشركة Economic Value Add[3] وتعتبر هذه القيمة هي القيمة التي حصل عليها المستثمرين بعد خصم كافة النفقات وتسمى أحياناً الدخل المتبقي. أما بالنسبة للمؤشرات المالية التي تم اختبارها فهي مضاعف القيمة الدفترية، حجم الشركة، معدل النمو المنتظم[4]، هيكل رأس المال، السيولة، تقلبات الإيرادات، الربحية ،الإنفاق على البحوث والتطير في الشركة، نفقات الدعاية والإعلان. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة تتمثل بوجود ثلاثة مؤشرات رئيسية ترتبط بالشركات الناجحة وهي معدل الربحية، والحجم، واستقرار معدل النمو. كما أثبت النماذج المقترحة قدرتها التنبؤية الجيدة حيث تراوحت القدرة التنبؤية بين 65% لـــ Jenson's Alpha و80% لمتغيري القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة شارب.

16. **دراسة (Maysami, Howe & Hamzah, 2004)** [5]

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد سوق الأسهم في بورصة سنغافورة، وقد تم اختبار علاقة كل من أسعار الفائدة والإنتاج الصناعي وسعر الصرف والعرض النقدي ومستوى الأسعار. وتمثل المتغير التابع في الدراسة بمؤشر سوق الأسهم لبورصة سنغافورة وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من عام 1989 وحتى العام 2001.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين مؤشر سوق الأسهم وكافة المتغيرات السابقة الذكر. أما في التحليل المقطعي فقد أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين النشاط الاقتصادي والعرض النقدي ومؤشر القطاع المالي في بورصة سنغافورة، في حين كانت العلاقة بين العرض النقدي وأسعار الفائدة ومؤشر قطاع الفنادق ذات معنوية إحصائية. كما تدل هذه العلاقة القوية بين متغيرات الاقتصاد

---

[1] - Robert Jonson & Luc Soenen, "Indicators of Successful Companies", European Management Journal, Vol. 21, Issue 3, June 2003, PP. 364-369.

[2] - معدل العائد على الورقة المالية مضافاً إليه بدل المخاطرة زائد الخطأ العشوائي.

[3] - يتم قياسها من خلال صافي أرباح التشغيل بعد الضرائب مطروحاً منه تكلفة رأس المال المرجحة مضروباً برأس المال الموظف.

[4] - معدل الاحتفاظ بالأرباح مضروب بالعائد على حقوق الملكية.

[5] - Ramin Maysami, Lee Chuin Howe & Mohamad Atkin Hamzah," Relationship between macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Co integration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices", Journal Pengurusan, Vol. 47, 2004, pp.47-77.

الكلي وأسعار الأسهم على أن كفاءة السوق المالي السنغافوري هي في محل شك على اعتبار أنه يمكن التنبؤ بأسعار السهم من خلال دراسة سلوك هذه المتغيرات وهذا ما يتناقض مع فرضيات كفاءة السوق كما أن القائمين على صناعة السياسة الاقتصادية يمكن أن يعيدوا تقييم قراراتهم الاقتصادية بما يجعلها تتوافق مع رغبتهم في التأثير على السوق المالي.

17. دراسة (Cho & Pucik, 2005) [1]

هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين الأداء المالي للشركات المدرجة ومجموعة من المؤشرات المالية المرتبطة بأداء الشركة وهي الربحية والجودة في المنتجات والإبداع في الشركة، وقد تم قياس الأداء المالي من خلال ثلاثة مؤشرات رئيسية وهي معدلات النمو المحققة ومؤشرات الربحية ومؤشرات الأداء السوقي لسهم الشركة المدرجة في السوق الأمريكي خلال الفترة الزمنية من 1998-2000.

وقد تم قياس المؤشرات الرئيسية بمجموعة من المتغيرات الفرعية، فمعدل النمو تم قياسه من خلال معدل نمو الأصول ومعدل نمو الإيرادات ونمو القيمة السوقية للشركة، أما بالنسبة لربحية الشركة فتم قياسها من خلال العائد على الأصول RoA والعائد على حقوق الملكية RoE والعائد على الاستثمار RoI، أما مؤشر القيمة السوقية فتم التعبير عن بمضاعف القيمة الدفترية للسهم ونسبة Tobin's ratio[2].

وقد تم صياغة العلاقة بين هذه المتغيرات (14 متغير) من خلال خمسة نماذج رياضية ثم تم دراسة العلاقة بين هذه النماذج مع بعضها البعض. وبينت الدراسة بأن الشركات التي استطاعت أن تتوصل إلى موازنة بين جودة منتجاتها والابتكار كان أدائها المالي ومعدلات نموها أفضل من أداء السوق، كما بينت النتيجة أن أثر مؤشر الجودة والابتكار منفردين لا يمكن أن يحسنا الأداء المالي للشركة ولكن يجب أن يتم التركيز على المتغيرين معاً وبنفس الوقت لينعكس ذلك الأثر إيجاباً على الأداء المالي للشركة.

[1] - Hee-Jae Cho & Vladimir Pucik, "Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value", Strategic Management Journal, Vol. 26, 2005, PP. 555-575.

[2] - هي عبارة عن نسبة القيمة السوقية لديون والأسهم العادية للشركة إلى التكلفة الحالية لاستبدال أصول الشركة.

18.دراسة (Banerjee, Ganchev & Spindt, 2006) [1]

هدفت الدراسة إلى تقديم دليل على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكل من سيولة السهم والقيمة السوقية له، حيث انطلقت الدراسة من أن مالكي الأسهم قليلة السيولة يفضلون الحصول على توزيعات نقدية، وبالتالي فإن السيولة التاريخية للسهم هي المحدد الرئيسي لسياسة توزيعات الأرباح في الشركة. واشتملت العينة على كافة الشركات المدرجة في كل من مؤشر الناسداك NYSE ومؤشر AMEX خلال الفترة الزمنية من 1963 إلى 2003. ولقد تم التعبير عن العوامل المحددة لقرار التوزيعات النقدية للشركة بمجموعتين من المتغيرات، المجموعة الأولى ضمت كل من:

1. حجم الشركة: تم التعبير عنه من خلال القيمة السوقية للشركة.
2. الربحية: (الأرباح / حجم الأصول)
3. فرص نمو الشركة: (القيمة السوقية للشركة / حجم الأصول)

أما المجموعة الثانية فهدفت إلى حصر أثر السيولة على الأسهم العادية وذلك من خلال المتغيرات التالية:

1. حجم المتاجرة على الأسهم: عدد الصفقات على سهم الشركة.
2. السعر / حجم المتاجرة.
3. المتغير الثالث هو عدم سيولة السهم: وتم حسابه كمتوسط العائد اليومي بالقيمة المطلقة على قيمة الصفقات على السهم.

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وبين سيولة السهم في سوق الأوراق المالية، ففي الأسواق ضعيفة السيولة يزداد الطلب من قبل المستثمرين على أسهم الشركات التي تقوم بتوزيعات نقدية وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية، أما في الأسواق العالية السيولة فنجد أن المستثمرين لديهم حافز أقل على اقتناء الأسهم التي تعتمد على التوزيعات النقدية. وبالتالي فإن سياسة التوزيعات النقدية للشركة وسيولة السوق يلعبان دوراً مهما في تحديد نظرة المستثمرين تجاه سهم الشركة، فالشركة التي تعمل على تخفيض توزيعاتها النقدية تخفض حساسية العوائد إلى السيولة الكلية وذلك بسبب تعرض المستثمرين إلى خطر السيولة الأمر الذي ينعكس سلبا على القيمة السوقية للسهم.

[1] - Suman Banerjee, Vladimir Gatchev, and Paul Spindt, "Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy", Journal of financial and Quantitative analysis, January 2006.

19.**دراسة (Vonmag, 2006)** [1]

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين المتغيرات المالية وأداء الشركة والذي تم قياسه من خلال ثلاثة مقاييس رئيسية وهي: مقياس الأداء السوقي من خلال تقلبات أسعار السهم في السهم، التدفقات النقدية للشركة من خلال التوزيعات النقدية للمساهمين، والربحية من خلال العائد على الاستثمار. وقد اشتملت العينة على 9854 شركة مدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة الزمنية من عام 1982 إلى عام 2004.

وتلخصت النتائج بأن الشركات التي تتمتع بمضاعف قيمة دفترية وبإدارة رأسمال عامل كفوءة وسيولة منخفضة، ونسبة حقوق ملكية عالية وديون منخفضة، وأرباح محتجزة عالية لأغراض إعادة الاستثمار تكون ربحيتها أفضل من خلال معيار العائد على الاستثمار.

أما الشركات التي تتمتع بنسبة حقوق ملكية منخفضة مقارنة بالديون، صغر حجم الأصول الثابتة وعدم وجود أرباح محتجزة فلها أداء أفضل من ناحية التدفقات النقدية والمقاسة عن طريق نسبة الأرباح الموزعة. وأما الشركات التي مضاعف قيمتها الدفترية منخفض وحقوق الملكية أكبر من الديون وتصنيف سلبي لأسهمها المدرجة ونسبة الأرباح قبل الضرائب عالية كان لها أداء سوقي أفضل والمعبر عنه من خلال تغيرات سعر السهم.

-اختلاف الدراسة عن الدراسات السابقة:

بالنسبة لموقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة فيمكن القول بأن هناك إضافة جوهرية على ما تم إنجازه في هذا المجال، وتتمثل هذه الإضافة في عدة محاور وهي:

1. اختبرت الدراسة الحالية العلاقة بين مجموعة من المؤشرات المالية الجديدة (مؤشرات السيولة، مؤشرات النشاط، الرافعة المالية) وبين القيمة السوقية للأسهم، بحيث سيتم إدخالها في النموذج الإحصائي بهدف اختبار العلاقة بين هذه المتغيرات والقيمة السوقية للسهم.
2. تم دراسة أثر المؤشرات السوقية للسهم على قيمته السوقية، حيث اكتفت أغلب الدراسات السابقة بدراسة أثر المؤشرات المالية المرتبطة بأداء المنشأة فقط وأغفلت دراسة المؤشرات المرتبطة بأداء سهم الشركة في البورصة نتيجة لعمليات البيع والشراء، حيث قام الباحث

[1] - Von Mag Höbarth, " Modeling the Relationship between Financial Indicators and Company Performance – An Empirical Study for US-listed Companies", Dissertation, Wirtschafts University of Economics And Business Administration, Berlin, Germany. 2006.

باختبار أثر كل من مؤشرات الأداء المالي والسوقي كل على حدا، ثم اختبار أثر هذه المتغيرات مجتمعة على القيمة السوقية للسهم بغية التوصل إلى نموذج كمي يكون قادر على تفسير سلوك الأسهم العادية في السوق المالي.

3. ومن جهة أخرى تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث مكان وزمان التطبيق. كما تعتبر هذه الدراسة هي الأولى في محاولة بناء نموذج كمي يفسر سلوك حركة أسعار الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بالرغم من التحفظات الممكن أخذها على النموذج بسبب حداثة السوق وعدم توفر بيانات تاريخية طويلة كافية لبناء نموذج كمي يتمتع بقوة تفسيرية جيدة.

خلاصة الفصل الثاني:

في ضوء ما تم استعراضه من دراسات وأبحاث سابقة تناولت موضوع العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم المتداولة نلاحظ أنها جميعاً هدفت إلى معرفة القيمة الحقيقية للسهم العادي، وإن اختلفت وتباينت أساليبها وتطبيقاتها، وأشارت إلى أن استخدام مجموعة من النسب أو المتغيرات المالية يمكن أن يساعد في تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية والتنبؤ بها. كما اتفقت جميع الدراسات على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية The Information Content وعلى قدرة هذه البيانات على تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات لدى المستثمر Information Asymmetry مما يعني أنه يمكن الاعتماد على المعلومات الواردة في القوائم المالية لتقدير القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بناء على هذا التقدير.

ويلاحظ أيضاً أن الدراسات السابقة لم تتفق على تحديد مجموعة معينة من المتغيرات أو النسب المالية القادرة على تفسير سلوك أسعار الأسهم، وبالتالي عدم اتفاقها على وضع نموذج محدد من المتغيرات المالية وإن كان هناك بعض المتغيرات التي تكرر استخدامها في عدد كبير من الدراسات (نصيب السهم من الأرباح، التوزيعات النقدية، القيمة الدفترية، العائد على حقوق الملكية، الرافعة المالية، مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف الربحية) مما يشير ضمناً إلى إمكانية الاعتماد عليها في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم.

الفصل الثالث

تنظيم وإدارة أسواق رأس المال

ويتضمن:

المبحث الأول: مفهوم وطبيعة الأسواق المالية

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار المالية وطرق تقييمها

المبحث الأول
مفهوم وطبيعة الأسواق المالية

أولاً- مفهوم سوق الأوراق المالية:

تعتبر عملية تعبئة الموارد المحلية والخارجية من أهم التحديات التي تواجه الدول النامية، وذلك لتمويل الاستثمارات الإنتاجية ولتحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي ولهذا يعمل صانعو السياسات الاقتصادية في هذه الدول على تطوير أسواقهم المالية وإعطائها المزيد من الاهتمام، وذلك لما لهذه الأسواق من أهمية في تعبئة المدخرات المحلية، وجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية[1]. كما تشكل الأسواق المالية Financial Market حلقة الاتصال بين الادخار والاستثمار. ويمكن أن تؤثر فاعلية الأسواق المالية وكفاءتها تأثيراً إيجابياً على حجم الاستثمار ونوعيته وبالتالي على معدلات النمو الاقتصادي[2].

ويعتبر تطوير سوق المال من المرتكزات الهامة في إطار الجهود المبذولة للإصلاح الاقتصادي والتحول نحو آليات السوق من أجل تعبئة وتخصيص الموارد، وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي، وذلك نظراً للدور الحيوي الذي تلعبه هذه السوق في حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر كفاءة وربحية.

وتشير العديد من الدراسات[3] إلى أهمية الدور الذي تلعبه البورصات في إنجاح برامج الإصلاح الاقتصادي فهي تعد بمثابة قناة رئيسية لعمليات الخصخصة والتحول الهيكلي بهدف توسيع قاعدة الملكية الخاصة وتشجيع الاستثمارات الأجنبية. ويتعزز دور السوق المالي في النمو الاقتصادي إذا ما توافر له عنصر الكفاءة[4] حيث يقوم السوق الكفء بالتخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة وتؤثر كفاءة هذه الأسواق تأثيراً إيجابياً على حجم الاستثمار ونوعيته وذلك محدد هام للنمو الاقتصادي.

---

1 - Mohamed El-Erain,"Financial Market Development in the Middle East, in Development of Financial Market in the Arab Countries, Iran and Turkey", Economic Research Forum for Arab Countries, Iran & Turkey, 1995, p1.

2 - Panicos Demerriades & Khaled Hussein, "Does financial development cause economic growth? Time-Series evidence from 16 countries", Journal of development economics, Vol. 51, December, 1996, PP.387-411.

3- ماجدة أحمد إسماعيل شلبي، "تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديدات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق"، كلية الحقوق، جامعة الزقازيق. 2009.

4 - Pontus Hansson & Lars Jonung, "Finance and economic growth: the case for Sweden 1834-1991", Research in economics, 1997, PP.277.

يقصد بسوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية (أسهم – سندات...) أو لأي أصل مالي آخر[1]، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق به هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فيما بين المتعاملين في السوق[2]. والسوق بهذا المفهوم لا يشرط أن يكون له وجود مادي فمهمته الأساسية هي تسهيل الاتصال بين البائع والمشتري[3]. حيث تتم عمليات البيع والشراء للأسهم والسندات بمساعدة السماسرة أو الشركات المتخصصة بهذه الأعمال، وقد تجري عمليات تداول الأسهم والسندات خارج السوق المالية، وتعرف هذه المبادلات بالعمليات خارج المقصورة Over the Counter، وقد عزز هذا التوجه وسائل الاتصال الحديثة ورواج أعمال السمسرة.

ثانياً- الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية:

تؤدي سوق الأوراق المالية (البورصة) العديد من الوظائف على قدر كبير من الأهمية في الاقتصاد القومي. وفيما يلي بعض أهم هذه الوظائف[4].

1- تؤمن البورصة سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية Continuous Market، الأمر الذي يوفر للأصول المالية درجة عالية من السيولة Liquidity. وتعني السيولة هنا إتاحة الفرصة للمستثمر لأن يبيع الأوراق المالية بأسعار لا تختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة. وتشجع ميزة السيولة المستثمرين على اختلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية إن من السوق الأولي أو من السوق الثانوي.

2- يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولي، لمعرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود سوق ثانوية نشطة لهذه الإصدارات. الأمر الذي يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق Marketability، مما يخفض من مخاطر ضمان هذه الإصدارات.

3- تقوم البورصة بتقييم Valuation وتحديد أسعار Pricing الأوراق المالية على ضوء المعلومات المتوفرة عنها، وذلك من خلال عمليات التداول (البيع والشراء) ما بين عدد كبير من المستثمرين الذين لا يعرف بعضهم البعض. أي أن التقييم يتم على أسس موضوعية لا يدخل فيها العامل الشخصي.

1- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002، ص37.
2- عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون،"الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، 1998، ص1 .
3 - سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، القاهرة، مكتبة عين الشمس، 1998، ص 475.
4- محمد أيمن عزت الميداني، " تطوير أسواق رأس المال في سورية"، ورقة بحثية، 2002.

4- تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على إدارة الشركات المدرجة في السوق، وعليه فإن الشركات التي تتبع إداراتها سياسات استثمارية وتمويلية وتشغيلية وتسويقية كفوءة وتحقق نتائج أعمال جيدة تتحسن أسعار أسهمها في السوق. أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة، فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية الأمر الذي ينعكس سلباً على أسعار أسهمها في السوق.

5- تلزم قوانين أسواق المال الشركات المساهمة بمتطلبات الإفصاح والشفافية Disclosure عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

6- تراقب إدارات أسواق المال عمليات التداول في السوق من خلال نظام التداول الالكتروني، وذلك لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار بهدف حماية المستثمرين.

7- تساهم البورصات في تشجيع عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع، من خلال تجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في الاستثمارات الأكثر إنتاجية. إذ أن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي توفرها البورصات تشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات إمكانية تأمين التمويل عن طريق سوق المال وبتكاليف منخفضة.

ثالثاً- أقسام السوق المالي: Segmentation of Financial Market

نظراً لتعدد المعايير التي تتحكم في أسواق رأس المال فإن أغلب الاقتصاديين[1] يميلون إلى تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع وفقاً لمجموعة من المعايير وذلك على النحو التالي:

أ- حسب الإصدار (سوق أولي وسوق ثانوي).

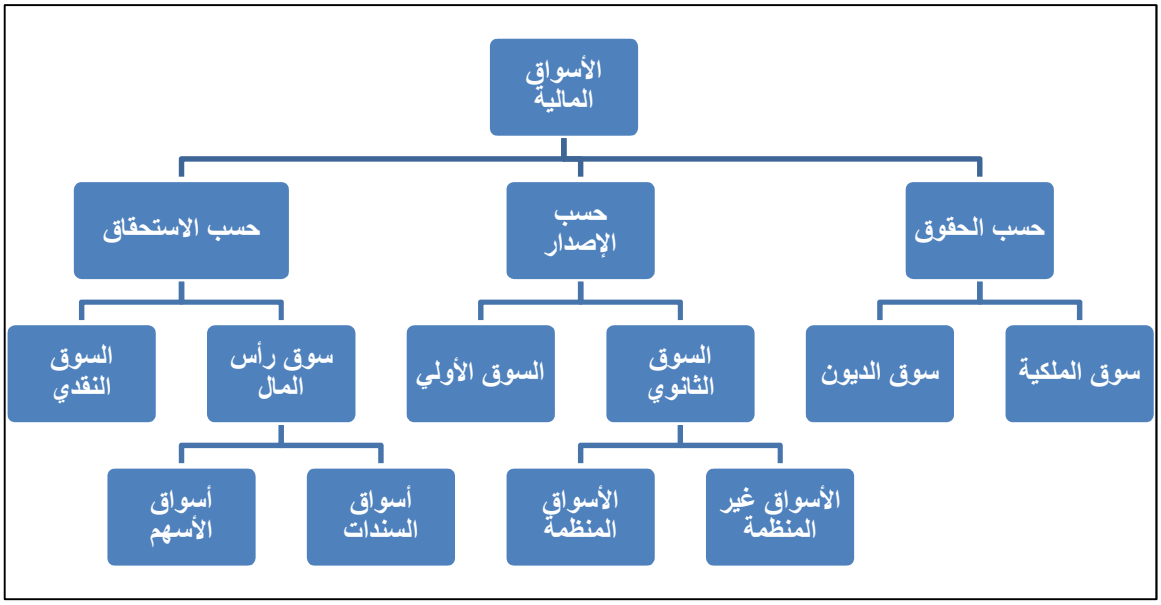
ب- حسب الاستحقاق (سوق نقدي- سوق رأس المال- المشتقات).

ت- على أساس الحقوق (سوق الديون وسوق الملكية Debt and Equity Market)

ث- السوق الفورية والسوق الآجلة Spot and Forward Market.

1- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002.

الشكل البياني رقم (1): هيكل الأسواق المالية



أ- **تقسيم السوق المالي حسب الإصدار:**

تقسم سوق الأوراق المالية على أساس الإصدار إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية كما يضاف لهذا التقسيم أيضاً كل من السوق الثالث والسوق الرابع.

1. السوق الأولية (Primary Market):

هي الأسواق التي يتم فيها ترويج وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة. وتعد السوق الأولية الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعا لذلك فهي سوق الاستثمار الحقيقي وبالتالي فإن الجهة المصدرة للورقة المالية تكون طرفاً في عمليات البيع أي أن حصيلة بيع الإصدار تذهب إليها وتنعكس في قوائمها المالية. والسوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة، تقوم بعرض أوراق مالية في السوق قامت بإصدارها لحساب منشأة أو جهة حكومية[1]. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات بنك الاستثمار Investment Bank أو المتعهد Underwriter وتلعب هذه المؤسسة دور الوسيط بين المستثمرين والجهة المصدرة ويقتصر دور البنك في خدمات النصح والإرشاد وإصدار نشرة الاكتتاب (Prospectus). أما بالنسبة لخدمات البيع للأوراق المالية فتتم بطريقتين هما[2]:

1- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002، ص482.
2- نضال الفيومي، "البورصات وأسواق المال"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية"، 2007.

- اتفاقية بذل أفضل الجهود (Best Efforts Agreement): وبموجب هذه الاتفاقية يتعهد البنك الاستثماري بأن يبذل قصارى جهده لبيع الإصدار مقابل عمولة معينة، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار، وبهذا تتحمل الشركة مخاطرة الاكتتاب بالكامل.
- اتفاقية الاكتتاب الملزمة (Firm Commitment Agreement) حسب هذه الاتفاقية يقوم البنك بشراء الأوراق المالية المصدرة بالكامل ومن ثم يقوم ببيعها بسعر أعلى محققاً ربحه من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، ويتحمل البنك هنا كافة المخاطر.

ويمكن أن تتم عملية البيع أو الإصدار بطريقتين هما[1]:

- الطرح العام (Public Offering): وهنا تقوم الشركة بطرح أوراقها المالية لعامة الناس، بحيث يستطيع أي مستثمر أن يشتري هذه الأوراق، وغالباً ما يتم الطرح عن طريق بنك استثماري وتكون تكاليف الطرح هنا عالية بسبب العمولات التي تتقاضاها أتعاباً مقابل خدماتها.
- الطرح الخاص (Private Placement): وهنا تقوم الشركة بطرح أوراقها المالية لفئة استثمارية معينة مثل الصناديق الاستثمارية وصناديق التقاعد والشركات الاستثمارية المختلفة، ويتم عادة الاتفاق بين الشركة والمستثمر مباشرة بدون وساطة البنوك الاستثمارية مما يسهم في تخفيض تكاليف الإصدار.

كما يمكن تقسيم إصدارات السوق الأولية إلى نوعين من الإصدار هما:

- الإصدار الأولي المبدئي: Initial Public Offering IPO وهو عبارة عن أول طرح لأسهم الشركة في السوق المالي، ويتم عادة عند إدراج الشركة في السوق المالي عندما تتحول من الطرح الخاص إلى الطرح العام Going Public.
- الإصدار التالي Seasoned Offering ويطلق هذا المصطلح على أي طرح للأوراق المالية يأتي بعد الإصدار الأولي (IPO) ويتم عند زيادة الشركات لرأسمالها. والأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق الأولي هي الأسهم والسندات والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Securities.

أما بالنسبة لعملية طرح الأوراق المالية الحكومية (سندات وأذون الخزانة) في السوق الأولية، يقوم المصرف المركزي نيابة عن وزارة المالية بطرحها في مناقصات[2] (عطاءات تنافس) Competitive

1- نضال الفيومي، مرجع سبق ذكره، ص 45.
2- محمد يسر برنيه، "تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004.

Bids لتحديد العائد عليها Yield عليها وبالتالي سعر البيع. وتقدم العروض إلى المصرف المركزي من مؤسسات استثمارية (بنوك، صناديق استثمار، صناديق تقاعد، شركات تأمين، مؤسسات استثمار متخصصة في السندات الحكومية.....الخ) ومن مستثمرين أفراد. وترسل المعلومات إلى وزارة المالية التي تقوم بتحديد سعر الفائدة المقبول والعروض الفائزة وبالتالي حجم الاقتراض الذي ترغب به وزارة المالية في هذا الإصدار. تجدر الإشارة هنا إلى أن المؤسسات المالية المتنافسة على إصدار سندات الخزينة تهدف عادة إلى الحصول على أعلى عائد ممكن ضمن مقيدات المنافسة التي يفرضها المصرف المركزي برغبته في الحصول على أدنى عائد ممكن لتخفيض تكلفة خدمة الدين على الدولة إلى الحد الأدنى. كذلك يتلقى المصرف المركزي عادة عروض غير تنافسية من مستثمرين مستعدين لدفع السعر الوسطي للسند الذي ينتج عن المناقصات.

2. السوق الثانوي (Secondary Market):

يعرف هذا السوق بأنه سوق الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في السوق الأولية، حيث يكون أطراف التعامل في هذا السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المتداولين سواء كانوا أفراد أو شركات مالية أو صناديق استثمار، ومن أهم خصائص هذا السوق هو توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أسهم عند الحاجة إلي قيمتها نقداً. ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

- الأسواق المنظمة (Organized Securities Exchanges):

وهي عبارة عن الأسواق التي لها وجود فعلي ومكان تتواجد فيه وأرضية للتداول Platform مثل بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك وبورصة دمشق. ويتم التداول في هذه السوق من خلال شركات الوساطة المالية أو المصارف وتشرف عليها هيئة تراقب عمليات هذه السوق[1]، وتخضع الشركات المدرجة في السوق المنظمة إلى شروط محددة يجب عليها استيفاؤها حتى تتمكن من إدراج أسهمها فيها.

- الأسواق غير المنظمة (Unorganized Securities Exchanges):

يطلق مصطلح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، ويطلق عليها المعاملات على المنضدة Over The-Counter (OTC) وهي عبارة عن الأسواق التي ليس لها

1- يخضع السوق المالي في سورية إلى رقابة وإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية والتي تم إحداثها بموجب القانون /22/ لعام 2005 كجهة ناظمة ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري.

وجود فعلي أو مكان تتواجد فيه أو أرضية للتداول. حيث يتم التداول من خلال شبكة يتصل من خلالها المستثمرين والوسطاء والتجار لتنفيذ عمليات البيع والشراء. وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق غير المسجلة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات، ويعتبر كل تاجر في هذه السوق بمثابة صانع سوق Market Maker للأوراق المالية التي يرغب بالتعامل بها، ويتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض، ولكن التطور التكنولوجي سمح بوجود شبكة خاصة تمكن المستثمرين من الإطلاع على الأسعار بشكل مباشر. ففي الولايات المتحدة يشترط أن يكون بيت السمسرة الذي يرغب في التعامل في السوق غير المنظمة عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (National Association of Securities Dealers Automated Quotations NASDAQ) ، ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة عدم وجود آليات للحد من تدهور الأسعار أو ارتفاعها والذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب. ومثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة من خلال وضع حدود لارتفاع وانخفاض سعر الورقة في جلسة تداول واحدة أو حتى من خلال إيقاف الورقة المالية عن التداول حتى يعود التوازن بين العرض والطلب.

3. السوق الثالث (The Third Market):

وهي جزء من السوق الثانوية غير المنظمة وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لها الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق[1]. وتكون بيوت السمسرة هذه على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، أما الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذه السوق فهي الشركات التي لا تنطبق عليها شروط الإدراج المحددة للتداول داخل القاعة، أو الحالات التي يتم فيها تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية خارج القاعة دون تدخل وسيط فيها. ولقد كان الدافع وراء خلق هذه السوق هو عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة، حيث يتيح لها هذا السوق فرصة للتفاوض في مقدار العمولة.

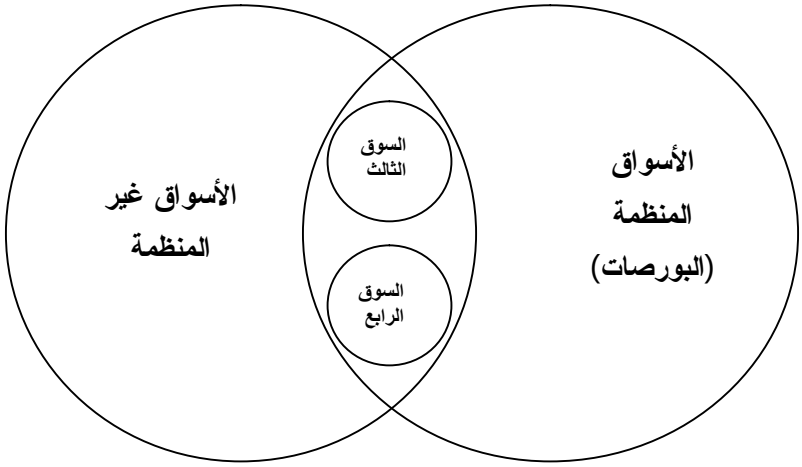
وقد أعيد تصميم هذه السوق بشكل كامل حيث أدرجت فيها شركات المساهمة العامة التي تآكلت رؤوس أموالها بنسب كبيرة، وأصبح تداول أسهم هذه الشركات مرتبطاً بنظام التداول الالكتروني داخل القاعة.

1- نادية أمين محمد علي، "تحليل أسواق الأوراق المالية"، بحث علمي، كلية التجارة، جامعة أسيوط، 2006.

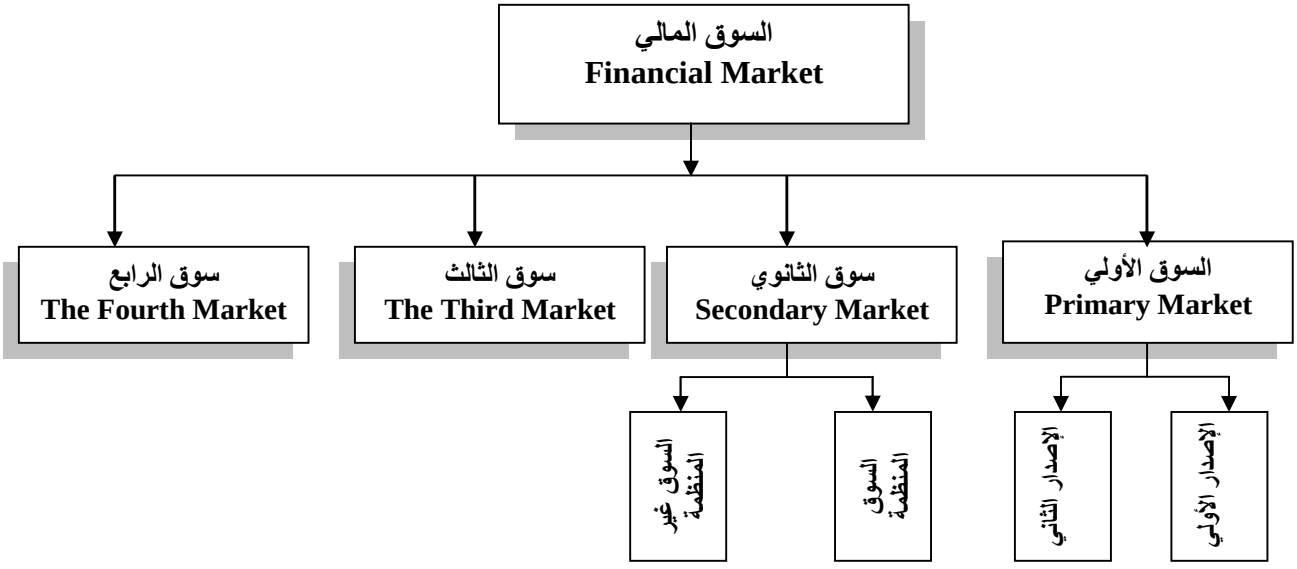
4. السوق الرابع (The Fourth Market):

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في صفقات كبيرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة وذلك من خلال شبكة قوية من أنظمة الاتصال كالتلفون والانترنت وغيرها. ووجد هذا السوق كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعها المتعاملين للسماسرة. وبالتالي تعتبر تكلفة إبرام الصفقات قليلة نسبياً مقارنة بالسوق المنظم[1].

الشكل البياني رقم (2): مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما



الشكل البياني رقم (3): هيكل السوق المالي حسب الإصدار



1- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ص 45.

ب- تقسيم السوق المالي حسب الاستحقاق:

المعيار الثاني الذي يمكن الاعتماد عليه في تقسيم الأسواق المالية هو تاريخ استحقاق الأوراق المالية المتداولة، فهذه الأوراق قد تكون ذات تاريخ استحقاق قصير الأجل أو تاريخ استحقاق طويل الأجل أو ليس لها تاريخ استحقاق. وبناء على هذا الأساس يوجد نوعين من أسواق المال.

1. السوق النقدي: (Money Market)

تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية قصيرة الأجل، أي التي تقل فترة استحقاقها عن السنة[1]. وتشكل المصارف والمؤسسات المالية غير المصرفية المتعاملين الرئيسيين في أسواق النقد (شركات الصرافة ، شركات التأمين، شركات الوساطة المالية والمتخصصين في التعامل بأذون الخزينة). ومن الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد يمكن ذكر أذون الخزينة Treasury Bills، شهادات الإيداع Certificates of Deposit (CDs)، الأوراق التجارية Commercial Papers، القبولات المصرفية Banker's Acceptances، صناديق استثمار السوق النقدي Money Market Mutual Funds، ومن أهم خصائص الأوراق المالية التي يتم المتاجرة بها في السوق النقدي هي السيولة العالية والمخاطر المنخفضة والأجل القصير.

ويعتبر المصرف المركزي Central Bank أهم المؤسسات المشاركة في أسواق النقد كونه السلطة النقدية التي تضع وتدير السياسة النقدية بما يتناسب مع الأوضاع الاقتصادية وأهداف السياسة النقدية. ويقوم المصرف المركزي بمراقبة النظام المصرفي، ويؤدي دور الوكيل لوزارة المالية في إدارة عمليات إصدار أذون وسندات الخزينة وتسديد الإصدارات المستحقة منها.

تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة القصيرة الأجل[2] Short-Term Interest Rates أو ما يسمى معدلات سوق النقد Money Market Rates. ويدخل في عداد معدلات سوق النقد عدد كبير من معدلات الفائدة، لعل أبرز هذه المعدلات هو معدل الخصم Discount Rate الذي يتقاضاه المصرف المركزي من المصارف التي تقترض منه عن طريق قيام المصرف المركزي بخصم بعض الأوراق المالية المقبولة لديه بسعر خصم محدد سلفا، ومعدل الفائدة على أذون الخزينة، ومعدل الفائدة على الاقتراض ما بين المصارف Inter-Bank Borrowing Rate ومنها LIBOR مثلاً، معدلات الفائدة على شهادات الإيداع، ومعدلات الفائدة على الأوراق التجارية، ومعدلات الفائدة على القبولات المصرفية.

---

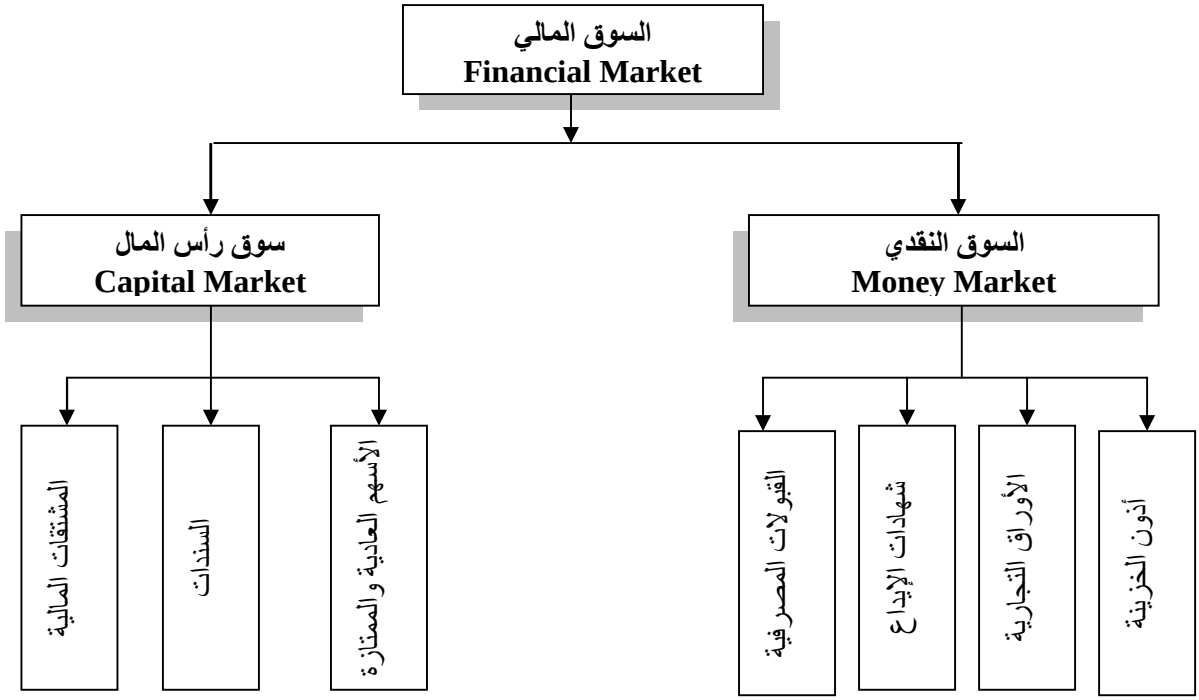
1 - Zvi bodie, Alex Kane and Alan Marcus, "Investments", USA, McGraw-Hill Irwin, Sixth edition, 2005, P. 32.

2- محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 43.

2. سوق رأس المال: Capital Market

يعرف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يسهل عملية انتقال التمويل المتوسط والطويل الأجل من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، بمعنى آخر إنه السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية التي تكون استحقاقاتها أكثر من سنة[1]. وبالتالي فإن هذا السوق يضم كافة المؤسسات المالية التي تتعامل في الأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل (الأسهم والسندات). وتتميز الأوراق المالية المتاجر بها في هذا السوق بأنها عالية المخاطرة وطويلة الأجل وسيولتها أقل من سيولة أدوات السوق النقدي، في حين أن عوائدها أعلى من عوائد أدوات السوق النقدي.

الشكل البياني رقم (4): تقسيم السوق المالي حسب الاستحقاق



ت- سوق الملكية وسوق الديون: (Equity Market & Debt Market)

يعتبر تقسيم سوق المال على أساس الحقوق[2] من أهم التقسيمات الخاصة بالأسواق المالية. وبناء على هذا الأساس يمكن تقسيم سوق المال إلى سوق الديون وسوق الملكية.

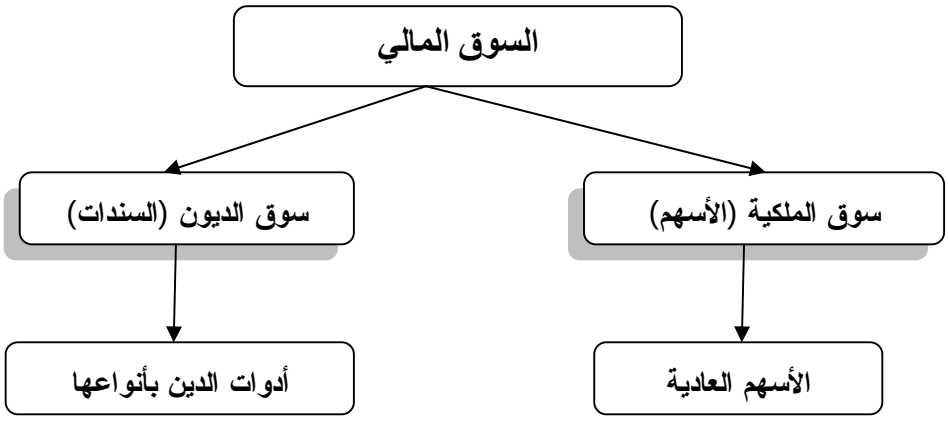
حيث تشير سوق الملكية إلى سوق المال الذي يتم فيه الحصول على الأموال من الأفراد أو المنشآت بجعلهم شركاء في المنشأة، ويتم ذلك من خلال بيع الأدوات المالية الخاصة بالملكية للأفراد

1- عبد الغفار حنفي، "الأسواق والمؤسسات المالية"، كلية التجارة، الإسكندرية،2001، ص287.
2- خيري علي الجزيري، "إدارة المنشآت والأسواق المالية"، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2001، ص58.

والمنشآت (الأسهم العادية)، ويصبح مالك الأصل في هذه الحالة له الحق في أصول وإيرادات المنشأة بنسبة ما يمتلكه من أدوات مالية خاصة بالملكية.

أما سوق الديون فيشير إلى ذلك القسم من سوق المال الذي يمكن للمنشأة من خلاله الحصول على الأموال المطلوبة من المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات من خلال قيام المنشأة بإصدار أدوات الدين (السندات)، وتعتبر هذه الأموال ديوناً للمستثمرين على المنشأة تستحق في تاريخ معين هو تاريخ استحقاق الدين. ويمكن توضيح ما تقدم في الشكل البياني رقم (5).

الشكل البياني رقم (5): تقسيم السوق المالي إلى سوق ملكية وسوق ديون



ث- الأسواق الفورية والأسواق المستقبلية (Spot and Future Market):

يمكن تقسيم سوق المال إلى أسواق فورية وأسواق مستقبلية وذلك على أساس وقت تنفيذ عملية البيع والشراء ونقل الملكية، وعليه يمكن تقسيم السوق المالي إلى[1]:

1. الأسواق الفورية: Spot Markets

وتسمى أحياناً بالأسواق الحاضرة[2] أو Cash Market وهي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وتنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يتم دفع قيمة الورقة المالية أو جزء منها.

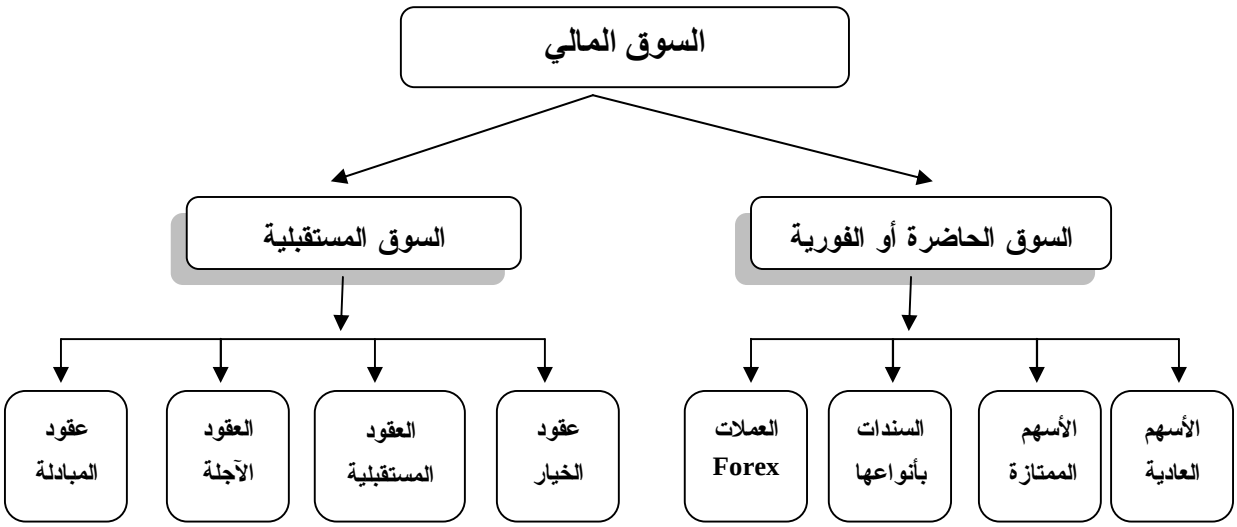
2. الأسواق المستقبلية: Futures Markets

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وتشتمل على أسواق العقود (العقود الآجلة- عقود المستقبليات- عقود الخيارات- عقود المبادلة) وتتعامل هذه الأسواق في جميع أنواع الأصول المالية وغير المالية

1- عبد المعطي رشيد : الأسواق المالية ، دار القومية ، الطبعة الأولى ،1999 ، ص12.
2- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، 2002، ص5.

(السلع) كما يتم التعامل في الأسهم والسندات والمؤشرات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الأصل المالي أو جزء منه على أن يتم تسليم الأصل محل العقد في تاريخ لاحق. والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغيير الأسعار الأمر الذي يشجع المستثمرين المترددين على توجيه مدخراته نحو استثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.

الشكل البياني رقم (6): تقسيم السوق المالي إلى أسواق فورية وأسواق مستقبلية



المبحث الثاني
كفاءة سوق الأوراق المالية

تشير الكثير من النظريات الخاصة بتدفق رؤوس الأموال سواء المباشر أو غير المباشر إلى ضرورة تطوير كفاءة سوق رأس المال من أجل تشجيع المشروعات الاستثمارية، كما أن حركة الأسعار في السوق تؤثر في نمط الاستثمار من خلال تحفيز المستثمرين على زيادة الاستثمار أو زيادة السيولة ويرتبط هذا بقدرة سوق رأس المال على تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية. ولتحديد القيمة الحقيقية العادلة للأوراق المالية يجب توافر شروط أساسية تجعل سوق الأوراق المالية يتسم بالكفاءة .

ويعكس مفهوم السوق الكفء استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة وبطريقة ملائمة لجميع المعلومات المتاحة في السوق، سواء كانت معلومات عن الحالة الاقتصادية أو معلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو معلومات عن المنشأة نفسها[1].

أولاً- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: Efficiency of Capital Markets

تعتبر بورصة الأوراق المالية كفوءة إذا كانت قادرة على توجيه رؤوس الأموال للتوظيف في المشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية في المجتمع، ومن الشروط الضرورية لكفاءة سوق المال هو توفر المعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق، وإيصال هذه المعلومات بسرعة وبتكلفة زهيدة إلى كافة المتعاملين في السوق في وقت واحد. ويمكن تعريف السوق الكفء بأنه "ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمتها الحقيقية الاستثمار في كل الأوقات"[2].

كما تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات السائدة لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل إن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة، من حيث مصداقيتها وموضوعيتها لتعكس واقع البيئة ذات العلاقة وآفاقها المستقبلية خدمة للمستثمر وحماية للاقتصاد الوطني وتنشيطه.

1- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص7.
2- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الإسكندرية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، 1997، ص 111.

وتعتبر الكفاءة بشقيها التسعيري والتشغيلي أساس قيام واستمرار وتوسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها وحجمها. لذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف، ألا وهو تمويل الاقتصاد الوطني[1].

وتعتبر كفاءة سوق المال من المحددات الرئيسية لقدرة السوق على تسعير الورقة المالية، فوفقاً لمفهوم الكفاءة[2] يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق بشكل سريع على كل المعلومات التي ترد إلى المتعاملين فيه، ويكون من شأن هذه المعلومات تغيير نظرتهم عن المنشأة المصدرة للسهم. وبما أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعوداً أو هبوطاً تبعاً لنوع الأخبار الواردة إلى السوق. وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتحقق لأي منهم السبق في الحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها، ومن ثم لن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية Abnormal Return على حساب الآخرين.

وبالتالي فإنه في السوق الكفء Efficient Market يعكس سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عن الشركة[3]، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في التحليلات والتقارير عن الحالة الاقتصادية للبلد، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وبالتالي في ظل فرضيات السوق الكفء فإن القيمة السوقية للسهم تكون قريبة من قيمته العادلة[4].

ويمكن القول أن السوق الكفء يتطلب عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم[5]. وبالتالي يكون رد فعل السهم على هذه المعلومات سريعاً بحيث لا يتيح إمكانية تحقيق عائد غير عادي في السوق.

1- جبار محفوظ، " كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف،العدد 3،2004، ص81.

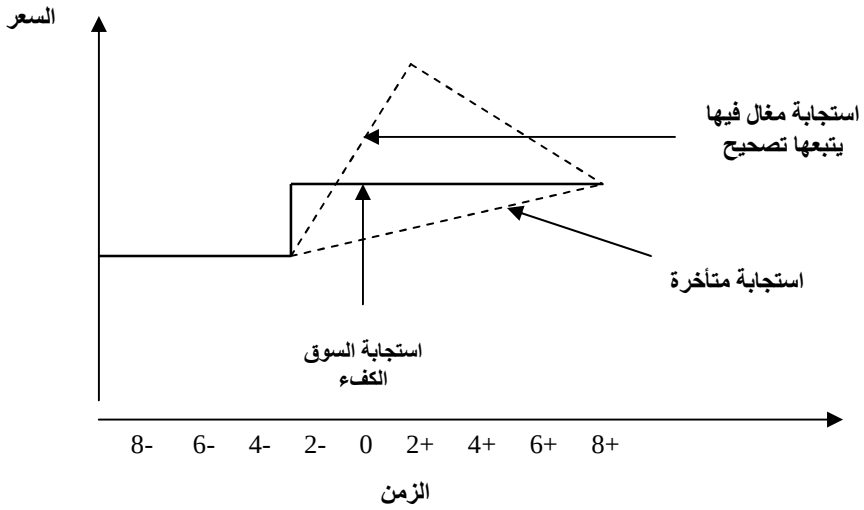
2- محمد عبده مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ص34.

3 - Michael Jenser, "Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency", Journal of Financial Economics, June 1978, PP. 96.

4- سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 67.

5 - Michel Rozeff, "Market Pricing beyond the Efficient Market Hypothesis", working paper, November, 2006.

الشكل البياني رقم (7): طبيعة استجابة أسعار الأسهم تبعاً لدرجة كفاءة السوق المالي



من الشكل السابق[1] نلاحظ أنه في حالة السوق الكفء فإن سعر السهم يتعدل بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة، وبالتالي لن يستطيع المستثمرون تحقيق أرباح غير عادية. أما في حالة السوق غير الكفء فيحدث إحدى حالتين: الاستجابة المتأخرة Delayed reaction فيحدث تعديل جزئي في سعر السهم نتيجة لهذه المعلومات وتستغرق عملية وصول السعر السوقي إلى السعر الحقيقي عدة أيام من تاريخ الإعلان عن هذه المعلومات. أما الحالة الثانية فهي حالة الاستجابة المغالى فيها Overreaction فتحدث عندما يرتفع السعر إلى مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع السعر السوقي إلى أعلى ومن ثم يتعدل بعد ذلك.

ثانياً- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية:

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية. من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات[2]، وانخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث كل من هذه الخصائص على حدة فيما يلي:

1- السيولة Liquidity: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين. وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة كبيرة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة

1- Annuar Nassir, "Is the KLSE Efficient? Efficient Market Hypothesis vs. Behavioral Finance", Malaysia, 2002, PP. 9.
2 - Michel Rozeff, op. cit., p.55.

تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق Marketability، وصار من المطلوب إعطاء خصومات أكبر عليه لبيعه بسرعة.

2- استمرارية السعر Price Continuity: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة. وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار. والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3- عمق السوق Market Depth: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشترين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية[1]. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعين والمشترين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى كبح أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية. وعلى العكس من ذلك تدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة Shallow Markets لأنها تتميز بوجود عدد قليل من أوامر الشراء والبيع. وإن عمق أو ضحالة السوق تؤثر على الهامش أو الفرق بين أسعار البيع والشراء Spread. فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى. وينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق Market Makers يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل، فإن الفارق Spread ما بين أسعار الطلب والعرض Bid & Ask Prices في الأسواق العميقة يكون ضيقاً.

4- شمولية السوق Market Breadth: تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو الوساعة) إذا ينتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشترين في السوق قليلاً وكان حجم التداول الناتج صغيراً، فإن السوق تكون ضيقة.

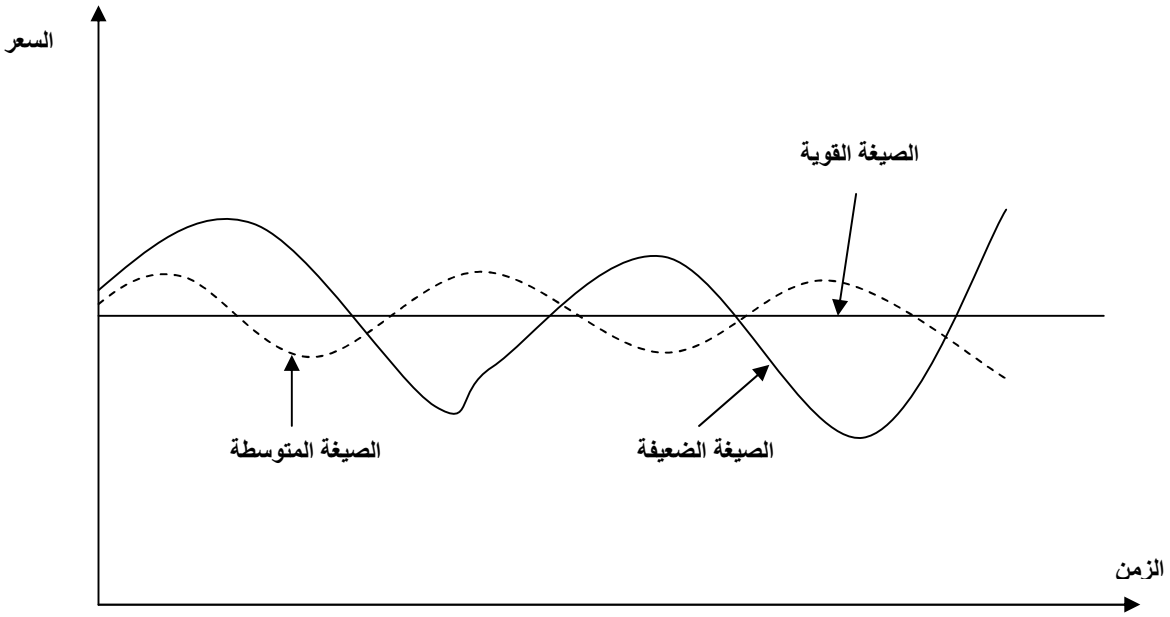
1- أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص44.

5- حيوية السوق Market Resiliency: عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما يزداد عدد الأوامر في السوق أثر أي تغير طفيف في الأسعار، فان هذا يدل على حيوية السوق.

ثالثاً- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

تعتبر المعلومات بمختلف مستوياتها عاملاً أساسياً وحاسماً في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم تحديد مستوى كفاءة السوق. وباختلاف مضمون ونوعية هذه المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق. وهذا يعني من الناحية التطبيقية أن السوق تكون كفوءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات، وقد تكون غير كفوءة بالنسبة لنظام آخر. لذلك أورد Fama ثلاث صيغ مختلفة للكفاءة السوقية، وهي فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة متوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية[1]. ويمكن تمثيل هذه الصيغ بيانياً على النحو الذي يصوره الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (8): نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية



Source: J. Francis, Investments: Analysis and Management, (New York: McGraw - Hill, Inc., 1976), p. 528

1 - Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, May 1970, PP. 383-417.

يشير الشكل البياني السابق إلى أنه في ظل فرضية الصيغة الضعيفة يمكن توقع حدوث تباين كبير وانحراف مؤقت للقيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية أو المتوقعة. ووفقاً لذلك، فإن المستثمرين سيحققون إما أرباحاً مرتفعة أو خسائر كبيرة وهو ما يعكسه المنحنى المستمر في هذا الشكل. أما في ظل الصيغة المتوسطة الكفاءة يلاحظ أن تذبذب الأسعار كان محدوداً، إذ يحتمل أن يكون انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية طفيفاً أو هامشياً مقارنة بفرض الصيغة الضعيفة، وهو ما يعني أن أرباح المستثمرين أو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الانحراف بين القيمتين كما يوضحه المنحنى المتقطع. في حين تمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة الوضع المثالي أو التوازني للسوق. وفي ظل هذه الصيغة، تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية عند كل لحظة زمنية، بحيث يكون الانحراف بين القيمتين معدوماً. وتعني هذه المساواة انعدام التذبذب في أسعار الأسهم من أجل كل لحظة زمنية، وبالتالي اختفاء أثر العوائد غير العادية تبعاً لذلك.

وكما ذكرنا سابقاً فقد قسمت الأدبيات الاقتصادية الكفاءة التي يتميز بها سوق المال إلى ثلاثة صيغ أساسية وهي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، وفرضية الصيغة المتوسطة القوة، وفرضية الصيغة القوية.

- فرضية الصيغة الضعيفة للسوق: The Weak Form Efficiency

تقضي هذه الفرضية بأن تعكس أسعار الأسهم كل المعلومات التاريخية عن الورقة المالية (التي تحتويها التقارير السنوية سواء تقارير مالية أو محاسبية) عن طريق الشركة المصدرة للورقة المالية. وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أي أرباح استثنائية عن طريق التوصل إلى إستراتيجية مبنية على المعلومات التاريخية، إذ تكون هذه المعلومات متاحة ومستوعبة تماماً من قبل الجميع في السوق الضعيف. وبالتالي فإن حركة أسعار الأسهم في السوق لا تتغير إلا بناء على معلومات جديدة وعلى شكل حركة عشوائية Random Walk لأن المعلومات ترد إلى السوق في شكل عشوائي وغير منتظم. والأسعار تتحدد بناء على قوى العرض والطلب وليس بناء على دراسة أسعار الماضي. وتعتبر هذه الفرضية رفضاً صريحاً لفلسفة التحليل الفني، التي ترى إمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتماداً على دراسة التغيرات الماضية في سعر السهم.

- فرضية الصيغة متوسطة القوة للسوق The Semi-Strong Form Efficiency

تفترض الصيغة متوسطة القوة للكفاءة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار فحسب بل تعكس إلى جانب ذلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، سواء كانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، أو خاصة

بالبيانات الواردة بالقوائم المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج. وفي ظل هذا الافتراض يتوقع أن تتغير أسعار الأوراق المالية السائدة في السوق بشكل لحظي وبطريقة غير متحيزة لأي معلومة جديدة، إذا تتاح هذه المعلومة الجديدة مباشرة للسوق عن طريق الإفصاح والنشر. وبالتالي لا تتأثر الأسعار إلا بالمعلومات الخاصة، وحيث أن هذه المعلومات الخاصة لا تكون متاحة في السوق متوسطة القوة. فإنه يصعب التنبؤ بالتغيرات في الأسعار المرتقبة.

- فرضية الصيغة القوية للسوق The Strong Form Efficiency

تقضي هذه الفرضية لكفاءة السوق بأن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة العامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل المعلومات المتاحة لإدارة المنشأة وكبار العاملين فيها Insiders، والمعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليين. باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته. وبالتالي وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

أما الأرباح غير العادية التي قد يحصل عليها بعض المستثمرين، فهي عبارة عن المكاسب أو الفروقات الإيجابية الكبيرة (التي تزيد عن معدل عائد السوق) التي يجنيها المستثمر من جراء بيعه وشرائه للأسهم التي يتوقع انخفاض أو ارتفاع أسعارها السوقية على التوالي قبل غيره من المستثمرين، وهذا التوقع يتحدد بمدى توفر المعلومات الملائمة بالكمية والنوعية المطلوبة، ومدى القدرة على التحليل والفهم السريع، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بما يعزز إيجابية العلاقة بن العائد المتوقع والمخاطرة المحتملة.

رابعاً - قياس كفاءة السوق المالي:

أ- قياس كفاءة السوق عند المستوى الضعيف:

يتم قياسها من خلال مجموعة من الاختبارات الإحصائية التي تهدف إلى اختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمه. وهناك نموذجان أساسيان لاختبار كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف وهما:

1- اختبار سلاسل الارتباط: يركز اختبار سلاسل الارتباط Serial Correlation Test على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير للتحقق من وجود قيمة إحصائية

معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات السعرية المتتالية في العينة المدروسة. فإذا ما كشفت نتائج التحليل عن وجود نمط للتغير في الأسعار، فإن ذلك يعد رفضاً قاطعاً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار، أو كما تعرف بالصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق[1].

2- اختبار مدى مردودية استخدام تقنيات التحليل الفني للأسعار، أو كما يعرف بقواعد التصفية Filtering Rules الذي يرجع الفضل في استخدامه إلى جون ألكسندر 1961 وتنص على أنه يمكن للمستثمرين الذين يستخدمون قواعد معينة للمتاجرة بالاعتماد على الحركة التاريخية للأسعار لتحديد توقيت أوامر الشراء والبيع على النحو الذي يسمح بتحقيق عائد غير عادي (Abnormal Return) على حساب المستثمرين الذين لا يتبعون هذه القواعد. وبمعنى آخر القيام بالمقارنة بين عائد سياسة الشراء والحفظ (Passive Strategy)، وعائد سياسة الشراء والبيع (Active Strategy) فإذا كانت حصيلة السياسة الثانية أكبر من حصيلة السياسة الأولى للأوراق المالية نفسها، يكون السوق غير كفءٍ وإذا كان العكس يكون كفئاً.

3- اختبار الأنماط الطارئة من خلال المقارنة بين عدد مرات التغير في الإشارات Signs Test (+،-، صفر) عند كل دورة للإشارات، فإذا كان عدد مرات التغير كبيراً جداً أو قليلاً جداً فمن الطبيعي أن تكون حركة الأسعار غير عشوائية، وبالتالي يكون السوق غير كفئاً وعلى العكس من ذلك سوف يكون السوق كفئاً.

ب- قياس كفاءة السوق عند المستوى متوسط القوة:

يتم قياس كفاءة السوق المالي عند هذا المستوى من خلال قياس مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية على المعلومات الحالية أو الجديدة، فإذا كان سريعاً يكون السوق كفء عند هذا المستوى، وإذا كان بطيئاً يكون السوق غير كفء. ومدى السرعة في الاستجابة هو الذي يحدد حجم الربح غير العادي الذي يجنيه بعض المستثمرين، من جراء احتكارهم لمعرفة بعض أو كل المعلومات المتاحة، مقابل خسارة غير عادية للمستثمرين الآخرين، وسرعة رد الفعل تظهر بصورة أكثر وضوحاً في الأسواق التي تمتلك فروعاً في المحافظات، حيث نلاحظ بأنه سوف يرتفع أو ينخفض السعر في كل فرع بوقت يختلف عن الفرع الذي سبقه، أو من خلال وجود بعض الأسهم التي تقود تحركات الأسهم الأخرى أو العكس، وذلك من خلال استخدام خط الانحدار المعدل أو العائد غير العادي لفترة زمنية معينة[2].

1 -Andrew White & Craig Mackinlay, "Stock Market Prices do not Follow Random Walk: Evidence from a Simple Specification Test", the Review of Financial Studies, Vol.1, 1988.
2- James Lorie, Peter Dodd and Mary Kimptone,"The Stock: Market Theories and Evidence", Irwin, N. Y., 1985, PP. 57-60.

ج- قياس كفاءة السوق عند المستوى القوي:

تقاس كفاءة السوق المالي عند المستوى القوي من خلال قياس العائد الذي تحققه فئة معينة من المستثمرين المطّلعين (مديرين وكبار المساهمين والمحللين الماليين) الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة غير متاحة لجميع المستثمرين بسرعة كافية لإجراء التحليل وتقدير القيمة الحقيقية للسهم في ظلها. فإن حققت هذه الفئة أرباح غير عادية فإن السوق يكون غير كفء، أما إذا لم يتحقق شيء فإن السوق يكون كفئاً. ويمكن عملياً قياس كفاءة السوق عند هذا المستوى من خلال مقارنة أداء بعض المحافظ المالية الكبيرة مع أداء السوق فإن كان عائد هذه المحافظ أعلى من عائد السوق يكون السوق غير كفء عند هذا المستوى.

خامساً- السمات الأساسية للسوق الكفء:

لكي يحقق السوق هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل[1].

1. كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير Price Efficiency بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني) بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ويجب أن تصل هذه المعلومات بدون أن يتكبد المستثمر تكاليف باهظة، وبالتالي فإن للجميع نفس الفرصة في تحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.

2. كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل Operational Efficiency بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق عائد أو هامش ربح مغال فيه.

وهناك علاقة قوية بين كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير. فلكلي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع فيه الورقة.

كما أضاف عبيد[1] بعداً أخر لكفاءة سوق الأوراق المالية وهو:

1 - Bernan, M & Thaker, A, "Shareholder performance and dividends", Journal of finance, September, 1990.

3. الكفاءة التخصصية (تخصيص الموارد):

تتحقق الكفاءة التخصصية عندما يتم تخصيص الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية وتطور النشاط الاقتصادي بشكل متوازن في جميع أنشطته دون التركيز على عدد محدود من هذه الأنشطة وهو ما ينعكس أثره على زيادة معدلات النمو الاقتصادي للدولة.

سادساً- نظرية كفاءة السوق المالي في ظل الأزمة المالية العالمية:

أدت الأزمة المالية العالمية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في منتصف العام 2008 إلى البدء بإعادة النظر بالقواعد والتشريعات التي تحكم عمل الأسواق المالية العالمية، حيث أكدت كافة المؤسسات المالية العالمية[2] والمنتديات الاقتصادية العالمية[3] وعلى ضرورة تشديد الضبط المالي بغية تفادي اندلاع أي أزمة مالية جديدة مشيرين إلى ضرورة عدم السماح بعودة الممارسات المصرفية السابقة حيث أدى ضعف الشفافية وغياب المسؤولية إلى اندلاع الأزمة الحالية، والتي تعد أسوأ أزمة مالية في غضون سبعة عقود. وفيما يلي أهم الأسباب التي أدت إلى اندلاع الأزمة المالية العالمية:

1. تخفيف الرقابة على المؤسسات المالية حيث كان الفكر الأمريكي يميل إلى التخفيف من التشريع (Deregulation) والاعتقاد بضرورة إطلاق يد الأسواق الرأسمالية لتعمل بحرية مطلقة وكان لفلسفة تفكيك النظم وإلغاء الضوابط عواقب وخيمة على مدى سنوات، ففي تشرين الثاني عام 1999 ألغى الكونجرس قانون Glass-Steagall Act of 1933 وهكذا زالت الجدران والحواجز التي تفصل بين المصارف التجارية (التي تقرض المال) والمصارف الاستثمارية (التي تنظم مبيعات السندات والأسهم). لقد تم العمل بهذا القانون في أعقاب الكساد الكبير عام 1930 وكان القصد منه كبح جماح التجاوزات التي شاعت في تلك الحقبة، بما فيها الصراعات الكبرى والتضارب في المصالح. ويمكن ملاحظة تخفيف الرقابة في الأوجه التالية:
   - لا تخضع العديد من نشاطات المصارف العالمية إلى رقابة مؤسسات الرقابة المالية، وخاصة النشاطات خارج الميزانية حيث تقوم المصارف ببيع بعض أصولها الخطرة إلى مؤسسة جديدة تملكها بالكامل بحيث لا تظهر هذه الأصول الخطرة لدى المؤسسة الأم إنما تظهر بشكل استثمارات مالية أي أن المؤسسة المالية تقوم بتصدير المخاطر بشكل ظاهري إلى مؤسسات أخرى.
   - لا تطبق على المصارف الاستثمارية قواعد الرقابة المصرفية أو رقابة هيئة سوق المال.

1- سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص43
2- من هذه المؤسسات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي
3- منتدى دافوس واجتماعات مجموعة العشرين ومجموعة الدول الصناعية السبعة.

- إن عدم مراقبة نشاطات الوسطاء الماليين أدت إلى توسع أعمال شركات الوساطة دون وجود أي عوامل حماية لهذه المؤسسات كمتطلبات كفاية رأس المال كما لدى المصارف، لاسيما نشاط هؤلاء الوسطاء في مجال المشتقات المالية التي يمكن أن تتعرض لمخاطر كبيرة.

2. ضعف الحافز لدى الجهات الرقابية لممارسة دورها نتيجة استمرار نجاح القطاع المالي وتحقيق أرباح ومعدلات نمو استثنائية. إضافة إلى انعدام التوازن المتمثل في سرعة النشاط المالي من جهة، وبطء الجهات المسؤولة عن تنظيم هذا النشاط أو مراقبته من جهة ثانية، مما أدى إلى حالة من الفوضى في أسواق المال العالمية خاصة مع عدم انسجام السياسات الاقتصادية الكلية بين الدول في كثير من الأحيان.
3. تداخل وتعقيد المعاملات المالية والسرعة الكبيرة التي تتم بها، مما يجعل المصارف التي أنشأتها عاجزةً عن تحديد المخاطر المالية التي تتضمنها.
4. ضعف أطر الضبط الداخلي والحوكمة لدى المؤسسات المالية.
5. ارتفاع معدلات السيولة بشكل كبير جداً الأمر الذي أدى إلى بحث المستثمرين المستمر عن استثمارات جديدة تدر عوائد كبيرة مقابل تحمل معدلات عالية من المخاطرة، حيث بدأت تتجه من السندات الحكومية ذات العائد المنخفض والمخاطرة المنخفضة إلى استثمارات أخرى في أدوات مالية ذات عائد أكبر ومخاطرة أعلى. ومما دعم هذا الأمر هو الاتجاه التصاعدي للأسواق المالية وحجم الثقة التي كانت تتمتع بها مما جعلها مركزاً لاستقطاب السيولة من الدول التي تمتلك فوائض اقتصادية كبيرة بحاجة إلى توظيفها. ويعود هذا الارتفاع الكبير في السيولة إلى عدد من العوامل لعل أهمها:

- خفض أسعار الفائدة والذي اعتمدته الولايات المتحدة الأمريكية، فبعد انتهاء فقاعة (com.) قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض متتالي في سعر الفائدة الأساسي حيث انخفضت من 6,5% إلى 1% بين أيار2000 وحزيران 2003 لمحاولة إنعاش الاقتصاد الأمريكي.
- الاستثمارات الآسيوية وخاصة الصينية منها الناتجة عن الفوائض في الموازين التجارية والتي فضلت الصين استثمارها في الولايات المتحدة الأمريكية لتحريك الاقتصاد الأمريكي والحفاظ على الصادرات الصينية إليه بالإضافة إلى تجنيب الصين التضخم الذي تواجهه في حال إنفاق الفوائض في الداخل.

- الفوائض النفطية التي تراكمت لدى الدول الخليجية خاصة ذات الطاقة الاستيعابية المحدودة نتيجة ارتفاع أسعار النفط منذ عام2003.

6. عمليات التوريق Securitization التي ساهمت في زيادة حجم المشكلة والتي تعني ببساطة قيام المصارف بتحويل ضمانات القروض التي تحصل عليها من المقترضين إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وتقوم مصارف أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب من هذه القروض إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة أخرى وهكذا. والنتيجة أصبح هناك بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار أي طابق منه وهذا ما حدث.
7. عمليات إعادة التمويل المتكررة (عبر التوريق) Subprime التي أدت بشكل مباشر إلى رفع التقييم الائتماني لأصول ذات تقييم ائتماني رديء (عندما تقوم مؤسسة تمويل ذات تصنيف ائتماني منخفض بإصدار سندات في السوق المالي لتمويل قروضها. من ثم يقوم مصرف استثماري ذو تصنيف ائتماني عالي بشراء هذه الأصول والتي ربما يكون تقييمها الائتماني منخفضاً ولا يتجاوز C، ويقوم بعد ذلك بإصدار سندات خاصة به بتقييم ائتماني أعلى لتمويل عملياته الاستثمارية. عندئذٍ فإن تعثر السندات ذات التصنيف الائتماني الرديء (c) سوف تؤدي إلى تعثر بنك الاستثمار عن الوفاء بقيم السندات الأخرى التي قام بإصدارها بتصنيف ائتماني أعلى).
8. الاعتماد على المشتقات المالية المعقدة التي لا تخضع للمعايير الصادرة عن لجنة بازل للرقابة المصرفية. والتي تسمح بتركزات كبيرة للمخاطر المصرفية بعيداً عن كفاية الأموال الخاصة (رأس المال).
9. إلقاء مهمة تقدير المخاطر على عاتق مؤسسات التصنيف الائتماني فقط والتي لم تقم بها بشكل كاف وفعّال، وقيام وكالات التصنيف العالمية والتي تتلقى تمويلها من أصحاب السندات بمنح تصنيفات عالية للإصدارات المالية المدعومة بقروض الرهن العقاري والتي اتضح لاحقاً أن معظمها ليس آمناً بالقدر الذي روج له.

هذا الانخفاض والتدهور الحاد في الأسواق المالية العالمية دفع العديد من الاقتصاديين إلى إعادة النظر بمفهوم كفاءة السوق المالي، وأطاحت هذه الأزمة بمفهوم الأسواق الحرة وبمبدأ (دع الأسواق تنظم نفسها بنفسها) وبدأت المطالبة بوجود تشريعات وقوانين تنظم هذه الأسواق. حتى أن بعض أهم المنظرين في مجال الأسواق المالية اتهموا فرضيات السوق الكفء بأنها تقف وراء الأزمة المالية الحالية بسبب عجزها الواضح في تقدير المخاطر الناجمة عن المبالغة الكبيرة في تقييم الأصول

المالية[1]. كما اعتبر آخرون بأنه لا يوجد سوق كفء[2] عندما اعتقد المستثمرون أن السوق المالي تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الورقة المالية سواء كانت هذه المعلومات سلبية أم إيجابية ولكن في الحقيقة فشلت هذه الأسواق في إعطاء السعر الحقيقي لهذه الورقة الأمر الذي دفع أسعار الأصول إلى مستويات أدت إلى كارثة مالية ضربت كافة الأسواق المالية العالمية.

ولكن البعض يقول إن هناك سوء فهم لفرضيات السوق الكفء أو قد تم تحميل هذه الفرضيات مضامين لم تحملها ومنها ما يلي[3]:

1- لا أحد يستطيع المتاجرة على أساس المعلومات:

وفقاً للمفهوم الحالي لكفاءة السوق المالي فإن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الورقة المالية، وبالتالي لا يستطيع أحد المتعاملين في السوق استغلال معلومة معينة لتحقيق عائد غير عادي. ولكن هذا لا يعني أن كافة المتعاملين يحققوا نفس العائد على استثماراتهم، وهذا في الحقيقة جوهر سوء الفهم الذي أضل المتعاملين في السوق وجعلهم لا يدركون أن أسعار الأصول قد انحرفت عن قيمتها الحقيقية، معتمدين على كفاءة السوق في تسعير الأصول.

2- السوق قادر على التنبؤ بالأزمات المالية:

تفترض كفاءة السوق المالي عدم قدرة المتعامل في السوق على التنبؤ بالأسعار المستقبلية. والأمر نفسه فالسوق الكفء غير قادر على التنبؤ بالأزمات المالية ولو كان بالإمكان التنبؤ لكان السوق غير كفء.

3- السوق قادرة على تحديد أننا في فقاعة سعرية (Asset Price Bubble):

تتمثل الفقاعة السعرية بارتفاع أسعار الأصول المالية بشكل مبالغ فيه ويليه انخفاض كبير في أسعارها. ولم تستطيع نظرية كفاءة السوق المالي من تجنيب الأسواق الفقاعات السعرية، حيث لم تدرك الأسواق هذه الفقاعات إلا بعد حدوث الأزمة وانهيار الأسعار.

4- انهيار المؤسسات المالية الكبيرة يدل على عدم كفاءة الأسواق:

لقد دحض جورج سورس نظرية كفاءة السوق المالي بشكل نهائي بعد انهيار بنك ليمان برازر[4] ولكن عندما تعمل المؤسسات المالية الصغيرة أو الكبيرة في سوق تنافسي فإن إقدام هذه المؤسسات على

1 - Joe Nocera, "Poking Holes in a Theory on Markets", New York Times, June 5, 2009.
2 - Justin Fox, "The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street", USA, New York: HarperCollins, 2009, PP. 320.
3 - Ray Ball, "The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?", Journal of Applied Corporate Finance, November, Vol. 5, 2009.
4 - George Soros, "The Crash of 2008 and what it Means: The New Paradigm for Financial Markets", US, New York, Perseus, 2009, P. 165.

تحمل مخاطر كبيرة يمكن أن يعرضها إلى الخسائر الكبيرة وحتى إلى الإفلاس وإن كفاءة السوق لا تحمي هذه المؤسسات من الانهيار وإن كانت ذات مكانة وحجم كبير في السوق.

5- اعتماد المنظمات المالية بشكل خاطئ على نظرية كفاءة السوق:

أثبتت الأزمة المالية العالمية أن هناك فجوة كبيرة ونقص في الدور الإشرافي للهيئات المنظمة لسوق المال، وذلك بسبب الإيمان الخاطئ بنظرية السوق الكفء وعدم التدخل في السوق المالي. ولكن ما حدث أثبت عدم صحة هذا الاعتقاد ويتم حالياً إجراء مراجعة كاملة للنظم والتشريعات الخاصة بعمل هذه الأسواق، وبل وتوسيع نطاق إشراف الهيئات المشرفة على الأسواق المالية لتشمل مكونات جديدة من السوق المالي وهذا دليل على ضعف فرضية كفاءة السوق والحاجة إلى التدخل في آليات عمله بشكل مباشر للحفاظ على استقرار هذه الأسواق ومنعاً لحدوث أزمات مالية جديدة.

وكرد على الأزمة المالية العالمية قامت لجنة بازل بإصدار مجموعة من المقررات والإجراءات الجديدة والتي سميت بـــ بازل3. وترمي هذه القواعد إلى تعزيز صلابة المصارف في حال نشوب أزمة مالية. ومن أهم الإجراءات التي وردت في النصّ، تعزيز نِـــسبة الموارد الذاتية للبنوك (أو احتياطياتها)، الأمر الذي يستوجّـــب على المصارف زيادة الشريحة الأولى من رأس المال من 2% في الوقت الحاضر إلى 4,5% من أصولها (أسهم وأرباح). يضاف إلى ذلك، تخصيص شريحة إضافية بمقدار 2,5% من رأس المال، لمواجهة أزمات مقبلة محتملة وهو ما يرفع إجمالي الاحتياطي "الصلب" إلى 7%.

ومن جهة أخرى، سيتم زيادة نسبة الأصول الذاتية للمصارف، التي يُـــرمز إليها بـــ « Tier 1 » من 4% حاليا إلى 6%. ومن المفترض أن يبدأ العمل تدريجيا بهذه الإجراءات، ابتداءً من 1 يناير 2013 وصولا إلى بداية العمل بها في عام 2015 وتنفيذها بشكل نهائي في عام 2019.

المبحث الثالث

أدوات الاستثمار المالية وطرق تقييمها

تعد الأوراق المالية وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال الأدوات المالية الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال. وتمثل هذه الأوراق صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معاً.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق. فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية كالسندات وما يماثلها. أما الأسهم الممتازة فتعتبر هجين "Hybrid Securities" بين الأسهم العادية والسندات. كذلك تصنف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

وسنركز في هذا المبحث على الأوراق المالية التي تتداول في الأسواق المنظمة وغير المنظمة التي تصدرها منشآت الأعمال أي كل من الأسهم العادية والسندات.

أولاً- الأسهم العادية: Common Stocks

تعد الأسهم العادية صورة من صور تمويل الملكية طويلة الأجل (Equity)، ويمثل السهم العادي مستند ملكية يثبت لحاملها ملكية جزء من شركة ما، ويطلق على حملة الأسهم اصطلاح أصحاب الحقوق المتبقية لأن حقوقهم على الشركة تأتي بعد استيفاء كل من الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة لحقوقهم من الأرباح والأصول. وتعتبر الأسهم العادية مصدر تمويلي دائم وطويل الأجل[1]، وبالتالي لا يوجد لها تاريخ استحقاق ولا يحق لأصحابها الرجوع للشركة المصدرة لاسترداد قيمتها على عكس السندات. وتميل الشركات إلى التمويل بالأسهم في الحالات التالية[2]:

- تقلب مبيعات وأرباح الشركة بدرجة عالية.
- ارتفاع أسعار الأسهم العادية في السوق المالية.
- ارتفاع الرافعة المالية في الشركة.
- تخفيض درجة السيطرة على الشركة لا يشكل مشكلة بالنسبة للإدارة.
- إذا كانت تكلفة التمويل بالأسهم مناسبة ومقبولة.

1- حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، كلية التجارة، جامعة القاهرة، الطبعة الأولى، 1999.
2- محمود صبح، "الإدارة المالية طويلة الأجل"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الطبعة الأولى، 2000، ص 260.

أ- مزايا وعيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل:

هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي[1]:

1. عدم وجود أعباء تمويلية ثابتة حيث أن الشركة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
2. تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها. ولكن إذا ما أراد المستثمر تسييلها فلا سبيل أمامه سوى بيعها في السوق الثانوية.
3. زيادة الجدارة الائتمانية للشركة، حيث إن إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

وإلى جانب هذه المزايا يعتري التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب من أهمها[2]:

1. ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، ويرجع ذلك لسببين رئيسيين: أولهما أن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم عادة ما يكون مرتفع، نظراً للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
2. إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية Pre-emptive Rights.

وتعتبر الأسهم العادية ذات مخاطر كبيرة بالنسبة للمستثمر وأقل المصادر التمويلية خطراً بالنسبة للمنشأة لأنها غير ملتزمة بإجراء التوزيعات لحملة الأسهم. كما لا يجوز للمستثمر الرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته. وفي حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم[3].

ومن ناحية أخرى يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق، من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل، والحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها. والحق في

1- محمود صبح، مرجع سبق ذكره، ص 65.
2- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في تمويل الشركات"، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003. ص 17.
3- ناديا أبو فخرة، "اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية"، القاهرة، مكتبة النهضة العربية، 1990، ص 70.

الأولوية في الاكتتاب بزيادة رأس مال المنشأة. كما يتمتع حامل السهم بمزايا أخرى هامة وهي أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال وله الحق في التصويت في الجمعية العمومية.

ب- أنواع الأسهم العادية:

غالباً ما يتم تصنيف الأسهم حسب الأهداف المختلفة للمستثمرين أو الخطط الاستثمارية، وهذه الفئات تستخدم بصورة كبيرة لوصف مجموعة من الأسهم وهي:

1- الأسهم الزرقاء Blue Chips: وهي أسهم الشركات الضخمة والتي تتمتع بنوع من الاستقرار في الأداء المالي ولها تاريخ طويل من الأرباح وتعتبر من أقل الشركات مخاطرة بالنسبة للمستثمرين، وهذا النوع من الأسهم يستهوي المستثمرين الذين يسعون إلى الدخل الجاري والأرباح على المدى الطويل. وتتميز هذه الأسهم بكوبوناتها المرتفعة، وتكون نسبة السعر إلى العائد (مضاعف الربحية) ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية (مضاعف القيمة الدفترية) منخفضين.

2- أسهم النمو Growth Stocks: وهي أسهم أظهرت القدرة على النمو بمعدل أسرع من الشركات الأخرى المناظرة، ونظراً لأن معدل النمو لهذه الشركات مرتفع فغالباً ما تعتمد على حجز الأرباح ولا توزعها، وهي مناسبة للمستثمرين الذين يسعون للحصول على أرباح رأسمالية على المدى الطويل بدلاً من الدخل. وتتميز حركة هذه الأسهم بالتغير الكبير أي بالمخاطر المرتفعة. يكون مضاعف الربحية في هذه الأسهم ومعدل السعر إلى القيمة الدفترية مرتفعاً.

3- أسهم الدخل Income Stocks: وهي الأسهم التي تعمل بصناعات ناجحة والتي تميل إلى دفع جزء ملموس من دخلها كتوزيعات أرباح، وهذا النوع من الأسهم يفضله المستثمرين اللذين يبحثون عن الدخل الجاري (توزيعات أرباح) بدلاً من الأرباح الرأسمالية.

4- الأسهم الدفاعية Defensive Stocks: وهي أسهم الشركات التي لا تتأثر عادة بالدورة الاقتصادية لذلك فأرباحها تستمر حتى عند حدوث تقلبات في الاقتصاد أو تغير في الدورة التجارية (مثل شركات الأدوية والغذاء).

5- أسهم المضاربة Speculative Stocks: وهي الأسهم التي لها أرباح جارية قليلة أو معدومة ولكنها من المحتمل أن تحقق أرباح رأسمالية ضخمة، ومن الأمثلة على ذلك شركات التقنية الحيوية وشركات الاستكشاف. ويعتبر الاستثمار في هذا النوع من الأسهم خطر، فقد ينهار سعر السهم إن لم تتحقق الافتراضات التي تم الاعتماد عليها في توقع الإيرادات المستقبلية للشركة المصدرة. والعكس صحيح.

ت- سياسات الاستثمار في إدارة محافظ الأسهم:

هناك نوعين رئيسين من سياسات إدارة محافظ الأسهم[1]:

1. السياسة غير الفعالة أو السلبية: Passive Policy

هي سياسة يتبناها مدراء محافظ الأسهم المتحفظون جداً تجاه عنصر المخاطرة، ويعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد. وتقوم هذه السياسة على قاعدة شراء الأسهم والاحتفاظ بها، ويمكن إتباع هذه السياسة عن طريق شراء كافة مكونات مؤشر السوق أو يمكن إتباعها بشكل جزئي عن طريق شراء عدد من الشركات التي يبنى عليها المؤشر، وبالتالي فان عائد المحفظة يكون مشابهًا لعائد السوق بشكل كبير. وفي هذه السياسة لا يوجد أي داعي لدراسة أوضاع الشركات وتحليلها لان اختيار أسهم الشركات سيكون بناء على مؤشر السوق وليس على التحليلات. ويتم تقييم أداء مدير المحفظة بناء على مدى الانحراف بين عائد المحفظة وعائد السوق. ويتم إتباع هذه السياسة في الأسواق الكفوءة . وتكون عمولة مدير المحفظة قليلة في هذه السياسة.

2. السياسة الفعالة: Active Policy

يتبنى هذه السياسة مدراء المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان، وتقوم هذه السياسة على الإدارة النشطة للمحفظة بحيث يتم تحقيق عائد أعلى من محافظ تدار بالطريقة غير الفعالة ولها نفس درجة المخاطرة و نفس الخصائص من حيث نوعية الأسهم المستثمر بها. ويمكن مقارنة أداء هذه المحافظ مع عائد السوق، فمدير المحفظة الذي يتبع السياسة الفعالة يجب عليه أن يحقق عائد أعلى من عائد السوق أو عائد محفظة مشابهة مدارة بالطريقة غير الفعالة. في هذه السياسة يطلب مدراء المحافظ مبالغ مرتفعة بدل إدارتهم لها.

ث- آليات التأثير على أسعار الأسهم العادية:

هناك بعض الآليات التي تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار أسهمها في السوق سواء باتجاه رفع سعر الأسهم أو خفضه وضمن ضوابط معينة نذكر أهمها[2]:

1- إعادة شراء الأسهم: Share Repurchase

يطلق على الأسهم المعاد شراؤها بواسطة المنشأة التي أصدرتها بأسهم خزينة Treasury Stocks. وتقوم المنشآت بإعادة شراء الأسهم التي سبق أن أصدرتها لعدة أسباب منها اعتقاد الإدارة بأن السعر

1- فلاح غازي المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003 ، ص17.
2- إبراهيم الكراسنة، "إرشادات في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص10.

السوقي للسهم أقل من قيمته الحقيقية[1] وإن إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح. كذلك قد تستهدف إعادة الشراء خلق تعامل نشط على تلك الأسهم. وهو أمر من شأنه أن يترك أثر على سيولة السهم وعلى قيمته السوقية بالتبعية. وفي حالة إذا ما كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين. وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة الشراء الشركة لأسهمها. ويؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية السهم وقيمته السوقية. وبشكل عام تعتبر عملية شراء الشركة لأسهمها مؤشرات إيجابية لمستقبل السهم وهذا ما أثبتته العديد من الدراسات في السوق الأمريكي والتي توصلت إلى نتائج تفيد إلى أن أداء أسهم الشركات التي تعيد شراء أسهمها عادة ما يكون أعلى من أداء السوق بصفة عامة. وقد تشتري الشركة أسهمها كأسلوب وقائي ضد عمليات الاستيلاء عليها من خلال الاستحواذ.

ولابد من القول هنا أنه إذا كان قيام الشركة بشراء أسهمها من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم مقارنة بعائد السوق[2]، إلا أن إعادة شراء الأسهم يترتب عليها زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة نتيجة لانخفاض نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال. وإذا ما تم قياس العائد مع أخذ تلك المخاطر في الحسبان "Risk-adjustment Return" فقد يتضح أن عائد تلك الأسهم يعادل تقريباً عائد السوق.

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين وبعض حملة الأسهم. فمثلا إعادة الشراء تتطلب الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية ذات العلاقة وكذلك ضرورة أن تكون إعادة الشراء من الأرباح التي حققتها الشركة ولا يجوز إعادة الشراء عن طريق الاقتراض كما يتم تحديد نسبة من الأسهم لإعادة شرائها كأن تكون مثلاً 10% من عدد الأسهم القائمة، كما يتوجب على الشركة التصرف بهذه الأسهم خلال فترة زمنية محددة مسبقاً وذلك إما من خلال إعادة بيعها في السوق أو إلغائها من خلال تخفيض رأ المال ويتم اتخاذ القرار وفقاً للسعر السوقي للسهم.

2- التوزيعات في صورة أسهم: Stock Dividends

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية[3]. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. ومن ميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال

1 - Alon Brav, John Graham, Campbell Harvey and Roni Michaely, "Payout policy in the 21st century", working paper, Duke University. 2003

2 - Erik Lie, "Operating Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements", Journal of Accounting and Economics, October, 2004.

3- منذر مرهج، "أثر المحتوى الإعلامي للتوزيعات النقدية على قيمة المنشأة"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1999، ص68.

نقدية إلى المساهمين. كذلك، ونتيجة لزيادة عدد الأسهم فإن ذلك سيعمل على خفض نسبة القروض في هيكل تمويل المنشأة. ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ الشركات إلى توزيع الأسهم المجانية عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة إلى درجة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، كما يؤدي هذا الإجراء أيضاً إلى انخفاض ربحية السهم. وحقيقة لا يحدث أي تغيير في أصول المنشأة المصدرة وديونها أو في حقوق المساهمين، فالعملية هي عبارة عن تحويل النقدية (الاحتياطيات) إلى أسهم ولا تؤثر هذه العملية على قائمة حقوق المساهمين[1].

3- تجزئة الأسهم: Stock Split

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم عن طريق تجزئة قيمته الاسمية[2]، مما يزيد عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال وهو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم السهم أو أحيانا تفتيت السهم. وتختلف هذه السياسة مع سابقاتها في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح بزيادة الطلب عليه، ويترك بالتالي أثره الإيجابي على مستوى سيولته. ذلك أن زيادة عدد الأسهم – نتيجة التجزئة – لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح الشركة، وعليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح والتوزيعات، وهو أمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، مما يحقق له سيولة أفضل.

ولكن ما هو المنطق الذي يحكم قرار اشتقاق الأسهم؟ إلى جانب تحسين مستوى سيولة السهم، حيث أن هناك سببين آخرين هما التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للسهم والتأثير على مقدار التوزيعات. فعلى الرغم مما سبق ذكره من حصة المساهم في ملكية الشركة لن تتأثر بقرار اشتقاق الأسهم، فقد يكون لذلك القرار تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم. ويحدث ذلك إذا ما نظر المتعاملين في السوق إلى قرار الشركة على انه إشارة مالية Financial Signal لمستقبل مبشر للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على سيولة السهم.

1- محمود صبح، "أسباب ونتائج قيام الشركة المساهمة بتجزئة أسهمها من منظور المدير المالي"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، 1997.

2 - Fred Weston, Scott Besley and Eugene Fama, ‘‘Essentials of Managerial Finance’’, Dryden Press, Eleventh Edition, 1996, PP.660.

ج- تقييم الأسهم العادية Shares Valuation

قبل عرض نماذج تقييم الأسهم لا بد من التعرف على المفاهيم المختلفة لقيمة السهم. وهنالك أربع قيم للأسهم وهي[1]:

1- القيمة الاسمية Nominal or Face Value: وهي القيمة التي يصدر بها السهم وتكون مدونة عليه، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة أو قانون الشركات[2]، ولا يمكن للشركة إصدار الأسهم بقيمة أقل من ذلك. غير أنه يمكن تغييرها عملياً من خلال اشتقاق الأسهم في حال كانت القيمة الاسمية للسهم المصدر أكبر من الحد الدنى المفروض في قانون الشركات. ويمثل رأس المال المصدر للشركة القيمة الاسمية للسهم مضروباً بعدد الأسهم المصدرة.

2- القيمة الدفترية Book Value: تمثل القيمة الدفترية للسهم محصلة حقوق المساهمين (رأس المال، الأرباح المدورة، الاحتياطيات) مقسومة على عدد الأسهم المصدرة للشركة. حيث تبدأ الشركة بعد تأسيسها ومباشرتها لأعمالها بالنمو أو التراجع وهو ما ينعكس على صافي حقوق الملكية للشركة وبالتالي على القيمة الدفترية للسهم.

3- القيمة السوقية Market Value: القيمة التي يتم تداول السهم عليها في السوق وأحياناً يشار إليها بأنها القيمة التوازنية باعتبار أنها توازن بين قوى العرض والطلب في السوق، ويشار إلى هذه القيمة مضروبة بعدد الأسهم بالقيمة السوقية للشركة وهي القيمة التي يقيم السوق بها الشركة وليس بالضرورة أن يتفق هذا التقييم مع القيم أو مسميات القيم المشار إليها أعلاه.

4- القيمة الحقيقية Fair Value: وتمثل التقييم الاقتصادي لما يجب أن يكون عليه سعر السهم الحقيقي وهي تبنى على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع أن ينجم عنها الاستثمار في السهم.

ويهدف تقييم الأسهم بشكل عام إلى إيجاد القيمة الحقيقية للسهم على ضوء المعطيات الموضوعية المتاحة عن الشركة. وغالباً ما يتحدد السعر الحقيقي للسهم في البورصة وفقاً لتقديرات المتعاملين للنتائج المالية المحققة أو الأرباح الموزعة على المستثمرين وغيرها من العوامل التي يمكن الاعتماد عليها في عملية التقييم. وفي هذا الصدد هناك عدة نماذج للتقييم. وسيتم فيما يلي تسليط الضوء على أكثر النماذج شيوعاً واستعمالاً، والمتمثلة في نموذج التوزيعات المخصومة ونموذج مضاعف الربحية.

1- عبد الحليم كراجه. علي ربابعة. ياسر السكران. موسى مطر. توفيق يوسف، "الإدارة والتحليل المالي- أسس ومفاهيم وتطبيقات"، عملن، الأردن، دار صفاء للطباعة والنشر، الطبعة الثانية، 2006، ص 87.

2- ينص قانون الشركات في سورية على أن الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم العادي هو 500 ليرة سورية أما في جمهورية مصر العربية فالقيمة الاسمية للسهم تصل إلى 1 جنيه مصري.

أولاً- نموذج التوزيعات المخصومة:

يعتمد نموذج التوزيعات المخصومة Divident Valuation Model الذي وضع أساسه كل من مدجلياني وميلر في أوائل الستينات على افتراض مفاده أن القيمة الحقيقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية[1]، التي يتوقع أن يحصل عليها نتيجة ملكيته له، ممثلة في التوزيعات النقدية المتوقعة. ويمكن التعبير عن هذه الفكرة بالمعادلة التالية:

$$PV = \sum_{t=1}^{\alpha} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث تمثل PV قيمة السهم عند اللحظة $_0$ و k معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر، ويكون دائماً أكبر من الصفر، وتمثل D_t مقدار التوزيعات المتوقعة في اللحظة t.

وتشير المعادلة السابقة إلى الصيغة العامة لنموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية، وهي صيغة تستند إلى افتراض أساسي مفاده أن المستثمر سوف يحتفظ بالسهم إلى الأبد، ومن ثم فإن قيمة الأسهم وفق هذا الافتراض سوف تتحدد بالتدفقات النقدية ممثلة في التوزيعات المتوقع الحصول عليها مستقبلاً D_t مخصومة بمعدل خصم ملائم k. لكن ماذا لو كان المستثمر يرغب في الاحتفاظ بالسهم لمدة محددة ولتكن t، في ظل هذا الافتراض يصبح السعر الحقيقي للسهم مساوياً للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الدورية ممثلة في التوزيعات المستقبلية، مضافاً إليها القيمة المتوقعة التي سيباع بها السهم عند اللحظة t، أي[2]:

$$PV = \sum_{t=1}^{\alpha} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_t}{(1+k)^t}$$

حيث يمثل P السعر السوقي للسهم عند نهاية الفترة t، وانطلاقاً من المعادلة السابقة يمكن اشتقاق ثلاثة نماذج أساسية لتقييم السهم، وهي نماذج تقوم على ثلاثة فروض أساسية بشأن نمط التوزيعات المستقبلية وهي:

(أ) نموذج النمو الصفري Zero-Growth Model

(ب) نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model

(ج) نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

1- عدنان تايه النعيمي. سعدون الساقي. أسامة عزمي سلامي. شقيري نوري موسى، "الإدارية المالية النظرية والتطبيق"، عمان، الأردن، دار المسيرة للتوزيع والنشر، 2007، ص 218.

2- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2006، ص404.

(أ) نموذج النمو الصفري Zero-Growth Model

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح ستظل ثابتة عبر الزمن. ويعني هذا أن النمو الدوري لتلك التوزيعات يساوي الصفر، وفي ظل هذه الفرضية يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح على النحو التالي[1]:

$$P = \frac{D_t}{K_e}$$

حيث أن :

P: القيمة الحقيقية للسهم

D_t: توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e: سعر الخصم المناسب

ويؤخذ على نموذج النمو الصفري عدم واقعية الفروض التي قام عليها، إذ قلما تظل قيمة التوزيعات للأسهم العادية ثابتة إلى ما لا نهاية. ومع ذلك يعتبر هذا النموذج الأسلوب الأنسب لتقييم الأسهم الممتازة، والتي عادة ما تكون توزيعاتها ثابتة على مدى حياة الشركة.

(ب) نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو كل فترة وبمعدل ثابت، ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$P = \frac{D_t}{(K_e - g)}$$

حيث أن :

g: نسبة نمو توزيعات الأرباح ويمكن أن تكون بالسالب ويمكن أن تكون بالموجب.

ويستخدم هذا النموذج في الشركات الناضجة التي تكون توزيعات الأرباح فيها تتصف بالثبات. (ومعظم الشركات الكبيرة يمكن تقييم أسهمها من خلال استخدام هذا النموذج). ولا يصلح النموذج لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو[2]. لذلك يتم استخدام نموذج التوزيعات المتغيرة.

1- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 304.
2- إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص30.

(ج) نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

إن ثبات معدل التوزيعات خلال فترة نشاط الشركة هو افتراض غير منطقي. وبالتالي فإن افتراض تغير معدل نمو التوزيعات يعد الافتراض الأكثر واقعية، وذلك من منطق أن النمو المستقبلي للتوزيعات لا يستمر على وتيرة واحدة، إذ عادة ما تمر دورة حياة المشروعات بعدة مراحل، الأمر الذي يؤثر على توزيعاتها النقدية. وبناء عليه يفترض هذا النموذج أن التوزيعات تنمو بمعدل فوق المتوسط العادي لها لبعض الفترات، ثم تنمو بعد ذلك بمعدل طبيعي، وهذا النموذج هو نموذج على مرحلتين، فهو أكثر مرونة من نماذج صفرية النمو والنمو الثابت، كما يمكن تعديله للسماح بالعديد من معدلات النمو المتوقعة والمختلفة. وتتلخص فكرة هذا النموذج على أن قيمة السهم العادي تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال فترة النمو فوق العادي للتوزيعات زائد القيمة الحالية لسعر السهم في نهاية هذه الفترة أيضاً. والنموذج الذي يستخدم في التقييم هو[1]:

$$P = \sum_{t=1}^{n}\left[D_0(1+g_1)^t / (1+K)^t \right] + \sum_{t-n}\left[Dn(1+g_2)^t - n/(1+K_e)^t \right]$$

حيث أن :

g_1: نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى

g_2: نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج

P: القيمة الحقيقية

D_0: توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى

D_n: توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج

K_e: سعر الخصم

وانطلاقاً من المعادلة السابقة يمكن تحديد ثلاث خطوات لتقدير القيمة الحقيقية للسهم وهي[2]:

- الخطوة الأولى: وتقضي بإيجاد القيمة الحالية للتوزيعات خلال الفترة الأولى، وهي فترة النمو. وتنتهي هذه المرحلة عند اللحظة n، وهو ما يعني تطبيق المعادلة التقليدية لحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية.
- الخطوة الثانية: وتقضي بإيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المنتظمة التي تمتد من الفترة n+1 إلى ما لانهاية بافتراض أن السهم ليس له تاريخ استحقاق محدد. وتنطوي هذه الخطوة على خطوتين فرعيتين هما:

1- رياض دهال، "الأدوات المالية"، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، آذار 2003.
2- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره. ص 309-312.

1. إيجاد قيمة التوزيعات المنتظمة المستقبلية عند اللحظة n لتبدو وكأن المستثمر سيقدم على بيع السهم عند اللحظة n ومن ثم فإن القيمة الحالية لتلك التوزيعات عند اللحظة n تساوي القيمة المتوقعة للسهم عند تلك اللحظة (P_n) وهو ما يعني تطبيق نموذج النمو بمعدل منتظم.
2. تتضمن الخطوة الفرعية الثانية إيجاد القيمة الحالية للقيمة السوقية للسهم عند اللحظة n، أي إيجاد القيمة الحالية للمقدار (P_n) بتطبيق المعادلة التقليدية لحساب القيمة الحالية.

- تتضمن الخطوة الثالثة إضافة ناتج الخطوة الأولى إلى الناتج النهائي للخطوة الثانية للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن السهم، وهي ذاتها التي ينبغي أن يباع بها السهم في البورصة.

ثانياً- نموذج مضاعف الربحية Price to Earnings Ratio

يسمى أيضاً هذا النموذج بالنموذج الواقعي أو التجريبي، وهو عبارة عن حاصل قسمة السعر السوقي للسهم على ربحيته. وتعطى صيغته على النحو التالي:

مضاعف الربحية= السعر السوقي للسهم ÷ الربح الصافي للسهم

ويشير هذا المؤشر إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع أن يحصل عليها حامله. ويوضح هذا المؤشر أيضاً القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل كل وحدة نقدية من الأرباح المتولدة من الاستثمار في السهم.

وإذا تمكن المحلل المالي من تحديد القيمة الحقيقية الملائمة لمضاعف الربحية، من خلال التقدير الدقيق للربحية المستقبلية للسهم، يصبح من السهل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يتداول بها السهم في المستقبل، والمتمثلة في حاصل ضرب قيمة المضاعف النقدي في ربحية السهم التي أسفرت عن عملية التنبؤ وعلى النحو التالي[1]:

القيمة الحقيقية للسهم= ربحية السهم المتوقعة × مضاعف الربحية

ومن نتيجة المعادلة السابقة يتوقف القرار الاستثماري، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية. وفي هذه الحالة ينصح بشراء السهم، أما في

1- إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره.

الحالة التي تكون فيها القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية، فإذ ذلك يشير إلى أن هناك مبالغة في تقييم السهم وبالتالي يُنصح بضرورة بيع السهم.

ح- مداخل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية:

يوجد مدخلان رئيسيان لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية هما:

- مدخل التحليل الأساسي
- مدخل التحليل الفني

المدخل الأول: مدخل التحليل الأساسي Fundamental Analysis

يعرف التحليل الأساسي بأنه أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم من خلال تحليل البيانات المالية الأساسية للشركة. بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة وغيرها[1].

ويستند التحليل الأساسي إلى مدخلين فرعيين هما[2]: التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-Down Approach) حيث يتدرج هذا التحليل من العموميات إلى الخصوصيات[3]. أما المدخل الفرعي الثاني فهو التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى (Down-Top Approach).

وبالتالي فإن عملية اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي وفق المدخل الأول (من أعلى إلى أسفل) يجب أن يمر بثلاثة مراحل أساسية وهي:

1- تحليل الظروف الاقتصادية العامة.

2- تحليل ظروف الصناعة.

3- تحليل ظروف الشركة المصدرة للورقة المالية.

---

1 - Michel Rozeff, op. cit., p.55.

2- نبيل عبد السلام شاكر، "تحديد طبيعة العلاقة بين المؤشر العام لسوق المال المصري وبين متغيرات الاقتصاد القومي داخل نظرية التسعير بالمراجحة"، القاهرة، جامعة عين شمس، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الرابع، 1997، ص4.

3 - Charles Jones, "Investments, analysis and management", Sixth Edition, New York, John Wiley & Sons, Inc, 1998, PP. 413-501.

أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية العامة:

يهدف هذا التحليل إلى دراسة متغيرات الاقتصاد الكلي بهدف التنبؤ بالحالة الاقتصادية للبلاد من رواج أو كساد وتأثير ذلك على الاستثمار في سوق الأوراق المالية. حيث يتم اتخاذ كافة القرارات الاستثمارية في ظل ما يحدث في البيئة الاقتصادية، وتتفاوت هذه البيئة مع اجتياز الاقتصاد لمراحل الرفاهية والازدهار أو الركود والكساد وهو ما يرتبط بدورة الأعمال[1].

وعلى مستوى الدراسات النظرية التي تناولت هذه الجزئية نجد تبايناً واضحاً في تحديد كل منها لتلك العوامل أو المتغيرات الاقتصادية المكونة للاقتصاد الكلي والتي لها التأثير الأكبر على سوق الأوراق المالية، ولكن وبشكل عام يمكن حصر هذه العوامل في خمسة عوامل أساسية وهي:

معدل التضخم- سعر الصرف- السياسة المالية- السياسة النقدية- الناتج المحلي الإجمالي.

1. معدل التضخم: Inflation Rate

إن توقع حدوث التضخم يعني توقعاً بارتفاع أسعار الفائدة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن البنك المركزي عادة ما يتدخل في ظل ظروف التضخم لتخفيض آثاره من خلال تضييق الائتمان لخفض المعروض من النقود[2]. كما يرتبط معدل التضخم بعلاقة طردية مع العائد المطلوب على الاستثمار في الوقت الذي ترتبط فيه بعلاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق[3].

2. سعر الصرف: Exchange Rate

يعتبر سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية. وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها. وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات. وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التعويم الكامل والربط الكامل. وبالتالي فإن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية. وخير دليل على أهمية سعر الصرف في تحقيق التوازن في السوق المالي هو أزمة جنوب شرق آسيا والتي حدثت في العام 1997 وكان من أسبابها الرئيسية الضغوط على

1 - Frank Reilly & Keith Brown, "Investment Analysis and Portfolio Management", USA, Thomson, Eighth Edition, 2006, P. 406.

2- نبيل عبد السلام شاكر، "تحديد طبيعة العلاقة بين المؤشر العام لسوق المال المصري وبين متغيرات الاقتصاد القومي داخل إطار نظرية التسعير بالمراجحة"، مرجع سبق ذكره.

3 - Christophe Boucher, "Stock Prices, Inflation and Stock Returns Predictability", working Paper, University of Paris, Version 16, December 2004.

أسعار الصرف الأمر الذي أدى إلى هرع المستثمرين الأجانب لتحويل استثماراتهم والخروج من البلاد قبل انهيار سعر الصرف.

3. السياسات المالية: Fiscal Policy

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل إنفاق الحكومة[1]، وتشتمل السياسة المالية على إدارة الضرائب والرسوم والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة. وتؤكد الكتابات الاقتصادية على كونها الأدوات الحكومية التي تستخدم للتأثير التوسعي أو الانكماشي على الطلب الإجمالي والضرائب، حيث يحدث التأثير التوسعي بزيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب أو كليهما، في حين يحدث التأثير الانكماشي بتخفيض الإنفاق الحكومي أو زيادة معدلات الضرائب أو كليهما[2]. ومن هنا يأتي التأثير الكبير للسياسة المالية المتبعة على سوق المال، حيث إن استخدام الحكومة لتأثيرها التوسعي ينعكس على زيادة دخول الأفراد وتعظيم صافي أرباح الشركات، الأمر الذي ينعكس على ارتفاع أسعار الأسهم المتداولة بالسوق والعكس صحيح.

4. السياسة النقدية: Monetary Policy

تعكس السياسة النقدية للبنك المركزي دور الدولة في مجال إدارة حركة التوسع والانكماش في المعروض النقدي Money Supply بالشكل الذي لا يسمح بهبوط معدلات التوسع النقدي إلى مستوى يعوق النشاط الاقتصادي الكلي، ولا يسمح أيضاً بزيادته عن الحد المطلوب لتلافي الوقوع في دائرة الضغوط التضخمية، حيث تلعب السياسة النقدية والائتمانية دوراً مؤثراً في توجيه السياسة الاقتصادية العامة للدولة من خلال التحكم في حجم المعروض النقدي الأمر الذي يؤثر على حجم الائتمان الممنوح وعلى سعر الفائدة، وبالتالي على النشاط الاقتصادي، وذلك باستخدام العديد من الأدوات المباشرة[3] وغير المباشرة[4] في التأثير على حجم المعروض النقدي.

1- خالد الزامل، "دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول، دمشق، 2005، ص 109.

2 - Nikiforos Laopodis**,** " Fiscal policy and stock market efficiency: Evidence for the United States", The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 49, Issue 2, May 2009, PP. 633-650.

3- وهي الوسائل التي تكون موجهة من قبل السلطات النقدية لإدارة السياسة النقدية ممثلة بالبنك المركزي وتأخذ صفة التدخل المباشر بقصد التأثير على حجم الائتمان كأسعار الفائدة وتحديد السقوف الائتمانية.

4- وهي الأدوات التي تستخدمها السلطة النقدية لتوجيه السوق بعيدا عن التدخل المباشر في السوق مثل عمليات السوق المفتوحة، وسعر الخصم، ونسبة الاحتياطي الإلزامي، والاحتفاظ بودائع لدى البنك المركزي مقابل عائد، والتعامل في بيع وشراء العملات الأجنبية...الخ.

ومن خلال السياسة النقدية فإن أسعار الأوراق المالية سوف تتأثر بسبب العلاقة الطردية بين المعروض النقدي وأسعار الأسهم المتداولة[1] والذي يمكن تفسيره من خلال العلاقة الطردية بين المعروض النقدي وبين مستوى النشاط الاقتصادي الكلي، كما أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى تخفيض أسعار الفائدة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار وتعظيم أرباح المنشآت، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع أسعار الأسهم والعكس صحيح.

5. <u>الناتج المحلي الإجمالي</u>: Gross Domesticg Production

يمثل الناتج المحلي الإجمالي GDP مجموع السلع والخدمات المنتجة محلياً، ويتكون داخلياً من أربعة عناصر وهي الإنفاق الاستهلاكي، الإنفاق الاستثماري، الإنفاق الحكومي، والفرق بين الاستيراد والتصدير. ولقد أكدت أغلب الدراسات على وجود علاقة ارتباط موجبة بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية، كما أن التغير في حجم الناتج المحلي الإجمالي بالزيادة أو النقصان يمثل مؤشراً قوياً للتغير في مؤشر أسعار الأوراق المالية. وتعتبر قدرة المؤشر العام لسوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية على التنبؤ بالحالة الاقتصادية بنسبة نجاح وصلت إلى 92% أكبر دليل على الارتباط الكبير بين الناتج المحلي الإجمالي وسوق الأسهم.

وفي نهاية هذا العرض لأهم متغيرات الاقتصاد الكلي وتحديد أثر كل منها وعلاقته بأسعار الأوراق المالية يؤكد الباحث على أهمية العناية الشديدة بمحصلة التأثير المتداخل بين هذه العوامل، وتأثيره على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وهو الأمر الذي ينعكس وبالضرورة على اختيار الأسلوب التحليلي المناسب والذي يمكن من خلاله تحقيق الهدف المطلوب.

ثانياً- تحليل ظروف الصناعة:

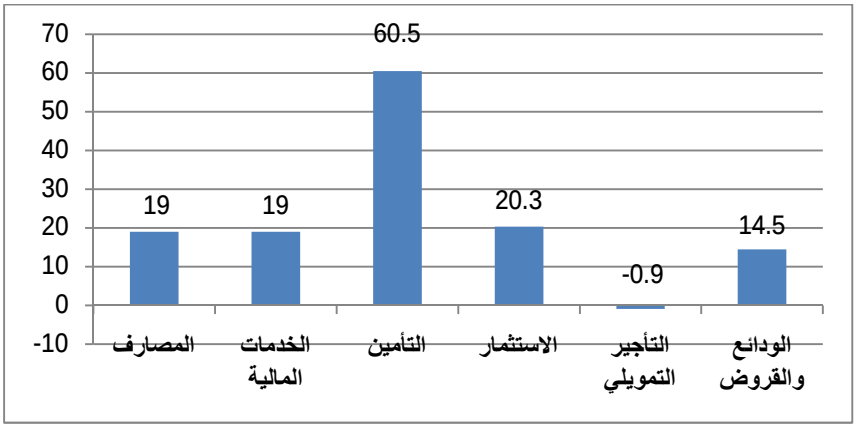
يقوم المحللون الماليون والمستثمرون بتحليل القطاعات الاقتصادية المختلفة لأن ذلك يساعد في تمييز فرص الاستثمار المربحة وذلك من خلال اختيار الصناعات الواعدة ذات النمو الكبير، حيث أن دراسة ظروف الصناعات المختلفة تمكن من تحديد اتجاهاتها واختيار الاستثمارات الجيدة منها، حيث أن هناك نماذج متميزة في معدلات العائد ومقاييس المخاطرة في الصناعات المختلفة.

وحقيقة إن من المستحيل أن يكون أداء قطاع معين من الصناعات جيداً في حال كان الاقتصاد يمر في حالة ركود، ولكن في الحالة الطبيعة فإن الأداء الاقتصادي يختلف بشكل كبير من قطاع إلى آخر

1 - Nuno Cassola & Claudio Morana, "Monetary Policy and the Stock Market in the EURO Area", Working Paper, No. 19, European Central Bank, January 2002.

وغالباً ما يكون هناك قطاعات قاطرة للنمو الاقتصادي في البلد[1] كما يختلف درجة العائد والمخاطرة من صناعة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى. وهذا ما تبرر تحليل ظروف الصناعة كجزء من التحليل الأساسي بغرض تقييم الأوراق المالية. فمثلا نجد أن معدل نمو الاقتصاد الأمريكي في العام 2002 وصل إلى 2.5% وبتحليل القطاعات نجد أن القطاع المالي حقق نمواً يفوق معدل النمو الاقتصادي إذ وصل إلى 16.7% في نفس العام، وبتحليل هذا القطاع بشكل أعمق نجد أن قطاع التأمين حقق نمواً وصل إلى 60% وهو ما يبينه الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (9): نمو القطاعات الفرعية للقطاع المالي الأمريكي 2002



ويتطلب تحليل الصناعة ضرورة تعريف وتصنيف الصناعة ثم تجميع البيانات والمعلومات عنها، يلي ذلك تحديد الاعتبارات أو الجوانب الأساسية التي ينبغي أن يركز عليها التحليل. أما الأدوات المستخدمة في تحليل ظروف الصناعة فهي تحليل دورة حياة الصناعة Industry Life Cycle وتحليل الطلب على منتجات الصناعة، وكذلك التنبؤ بمعدل نمو الصناعة[2].

ثالثاً- تحليل ظروف الشركة:

بعد أن يقوم المحلل المالي بدراسة الظروف الاقتصادية العامة واختيار الصناعات الواعدة. يقوم المحلل بتحليل الشركات التي تنتمي لهذه الصناعة. فرغم أن مجموعة من المنشآت تنتمي إلى قطاع صناعي واحد له معدلات عوائد ومخاطرة متقاربة، إلا أن هناك اختلاف في أداء الشركات بسبب الظروف الخاصة بكل شركة مثل كفاءة الإدارة ومهارات العاملين وموقع الشركة وسمعتها وهيكلها المالي وغير ذلك. لذلك فإن عملية اختيار شركة جيدة من صناعة واعدة في ظل الظروف الاقتصادية العامة المحتملة يعرف بأنه القرار الاستثماري. ويمر تحليل الشركة بعدة مراحل وهي:

1 - Zvi Bodie, Alex Kane & Alan Marcus, op. cit, P. 50.

2- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 319.

1- تحليل الوضع المالي التاريخي للشركة من خلال القوائم المالية لأخر سنة ومقارنتها بالقوائم المالية للسنوات السابقة والشركات المماثلة والمعدلات المعيارية (معدلات الصناعة)، ويوجد لذلك عدة أساليب:

- القوائم المالية المقارنة (التحليل الأفقي)
- التحليل الهيكلي للقوائم المالي (التحليل العمودي)
- تحليل السلاسل الزمنية
- تحليل النسب
- التحليلات الخاصة مثل التنبؤات النقدية وتحليل التعادل وتحليل التغيرات في التدفقات النقدية.

2- تحليل الجوانب الإدارية للشركة مثل:

- إستراتيجية الشركة فيما يتعلق بالمنافسة
- تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف

3- تحليل المركز المستقبلي للشركة:

ويرجع السبب في ذلك إلى أن المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري فإنه ينظر إلى المستقبل وليس للماضي، وهو فقط يقوم بتحليل البيانات عن الفترات السابقة في الحدود التي تساعده على بيان التوقعات المستقبلية للشركات التي ينوي الاستثمار فيها.

الانتقاد الموجه إلى التحليل الأساسي:

إن من أهم نقاط الضعف لمدخل التحليل الأساسي هو صعوبة التنبؤ الدقيق بقيم النسب المالية والمتغيرات في المستقبل وإن استخدام أساليب مبسطة في التنبؤ قد يؤدي إلى تقديرات ضعيفة مما يؤثر على نتائج التحليل[1].

كما يواجه هذا المدخل مشكلة البيانات المالية والمحاسبية التي سيستخدمها المحلل فقد تأتي متأخرة أو مضللة أو غير دقيقة. ذلك أن القوائم المالية وهي المصدر الأساسي للبيانات تخضع للمبادئ والأعراف المحاسبية والتي تجعلها غير مكتملة ويصعب الوثوق بها أحياناً. وللتغلب على هذه المشكلة يجب على المحلل المالي أن يقرأ القوائم المالية بدقة وألا يهمل الهوامش المصاحبة للقوائم المالية والتي توضح طرق إعدادها[2].

1- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 304.
2- جلال إبراهيم العبد، " استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية "، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2004.

المدخل الثاني: مدخل التحليل الفني Technical Analysis

يهدف التحليل الفني إلى التعرف على مؤشرات اتجاه الحركة في الأسواق المالية، وهذه المؤشرات أو الإشارات يتم التوصل إليها من خلال بعض الأساليب التي تعتمد على جملة من المتغيرات المتعلقة بشكل أساسي باتجاه السعر وحركته التاريخية وأحجام التداول المرافقة لهذه الحركة. ومع بداية القرن العشرين وضعت نظرية داو الأساس لما سمي بعد ذلك التحليل الفني الحديث. والذي يستند على ثلاثة أركان أساسية وهي[1]:

أ- حركة السوق تحتوي كافة المتغيرات: Market Action Discounts Everything

حيث يعتقد المحلل الفني أن كافة العوامل التي من الممكن أن توثر في سعر السهم سواء أكانت عوامل اقتصادية أوسياسية أو نفسية فهي منعكسة في سعر السهم. وبالتالي فدراسة حركة الأسعار هي هدفه الأول والتي منها يستطيع أن يتوقع الاتجاه المستقبلي للأسعار، فحركة السعر تعكس حالة العرض والطلب، فإذا كان الطلب أكثر من العرض فهذا يعني ارتفاع سعر السهم والعكس صحيح. فالمحلل الفني يهتم بدراسة السعر فقط، حيث أن هذا السعر يعكس جميع المتغيرات فهو لا يهتم بالأسباب التي أدت إلي تحرك الأسعار إنما اهتمامه الأساسي هو معرفة الاتجاه المستقبلي للسعر والمتاجرة أو الاستثمار مع هذا الاتجاه المتوقع.

ب- الأسعار تتحرك في اتجاهات Prices Move in Trends

يعتقد داو[2] أن مؤشر الأسعار نمطي فالسوق يتحرك في اتجاهات (صعودي أو هبوطي أو عرضي) فهدف المحلل الفني هو تحديد الاتجاه الذي يتجه إليه سعر السهم في مراحله الأولى والمتاجرة أو الاستثمار في هذا الاتجاه، بمعني إذا كان الاتجاه سيبدأ في الصعود فالهدف هنا يكون هو الشراء والعكس صحيح.

ت- التاريخ يكرر نفسه History Repeats Itself

إن توقع المستقبل مبني على معرفة الماضي، وذلك سواء كان التحليل فني أو تحليل أساسي، ففي التحليل الأساسي يجب أن تدرس ميزانية الشركة عن سنوات سابقة ومدى تطور الأرباح والكفاءة الإنتاجية والبيعية قبل أن تبدأ في بناء توقعات النمو المستقبلية للشركة. أما بالنسبة للتحليل الفني فهو تحليل حركة الأسعار وهو في الحقيقة تحليل لحالة العرض والطلب وللحالة النفسية للسوق، فهناك

1- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004.

2 - Thomas Demark, "The New Science of Technical Analysis", New York, John Wiley & Sons, 1994.

أشكال بيانية محدده Charts Patterns، تظهر على الرسوم البيانية للأسعار تعني حالة معينة للسوق وتعكس الاتجاه المستقبلي للأسعار.

أ- أدوات التحليل الفني:

يستخدم التحليل الفني في التنبؤ باتجاهات الأسعار مجموعة من الأدوات التي تتراوح من البساطة إلى التعقيد. وتنقسم هذه الأدوات إلى قسمين: الأدوات التي تعمل على تحديد اتجاه أسعار السوق، والأدوات التي تستخدم لتحديد إشارات الارتفاع والانخفاض، وفيما يلي سنقدم شرحاً لأهم الأدوات المستخدمة في التحليل الفني وهي:

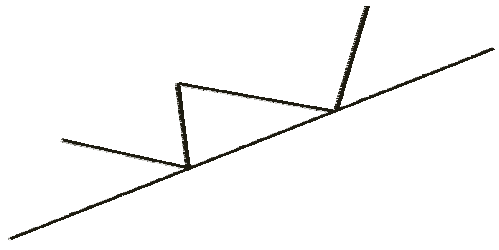
- الاتجاهات Trends
- معدلات التحرك Moving Average
- مؤشر القوة النسبية Relative Strength Index
- القوة الدافعة Momentum

1- اتجاهات الأسعار (Trends): وفقاً للتحليل الفني تتحرك الأسعار في أحد ثلاثة اتجاهات[1]:

- الاتجاه الصاعد: Ascending

يعرف الاتجاه الصاعد Uptrend بتعالي المرتفعات وتعالي المنخفضات أعلى فأعلى وأدنى فأدنى (Higher highs & higher lows) وهو ما يعني أن آخر قمة للسعر تكون أعلى من القمة التي سبقتها، كما أن آخر أدنى سعر يكون أعلى من أدنى سعر سابق عليه، بما يشبه درجات السلم الصاعدة، ويبين الشكل البياني رقم 10 الاتجاه الصاعد للسوق المالي.

الشكل البياني رقم (10): الاتجاه الصاعد للسوق المالي



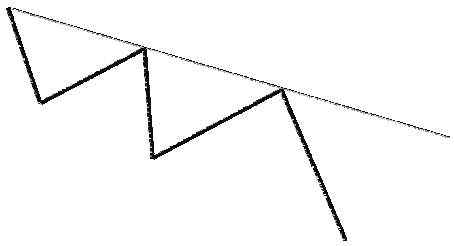
المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

1 - John Murphy, "Technical Analysis of the Financial Markets", New York Institute of Finance, 1999, PP. 32-34.

- الاتجاه الهابط Descending:

يعرف الاتجاه الهابط بتدني المرتفعات وتـــدني المنخفضـــات (Lower highs & lower lows) أي أن آخر قمة للسعر تكون أدنى من القمة التي سبقتها، وآخر انخفاض سعري يكون أدنى مـــن الانخفـــاض السابق عليه، كدرجات السلم الهابطة كما هو مبين في الشكل البياني رقم 11.

الشكل البياني رقم (11): الاتجاه الهابط للسوق المالي

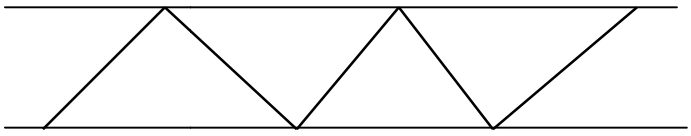


المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

- الاتجاه الجانبي Sideways:

تكون الأسعار في مستوى واحد تقريباً، كما أن المنخفضات السعرية تقف عند خط شبه أفقي بمســـتوى أقل. فأعمدة الأسعار تكون شبه متراصة جنباً إلى جنب.

الشكل البياني رقم (12): الاتجاه الجانبي للسوق المالي



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

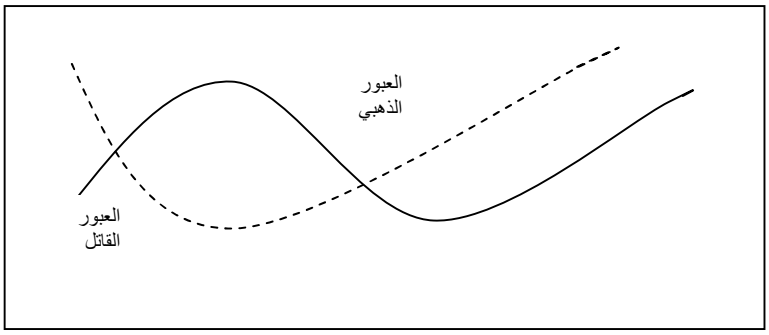
2- معدل التحرك (Moving Average):

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخداماً من قبل المحللين الفنيين. ويعد المتوســـط المتحرك إحدى الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينـــة Smoothing of Time Series أي للتخلص من التقلبات الحادة التي قد توجد في السلسلة بسبب التغيرات العارضة والتقلبات الدوريـــة أو الموسمية وذلك حتى يتبين اتجاهها العام صعوداً أو هبوطاً[1]. وعملية التمهيد هذه تفيد المحلل الفنـــي فهي تساعده على توضيح الرؤية والتركيز على المنحني العام للأسعار.

1 - Michael Kahn, "Tips on Technical", Bridge, Vol. 2, No. 9, January 1994.

ويستخدم المتوسط المتحرك لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق. وتحدد المتوسطات إشارات التداول عند عبور السعر لخط المتوسط إلى أعلى أو أدنى. والإشارات تكون واضحة لا لبس فيها، فإشارات الشراء تطلق بعبور السعر فوق خط المتوسط وهو ما يعرف بالعبور الذهبي Golden Cross كناية عن ارتفاع الأسعار. أما العبور القاتل Dead Cross فيشير إلى البيع وذلك عندما يسقط السعر تحت خط المتوسط. ويبين الشكل البياني رقم 13 العبور الذهبي والعبور القاتل في التحليل الفني للسوق المالي.

الشكل البياني رقم (13): العبور الذهبي والعبور القاتل في التحليل الفني للسوق المالي



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

3- مؤشر القوة النسبية Relative Strength Index:

يعتبر مؤشر القوة النسبية RSI أفضل المؤشرات الفنية ومن أكثرها استخداماً من قبل المحللين الماليين، فهو يقوم على مقارنة فترات تغير السعر إلى الأعلى بفترات تغيره إلى الأسفل، و يستخدم كدليل استباقي لتحديد أن السعر قد بلغ أخر مداه في الصعود أو الهبوط، وبالتالي يعطي المستثمر فرصة قوية للدخول في السوق في تلك المناطق والحصول على أعلى قدر من الربح عند دخوله من تلك المستويات. وتتراوح قيمة مؤشر القوة النسبية بين صفر إلى 100 وتم تقسيمه إلى مجموعة من الفئات تدل كل فئة معينة على الحالة التي يمر بها السهم.

القياس الأول : تحت الـ 30 ويكون السهم فيها في القاع ويعتبر شراؤه السهم أمن جداً.

القياس الثاني : مابين 30 إلى 50 وهي مرحلة جيدة للمضاربة مع الأسهم ذات المؤشرات الإيجابية

القياس الثالث : مابين 50 إلى 70 وتعتبر مرحلة انطلاقة، وتكون فيها المضاربة مع ترقب وحذر

القياس الرابع : أعلى من 70 مرحلة جني أرباح، حتى لو حصل ارتفاع أعلى للسهم فاحتمال الهبوط الكبير في السعر هو أمر وارد بنسبة كبيرة.

ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق حساب القوة النسبية SR والتي هي عبارة عن متوسط أسعار الإقفال التي ارتفعت مقسومة على متوسط أسعار الإقفال التي انخفضت وذلك لفترة معينة والتي عادة ما تكون 9 أو 10 أو 14 يوم. وبعد ذلك نحسب مؤشر القوة النسبية من خلال المعادلة[1]:

$$RSI = 100 - \frac{100}{1+RS}$$

ب- حواجز الدعم والمقاومة[2]:

تعتبر حواجز الدعم والمقاومة من أهم المواضيع في التحليل الفني، وقبل بيان هذه الحواجز فلابد من الإشارة إلى أن هذه الحواجز هي حواجز نفسية ليس إلا، وإن كان البعض يحاول أن يعبر عنها بأنها الحدود الدنيا والعليا لقيمة الورقة المالية بحسب ما يتم تقديره من قبل المستثمرين. ويتكون حاجز الدعم عندما ينخفض سعر الورقة المالية إلى مستوى سعري معين ثم يرتفع بعد وصوله إلى هذا السعر ثم يعاود الانخفاض إلى نفس المستوى السابق ويعاود الارتفاع مرة أخرى من عند نفس المستوى، أي أن تكوين حاجز الدعم يتطلب أن ينخفض مستوى الأسعار إلى نقطة معينة مرتين على الأقل وأن ترتفع الأسعار من نفس النقطة في الحالتين، فإذا تكررت الحالة أكثر من مرتين فإن هذا يعتبر عاملا معززًا لنقطة الدعم، وكلما زاد عدد مرات التكرار زاد مستوى الثقة بهذه النقطة. وينطبق نفس الوصف على حاجز المقاومة إذ تصل الأسعار إلى نفس المستوى مرتين على الأقل وتبدأ بالانخفاض من هذا المستوى بعد وصولها إليه في كل مرة.

- نقاط الدعم Support Point

هي النقاط التي يكون فيها الطلب قوياً بما يكفي مقارنة بالعرض لمنع الورقة المالية من الانخفاض أكثر وتزداد قوة هذه النقاط كلما تكرر ارتداد السعر عنها وزاد حجم التداول عندها. والشكل البياني رقم 14 يبين نموذجاً للرسومات البيانية التي توضح نقاط الدعم.

الشكل البياني رقم (14): نقاط الدعم في التحليل الفني



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

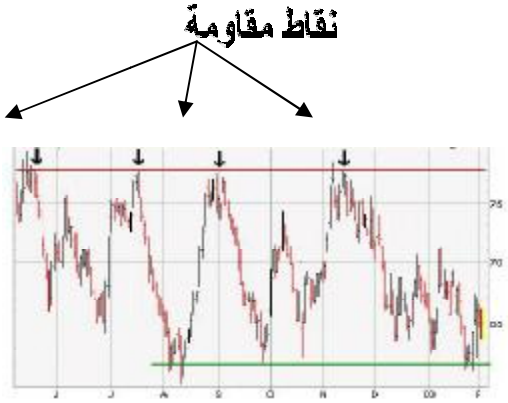
1- عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص 79.

2 - John Murphy, op. cit., PP. 55-65.

- نقاط المقاومة Resistance Points

نقاط المقاومة هي مستوى الأسعار الذي يكون العرض عنده كبيرًا إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه من الصعود إلى الهبوط، والفكرة في هذه النقاط أن المستثمرين عند مستوى معين من الأسعار يعتقدون أن هذه الأسعار أصبحت غالية بما فيه الكفاية بحيث يقبل عدد كبير منهم على البيع، الأمر الذي يدفع قوى العرض للتغلب على قوى الطلب وبالتالي البدء بهبوط مستوى الأسعار. ويبين الشكل رقم 15 نموذجا للرسومات البيانية التي توضح نقاط المقاومة.

الشكل البياني رقم (15): نقاط المقاومة في التحليل الفني



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

ويمكن لنقاط الدعم والمقاومة أن تبدل مواقعها عبر الزمن فنقاط الدعم قد تتحول إلى نقاط مقاومة ونقاط المقاومة قد تتحول إلى نقاط دعم ويبين الشكل رقم 16 نموذجاً لأسعار سهم شركة معينة تحولت نقاط الدعم فيها إلى نقاط مقاومة.

الشكل البياني رقم (16): التبادل بين نقاط الدعم ونقاط المقاومة في التحليل الفني



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2004.

عند تتمكن الأسعار من تجاوز مستوى دعم معين أو مستوى مقاومة معينة فإن هذا يعني أن الأسعار بدأت بتكوين اتجاه جديد وهو في طريقه لتكوين نقاط دعم ومقاومة جديدة وفي هذه الحالة يجب ملاحظة أن الاختراق لمستوى الدعم أو المقاومة هو اختراق قوي ومؤثر بحيث يصنع اتجاه جديد وليس مجرد تجاوز بسيط للمستوى بحيث يعاود السعر عكس اتجاهه مرة أخرى، ومن المفيد هنا الانتباه إلى حجم التداول الذي يسجل بعد عملية اختراق حواجز الدعم أو المقاومة، فالحجم الكبير للتداول يعطي مؤشرًا مهمًا على أن السعر متجه بقوة لتجاوز هذه الحواجز، أما حجم التداول الضعيف فيعطي مؤشراً على أن اختراق الحاجز ما هو إلا حالة طارئة أو مؤقتة ستزول بعد فترة وجيزة من الوقت.

- **الانتقاد الموجه إلى التحليل الفني:**

إن مدخل التحليل الفني يعاب عليه افتقاره إلى الفلسفة النظرية الملائمة، فقراءة الرسوم البيانية واتجاهاتها لا تعتمد على نظرية مقبولة بقدر ما تعتمد على خبرة ومهارة المحلل وقدرته على ربط الاتجاهات التي تعكسها الرسوم البيانية وتوقع الأسعار المستقبلية من خلالها. بالإضافة إلى ذلك فإن سلوك أسعار الأسهم في السوق ليس من الضروري أن تتبئ بسلوك الأسعار في المستقبل مما يهدم الفرض النظري المؤسس لهذا المدخل.

ولكن في الحقيقة يمكن اعتبار التحليل الفني أسلوب مكمل للتحليل الأساسي حيث يجيب التحليل الأساسي على السؤال التالي (ما هي أفضل الأسهم التي من الممكن شرائها أو بيعها) ويجيب التحليل الفني عن السؤال الآخر (متى يجب أن يقوم الشخص بالشراء أو البيع).

ثانياً- السندات Bonds

يعرف السند بأنه أداة تمويلية طويلة الأجل، تُصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في معدل فائدة دوري (كوبون) يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية.

ويحدد في كل إصدار معدل الفائدة السنوية الواجب دفعها إلى حاملي السندات، كما ويتضمن صك الإصدار للسندات تاريخ استحقاقها[1]، ويعتبر حملة السندات Band Holders دائنين للشركة المصدرة للسندات، ولهم حق الأولوية على أرباح وأصول الشركة في حال تصفيتها.

1 - رضوان وليد العمار، "أساسيات في الإدارة المالية: مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة. الأردن، عمان، 1997، ص212-213.

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية، وهذا يعني أن هناك فرصة لأن يحقق حامل السند أرباح رأسمالية، كما قد يُمنى بخسائر رأسمالية. هذا وتتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله، والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للمنشأة، والظروف الاقتصادية السائدة وعلى الأخص مستوى أسعار الفائدة في السوق، وفي الدول التي بها سوق مالية قوية يتم تصنيف السندات التي تصدرها الشركات في مجموعات وفقاً لدرجة المخاطر التي تتعرض لها Bond Ratings[1].

ويتميز التمويل بالسندات ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه، وفيما يلي أهم هذه المزايا[2]:

1- يعتبر التمويل بالسندات أقل كلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه، وبسبب تعرض المقترضين لمخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.
2- إن تكلفة الاقتراض الممثلة بمعدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح.
3- ليس لحملة السندات الحق في التصويت في الجمعية العمومية.
4- المرونة التمويلية حيث يمكن للمنشأة المصدرة أن تشترط حق استدعاء السندات المصدرة وإطفائها قبل تاريخ استحقاقها وذلك في حال انخفاض أسعار الفائدة أو توفر سيولة جيدة لدى المنشأة المصدرة.
5- تعتبر تكلفة إصدار السندات منخفضة بالمقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

إلى جانب المزايا التي يتصف بها الاقتراض طويل الأجل فإنه يعاني من عيوب ومن أهمها[3]:

1- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعريض المنشأة للإفلاس.
2- السندات على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق، ومن ثم ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عند الاستحقاق.
3- لا يعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحاً للعديد من المنشآت. فالمنشآت الصغيرة قد تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

1 - منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره. ص 512
2- محمود صبح، مرجع سبق ذكره، ص 246-248.
3 - Dipen Chatterjee, 'Fixed Income Securities- Bonds", Working Paper, 2008, P.2.

أ- أنواع السندات: Types of Bonds

يمكن تقسيم أنواع السندات وفقاً لاعتبارات مختلفة كما يلي:

النوع الأول : تقسيم السندات من حيث الإصدار: وتقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية وسندات شركات (أهلية)[1].

1) السندات الحكومية Government Bonds: هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضاً تحصل عليها الحكومة من الأفراد (أو الهيئات) بهدف تمويل عجز الموازنة العامة للدولة ومن أمثلة السندات الحكومية سندات وأذون الخزينة Treasury Bond and Bills شهادات الإيداع Certificate of Deposit وسندات البلديات Municipal Bond . وتتميز هذه السندات بـــ:
   - أكثر أماناً بالنسبة للمستثمر من السندات الأهلية (أو سندات الشركات) بمعنى أن الاستثمار فيها يكون أقل مخاطرة لأنها غالباً ما تكون مضمونة من الحكومة.
   - أكثر سيولة من السندات الأهلية.
   - معفاة من الضرائب حيث تصدر السندات الحكومية في أغلب الأحوال مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل.
2) سندات الشركة Corporate Bonds: يصدر هذا النوع من السندات عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص. وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية وبالمقابل من أهم عيوبها أن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السند الحكومي لمخاطرة الائتمان Credit Risk والمترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية. ومن أجل توفير بعض الحماية للمستثمر فقد تصدر هذه السندات مضمونة في بعض الأحيان.

النوع الثاني : تقسيم السندات من حيث شكل الإصدار:

تقسيم السندات من حيث الشكل إلى نوعين السند لحامله والسند الاسمي.

1) سندات لحامله Bearer:

يصدر هذا النوع من السندات بدون اسم المستثمر (لحامله) كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار - فتنتقل ملكية السند بطريق الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة

1- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص25.

عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

2) سندات اسمية أو مسجلة Nominal or Registered :

ويكون السند اسمياً أو مسجلاً عندما يحمل اسم صاحبه ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة وهذه السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلاً من الدين الأصلي وفائدته كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

النوع الثالث : تقسيم السندات من حيث الأجل:

تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:[1]

1) سندات قصيرة الأجل Short- term Bonds:

وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاماً واحداً. ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل ويتم تداولها في السوق النقدي. وتتمتع هذه السندات بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً ومن الأمثلة عليها: أذون الخزينة وشهادات الايداع.

2) السندات متوسطة الأجل Medium-term Bonds:

وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز خمسة أعوام وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.

3) السندات طويلة الأجل Long-term Bonds:

وهي السندات التي يزيد أجلها عن خمسة أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا يتم تداولها في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من الفائدة على السندات قصيرة ومتوسطة الأجل.

النوع الرابع : تقسيم السندات من حيث الضمان[2]:

تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة فالسندات المضمونة تكون قيمتها وفوائدها بأصول وإيرادات الجهة المصدرة ومحمية ضد إصدارات جديدة. ويكون عائدها أقل من عوائد السندات

1- السيد إبراهيم الدسوقي، "الاستثمار في السندات ونماذج تقييمها"، مجلة جامعة لملك سعود،العلوم الإدارية، المجلد الرابع، 1992، ص 93-139.

2- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ص 15.

الأخرى. وقد يكون السند مرهون بجميع ممتلكات الشركة من عقار ومصـــانع وآلات وغيرهـــا فهـــذا يسمى Mortgage Bond فإذا عجزت الشركة المصدرة عن دفع الفوائد أو القيمة الاسمية للسند تقـــوم الجهة المشرفة على الإصدار ببيع ممتلكاتها حتى يتم الوفاء بذلك الالتزام.

وترتبط جودة السندات المضمونة بجودة الأصول المرهونة لها، وغالباً ما يتم تحديد هذه الأصول قبـــل الاصدار وتوضع ضمن سلة معينة تسمى (Assets Pool) ويتم مراقبة القيمة السوقية لهذه الأصـــول من قبل الجهات الرقابية في السوق المالي بحيث تلتزم الجهـــة المصـــدرة مـــن خـــلال عمليـــة إدارة الضمانات (Collateral Management) بأن تكون قيمتها السوقية مساوية لقيمة السندات المصـــدرة وفوائدها بشمل دائم.

أما السندات غير المضمونة فتعني أنها غير مضمونة بأية أصول محددة، وتكون مخاطرهـــا وعائـــدها أعلى من السندات المضمونة. وإذا كان السند غير مضمون برهن حيـــازي يســـمى بـــــDebenture ويكون الضمان عندئذ هو سمعة الشركة المصدرة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بهـــا. وقـــد تعمـــد بعض الشركات إلى إصدار أنواع من هذه السندات عالية المخاطر وتسمى بالســـندات الرديئـــة (Junk Bonds) وتستخدم في أعمال يكتنفها قدر كبير من المخاطرة مثل محاولة امتلاك شركة أخرى ونحوها.

النوع الخامس: من حيث سعر الفائدة[1]:

1) السندات ذات سعر فائدة ثابت: Fixed Rate Bonds

وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابت حتى موعد استحقاقه، بغض النظـــر عـــن حركات أسعار الفائدة في السوق.

2) السندات ذات سعر فائدة معوم: Floating Rate Bonds

وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير فقط يرتفع ويهبط تبعاً لحركات أسعار الفائـــدة الســـائدة فـــي السوق، بأن يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.

3) السندات الصفرية: Zero-Coupon Bonds

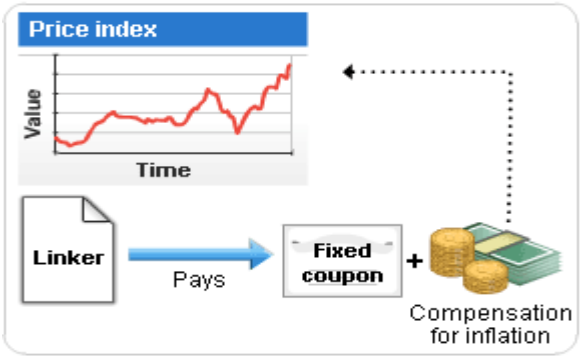
وهي السندات التي يكون سعر الفائدة فيها صفراً، ولكن تباع بأقل من قيمتها الاسمية (بخصـــم) وعنـــد استحقاقها يأخذ صاحبها قيمتها الاسمية كاملة، ويتمثل الربح بالفرق بين ما دفعه عند الاكتتاب وماقبضه عند الاستحقاق.

1 - Dipen Chatterjee, op. cit., P.6.

4) السندات المربوطة بالتضخم: Inflation-Linked Bonds

يؤمن هذا النوع من السندات حماية من التضخم، ويدفع كوبون يتكون من جزء ثابت بالإضافة إلى جزء متغير مربوط بمعدل التضخم.

الشكل البياني رقم (17): آلية تسعير الفائدة في السندات المربوطة بالتضخم



النوع السادس: من حيث القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:

عقد الإصدار له حقوق والتزامات من كل من المصدر والمستثمر ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء Call Provision ويخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات المصدرة للإطفاء بسعر محدد من خلال فترة محددة وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هما:

1) سندات غير قابلة للاستدعاء Non Callable Bonds :

وهي السندات التي يكون لصاحبها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاء السند للإطفاء لأي سبب من الأسباب فهذه السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على خلاف ذلك بصراحة في عقد الإصدار.

2) السندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds :

عندما لا يكون للسند مدة محددة أو تكون مدته طويلة مع أن الشركة المصدرة ترغب أن تعطي نفسها الفرصة لسداد القرض قبل نهاية المدة فإنها تشترط القابلية للاستدعاء وهذه السندات تصدر عادة بعلاوة استدعاء تشجيعاً للمستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل الجهة المصدرة ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالية أو في وقت تكون أسعار الفائدة الثابتة عليه أعلى من تلك السائدة في السوق. وهذه السندات القابلة للاستدعاء تختلف من حيث المدة المسموح خلالها بالاستدعاء فمنها سندات تكون مطلقة Freely Callable مما يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أي وقت كان بعد إصداره وعلى حامل السند الالتزام

بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة وإلا فليس له من الفائدة شيء وهذا النوع نادر الوجود بخلاف السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مدة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 - 10 سنوات من تاريخ إصداره وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة لهذه السندات استدعاءها قبل مضي هذه المدة. وتجدر الإشارة أن السندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى بالنسبة إلى السندات غير القابلة للاستدعاء.

ب- تقييم السندات Bonds Valuation

تعتبر السندات أهم أدوات العائد الثابت، وتعتمد قيمة السند على التدفق النقدي المتوقع منه، والذي يتمثل بمبالغ الفائدة التي يتم دفعها دورياً إلى حملة السندات. هذا بالإضافة إلى القيمة الاسمية للسند والتي يتم دفعها في نهاية عمر السند. وبالتالي فإن قيمة السند تساوي مجموع التدفقات النقدية المتوقعة مخصومة بمعدل خصم يعبر عن المخاطرة الناتجة عن الاستثمار في هذا السند.

ولكن قبل شرح طرق تقييم السندات لا بد من التعرف على محددات قيمة السندات بشكل عام وهي:

أ- محددات قيمة السند: تعتمد قيمة السند على ما يلي:

1- معدل الفائدة على السند (I): والتي تكون كنسبة من القيمة الاسمية، ويتم دفعها بشكل دوري خلال حياة السند. وكلما ازداد عدد دفعات الفائدة (سنوية- نصف سنوية- ربعية.....) كان ذلك أفضل بسبب إمكانية قيام المستثمر بإعادة استثمار حصيلة الفائدة Reinvest الأمر الذي يؤثر إيجاباً على قيمة السند.

2- معدل العائد المطلوب (K) أو سعر الخصم: ويعكس هذا المعدل نسبة الفائدة على أدوات الدين المشابهة في السوق، أي أنه يعبر عن معدل المخاطرة نتيجة الاستثمار في هذا السند. ويرتبط سعر السند بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة السوقي حيث يرتفع سعر السند عندما يتجه معدل الفائدة في السوق إلى الانخفاض والعكس صحيح. وتزداد حساسية السند لتغيرات أسعار الفائدة كلما كان تاريخ استحقاقه أطول.

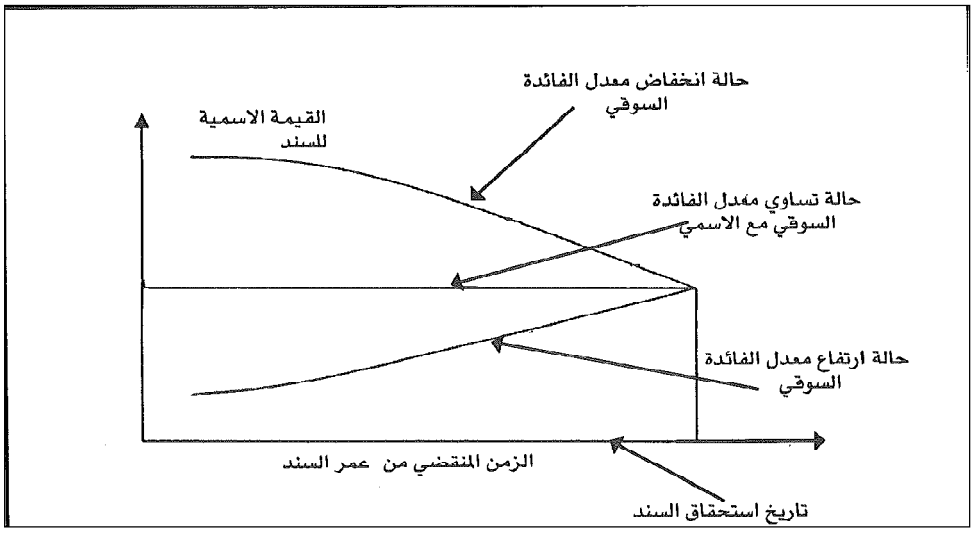
وبناء على ما سبق يمكننا ملاحظة ما يلي:

ب- إذا كان معدل الفائدة على السند (I) أعلى من معدل العائد المطلوب (k) فإن القيمة السوقية للسند تكون أعلى من قيمته الاسمية أي يباع السند بعلاوة.

ت- إذا كان معدل الفائدة على السند (I) أقل من معدل العائد المطلوب (k) فإن القيمة السوقية للسند تكون أقل من قيمته الاسمية أي يباع السند بخصم.

ث- إذا كان معدل الفائدة على السند (I) يساوي معدل العائد المطلوب (k) فإن القيمة السوقية للسند تكون مساوية لقيمته الاسمية أي يباع السند بقيمته الاسمية.

الشكل البياني رقم (18): العلاقة بين معدل الفائدة ومعدل العائد المطلوب والقيمة السوقية للسند1



المصدر:

1- تقييم سندات الخزينة (قصيرة الأجل) Treasury Bills

هذا النوع من السندات تقوم بإصداره الخزينة العامة للدولة ويصل استحقاقها حتى عام واحد (أسبوع- شهر- 3 أشهر....) وتباع هذه الأوراق بخصم من قيمتها الاسمية. وتكون قيمة السند في هذه الحالة كما يلي:

$$P = \frac{M}{1+\frac{(I\times N)}{365}}$$

حيث:

P سعر السند

M القيمة الاسمية لأذن الخزينة

N عدد الأيام بين تاريخ التسوية وتاريخ الاستحقاق

I سعر الفائدة

1- عبد الحليم كراجة، علي ربايعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق يوسف، "الادارة والتحليل المالي- أسس ومفاهيم وتطبيقات"، عمان، الأردن، دار الصفاء للطباعة والنشر، 2006.

2- السندات ذات الكوبونات متساوية القيمة:

يتم وفق هذا النوع من السندات دفع كوبونات على دفعات قد تكون سنوية أو نصف سنوية على أن يتم دفع القيمة الاسمية للسند في تاريخ استحقاقه. ويتم تقييم السند على أساس إيجاد القيمة الحالية لكل من الدخل الدوري (الكوبونات) والقيمة الاسمية للسند وذلك باستخدام معدل الخصم الشائع أو المطلوب وعلى ذلك يمكن القول بأن قيمة السند تتحدد من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث:

P_0 :القيمة الحالية للسند

I :الفائدة المدفوعة سنوياً

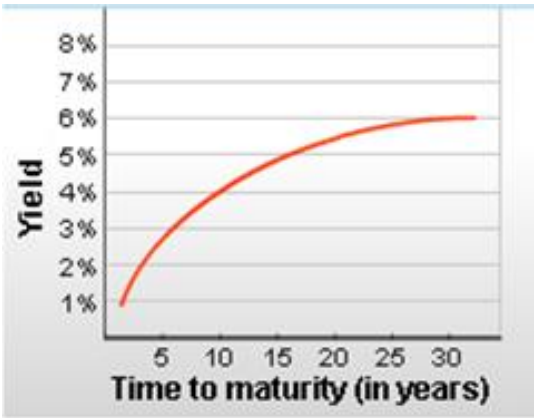
M :القيمة الاسمية للسند المطلوبة في الفترة n

n :فترة الاحتفاظ بالسند

ت- منحنى العائد Yield Curve

منحنى العائد هو رسم بياني يعبر عن العلاقة بين العوائد (Yield) على السندات ذات الجودة المتشابه (تحمل نفس التصنيف الائتماني) وتاريخ استحقاقه. ففي الحالة الطبيعية كلما زاد تاريخ استحقاق السند ارتفع معدل العائد المطلوب عليه والعكس صحيح، ويبين الشكل البياني التالي منحنى العائد في شكله الطبيعي.

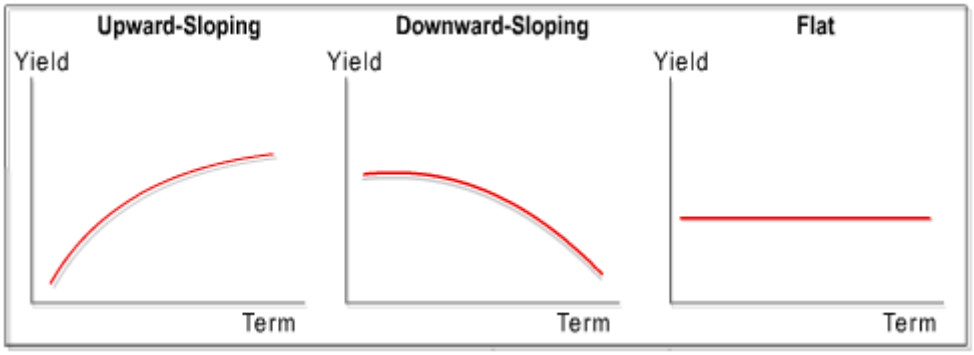
الشكل البياني رقم (19): العلاقة بين معدل الفائدة وتاريخ استحقاق السند (منحنى العائد)



ويعتبر منحى العائد على السندات الحكومية هاماً جداً في عملية تسعير السندات كونه يعتبر معدل العائد المرجعي والخالي من الخطر (Long Term Risk Free Rate). ولتحديد معدل العائد على أي سند آخر يكفي تحديد بدل المخاطرة (Risk Premium) وإضافتها إلى معدل العائد على سند حكومي له نفس تاريخ الاستحقاق.

وهناك ثلاثة أنواع لمنحنيات العائد وهي المنحنى الطبيعي حيث يكون العائد على السندات طويلة الأجل أكبر من العائد على السندات قصيرة الأجل (Upward Sloping) والشكل الثاني هو منحنى العائد المعكوس حيث يكون العائد على السندات طويلة الأجل أقل من العائد على السندات قصيرة الأجل (Downward Sloping) والشكل الثالث هو منحى العائد الأفقي حيث لا يتغير العائد على السند مع تغير استحقاقه (Flat) ويرتبط شكل منحى العائد بتوقعات المستثمرين لمعدلات التضخم الحالية والمستقبلية، الأمر الذي ينعكس على توقعات أسعار الفائدة في المدى القصير والطويل الأجل.

الشكل البياني رقم (20): أنواع منحنى العائد



بشكل عام عندما يكون منحنى العائد يأخذ الشكل الطبيعي فإن المستثمرين يطلبون معدل عائد أعلى من أجل اتخاذ مستوى مخاطر أعلى عند إقراض المنشأة لفترات زمنية أطول، كما أن المستثمرون يتوقعون أداء اقتصادي أفضل في المستقبل ومستوى أعلى لمعدلات التضخم.

وعندما يأخذ منحنى العائد الشكل المعكوس (Downward Sloping) فإن توقعات المستثمرين تتمثل في أداء اقتصادي ضعيف وبالتالي انخفاض في مستويات التضخم وأسعار الفائدة. وفي حالة الشكل الأفقي يكون المستثمرون غير متأكدين من النمو الاقتصادي المستقبلي أو معدلات التضخم.

وهنالك ثلاث نظريات حاولت شرح طبيعة شكل منحنى العائد[1]:

1 - Andrea Carriero, Carlo Favero and Iryna Kaminska, " Financial factors, macroeconomic information and the Expectations Theory of the term structure of interest rates", Journal of Econometrics, Volume 131, Issue1-2, 2006, PP: 339-358.

1- النظرية الأولى: وهي نظرية التوقعات (Expectations Theory) حيث أن التوقعات حول ارتفاع أسعار الفائدة على المدى القصير هي التي تعطي الشكل الطبيعي لمنحنى العائد والعكس صحيح.
2- النظرية الثانية: وهي نظرية تفضيل السيولة (Liquidity Preference Hypothesis) والتي تنص على أن المستثمرين يفضلون دائماً السيولة العالية للأدوات المالية قصيرة الأجل ولذلك فإن انحراف منحنى العائد بأشكال أخر (معكوس- أفقي) هي حالات مؤقتة.
3- النظرية الثالثة: وهي نظرية تقسيم السوق المالي (Segmented Market Hypothesis) والتي تفترض أن المستثمرين يقومون بالاستثمار بأصول مالية لها تواريخ استحقاق معينة، مما يجعل منحنى العائد انعكاسا لسياسات الاستثمار السائدة.

ج- مفاهيم خاصة بالسندات (Bonds Concepts)

1- الأولوية Priority

بالإضافة إلى الجدارة الائتمانية للمصدر، تلعب الأولوية دور مهم في تحديد إمكانية قيام المقترض بإرجاع المبالغ التي اقترضها. حيث أن الأولوية تبين موقع المقرض في حالة إفلاس الشركة في إمكانية استرداد دينه. فمثلاً إذا كانت سندات ممتازة (Senior) يعني ذلك أن تأتي في المقدمة في الحصول على الأموال في حالة إفلاس الشركة، أما إذا كانت سندات غير ذات صفة فإن حاملها يمكن أن يأتي في آخر السلم بالنسبة لفئة السندات لاستلام حقوقه من الشركة في حالة إفلاسها.

2- طرق إطفاء السندات

يتعرض كل من مصدر السند وحامله إلى مخاطر تقلبات سعر الفائدة على أساس أن كل منهما محكوم بفترة زمنية محدودة هي فترة استحقاق السند. ولهذا توفر السندات ميزة للمستثمر ومرونة للمصدر ندرج أهمها[1].

1- إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005.

- حق الاستدعاء Call ability

تعطي هذه الميزة الحق لمصدر السند بإطفاء قيمته قبل انتهاء موعد الاستحقاق وبسعر يسمى سعر الاستدعاء Call Price ويكون في العادة أعلى من القيمة الاسمية للسند، وذلك كي يتم تعويض المستثمر عن الخسارة في سعر الفائدة. وترغب بعض الشركات في إدخال هذه الميزة على السندات التي تصدرها لأنها تعطي الشركة المصدرة المرونة عندما ينخفض سعر الإقراض في السوق.

- السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds

تحتوى بعض السندات على ميزة التحويل حيث تعطي حامل السند الخيار في استبدال تلك السندات بأسهم في الشركة المصدرة للسندات. وبممارسة هذا الخيار فإن المستثمر يعيد هذه السندات إلى الشركة ويؤخذ مقابلها أسهم في الشركة وبالتالي تتغير صفة المستثمر من مقرض إلى مالك في الشركة. وهناك شروط لتحويل السند إلى أسهم يعكسها سعر التحويل Conversion Price وهو عبارة عن عدد الأسهم مقابل كل سند[1]. وعادة ما يجد أن عملية التحويل إلى أسهم عملية مغرية لأن الشركة تظهر إمكانية النمو والربح في المستقبل. ولا تكون عملية التحويل قابلة للرجوع عنها.

- السندات القابلة للاسترجاع Puttable Bonds

تعطي هذه السندات حاملها الحق ولكن ليس الالتزام لبيع هذه السندات أو إرجاعها إلى مصدرها وبسعر محدد مسبق. وهذه السندات عادة تحمي المستثمر من مخاطر سعر الفائدة. فإذا كان سعر الفائدة في السوق أعلى بكثير من العائد على السند، فإنه من المنطق أن يقوم صاحب هذا السند بإرجاعه لإعادة استثمار أمواله بنسبة عائد معقول.

3- العائد حتى تاريخ الاستحقاق Yield to Maturity

العائد حتى الاستحقاق YTM هو معدل العائد على سند يتم الاحتفاظ به حتى الاستحقاق، ويساوي هذا العائد جميع الفوائد (الكوبونات) التي يتم الحصول عليها بالإضافة إلى أي ربح أو خسارة رأسمالية Capital Gain Yield حتى تاريخ الاستحقاق[2]. كما يمثل معدل الخصم الذي يتساوى عنده سعر السند

1- إذا كان سعر التحويل 40$ لكل سهم فإن السند ذات القيمة الاسمية 1000 دولار يمكن استبداله بـ 25 سهم (1000/40) أي كل سند مقابل 25 سهم هو سعر التحويل.

2- البورصة المصرية، "أساسيات الاستثمار في السندات"، كتيبات دورية منشورة، ص 6.

مع كافة القيم الحالية للتدفقات النقدية (الكوبونات) بالإضافة إلى القيمة الاسمية الحالية للسند[1]. ويمكن حساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق بشكل تقريبي من خلال المعادلة التالية[2]:

$$Approximate\ \ YTM = \frac{I + (M - P_0)/n}{(M + P_0)/2}$$

حيث:

Approximate YTM: العائد التقريبي حتى تاريخ الاستحقاق

I: الفائدة المدفوعة سنوياً

M: القيمة الاسمية للسند

n: الفترة المتبقية حتى استحقاق السند

P: سعر السند

4- مدة استحقاق السند Bond Duration

تُعرف مدة الاستحقاق (Duration) بأنها أجل الاستحقاق الفعلي Effective Average Maturity للسند، وبمعنى آخر هو مقياس زمني يقيس المدة الزمنية المتوسطة للقيمة الحالية المرجحة للتدفقات المالية المتوقعة من السند مرجحة طبقاً لمدد استحقاقها[3].

ويقيس الـ Duration درجة حساسية سعر السند إلى التغيرات في أسعار الفائدة في السوق. وكلما كانت مدة الاستحقاق أطول كلما كانت مخاطر أسعار الفائدة أعلى.

وعملية حساب مدة الاستحقاق هي عملية معقدة ويعتبر Macauly [4] أول من وضع مقياس لمدة استحقاق وسمي هذا المقياس باسمه (Macaulay Duration). ويحسب كما في المعادلة التالية:

1- خالد الزعبي، "أسس الاستثمار في البورصات والأسواق المالية"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2006، ص48.

2- يتم حساب العائد حتى تاريخ الاستحقاق عن طريق التجربة أو من خلال برامج جاهزة

3- السيد إبراهيم الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص 93-139.

4 - Frederick Macaulay, "Some Theoretical Problems Suggested by the Movements of Interest Rate, Bond Yield, and Stock Price in the United States", New York, National Bureay of economic Research, 1938.

$$\text{MacaulayDuration} = \frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{t * C}{(1+y)^t} + \frac{n * M}{(1+y)^n}}{\text{Current Bond Price}}$$

حيث:
T: المدة الزمنية لكل تدفق نقدي
C: الكوبون لكل فترة زمنية
Y: عائد الفترة (معدل الخصم)
N: عمر السند
M: قيمة السند في تاريخ الاستحقاق

وتعتبر مدة الاستحقاق Duration مقياس مفيد في العديد من النواحي المالية والاقتصادية والنواحي الخاصة باستراتيجيات الاستثمار عموماً وتحصين محافظ الاستثمار خصوصاً. يلاحظ من المعادلة السابقة أن كل من سعر فائدة السند، معدل الخصم والفترة الزمنية كلها عوامل تلعب دور في تحديد مدة الاستحقاق:

- الزيادة في معدل الخصم في السوق يؤدي إلى تقليل القيمة الحالية للتدفقات النقدية، وبالتالي إن معدل الخصم المرتفع يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق، لذلك هناك علاقة عكسية ما بين أجل الاستحقاق ومعدل الخصم في السوق.

- الزيادة أيضاً في نسب الفائدة على السندات (الكوبون) يؤدي إلى تخفيض قيمة السند، هذا بدوره يؤدي إلى تخفيض مدة الاستحقاق. لذلك هناك علاقة عكسية ما بين مدة الاستحقاق ومعدل العائد على السند.

- الزيادة في تاريخ الاستحقاق Maturity تؤدي إلى زيادة مدة الاستحقاق. لذلك فإن هناك علاقة طردية ما بين تاريخ استحقاق السند ومدة استحقاقه.

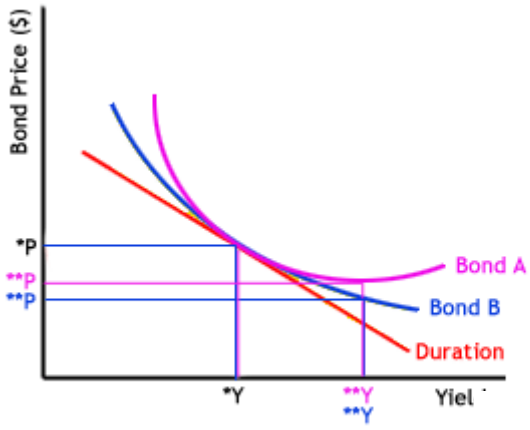
6- التحدب Convexity

يعبر التحدب عن العلاقة بين سعر السند ومعدل العائد عليه، أي يقيس مدى تغير سعر السند نتيجة لتغير أسعار الفائدة كما يستخدم التحدب Convexity كأداة لإدارة المخاطر حيث يمكن من خلاله قياس مدى تعرض محفظة السندات إلى مخاطر السوق.

ويأخذ مفهوم التحدب حقيقة العلاقة غير الخطية بين سعر السند وتغير سعر الفائدة حيث أن شكل المنحى البياني الذي يعبر عن العلاقة بين سعر السند والعائد عليه محدب وليس مستقيم.

في حين إن احتساب تغير سعر السند نتيجة لتغير سعر الفائدة باستخدام مدة الاستحقاق Duration يستند على أن العلاقة بين تغير سعر السند وتغير سعر الفائدة هي علاقة خطية، وبالتالي فإن احتساب تغير سعر السند باستخدام مدة الاستحقاق يعتريها عدم الدقة وذلك لعدم أخذ ما يسمى بتحدب السند بعين الاعتبار.

الشكل البياني رقم (21): طبيعة العلاقة بين معدل الفائدة وسعر السند (التحدب)



وكلما كان معدل التحدب أكبر كلما كان تغير سعر السند نتيجة لتغير أسعار الفائدة أكبر. وبالتالي إن ارتفاع قيمة هذا المقياس (التحدب) يعني انخفاض قدرة إدارة المحفظة على تجنب قسم كبير من آثار تقلبات معدل الفائدة، وفي هذه الحالة ترتفع الأسعار مع انخفاض العوائد بمعدل أعلى من انخفاضها مع ارتفاع العوائد.

ومن الشكل السابق نلاحظ أن معدل التحدب للسند A أعلى من معدل التحدب للسند B وبالتالي فإن تغير سعر السند A نتيجة لتغير سعر الفائدة سيكون أكبر من تغير سعر السند B.

الفصل الرابع

المؤشرات المالية والسوقية ومداخل تقييم المنشأة

ويتضمن:

المبحث الأول: المؤشرات المالية للمنشأة

المبحث الثاني: المؤشرات السوقية لأسهم المنشأة

المبحث الثالث: قيمة المنشأة ومداخل تقييمها

المبحث الأول

المؤشرات المالية للمنشأة

تعرف النسبة المالية بأنها علاقة بين بندين من بنود القوائم المالية، في لحظة زمنية معينة أو خلال فترة زمنية محددة[1]. وتستخدم النسب في إضفاء دلالات على محتويات التقارير المالية والمحاسبية[2]، وتنبع أهميتها من كونها أكثر قدرة من القيم المطلقة في التعبير عن حقيقة أوضاع المنشأة وذلك من خلال معرفة التغير الذي يطرأ على مستواها عبر الزمن وبمقارنتها بمثيلاتها للشركات الأخرى.

إن النسب المالية ليست هدفاً بحد ذاتها بل هي مؤشرات كمية يسترشد بها المحلل المالي، إذ تلقي الضوء على الجوانب المتعددة لأعمال المنشأة. فرقم صافي الربح يعطي انطباع معين في حال أخذناه بصورته المطلقة، بينما قد ينعكس الوضع لو ربطنا هذا الرقم برقم المبيعات على شكل نسبة مالية.

كما أن النسبة المالية تقدم معلومات مهمة يتم تركيبها من بيانات مستقلة تتمثل في بسط النسبة ومقامها، وعليه فإن النسبة تؤدي إلى تحييد الأثر المستقل لأحجام الأرقام المحاسبية التي تفرزها الشركات ذات الأحجام المختلفة. ولقد أثبتت الدراسات العلمية إمكانية استخدام النسب المالية في التنبؤ ببعض الظواهر المستقبلية للمنشأة وذلك من خلال تركيبها في نماذج علمية مناسبة. وهذا ما قامت به الدراسة الحالية. ويمكن تحديد أهمية النسب المالية بالنقاط التالية[3]:

- يساعد استخدام النسب المالية في إعطاء دلائل أو مؤشرات لاكتشاف مواطن القوة والضعف في الأداء المالي للشركة.
- تؤدي النسب المالية دوراً هاماً في الرقابة المالية والتخطيط وذلك من خلال دورها في كشف الانحرافات في الأداء.
- تستخدم النسب المالية لمعرفة مدى تطور أداء الشركة وذلك من خلال مقارنة الأداء الحالي للشركة بأدائها في الماضي.
- يمكن استخدام النسب المالية لمقارنة أداء الشركة مع الشركات الأخرى وبنفس القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

---

[1] - عبد الله خالد أمين، "تحليل ائتمان الشركات"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، السلسلة الرابعة، عمان، الأردن، 2003، ص 48.

[2] - صادق الحسيني، "التحليل المالي والمحاسبي"، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص 227.

[3] - عبد الحليم كراجه، علي ربايعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق عبد الرحيم، "إلا دارة والتحليل (أسس- مفاهيم وتطبيقات)، دار صفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2006، ص 188.

ولكن وبالرغم من أهمية النسب المالية في عملية التحليل المالي للشركة إلا أن هناك مجموعة من المحددات في استخدامها وهي[1]:

- ترجع بعض عيوب النسب المالية إلى العيوب الموجودة في القوائم المالية، والتي يتم الربط بين بنودها من خلال النسب المالية.
- اختلاف الأسس والإجراءات المحاسبية يؤدي إلى اختلاف في المقارنة، مما يؤدي إلى ضعف الفائدة من النسبة المالية.
- عمليات المقارنة قد تكون مربكة بسبب عدم وجود نسبة معيارية للمقارنة بها.

أولاً- أنواع التحليل المالي بالنسب:

يمكن تصنيف التحليل المالي طبقاً للطريقة المتبعة في مقارنة المعلومات المستخدمة في عملية التحليل المالي كما يلي:

أ - التحليل الرأسي أو العمودي: (Vertical Analysis)

ينطوي هذا النوع من التحليل على دراسة العلاقات الكمية القائمة بين العناصر المختلفة للقوائم المالية والجانب الذي ينتمي إليه كل عنصر في الميزانية أو إلى أي عنصر آخر أو مجموعة عناصر في الميزانية وقائمة الدخل، وذلك بتاريخ معين. ويحسن الاستفادة من هذا التحليل تحويل العلاقات إلى علاقات نسبية، أي إيجاد الأهمية النسبية لكل بند بالنسبة لمجموع الجانب الذي ينتمي إليه من الميزانية[2]، ويتصف هذا النوع من التحليل بالسكون[3] لانتفاء البعد الزمني عنه. كما إن اعتماد التحليل العمودي على تحويل عناصر القوائم المالية إلى وحدات موحدة أو مشتركة على أساس معين وإجراء المقارنات فيما بينها دفع البعض إلى تسميته بالتحليل الهيكلي Structural Analysis[4].

---

[1] - عدنان النعيمي، سعدون الساقي، أسامة سلام، شقيري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 107.

[2] - Thomas Edmond, Cindy Edmond, **Philip** Old, **Bor-Yi** Tsay, and **Nancy** Schneider, "Fundamental Financial and Managerial Accounting Concepts", McGraw Hill Irwin, New York, 2007, P653.

[3] - إسماعيل إسماعيل، "التحليل المالي مدخل صناعة القرارات"، مطبعة الطليعة، عمان، الأردن، 2000، ص 39.

[4] - أمين السيد أحمد لطفي، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، ص 329.

ب- <u>التحليل الأفقي</u>: (Horizontal Analysis)

ينطوي هذا النوع من التحليل على دراسة الاتجاه الذي يتخذه كل بند من بنود القوائم المالية وملاحظة مقدار التغير في الزيادة أو النقص على كل منها مع مرور الزمن. ويتصف هذا النوع من التحليل بالديناميكية، لأنه يبين التغيرات التي تمت مع الزمن، بعكس التحليل العمودي الذي يقتصر على فترة زمنية واحدة. ويمكن استعمال هذا الأسلوب من التحليل لمقارنة الأرقام المجردة الخاصة بفترة معينة بمثيلاتها من الفترات السابقة، كما يمكن استعماله لمقارنة النسب التي يحصل عليها المحلل نتيجة التحليل بالنسب، وفي ذلك مساعدة له للتعرف على الاتجاهات التي يتخذها وضع المؤسسة المالي نتيجة للسياسات المتبعة فيها. ويساعد هذا التحليل على ما يلي[1]:

1. اكتشاف سلوك النسبة أو أي بند من بنود القوائم المالية موضوع الدراسة عبر الزمن.
2. تقييم إنجازات ونشاط المنشأة في ضوء هذا السلوك، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة بعد تتبع أسباب التغير إلى جذورها.
3. تقييم الوضع المستقبلي للمنشأة.
4. الحكم على مدى مناسبة السياسات المتبعة من قبل الإدارة، وقدرة هذه السياسات على تحقيق الأهداف المخططة.

<u>ثانياً- أسس التحليل بالنسب:</u> Principles of Ratios Analysis

هناك عدد من الأسس التي يتوجب إتباعها في التحليل المالي باستخدام النسب وذلك لضبط عملية التحليل وإبقائها ضمن الإطار الذي يحقق الغاية المرجوة منها، ومن هذه الأسس ما يلي:

أ- التحديد الواضح لأهداف التحليل المالي:

يتمثل الهدف الرئيسي للتحليل المالي في فهم وتبسيط البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية لتكوين قاعدة من المعلومات تساعد متخذ القرار في عمله[2]. ويساعد في تحقيق هذه الغاية التحليل المالي بالنسب الذي يتركز دوره في تقليص كمية البيانات المحاسبية إلى مجموعة قليلة معبرة عن مؤشرات مالية ذات دلالة.

وحيث أن عدد النسب المالية الممكن تركيبها قد يصل إلى العشرات، فان تحديد الهدف من التحليل المالي المحلل المالي القدرة على اختيار حجم معين من النسب على نحو يكفي لتزويده بالمعلومات المطلوبة، لكن من المفيد أن نشير إلى أن عملية اختيار النسب الملائمة للهدف من التحليل ليست بالأمر

[1] - محمد صلاح البيطار، "قدرة التحليل المالي على قياس الربحية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007، ص 78.

[2] - عدنان النعيمي، سعدون الساقي، أسامة سلام، شقيري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 99.

السهل، وذلك لتشابك الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها، وبسبب التأثير المشترك والمتداخل لعناصر النشاط الاقتصادي كلها.

ب- القيام بتركيب النسبة بطريقة منطقية:

وهناك مجموعة من الأسس الواجب الارتكاز عليها عند استخراج النسب المالية، ويمكن تلخيصها على النحو التالي:

1. تركيب النسبة بطريقة تعكس علاقات اقتصادية معينة، كنسبة الدخل إلى الاستثمارات التي ساهمت في تحقيقها، أو نسبة الدخل إلى حقوق أصحاب المشروع.
2. إعداد النسبة باستخدام قيم مناسبة ومعدة على أسس مشتركة. فاستخدام كلفة المبيعات لمعدل دوران المخزون يتناسب واستخدام متوسط تكلفة المخزون كمقام للنسبة، حيث استخدمت الكلفة كأساس مشترك في تقييم كل من البسط والمقام.
3. يجب أن تعد النسبة لتعكس العلاقات الوظيفية بين كل من البسط والمقام، فمثلا نسبة الربح إلى صافي المبيعات تعكس العلاقة المباشرة بين الربح والمبيعات.
4. يجب أن تفيد النسبة في دراسة وتحليل العلاقة مع بعض المؤشرات الاقتصادية الأخرى، فمعدل العائد على الموجودات يفيد في تحديد جدوى الاقتراض، باعتبار أن الأموال المقترضة ستوجه للاستثمار في الموجودات، إذ يمكن المقارنة بين العائد على الموجودات وكلفة الاقتراض.

ج- التفسير السليم للنسب المالية:

اعتمد التفسير الأولي لمؤشرات النسب المالية على أساس تصنيف بنود القوائم المالية إلى أرقام جيدة وأرقام سيئة. وقد صُنف ضمن الجيد الموجودات والعائدات، في حين صُنف ضمن السيئ الديون والمصروفات. واستناداً لهذا المفهوم في تفسير النسب المالية، فان نسبة التداول العالية مرغوب فيها لأنها مؤشر على زيادة العناصر الإيجابية على العناصر السلبية؛ لكن هذا التفسير الساذج للنسب المالية غير مقبول للأسباب التالية:

1- هناك بعض النسب المكونة في بسطها ومقامها من العناصر الجيدة (دوران الموجودات، نسب الربحية)، فكيف يفسر معنى هذه النسب في ظل هذا المفهوم.

2- لا توجد حدود للوضع الأنسب لكل نسبة، فهل هذا يعني أن النسب المرتفعة جيدة في كل الأحوال، بالتأكيد الجواب لا، لأن هناك حدود مقبولة لكل نسبة. فزيادة السيولة بشكل عام لا يعني أنها جيدة على الرغم من ترجيح العناصر الجيدة على العناصر السيئة، لأن زيادة نسبة السيولة عن الحدود

المقبولة يعني تعطيلا للموارد وتعارضاً مع هدف الربحية. ومن هذا المنطلق ظهرت الحاجة إلى وجود نسب معيارية يمكن مقارنتها مع النسب المستنبطة من التحليل المالي للشركة، ويتم تفسير معاني النسب بالاسترشاد بها.

ثالثاً- أنواع النسب المالية: Types of Financial Ratios

يوجد العديد من التقسيمات للنسب المالية ولكنها تؤدي جميعاً إلى هدف واحد وتختلف فقط بطريقة عرضها. فقد قسم البعض النسب المالية تبعاً لصلتها بمصادر المعلومات إلى ما يلي[1]:

1- نسب قائمة المركز المالي: ويعبر عنها بالنسب الرأسمالية باعتبارها تتعلق بالعلاقات بين عناصر قائمة المركز المالي.

2- نسب قائمة الدخل: وتسمى النسب التشغيلية إذ تظهر العلاقات بين عناصر النشاط الاعتيادية من إيرادات وتكاليف، وتستخرج من البيانات التي تظهر بقائمة نتائج الأعمال.

3- النسب المختلطة: وهي التي تعبر عن علاقات بين بنود قائمة الدخل وأخرى متعلقة بقائمة المركز المالي.

كما يمكن تقسيم النسب المالية حسب المجال الذي تشتق منه في فئتين هما[2]:

1- نسب اتجاهية: عندما تمثل النسبة حركة أو اتجاه تغير قيمة بند معين من بنود القوائم المالية على مدار فترة زمنية معينة.

2- نسب هيكلية: وهي النسب التي تمثل العلاقة بين قيمة بندين أو أكثر من بنود القائمة المالية في لحظة زمنية معينة وعلى مدار نفس الفترة المالية، ويمكن اشتقاقها إما من بيانات قائمة المركز المالي أو قائمة الدخل أو قائمة التدفقات النقدية أو من خلال بيانات عدة قوائم معاً.

كما تم تقسيم النسب المالية من حيث مجالات تقييم أداء المنشأة إلى النسب التالية[3]:

- نسب السيولة
- نسب الربحية
- نسب النشاط
- نسب الرفع المالي

[1] - اسماعيل اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 52.
[2] - محمد مطر، "التحليل المالي والائتماني"، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص 32.
[3] - George Ruth, "Analyzing Financial Statements", Washington, USA, American Bankers Association, 1998.

أ- نسب السيولة: Liquidity Ratios

تهدف هذه المجموعة من النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير. ويتم ذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها من خلال تدفقاتها النقدية العادية الناتجة عن المبيعات، وتحصيل الذمم بالدرجة الأولى. وتحسب هذه القدرة من خلال المقارنة بين مجموع موجوداتها ومجموع التزاماتها قصيرة الأجل.

ويتوقف مستوى السيولة المطلوب لمقابلة المؤسسة لالتزاماتها القصيرة الأجل على مدى انتظام تدفقاتها النقدية، لذا تحتاج الشركات الصناعية مثلاً إلى معدلات سيولة أعلى من تلك التي تحتاجها شركات الخدمات الكهربائية وذلك لارتفاع المخاطر في الأولى وانخفاضها في الثانية. وأهم نسب السيولة هي:

1. نسبة التداول (Current Ratio):

تبين هذه النسبة العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وتعبر هذه النسبة عن عدد المرات التي تستطيع فيها الأصول المتداولة تغطية الخصوم المتداولة، وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشراً إيجابياً ويدل ذلك على مقدرة الشركة على مواجهة أخطار سداد الالتزامات المتداولة المفاجئة دون الحاجة لتسييل أي أصول ثابتة أو الحصول على اقتراض جديد. وتحسب من خلال المعادلة:

نسبة التداول = الأصول المتداولة ÷ الالتزامات المتداولة

إلا أننا نعود للإشارة إلى أن النسبة لا يمكن أن تقرأ صماء فزيادة النسبة هو أمر جيد ولكن الزيادة يمكن أن تكون مقبولة إلى درجة معينة، فقد يكون ارتفاع النسبة نتيجة زيادة بند الأصول المتداولة بسبب تراكم المخزون وعدم تصريفه وهو أمر غير جيد، وقد تكون زيادة النسبة بسبب زيادة بند النقدية بصورة مبالغ فيها مما يدل على عدم استخدام الشركة الجيد للسيولة لديها وتقليل الربحية نتيجة ذلك، أو ربما بسبب زيادة تراكم بند العملاء وتضخمه نتيجة عدم استخدام سياسات جيدة في التحصيل ومتابعة العملاء المدينين.

لذلك يجب قراءة النسبة ومقارنتها كما أشرنا بمتوسط النسب المحققة للشركات الناجحة في نفس النشاط وكذلك مراعاة جميع الجوانب الأخرى التي يمكن استنباطها من خلال النسبة وعلاقتها بالبنود الأخرى.

2. نسبة السيولة السريعة (Quick Ratio)

توضح هذه النسبة مدى إمكانية سداد الالتزامات القصيرة الأجل خلال أيام معدودة، وتم استبعاد بند المخزون نظراً لكونه من أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة، وكذلك لصعوبة تصريفه خلال وقت قصير دون تحقيق خسائر. كما يتم أحياناً استبعاد قيمة المصروفات المدفوعة مقدماً من إجمالي الأصول المتداولة[1].

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة – المخزون) ÷ الالتزامات المتداولة

[1] - عدنان النعيمي، سعدون الساقي، أسامة سلام، شقيري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 103.

3. نسبة النقدية (Cash Ratio)

توضح هذه النسبة مدى إمكانية سداد الالتزامات قصيرة الأجل من خلال السيولة النقدية المتوفرة ، وهي تعطى مؤشر للإدارة أنه في خلال أسوأ الأوقات يمكن سداد الالتزامات قصيرة الأجل.

وتعتبر الأصول شبه النقدية هي كل ما يمكن تحويله إلى نقدية خلال فترة وجيزة مثل الأوراق المالية القابلة للتداول في البورصة وتحسب هذه النسبة على الشكل التالي:

نسبة النقدية = النقدية والأصول شبه النقدية ÷ الالتزامات المتداولة

ب- نسب الربحية: Profitability Ratios

ربحية المؤسسة هي محصلة لمختلف السياسات المتخذة في إدارة شؤونها، لذا فان التحليل بالنسب المالية (عدا نسب الربحية) يوفر معلومات معبرة عن الطريقة التي تدار بها المؤسسة، أما نسب الربحية فتعبر عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها المؤسسة قراراتها الاستثمارية (Investment Decisions)، والمالية (Finance Decisions). وتقيس نسب الربحية مدى كفاءة إدارة المؤسسة في تحقيق الربح على المبيعات وعلى الأصول وعلى حقوق المالكين. لهذا نجد أن نسب الربحية هي مجال اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين، فالمستثمرون يتطلعون إلى الفرص المربحة لتوجيه أموالهم إليها، والإدارة تستطيع التحقق من نجاح سياساته، والمقرضون يشعرون بالأمان عند إقراض المشاريع التي تحقق الأرباح أكثر بكثير من تلك التي لا تحققها. كما تعطي مؤشراً عن مدى كفاءة الإدارة في استغلال الموارد استغلالاً أمثل لتحقيق الأرباح، ومن أهم هذه النسب:

1. هامش مجمل الربح (Gross Profit Margin)

توضح هذه النسبة العلاقة بين صافى إيراد المبيعات وتكلفة البضاعة المباعة، ويجب مقارنة هذه النسبة بمتوسط النسب المحققة في القطاع، حيث يمكن أن يعكس انخفاض النسبة ارتفاع مبالغ فيه في تكلفة الخامات المستخدمة في الإنتاج أو في العمالة المباشرة أو خلافه.

هامش مجمل الربح = مجمل الربح بعد الضريبة ÷ صافي المبيعات

2. معدل العائد على المبيعات (هامش صافى الربح) (Net Profit Margin)

وتقيس هذه النسبة صافي الربح المحقق على كل ليرة من المبيعات، وتشير إلى نسبة ما تحققه المبيعات من أرباح بعد تغطية تكلفة المبيعات وكافة المصروفات الأخرى من مصاريف إدارية وعمومية وتمويلية وخلافه. وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك جيداً، ويجب مقارنة هذه النسبة بمتوسط النسب المحققة في القطاع، وتحسب هذه النسبة على الشكل التالي:

هامش صافي الربح = صافي الربح ÷ صافي المبيعات

3. معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity)

تعبر هذه النسبة عن العائد الذي يحققه الملاك على استثمار أموالهم بالشركة، وهي من أهم نسب الربحية المستخدمة حيث أنه بناءاً على هذه النسبة قد يقرر الملاك الاستمرار في النشاط أو تحويل الأموال إلى استثمارات أخرى تحقق عائداً أفضل. ويعتبر العائد المناسب من وجهة نظر الملاك ما يوازى معدل العائد الخالي من الخطر مضافاً إليه ما يطلق عليه بدل المخاطرة وهو يختلف من نشاط لآخر ومن بيئة استثمارية لأخرى.

معدل العائد على حقوق الملكية = صافى الربح بعد الضريبة ÷ حقوق الملكية

ويعتبر معدل العائد الخالي من الخطر هو ذلك العائد المؤكد الحصول عليه بنسبة 100% حيث لا يتعرض المستثمر لأي نوع من المخاطرة أو التعرض للتقلبات في ذلك العائد وغالباً ما يستخدم معدل العائد على أذون الخزانة كمعدل عائد خالي من الخطر في ظل معدل تضخم يساوى صفر، أما في حالة وجود معدل تضخم فيتم استخدام معدل العائد الأسمى الخالي من الخطر ويتم حسابه كما يلي:

معدل العائد الأسمى الخالي من الخطر = (1 + معدل العائد الخالي من الخطر) (1+ معدل التضخم) - 1

أما بدل المخاطرة فهو الجزء من العائد الذي يطلبه المستثمر نظير تحمله مخاطر إضافية عند الاستثمار في مجالات قد تتعرض للتقلبات ويتم تقسيم المخاطر لما يلي:

- مخاطر الأعمال Business Risk
- مخاطر التمويل Financial Risk
- مخاطر السيولة Liquidity Risk

وتنقسم المخاطرة بوجه عام إلى جزأين، أحدهما يرجع إلى السوق ككل ويسمى بالمخاطر المنتظمة والأخر يرجع إلى الشركة نفسها ويسمى بالمخاطر غير المنتظمة ويتم قياسها والتحكم فيها داخل الشركة. ويتم تقدير المخاطرة المنتظمة للاستثمار عن طريق الربط بين العائد على الاستثمار والعائد على السوق ككل لتحديد ما يسمى معامل المخاطرة المنتظمة (بيتا).

4. معدل العائد على الاستثمار (Return on Investment)

تعبر هذه النسبة عن مدى كفاءة الشركة في استخدام وإدارة الأموال المتاحة لديها من المساهمين والأموال المقترضة في تحقيق عائد على تلك الأموال يوازى تكلفة الحصول عليها على أقل تقدير، حيث أن الفرض

الأساسي هو وجود تكلفة لتلك الأموال وهى العائد المطلوب على حقوق المساهمين والفوائد المدفوعة على القروض، وينتظر تحقيق معدل عائد على الاستثمار أكبر أو يساوي كلفة هذه الأموال.

معدل العائد على الاستثمار = صافي الربح ÷ إجمالي الاستثمار

ويتكون إجمالي الاستثمار من (رأس المال العامل + إجمالي الأصول طويلة الأجل) أو من (مجموع حقوق الملكية + القروض طويلة الأجل). ويتم تقدير تكلفة الاستثمار باستخدام التكلفة المرجحة لبنود التمويل. ويتم مقارنتها بالعائد على الاستثمار لتحديد كفاءة الشركة في إدارة الأموال المستثمرة.

5. معدل العائد على إجمالي الأصول (Return on Total Assets)

تعبر هذه النسبة عن قدرة المنشأة على استخدام أصولها في توليد الأرباح، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على كفاءة المنشأة في استغلال أصولها، ويتم استخدام متوسط إجمالي الأصول عند حساب هذه النسبة (أصول أول المدة + أصول أخر المدة)\2، ويجب مقارنة هذه النسبة مع متوسط النسب المحققة في القطاع. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل العائد على إجمالي الأصول = صافى الربح ÷ إجمالي الأصول

ت- نسب النشاط Activity Ratios

يطلق على مجموعة النسب هذه نسب إدارة الموجودات (Asset Management Ratios) وتقيس هذه النسب مدى كفاءة إدارة المنشأة في توزيع مواردها المالية توزيعاً مناسباً على مختلف أنواع الأصول، كما تقيس مدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات، وتحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وبالتالي أعلى ربح ممكن. وتتضمن نسب النشاط المقارنة بين صافي المبيعات وجميع الاستثمارات في مختلف أنواع الموجودات، مع التركيز على ذلك الجزء من الموجودات ذو الصلة الأكبر في تحقيق المبيعات وخاصة في المؤسسات التجارية.

وتقوم نسب النشاط على افتراض وجود توازن معقول بين المبيعات ومختلف أنواع الموجودات من بضاعة ومدينين وموجودات ثابتة، وتعمل على الكشف عن أي خلل قد يطرأ على هذا التوازن.

1. معدل دوران الأصول الثابتة (Fixed Asset Turnover)

توضح هذه النسبة مدى مقدرة المنشأة على تحقيق الاستفادة المثلى من الأصول الثابتة لديها في تحقيق أرباح للمنشأة. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل دوران الأصول الثابتة = المبيعات ÷ الأصول الثابتة

2. معدل دوران المخزون (Inventory Turnover)

تشير هذه النسبة إلى عدد مرات تصريف المخزون لدى الشركة وكلما زادت هذه النسبة كلما كان ذلك في صالح الشركة حيث تستطيع الشركة أن تحقق أرباحاً كبيرة باستخدام هامش ربح أقل من الشركات المماثلة والتي لديها معدل دوران مخزون أقل، وهى ميزة تنافسيه كبيرة يمكن الاستفادة منها. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل دوران المخزون = تكلفة المبيعات ÷ متوسط المخزون

3. معدل دوران إجمالي الأصول (Total Assets Turnover)

توضح هذه النسبة مدى نشاط الأصول ومقدرتها على توليد المبيعات من خلال استخدام إجمالي أصول الشركة. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل دوران إجمالي الأصول = المبيعات ÷ متوسط إجمالي الأصول

4. معدل دوران المدينين (Accounts Receivable Turnover)

توضح هذه النسبة مدى كفاءة عملية التحصيل ومتابعة ديون العملاء في المنشأة، وكلما زادت هذه النسبة كان ذلك في صالح المنشأة. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل دوران المدينين = المبيعات الآجلة ÷ متوسط حسابات المدينين

5. معدل دوران الدائنين (Payables Turnover)

يجب أن يكون هذا المعدل قريباً من معدل دوران المدينين مع الأخذ في الحسبان اختلاف قيمة المبيعات إلى قيمة المشتريات ويكون في صالح الشركة زيادة معدل دوران المدينين عن الدائنين. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل دوران الدائنين = المشتريات الآجلة ÷ متوسط حسابات الدائنين

6. متوسط فترة التحصيل (Average Collection Period)

هي الفترة التي يستغرقها تحصيل ديون المدينين وطول هذه الفترة مؤشر غير جيد حيث قد يدل على ضعف إدارة التحصيل لدى الشركة، كما أن طول هذه الفترة يضيع على الشركة فرص الاستفادة من استثمار هذه الأموال المجمدة لدى العملاء أو على أسوأ الفروض ربما يؤدى إلى تحمل الشركة لأعباء أخرى مثل الاقتراض وتحمل الفوائد لمواجهة الأعباء التشغيلية. وتحسب النسبة بالعلاقة التالية:

متوسط فترة التحصيل = إجمالي حسابات المدينة ÷ متوسط المبيعات اليومية(صافى المبيعات السنوية ÷365)

7. متوسط فترة السداد (Average Payment Period)

هي الفترة التي تحتاجها الشركة لسداد ديون الموردين، وتعتبر ديون الموردين من مصادر التمويل قصيرة الأجل بالنسبة للشركة وطول هذه المدة هي في مصلحة الشركة طالما يتم بالاتفاق مع الموردين أنفسهم ولا يظهر الشركة في صورة المتعثرة في السداد. وتحسب بالعلاقة التالية:

متوسط فترة السداد = إجمالي حسابات الدائنين ÷ متوسط المشتريات اليومية(صافى المشتريات السنوية ÷365)

8. فترة التخزين (Storage Period)

يوضح هذا المعدل الفترة التي يقضيها المخزون في مستودعات الشركة قبل تصريفه ويعد طول هذه المدة أمراً غير مرغوب فيه خاصة في الشركات التي تتعامل مع منتجات ذات تواريخ صلاحية محددة أو تتميز بالتطور التكنولوجي السريع حيث تفقد قيمتها مع طول فترة التخزين، ورغم هذا يجب الحكم على فترة التخزين بناءاً على عوامل أخرى فقد تعد فترة التخزين معقولة بالرغم من الزيادة النسبية لها في حالة الارتفاع المبالغ فيه لتكاليف الطلب والنقل وخلافه. وتحسب فترة التخزين من خلال العلاقة التالية:

فترة التخزين = 365 ÷ معدل دوران المخزون

ث- نسب المديونية أو الرفع المالي Leverage Ratios

تقيس هذه النسب المدى الذي ذهبت إليه المنشأة في الاعتماد على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها. ولهذه المجموعة من النسب آثار سلبية وأخرى إيجابية. ويأتي التأثير الايجابي من كون زيادة الاعتماد على القروض في هيكل التمويل تعني انخفاض كلفة الأموال، بسبب الانخفاض النسبي لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل، وأيضاً بسبب الوفورات الضريبية المتولدة. ومن ناحية أخرى قد يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تعرض المنشأة لمخاطر الإفلاس[1]. وفيما يلي مجموعة من أهم نسب المديونية:

1. إجمالي الالتزامات إلى الأصول (Total Debts to Assets)

توضح هذه النسبة مدى إمكانية تغطية إجمالي الالتزامات باستخدام إجمالي الأصول. وكلما انخفضت هذه النسبة كان ذلك أفضل من وجهة نظر المستثمرين الخارجيين والمقرضين. كما تعبر هذه النسبة عن مدى استخدام الدين في هيكل تمويل الشركة.[2].

إجمالي الالتزامات إلى الأصول = إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول

[1] - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص191-192.

[2] - محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكات، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1999، ص 595.

2. الالتزامات إلى حقوق الملكية (Debt to Equity)

توضح هذه النسبة مدى إمكانية تغطية إجمالي الالتزامات باستخدام إجمالي حقوق الملكية. وتحسب النسبة بالعلاقة التالية:

إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية = إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي حقوق الملكية

3. معدل تغطية الفوائد (Interest Coverage Ratio)

توضح هذه النسبة القدرة على تغطية فوائد القروض والسندات باستخدام صافى ربح التشغيل وكلما زادت هذه النسبة كان ذلك أفضل بالنسبة للشركة. وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل تغطية الفوائد = صافى الربح قبل الفوائد والضرائب ÷ مصروف الفوائد

4. القروض طويلة الأجل إلى رأس المال العامل (Net Working Capital to Long-term Debt)

توضح هذه النسبة مدى إمكانية تغطية القروض طويلة الأجل باستخدام رأس المال العامل. وتحسب النسبة بالعلاقة التالية:

القروض طويلة الأجل إلى رأس المال العامل = القروض طويلة الأجل ÷ رأس المال العامل

المبحث الثاني
المؤشرات السوقية لأسهم المنشأة

لقد ارتبطت جميع المؤشرات المالية التي تم تناولها في المبحث السابق بالقوائم المالية للمنشأة (الميزانية العمومية- قائمة الدخل- قائمة التدفقات النقدية) واشتقت منها، ولكن للوقوف على تقييم السوق المالي لأداء الشركة، قام French[1] بإضافة مجموعة جديدة من النسب المالية المرتبطة بتداول الورقة المالية في السوق المالي وأطلق عليها اسم Market Ratios وتضمنت هذه المؤشرات مجموعة من النسب السوقية المرتبطة بالقيمة السوقية للسهم وعدد الأسهم المصدرة في السوق وحجم التداول، ونظراً لقلة تَعرض مؤلفات الإدارة المالية لهذه المجموعة من النسب قام الباحث بفرد هذا المبحث لإلقاء الضوء عليها وخاصة لارتباطها المباشر بالاستثمار في الأسهم. وفي الحقيقة يوجد ارتباط كبير بين المؤشرات المالية والمؤشرات السوقية للمنشأة إذ غالباً ما يكون تقييم السوق قريباً من التقييم المالي. فمثلا إذا دلت النسب المالية على ارتفاع مخاطر المنشأة عن المعدل العادي للصناعة التي ينتمي إليها، وكذلك انخفاض ربحيتها عن المعدل المتوقع فان هذه المؤشرات المالية ستنعكس على شكل سعر سوقي منخفض لسهم المنشأة. ومن أهم نسب هذه المجموعة:

أ- العائد على السهم: (Earnings Per Share):

توضح هذه النسبة مقدار الأرباح المتاحة لكل سهم عادي، وتعتبر ربحية السهم من مؤشرات الربحية التي حظيت باهتمام كبير في الآونة الأخيرة. ويشير التحليل النظري لقرارات الاستثمار في الأسهم إلى وجود علاقة طردية بين ربحية السهم وسعره، بحيث يمكن القول أنه من المتوقع وجود علاقة ارتباط موجبة بين ربحية السهم كأحد المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع.

وتعرف هذه النسبة أيضاً بنصيب السهم من الأرباح EPS وتحسب بقسمة صافي الربح بعد الضرائب وحقوق حملة الأسهم الممتازة على عدد الأسهم المصدرة في نهاية الفترة أو على المتوسط المرجح للأسهم العادية خلال الفترة[2]. وبتعبير آخر تقيس هذه النسبة كمية الأرباح التي تخص كل سهم من أسهم المنشأة في نهاية الفترة المالية.

---

[1] - French, "Security and Portfolio Analysis; Concepts and Management", OH: Merle Pub., 1989, P. 261.

[2] - المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية هو عبارة عن عدد الأسهم القائمة في نهاية العام إذا لم يطرأ تغيير على عدد الأسهم العادية خلال العام. ولكن إذا طرأ تغيير على عدد الأسهم العادية خلال السنة نتيجة لإصدارات جديدة أو عمليات أسهم خزينة مثلاً فلابد من معادلة الأسهم التي أصدرت خلال العام زمنياً، فربحية السهم تقيس نصيب السهم من الأرباح خلال فترة مالية، فإذا أصدرت المنشأة إصدارات جديدة في منتصف السنة المالية ستكون هذه الأسهم الجديدة ضمن الأسهم القائمة في نهاية

ويعتبر العائد على السهم من أكثر مؤشرات الأداء استعمالاً لقياس كفاءة الأداء المالي للشركات، وهو يلعب دوراً هاماً في التحليل الاستثماري، كما يعتبر ضروريا لما يلي:

1. التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها.
2. معدلات النمو المتوقع تحقيقها.
3. القيمة المستقبلية للأسهم.
4. وضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد إدارة الشركة هدفها بتحديد عائد معين للسهم.

ويؤخذ على هذا المؤشر غموضه كمقياس للأداء بسبب ظاهرة الاحتفاظ بجزء من الأرباح لأسباب مختلفة، فلو فرضنا وجود شركتين تحققان نفس العائد على السهم، وأن الشركة الأولى توزع جميع أرباحها المتحققة سنوياً دون اقتطاع أية احتياطيات، والثانية بحجز كافة أرباحها، ولو فرضنا أيضا بقاء عدد الأسهم دون تعديل للشركتين، ولاحظنا العائد على السهم لكل منهما، سنجد أن الشركة الأولى تحافظ على مستوى عائد ثابت، في حين يزيد العائد في الشركة الثانية بمقدار العائد الناتج عن استثمار الأرباح غير الموزعة، الأمر الذي يجعل البعض يعتقد أن الشركة الأولى تحقق نتائج أفضل، علما بأن الأمر ليس كذلك، إذ أن حقيقة الأمر هي أن الشركة الثانية لديها موجودات لكل سهم أكثر من الشركة الأولى.

ب- مضاعف ربحية السهم العادي (P/E): Price-Earnings Ratio:

يعبر مضاعف أو مكرر الربحية Earning Multiplier عن العلاقة بين القيمة السوقية للسهم العادي وربحيته EPS، ويعتبر هذا المتغير من المتغيرات الخاصة التي لها قوة تفسيرية معنوية لمتوسط العائد على الأسهم العادية[1]. وتمثل هذه النسبة عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية هذا السهم السنوية وفقاً لآخر ميزانية معتمدة. ويختلف قيمة المضاعف المقبول من قطاع لآخر في السوق وكذلك من دولة إلى دولة أخرى، فكلما كانت الدولة متقدمة ارتفع مضاعف الربحية المقبول لدى المستثمرين وذلك على اعتبار أن المخاطر تنخفض أيضاً، ويعتقد أغلب المحللين أن ثبات رقم المضاعف بين 10 و14 مرة يعتبر مؤشر جيد يشجع المستثمرين على شراء السهم،

السنة. ولكن نصيب هذه الأسهم من الأرباح لأغراض احتساب ربحية السهم تعادل نصف نصيب السهم من الأسهم القائمة طوال العام.

[1] - السيد البدوي إبراهيم، "الأداء الاستثماري للأسهم العادية وعلاقته بكل من مضاعف الربحية ومضاعف القيمة الدفترية"، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلة العلمية، العدد الرابع، أكتوبر 1998.

ويستخدم معظم المستثمرين هذا المؤشر لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية ويتم حساب هذا المضاعف بقسمة القيمة السوقية للسهم على ربحية السهم الواحد أو العائد المتحقق منه.

كما تعبر هذه النسبة عن المبلغ الذي يرغب المستثمر في دفعه لكل ليرة من الربح الذي يحققه سهم معين، وتعكس هذه النسبة توقعات المستثمرين للأداء المستقبلي للمنشاة، حيث يعني ارتفاعها:

1. توقع المستثمرين لزيادة في الأرباح الموزعة.
2. انخفاض مخاطر السهم، لذا يقبل المساهمون بعائد منخفض له.
3. توسع الشركة في نسبة الأرباح الموزعة.

ج- توزيعات السهم من الأرباح: (Dividend Per Share)

يهتم بعض المستثمرين بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها الشركة على حملة الأسهم، وبالنسبة لهؤلاء المستثمرين فإن الأرباح الموزعة نقداً على الأسهم تعتبر مؤشراً هاماً للاستثمار في الشركة. ويحسب هذا المؤشر بقسمة الأرباح الموزعة نقداً لكل سهم على سعر السهم في السوق.

ويقوم عادة المستثمرين بمقارنة الأرباح التي يحصلون عليها من الأسهم بمعدل الفائدة على الودائع وذلك لاتخاذ القرار المناسب إما بالاستثمار في الشركة أو إيداع هذه الأموال في المصارف، وخاصة إذا لم يكن هناك زيادة رأسمالية في سعر السهم في السوق، وتعتبر الأسهم ذات التوزيعات العالية من الأسهم الدفاعية في السوق حيث أن أسعار الأسهم تكون أقل تقلباً في السوق من الأسهم الأخرى. وتحسب هذه النسبة بموجب المعادلة التالية:

ويمكن حساب نسبة الأرباح الموزعة أو ما يعرف بـــ Payout Ratio من خلال قسمة الأرباح الموزعة DPS على ربحية السهم المحققة EPS و وفق المعادلة التالية:

ة

م الممتازة

وتختلف هذه النسبة من صناعة إلى أخرى، بل من منشأة إلى أخرى داخل الصناعة. وقد يرجع السبب إلى التباين في مرحلة النمو التي تمر بها الصناعة، حيث تميل الصناعات أو المنشآت التي تمر بمحلة نمو سريع إلى احتجاز جزء كبير من الأرباح التي تحققها بهدف تمويل توسعاتها الاستثمارية[1]. وبالتالي تعكس هذه النسبة وجهة نظر الإدارة في الإمكانيات الاستثمارية للشركة، فانخفاض نسبة الأرباح الموزعة قد يعني:

- وجود فرص استثمارية جيدة لدى الشركة وترغب في الاحتفاظ بالأرباح لأجل التوسع فيها.
- وجود بعض الضغوط خاصة من الدائنين على عدم التوسع في توزيع الأرباح.
- رغبة الشركة بالاحتفاظ بسيولة عالية لديها.

أما ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة فقد تعني:

- وصول الشركة إلى مرحلة البلوغ (Maturity) وعدم وجود فرص استثمارية لديها.
- رغبة الإدارة في المحافظة على نمو نسب توزيع الأرباح بالرغم من تراجع الأرباح.

د- عائد التوزيع: (Dividend Yield):

تعرف النسبة أيضاً بغلة التوزيعات وتحتسب بقسمة حصة السهم العادي من التوزيعات DPS على السعر السوقي للسهم وفق المعادلة التالية:

ويتوقف قبول المستثمر لتلك النسبة على الأهداف الاستثمارية التي يسعى إلى تحقيقها. فهل يسعى للحصول على توزيعات دورية أم على أرباح رأسمالية[2]. وتعتبر هذه النسبة مقرونة مع العائد على السهم، من أهم الوسائل المستعملة للحكم على فرص الاستثمار. وقد أثبتت الدارسات[3] وجود علاقة إيجابية في الأسواق النامية بين عائد التوزيع وقيمة السهم.

[1] - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 195.
[2] - منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 193.
[3] - Meysam Safari, "Dividend Yield and Stock Return in Different Economic Environment: Evidence from Malaysia", working Paper, Graduate School of Management (GSM), University Putra Malaysia, 2009.

ه- مضاعف القيمة الدفترية: (Price/Book Value):

تمثل هذه النسبة سعر السهم السوقي منسوب إلى القيمة الدفترية ممثلة بمجموع حقوق المساهمين التي تتكون من رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. وتحسب هذه النسبة بموجب المعادلة التالية[1]:

وتعتبر هذه النسبة مؤشراً لتقييم المستثمرين للشركة حيث يتوقع أن يدفع المستثمرون سعراً أعلى من القيمة الدفترية لأسهم الشركات ذات المردود المرتفع. وتوصلت العديد من الدراسات[2] إلى أهمية هذا المتغير في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، إذ يعتبر مضاعف القيمة الدفترية مؤشراً هاماً للمكاسب المستقبلية للمنشأة.

و- نسبة عائد الاحتفاظ بالسهم: (Holding Period Return):

يقوم المحللون الماليون والمهتمون بتقييم الاستثمار بالأسهم باحتساب هذه النسبة لما لها من أهمية خاصة كونها تأخذ بعين الاعتبار كافة المكاسب التي يحصل عليها حامل السهم، سواء كانت مكاسب رأسمالية نتيجة ارتفاع السعر السوقي للسهم خلال الفترة المالية أو المكاسب النقدية نتيجة الأرباح لموزعة، وتبين هذه النسبة العوائد الفعلية التي حصل عليها المستثمر الذي قام بشراء السهم في بداية السنة المالية وانتظر حتى نهايتها ليحصل على نصيبه من الأرباح، ثم قام ببيع السهم في نهاية الفترة. ويتم احتساب هذه النسبة بناء على المعادلة التالية:

ز- عدد الصفقات Number of Transactions (NTs)

يشير هذا المؤشر إلى عدد الصفقات التي تتم على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فإنه يعكس درجة سيولة الورقة المالية في سوق التداول[3]. وكلما زادت سيولة السهم في السوق انخفض حجم المخاطر المتعلقة بتداول السهم وارتفع سعره والعكس صحيح. ويجب تفسير ارتفاع أو انخفاض عدد

[1] - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب، الطبعة الأولى، إربد، الأردن، 2006، ص 211.
[2] - السيد البدوي إبراهيم، مرجع سبق ذكره.
[3] - John Becker-Blease & Donna Paul, "Stock Liquidity and Investment Opportunities: Evidence from Index Additions", Financial management, autumn, 2006.

الصفقات على سهم ما مع الأخذ بعين الاعتبار حركة هذا السهم هل هي بالارتفاع أم بالانخفاض، فعند ازدياد عدد الصفقات مع ارتفاع سعر السهم هذا يكون دليلاً على ازدياد الطلب على السهم نتيجة لأخبار ايجابية وتكون العلاقة طردية بين عدد الصفقات وقيمة السهم السوقية، وعلى العكس من ذلك عند ارتفاع عدد الصفقات في حال هبوط سعر السهم هذا يدل على وجود قوى بيعيه على السهم وارتفاع المعروض من السهم وتكون العلاقة عكسية بين عدد الصفقات والقيمة السوقية للسهم.

ح- حجم التداول Trading Volume

يعتبر حجم التداول بمثابة قوة الدفع خلف حركة أسعار الأسهم، ويعكس هذا المؤشر عدد الأسهم التي تم تداولها أثناء عقد الصفقات التي تمت على الورقة المالية خلال فترة مالية. ويختلف تفسير التغير في حجم التداول تبعاً لنوعية السوق المالي هل هو هابط أم صاعد، ففي السوق الهابط Bears Market تكون العلاقة بين حجم التداول وسعر السهم علاقة عكسية حيث إن زيادة الكمية المعروضة من الأسهم سيترتب عليها انخفاض في سعر السهم، وبالتالي انخفاض في الأرباح الرأسمالية. فضلاً عن ذلك فإن زيادة كمية التداول على ورقة ما يمكن أن يفسر على أنه انعكاس لانخفاض العائد المحقق منها، وبالتالي رغبة حملة هذه الورقة في التخلص منها. أما في حالة السوق الصاعد Bull Market فتكون العلاقة بين حجم التداول وسعر السهم علاقة طردية، كون ارتفاع حجم التداول يكون ناجماً عن الطلب الكبير على السهم الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمته السوقية.

ط- قيمة التداول: Trading Value

يشير هذا المؤشر إلى قيمة الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة. ويتم قياسه إما بضرب عدد الأسهم المتداولة في متوسط سعر السهم خلال الفترة، أو بمجموع قيم الصفقات التي تمت على الورقة المالية. وعليه فإن قيمة التداول تتأثر بكل من بحجم الأسهم المتداولة والسعر الذي تم به تداول هذه الأسهم، بحيث يمكن إرجاع ارتفاع قيمة التداول على ورقة ما إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة أو إلى زيادة سعر التداول أو إلى الاثنين معاً. ونظراً للأثر المعاكس لكل من كمية التداول وأسعار التداول على قيمة السهم، وقد تكون سالبة أو موجبة حسب الأثر النسبي لكل من كمية التداول وسعر التداول على قيمة التداول.

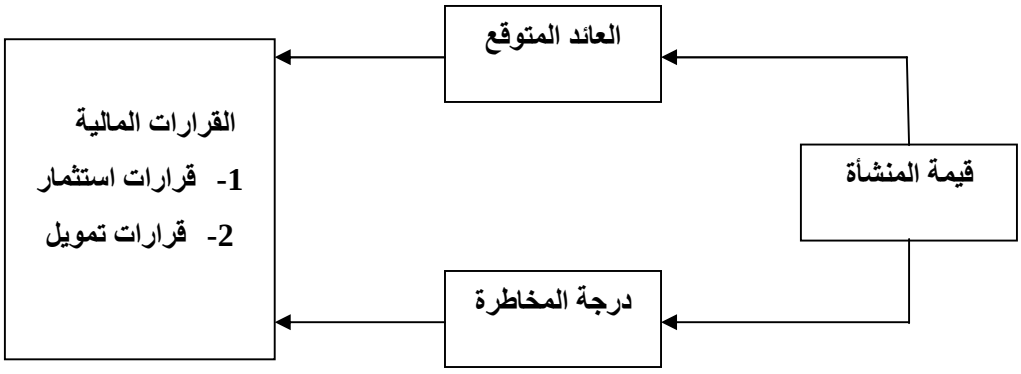
المبحث الثالث

قيمة المنشأة ومداخل تقييمها

أولاً- تطور مفهوم قيمة المنشأة:

يعتبر تعظيم قيمة المنشأة المحور الأساسي الذي يدور حوله عملية اتخاذ القرارات المالية وغير المالية في المنشأة، لذلك فقد تحولت العديد من المنشآت من هدف تعظيم الربح إلى هدف تعظيم قيمة المنشأة كهدف استراتيجي يتميز بالشمولية ومراعاة لعناصر لم تتمكن إدارة الشركات من مراعاتها مع هدف تعظيم الربح كالمخاطرة ومعدلات النمو ومعدل العائد المطلوب وغيرها من العناصر الضرورية والتي تحكم المنشأة ككل. ويمكن النظر إلى هدف الإدارة في تعظيم قيمة المنشأة على أنه محصلة القرارات المالية المتمثلة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل والتي من خلالها يتم التأثير على العائد الذي يتوقع أن تحققه المنشأة، وأيضاً من خلال تأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء تلك القرارات، ويوضح الشكل التالي أبعاد هذه العلاقة[1].

الشكل رقم (22): العوامل المحددة لقيمة المنشأة



وقد مر الفكر المالي والاقتصادي المعاصر بثلاث مراحل تعكس ثلاث نظريات لأهداف المنشأة، وسنتناولها بإيجاز فيما يلي[2]:

المرحلة الأولى: النظرية الكلاسيكية: Classic Theory

والتي بُنيت على افتراض أساسي يتمثل في أن تحقيق أقصى ربح ممكن للملاك هو الهدف الأساسي الذي تسعى المنشأة لتحقيقه، وفي ضوء هذه النظرية يجب على جميع القرارات التي تتخذها الإدارة في المنشأة

[1] - منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، 2003. ص 29.

[2] - Suthinan Pomsuwan, "Organization Behavior Theories and Concepts", Bangkok University Press, Thailand, six edition, January 2007.

أن تهدف إلى تعظيم الربح للملاك، دون النظر إلى اعتبارات المخاطرة أو توقيت الحصول على هذه الأرباح، مما يعني افتقاد النظرة المستقبلية طويلة الأجل عند تقييم البدائل الاستثمارية. وقد تعرض هذا الهدف للعديد من الانتقادات بحيث لا يمكن القول بأن هدف تعظيم الربح يؤدي بصفة آلية إلى تعظيم ثروة المساهم، وتتمثل هذه الانتقادات فيما يلي:[1]

1- التركيز على تعظيم الأرباح Profit Maximization

يجب التركيز على ربحية السهم الواحد بدلاً من التركيز على إجمالي الأرباح، فثروة المساهم في المنشأة إنما يعبر عنها بطريقة أفضل من خلال ربحية السهم أو سعره، وليس من خلال أرباح الشركة. ومع ذلك فإن تعظيم ربحية السهم الواحد قد لا يؤدي في الغالب إلى تعظيم رفاهية المساهمين لأنه لا يأخذ في الحسبان كل من مخاطر وتوقيت وتوزيعات عوائد هذه الشركة.

2- تجاهل توزيعات الأرباح: Dividends Policy

يفشل هدف تعظيم الربح في الأخذ بعين الاعتبار طريقة توزيع عوائد المنشأة، أو تفضيل المساهمين في استلام هذه العوائد فقد يفضل بعض المساهمين التوزيعات النقدية في حين قد يفضل البعض الأرباح الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع سعر السهم في المستقبل، وبالتالي فإن هدف تعظيم الربح لا يأخذ بعين الاعتبار أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم في السوق.

3- إهمال البعد الزمني لتوقيت الحصول على الأرباح:

إن هدف تعظيم الربح لا يوفر وسيلة للمقارنة بين الأرباح التي قد تتحقق في الأجل القصير والأرباح التي تتحقق في الأجل الطويل. فغالباً ما يتم الاهتمام بأرباح المنشأة على المدى القصير في حين قد يتم رفض بعض المقترحات الاستثمارية التي تعظم قيمة المنشأة على المدى الطويل.

4- تجاهل المخاطرة:

يفترض هدف تعظيم الربح أن المساهمين لا يهتموا بعنصر المخاطرة وعدم التأكد، فمن المعروف أن القرارات المالية تحتوي على علاقة تبادلية بين العائد والمخاطرة، في حين أن النظريات الأخرى في تحديد قيمة المنشأة قد راعت هذا العنصر الهام. كما نجد أن معظم المنشآت تعمل على تجنب المخاطر حتى ولو كان على حساب التنازل عن بعض الأرباح.

[1] - محمود صبح،"الإدارة المالية طويلة الأجل- 3 قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين"،القاهرة، البيان للطباعة والنشر،الطبعة الأولى، ، 2000، ص 21.

المرحلة الثانية: النظرية الكلاسيكية الحديثة: New Classic Theory

تفترض هذه النظرية أن الهدف الملائم للمنشآت هو تعظيم ثروة الملاك، ويقصد بثروة الملاك القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلة والتي تحتسب باستخدام معدل خصم يعكس تكلفة الأموال، ويتضمن مفهوم تعظيم ثروة الملاك تعظيم المبيعات، والنمو والتوسع والنظرة المستقبلية، مع أخذ توقيت التدفقات النقدية والمخاطرة في الاعتبار.

إلا أن معدل الخصم المعدل للمخاطرة، والذي يلعب الدور الرئيسي في تحديد قيمة ثروة الملاك، يعتمد بشكل كبير على وجهة نظر الملاك، وذلك عند إضافة بدل المخاطرة مما يفقد معدل الخصم المستخدم في إيجاد القيمة الحالية موضوعيته، لأنه سيتوقف على النظرة الذاتية للملاك فيما يعتبرونه خطراً أو ليس خطر. ولذلك فقد تعرضت هذه النظرية لانتقادات كبيرة في اعتبار أن هدف المنشأة يجب أن يكون تحقيق أقصى ثروة للملاك، كما لم يأخذ مصالح باقي الأطراف بالمنشأة بعين الاعتبار.

المرحلة الثالثة: النظرية المعاصرة: Modern Theory

ترى هذه النظرية أن الهدف الملائم للمنشأة هو تعظيم القيمة الاقتصادية للمنشأة Economic Value، والتي يقصد بها القيمة الحقيقية لها وليس القيمة الدفترية، والتي تقاس بالمبلغ النقدي العادل والمساوي للمنشأة بفرض استمرارها في دنيا الأعمال إلى ما لا نهاية.

ويتصف هذا الهدف بالشمولية لاحتوائه على كافة الأهداف التي يمكن أن تسعى إليها أي منشأة سواء كانت أهداف تخص الملاك أو المديرين أو العاملين أو العملاء أو الموردين أو الجهات الخارجية الأخرى ذات المصلحة في استمرار المنشأة ونموها، إن القيمة الحقيقية للمنشأة تتوقف بالدرجة الأولى على ما تستطيع المنشأة تحقيقه من مصالح لكل هذه الأطراف. وبالتالي فإن المنشأة تأخذ في الاعتبار ثلاثة أبعاد رئيسية عند صناعة واتخاذ قراراتها وهي:

1- الربحية أو العائد (يتضمن زيادة المبيعات والنمو والتوسع.....الخ).
2- المخاطرة (وفقاً لاعتبارات موضوعية تتحدد في سوق مالي كفء).
3- الصورة الذهنية للمنشأة (مسؤوليتها تجاه المجتمع والإدارة والعاملين والعملاء والموردين .....الخ).

إن الأبعاد الثلاثة السابقة معاً هي التي تحدد القيمة الحقيقية للمنشأة، وبالتالي يجب على المنشأة تحقيق التوازن والتضافر بينهم والعمل على نسجهم معاً بما يعظم القيمة الحقيقية للمنشأة.

ثانياً- مداخل تقدير قيمة المنشأة Valuation Methods

لقد أجمعت أغلب الدراسات المهتمة بموضوع تمويل الشركات Corporate finance أن هناك ثلاثة مداخل رئيسية لتحديد قيمة المنشأة[1] وهي:

أ- مداخل الميزانية العامة للمنشأة Balance sheet-based methods

ب- مداخل قائمة الدخل Income statement-based methods

ت- مداخل خصم التدفقات النقدية للمنشأة Cash flow discounting-based methods

وتنقسم هذه المداخل الرئيسية إلى مجموعة من المداخل الفرعية المتعددة والتي سنأتي على ذكرها بالتفصيل. ولكن قبل ذلك يجب التطرق لأسباب القيام بإعادة تقييم المنشأة والتي هي[2]:

- § في عمليات البيع والشراء: حيث يعطي تقييم المنشأة للمشتري الحد الأقصى لقيمة المنشأة والذي يجب أن يدفعه، في حين يعطي التقييم للبائع الحد الأدنى للسعر الذي يجب أن يقبل به لقاء تنازله عن المنشأة.
- § يستخدم تقييم المنشأة لمقارنتها مع القيمة السوقية للمنشأة الناتجة عن سعر السهم في السوق المالي بهدف اتخاذ قرار بيع أو شراء السهم. كما يستخدم تقييم المنشآت في السوق المالي لمعرفة توزيع أصول المحافظ المالية على أسهم هذه المنشآت وذلك عند مقارنة قيمة كل منشأة مع السوق.
- § عند الطرح العام لأسهم المنشأة حيث يتم إعادة تقييم المنشأة بهدف الوصول للسعر العادل للأسهم التي سيتم طرحها على المكتتبين.
- § عند التقييم بهدف إعادة توزيع الحصص في المنشأة أو تقسيمها على الورثة.
- § في الحالات التي يكون نظام التعويض مرتبط بالقيمة المضافة التي تم تحقيقها للمنشأة.
- § غالباً ما يتم تقييم المنشآت لمعرفة قيمة الأنشطة الفرعية ذات المساهمة الأكبر في تعظيم قيمة المنشأة.
- § يعتبر إعادة تقييم المنشأة من الخطوات التي تسبق اتخاذ قرار استراتيجي في تصفية أو دمج أو تغيير نشاط المنشأة أو إعادة هيكلتها وذلك بناء على تطور قيمة المنشأة.
- § المساعدة في التخطيط الاستراتيجي، حيث يتم إعادة تقييم المنشأة لمعرفة تأثير القرارات الإستراتيجية التي تم اتخاذها، بحيث يتم مقارنة قيمة المنشأة قبل وبعد اتخاذ هذه القرارات. بهدف معرفة صوابية هذه القرارات.

---

[1] - Pablo Fernández, "Valuation Methods and Shareholder Value Creation", working paper, IESE Business School, Spain, 2002.

[2] - Pablo Fernández, "Company Valuation Methods; the Most Common Errors in Valuations", working paper, IESE Business School, Spain, 2007.

أ- **مداخل الميزانية العمومية للمنشأة: Balance Sheet-Based Methods**

يعتبر هذا المدخل من الطرق التقليدية في تحديد قيمة المنشأة بناء على قيمة أصولها الواردة في الميزانية العمومية. ويتم تحديد القيمة في هذا المدخل من وجهة نظر ساكنة أي لا يتم الأخذ بعين الاعتبار النمو والتطور المستقبلي للمنشأة أو التدفقات النقدية المستقبلة للمنشأة. كما لا تأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل المؤثرة على قيمة المنشأة كالوضع الحالي للصناعة أو الوضع الاقتصادي للبلد، الموارد البشرية المتاحة في المنشأة، المشاكل التنظيمية ....الخ. وكل هذه العوامل لا تظهر في القوائم المالية للمنشأة. ويضم هذا المدخل العديد من الطرق وهي: القيمة الدفترية، القيمة الدفترية المعدلة، والقيمة عند التصفية.

1- **طريقة القيمة الدفترية: Book Value Method**

وتعرف هذه الطريقة أيضاً بطريقة صافي الأصول Net Asset Value حيث يتم التعبير عن قيمة المنشأة بالفرق بين إجمالي الأصول وإجمالي الخصوم. وتعاني هذه الطريقة من عيوب كثيرة إذا لا تعبر القيمة الدفترية تعبيراً دقيقاً عن القيمة الحقيقة للمنشأة وهذا يرجع إلى ما يلي[1]:

- إن هذه القيمة هي قيمة تاريخية تعبر عن الماضي وتقف عند حدود تاريخ إعداد المركزي المالي، والمنشأة في الحقيقة مستمرة في النشاط أي أن بنود الميزانية تتغير من لحظة إلى أخرى.
- تتأثر بنود الميزانية بما يسمى بالسياسات المحاسبية المستخدمة في إعداد القوائم المالية مثل سياسات الإهلاك وتقييم المخزون ومن ثم قد تتأثر قيم الموجودات والمطاليب.
- القيم الدفترية لا تعكس أثر بعض العوامل الهامة ذات التأثير مثل المخاطرة أو القوة الشرائية للنقود والتي تتأثر بالزمن، وبالتالي فإن القيم الدفترية قد تكون بعيدة عن الحقيقة.

2- **القيمة الدفترية المعدلة Adjusted Book Value**

تحاول هذه الطريقة تجنب القصور الذي يظهر عند تطبيق طريقة القيمة الدفترية كمدخل تقدير قيمة المنشأة. ويتم الوصول إلى القيم الدفترية المعدلة عندما تكون القيمة الدفترية للأصول والمطاليب متطابقة مع القيم السوقية لها. ووفقاً لهذه الطريقة فإنه يتم إعادة تقييم عناصر الميزانية من أصول ثابتة ومتداولة وديون وأسهم بناء على قيمها السوقية، بحيث تكون قيمة المنشأة قريبة أو مساوية لقيمتها السوقية في لحظة التقييم.

1- Ines Fortis Pita & Inmaculada Garcia Gutierrez, "Fair Value Accounting", January 2006.

3- **القيمة عند التصفية: Liquidation Value**

يتم استخدام هذا المدخل في تقييم المنشأة عند اتخاذ القرار بتصفية أعمال المنشأة، حيث يتم بيع كافة الأصول وإطفاء جميع ديون المنشاة. ويتم حساب هذه القيمة بعد اقتطاع كافة مصاريف التصفية (ضرائب- أتعاب التصفية- نفقات أخرى....) من صافي القيمة المعدلة للمنشأة.

ومن الواضح أن فائدة هذه الطريقة تقتصر على حالة معينة وهي تصفية المنشأة، وهذه القيمة تمثل الحد الأدنى لقيمة المنشأة، ولو افترضنا أن المنشأة ستستمر بالعمل لكانت قيمتها أكبر من القيمة عند التصفية.

ب- مداخل قائمة الدخل: Income Statement-Based Methods

على عكس مدخل الميزانية العامة للمنشأة، فإن هذه الطريقة تعتمد في تقييم المنشأة على قائمة الدخل، وتهدف إلى تحديد قيمة المنشأة بالاعتماد على حجم الإيرادات أو المبيعات أو أية مؤشرات أخرى ضمن قائمة الدخل. فمثلاً يتم تقييم شركة لصناعة الاسمنت بضرب الطاقة الإنتاجية السنوية بمضاعف القطاع، ويتم حساب قيمة شركة التأمين بضرب الأقساط السنوية للشركة بالمضاعف الخاص بقطاع التأمين. كما يتضمن هذا التصنيف طريقة مضاعف الإيرادات أو الربحية PER.

1- **طريقة مضاعف الربحية Price Earnings Ratio**:

وفقاً لهذه الطريقة يتم الحصول على قيمة حقوق المساهمين من خلال ضرب صافي الدخل السنوي بنسبة يطلق عليها مضاعف السعر إلى الربحية Price to Earnings Ratio:

قيمة الأصل= مضاعف الربحية × ربحية الأصل

ويمكن حساب قيمة السهم العادي للشركة المدرجة في السوق المالي من ضرب ربحية السهم بمضاعف الربحية للقطاع الذي تنتمي له الشركة أو مضاعف ربحية السوق، ثم نضرب قيمة السهم بعدد الأسهم المصدرة لنصل إلى قيمة الشركة. وفي الحقيقية هناك محددات لاستخدام طريقة مضاعف الربحية[1]:

1. تتأثر قيمة الأرباح المحاسبية بشكل كبير بالسياسات المحاسبية التي تتبعها الشركات بسياسات تقييم المخزون والإهتلاك وتقييم الموجودات الاستثمارية.
2. يتأثر هذا المضاعف بالمرحلة التي تمر بها الشركة، ففي بدايات التأسيس تكون الأرباح إما سالبة أو ضعيفة جدًا ولكن ذلك لا يعني أن المشروع فاشل وترتفع الأرباح بصورة سريعة بمرحلة النمو لتتجاوز متوسطات الصناعة قبل أن تدخل في مرحلة الاستقرار وتأخذ لاحقًا بالتراجع.

[1] - عبد الرؤوف ربايعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودوره في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص 68-69.

3. قد تتأثر الأرباح السنوية للمنشأة بعوامل استثنائية وغير متكررة، الأمر الذي يستوجب من المحلل المالي الفصل بدقة بين مصادر الأرباح الدائمة المتأتية أصلاً من النشاط التشغيلي الرئيسي للمنشأة وبين العناصر الاستثنائية وغير المتكررة.

2- طريقة قيمة توزيعات الأرباح Value of the Dividends

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار المنشأة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها. وعادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة Payout Ratio وعلى ضوئها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها، ومن أولى النظريات التي حاولت الإجابة على هذا السؤال هي نظرية الفائض Residual Theory of Dividends وتقضي هذه النظرية بأن المستثمر لا يمانع من احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على استثمارها بواسطة المنشأة، يفوق معدل العائد الذي كان من الممكن تحقيقه لو أنه حصل على الأرباح واستثمرها بنفسه. وبالتالي فإن قرار التوزيعات يؤثر بشكل كبير على قيمة المنشأة. وإن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية للتوزيعات التي من المتوقع الحصول عليها. وفي حال كان هناك انتظام في دفع هذه التوزيعات فقيمة السهم تحسب من خلال المعادلة:

حيث أن معدل الخصم هو معدل العائد المطلوب على السهم. ولكن في حال كان من المتوقع أن ينمو معدل التوزيعات وبمعدل ثابت تصبح المعادلة السابقة على الشكل التالي:

$$\text{قيمة السهم} = \frac{\text{التوزيعات النقدية للسهم}}{\text{معدل الخصم} - \text{معدل النمو}}$$

3- مضاعف المبيعات Sales Multiples

يتم استخدام هذه الطريقة في تقييم المنشآت في بعض الصناعات، حيث يتم ضرب مبيعات الشركة برقم معين هو مضاعف مبيعات الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة Price/sales، فمثلاً يتم حساب قيمة شركات الأدوية بضرب قيمة مبيعاتها السنوية بالرقم 2 أو أي رقم آخر يعبر عن مضاعف القطاع. ويمكن التعبير عن مضاف المبيعات Price/sales بطريقة أخرى وهي:

مضاعف المبيعات = السعر \المبيعات= السعر\ الإيرادات × الإيرادات\ المبيعات

= مضاعف الربحية × العائد على المبيعات

ت- مدخل خصم التدفقات النقدية: Discounted Cash Flow

يركز هذا المدخل على جانب الأصول ويقيس قدرة المنشأة على توليد التدفقات النقدية نتيجة التشغيل واستخدام هذه الأصول. وكما نعلم إن هذه التدفقات لا تتحقق دفعة واحدة بل على دفعات متكررة في توقيت زمني معين فهي سوف تتأثر بالقوة الشرائية ومعدل التضخم ومن هنا يجب أن يتم خصمها بمعدل خصم معين لتعكس القيمة الزمنية للنقود بالإضافة إلى المخاطرة. ومن ثم فإن المحاور الأساسية لتحديد القيمة هي:

المحور الأول: التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة.

المحور الثاني: معدل النمو في المنشأة وهو نسبة الزيادة أو النقص في التدفقات النقدية المتوقعة مستقبلا.

وإن قيمة المنشأة وفق هذا المدخل تعتمد بصور أساسية على التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها في المستقبل، وبالتالي فإن تقدير معدلات النمو لهذه التدفقات سيؤثر على أي تقييم وبالتالي يجب توخي الحذر عند تقدير معدل النمو لهذه التدفقات. وهناك عدة طرق لتقدير معدلات النمو ومن أهمها:

-بناء على معدلات النمو التاريخية والتي تم تحقيقها من قبل المنشأة

-الاعتماد على أساسيات الشركة كنمو المبيعات وسياسة التوزيع والخطط المستقبلية للمنشأة لتحديد معدل النمو بالإضافة إلى تقديرات المحلل المالي والتي تشتمل على معلومات غير مالية عن المنشأة والحالة الاقتصادية للبلد.

المحور الثالث: معدل الخصم المناسب Discount Rate لكي يتم التوصل إلى القيمة الحالية فلابد من وجود معدل خصم يستخدم لخصم التدفقات النقدية المتوقعة، وهذا المعدل لابد وأن يعكس عوامل التضخم والمخاطرة وهيكل التمويل وأهميتها النسبية. والاستخدام الخاطئ لمعمل الخصم سيؤدي بالتأكيد إلى قيمة خاطئة للمنشأة. وعموماً هناك معاملين للخصم هما:

- تكلفة حقوق الملكية The Cost of Equity
- تكلفة رأس المال The Cost of Capital

1- تكلفة حقوق الملكية: وهو العائد الذي يطلبه المستثمر لقاء مساهمته في الشركة وهناك عدة طرق لحساب تكلفة حقوق الملكية ومن أهمها نموذج المخاطرة والعائد Risk and Return أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية The Capital Assets Pricing Model (CAPM) وهو المعيار الذي على أساسه يتم قياس المخاطرة والعائد، ويقوم هذا النموذج على افتراض أن التغير في العوائد هو المعيار المناسب للمخاطرة. ويتم حساب معدل الخصم من خلال المعادلة التالية:

$$R_K = R_F + \beta_K(R_M - R_F) \qquad RISK\ PREMIUM$$

حيث إن:

R_K : العائد المطلوب من السهم K

R_F : العائد الخالي من المخاطرة

R_M : العائد على مؤشر السوق

βK: معامل ارتباط السهم K بالسوق

هناك نقطتان أساسيتان يجب أخذهما بعين الاعتبار عند استخدام نظرية CAPM وهما:

- كيفية تحديد بدل المخاطرة Risk Premium التي يتعين استخدامها في حساب العائد المتوقع على مؤشر السوق؟
- ما هو العائد الخالي من المخاطرة الذي يجب استخدامه في النموذج؟

إن علاوة المخاطر على عائد السوق والمستخدم في نظرية CAPM عادة ما تكون مأخوذة من بيانات إحصائية لسنوات عديدة، ويحسب بالفرق بين عائد الأسهم ذات المخاطرة مخصوماً من العائد الخالي من المخاطرة. وهناك ثلاثة عوامل تحدد حجم بدل المخاطرة وهي الوضع الاقتصادي للبلد والمخاطر السياسية وطبيعة السوق المالي.

أما بالنسبة للعائد الخالي من الخطر Risk Free Rate فيؤخذ من منحى العائد على السندات الحكومية وحسب مدة التحليل، فإذا كانت مدة التحليل خمس سنوات فيؤخذ العائد على السندات الحكومية متوسطة وطويلة الأجل كمؤشر للعائد الخالي من المخاطر، في حين نأخذ العائد على أذون الخزانة كمؤشر للعائد الخالي من المخاطر في حال كانت مدة الاستثمار قصيرة الأجل.

2- تكلفة التمويل كمعامل خصم The Cost of Capital:

وهو المتوسط المرجح للتكلفة لكل من مصادر التمويل المختلفة سواء كانت أسهم أم قروض (سندات) أو أسهم ممتازة والتي تستخدمها الشركة لتمويل أصولها[1]. ويحسب معدل الخصم أو تكلفة التمويل من خلال المعادلة التالية:

$$WAAC = (K_B \times B_R) + (K_E \times E_R) + (K_S \times S_R)$$

حيث أن:

WAAC: متوسط تكلفة التمويل المرجحة

K_B: تكلفة السندات أو القروض

B_R: نسبة التمويل بالديون من إجمالي رأس المال

[1] - WACC: Weighted Average Cost Of Capital

K_E: تكلفة حقوق الملكية أو الأسهم العادية

E_R: نسبة التمويل بحقوق الملكية من إجمالي رأس المال

K_S: تكلفة الأسهم الممتازة

S_R: نسبة التمويل بالأسهم الممتازة من إجمالي رأس المال

وتتحد تكلفة القروض في الفائدة التي يتم دفعها، وبما أن الفوائد يتم خصمها من الضرائب فيجب تعديل نسبة الفائدة لكي نأخذ في الحسبان الضرائب وبالتالي تصبح التكلفة كما يلي:

تكلفة القروض = الفائدة على القرض × (1- معدل الضريبة)

أما بالنسبة للأسهم الممتازة فإنها تتميز بثبات توزيعاتها وأولويتها في التوزيع قبل الأسهم العادية ولذا فإن تكلفة هذه الأسهم ما هي إلا التوزيعات التي تقوم المنشأة بتوزيعها مقسومة على سعرها الحالي في السوق. ويتم حساب تكلفة حقوق الملكية من خلال معادلة تسعير الأصول الرأسمالية كما بينا سابقاً.

المحور الرابع: عمر المنشأة:

يتمثل عمر المنشأة بالفترة الزمنية المتوقع أن تتحقق فيها التدفقات النقدية، ولاشك أن عمر المنشأة يؤثر على حصيلة التدفقات النقدية. ويعتبر تقدير عمر المنشأة من أصعب هذه المحاور جميعاً، لأنه لا يمكن التنبؤ تماماً بعمر المشروع أو المنشأة ولذلك يتم استخدام الأساليب الرياضية للتغلب على مشكلة تقدير العمر الافتراضي للمنشأة.

المحور الخامس: القيمة المتبقية للمنشأة في نهاية المدة Terminal Value هي قيمة المنشأة في نهاية عمرها ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$VR_n = CF_n(1 + g)/(k - g)$$

حيث أن:

VR_n: القيمة المتبقية للمنشأة في الفترة n

CF_n : التدفق النقدي المتولد عن المنشأة في الفترة n

g : معدل النمو

k: سعر الخصم

وبعد تحديد المحاور الخمسة السابقة و للوصول إلى قيمة المنشأة V باستخدام مدخل خصم التدفقات النقدية فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{CF_n}{(1+K)^n} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

وبالتالي يمكن القول بأن قيمة المنشأة وفق هذا المدخل تساوي مجموع التدفقات النقدية التي تولها المنشأة خلال فترة حياتها مضافاً إليها القيمة المتبقية للمنشأة مخصوماً بمعامل خصم يساوي المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

الفصل الخامس

الدراسة التطبيقية
(القسم العملي)

- ويتضمن:

المبحث الأول: عينة البحث

المبحث الثاني: تجهيز البيانات

المبحث الثالث: الاختبارات الإحصائية للفروض

المبحث الرابع: النتائج والتوصيات

المبحث الأول

عينة البحث

تم تطبيق هذا البحث على كل من البورصة المصرية والبورصة السورية وذلك لدراسة خصوصية كل سوق مالي من ناحية معرفة المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم المدرجة. وبالتالي فقد استخدم الباحث عينيتين إحصائيتين تمثلان كلا السوقين وهما:

1- بالنسبة للسوق المالي المصري(البورصة المصرية):

اشتملت عينة الدراسة على الشركات الأكثر نشاطاً والمدرجة في مؤشر البورصة المصرية case30[1]، والتي أفصحت عن قوائمها المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2002/1/1 وحتى 2007/12/31. وتم تجميع البيانات من القوائم المالية للشركات محل الدراسة والتي تم الحصول عليها من هيئة سوق المال المصري وشركة مصر لنشر المعلومات. وقد تم اختيار شركات العينة على أساس مجموعة من المعايير وهي:

- أن تكون هذه الشركات من الشركات النشطة في البورصة المصرية.
- توفر أسعار الإغلاق اليومية للشركات المختارة في العينة، بحيث يمكن تحديد قيم المتغيرات المستقلة المتعلقة بمؤشرات الأداء السوقي للسهم خلال فترة البحث.
- توافر البيانات المالية لهذه المنشآت خلال فترة البحث المحددة بحيث يمكن تحديد قيم المتغيرات المستقلة المشتقة من مؤشرات الأداء المالي للسهم.
- مراعاة توزيع الشركات على القطاعات الاقتصادية المختلفة.

وبتطبيق المعايير السابقة توصل الباحث إلى العينة النهائية للسوق المصري والتي اشتملت على 40 شركة مساهمة مصرية. ويبين الملحق رقم (1) أسماء الشركات الداخلة في العينة. كما توزعت شركات العينة على ستة قطاعات رئيسية في البورصة المصرية وهي قطاع الأغذية والمطاحن، قطاع الإسكان والعقارات، قطاع الملابس والمنسوجات، قطاع الاتصالات والخدمات، قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات المالية. كما هو مبين في الجدول التالي:

[1] - تم تغيير هذا المؤشر في العام 2010 من case30 إلى Egx30 وذلك بعد تغيير اسم سوق المال المصري من بورصتي القاهرة والإسكندرية إلى اسم البورصة المصرية، مع الإبقاء على نفس معايير وأسس بناء المؤشر.

الجدول رقم (3): توزع شركات العينة ونسبة كل قطاع من القطاعات المختلفة التي تتبع لها

التسلسل	القطـــــــــــاع	عدد الشركات	النسبة المئوية (حجم القطاع)
1	قطاع الخدمات المالية	6	%15
2	قطاع الاتصالات والخدمات	4	%10
3	قطاع الملابس والمنسوجات	4	%10
4	قطاع الإسكان والعقارات	10	%25
5	قطاع الأغذية والمطاحن	6	%15
6	قطاع الصناعة	10	%25
المجموع		40	%100

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال المصرية

ولدراسة أثر حجم المنشأة على العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات الأداء المالي والسوقي فقد تم تقسيم العينة الكلية للشركات إلى ثلاث عينات فرعية حسب حجم أصول الشركة وهي:

المجموعة الأولى: شركات صغيرة الحجم: حجم أصول الشركة أقل من 200 مليون جنيه مصري.

المجموعة الثانية: شركات متوسطة الحجم: حجم أصولها يتراوح من 200- 500 مليون جنيه.

المجموعة الثالثة: شركات كبيرة الحجم حجم: أصولها أكبر من 500 مليون جنيه.

الجدول رقم (4): توزع شركات عينة البورصة المصرية حسب الحجم

التسلسل	القطـــــــــــاع	عدد الشركات	النسبة المئوية (حجم القطاع)
1	شركات كبيرة الحجم	10	%25
2	شركات متوسطة الحجم	13	%32.5
3	شركات صغيرة الحجم	17	%42.5
المجموع		40	%100

المصدر: من إعداد الباحث

2- بالنسبة للسوق المالي السوري (بورصة دمشق):

يعتبر إصدار القانون رقم 22 للعام 2005 الذي قضى بإحداث هيئة ناظمة تسمى "هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية" ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري الخطوة الأولى الحقيقية في تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية. وأوكل القانون لهذه الهيئة مهمة إعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية. كما أوكل إليها تنظيم عملية طرح الأسهم في السوق الأولية.

وبعد ذلك تم إصدار المرسوم التشريعي رقم (55) للعام 2006 والذي أحدثت بموجبه سوق دمشق للأوراق المالية حيث نص على إنشائها كسوق لتداول الأوراق المالية في الجمهورية العربية السورية. كما نص المرسوم 55 على أن تكون السوق مؤسسة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، بالإضافة إلى إمكانية تحويلها إلى شركة مساهمة عند توفر الظروف الملائمة لذلك. كما تم إنشاء مركز للمقاصة والحفظ المركزي يتبع لسوق دمشق للأوراق المالية وتتمثل مهامه في إيداع وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق. وتشمل سوق دمشق على كل من السوق النظامية والموازية (أ و ب).

ويتم إدراج الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية إما في السوق النظامي أو السوق الموازي على أساس مجموعة من المعايير. فالسوق النظامية هي السوق المخصصة للشركات المساهمة التي مضى على عملها في الإنتاج أو الاستثمار 3 سنوات، وحققت أرباحاً في سنتين ماليتين وصلت كحد أدنى إلى 5% من رأس المال المدفوع، وأن يبلغ عدد المساهمين فيها 300 مساهم على الأقل وأن يكون الحد الأدنى لرأس المال 300 مليون ليرة سورية، ونسبة الأسهم الحرة القابلة للتداول لا تقل عن 20% من أسهم الشركة، وأن تكون بياناتها المالية معدة وفق معايير المحاسبة الدولية.

كما تم تقسيم السوق الموازي إلى سوقين هما (أ) و(ب)، وإن شروط إدراج الشركات في السوق الموازية (أ) هي أن يكون مضى على نشاط الشركة عام واحد، وأن يكون رأسمالها الأدنى 100 مليون ليرة وعدد المساهمين 100 وأن تكون الأسهم الحرة القابلة للتداول 10% كحد أدنى وبياناتها الدولية معدة وفق معايير المحاسبة الدولية، كما إن إدراج هذه الشركات في السوق الموازي (أ) لا يشترط تحقيق هذه الشركات أرباح على ألا يتجاوز حجم خسارتها 10 % من رأسمال الشركة.

أما السوق الموازي (ب) فيضم الشركات التي لم تبدأ بالاستثمار أو الإنتاج بعد وأن يكون عدد المساهمين في الشركة 50 مساهم كحد أدنى ورأسمالها 50 مليون وأن تكون الميزانية التأسيسية أو قائمة الدخل للشركة معدة وفق معايير المحاسبة الدولية وأن تكون الأسهم الحرة القابلة للتداول 10 % من أسهم الشركة.

يذكر أنه قد تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في العاشر من شهر آذار عام 2009، ويتم التداول على أسهم الشركات المدرجة في 3 جلسات أيام الاثنين، والثلاثاء، والخميس من كل أسبوع[1]، ويبين الجدول التالي الفرق بين الشروط الخاصة بالإدراج في كل من السوق النظامي والسوق الموازي أ في بورصة دمشق.

الجدول رقم (5): شروط إدراج الشركات في السوق النظامي والموازي أ لبورصة دمشق

	السوق النظامي	السوق الموازي أ
رأس المال	300 مليون	100 مليون
مدة عمل الشركة	3 سنوات على الأقل	عام واحد
عدد المساهمين	300 مساهم	100 مساهم
نسبة الأرباح	5% من رأس المال	عدم تجاوز الخسارة 10% من رأس المال
نسبة الأسهم الحرة	20% من عدد الأسهم	10% من عدد الأسهم

وصل عدد الشركات المدرجة في نهاية العام 2009 في سوق دمشق للأوراق المالية إلى 12 شركة مساهمة عامة، وبقيمة سوقية وصلت إلى 61 مليار ليرة سورية موزعة على أربعة قطاعات رئيسية هي قطاع المصارف والتأمين (8 شركات) قطاع الإعلان (شركة واحدة) الصناعة (شركتين) الزراعة (شركة واحدة). ومن المتوقع أن يصل عدد الشركات المدرجة في السوق في نهاية العام 2010 ما بين 20 إلى 25 شركة مساهمة عامة. ويبين الجدول التالي الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حتى العام 2009 مع قيمتها السوقية، ومصنفة حسب السوق المدرجة فيه.

[1] - سيتم زيادة عدد أيام التداول إلى 5 أيام قبل نهاية العام الجاري وفق مصادر من سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول رقم (6): الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وقيمتها السوقية حتى نهاية 2009 (مليار ليرة سورية)

الرمز	اسم الشركة	القيمة السوقية للشركة	نوع السوق
ARBS	البنك العربي- سورية	6.7	نظامي
BASY	بنك عودة- سورية	9.6	نظامي
BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	10.5	نظامي
BSO	بنك سورية والمهجر	6.7	نظامي
IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	8.4	نظامي
BBS	بنك بيبلوس- سورية	2.3	موازي أ
SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	11	موازي أ
UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	1.6	نظامي
UIC	الشركة المتحدة للتأمين	1.5	نظامي
AHT	الشركة الأهلية للنقل	0.470	موازي أ
AVOC	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	2.1	موازي أ
NAMA	الشركة الهندسية الزراعية- نماء	0.394	موازي أ
مجموع القيم السوقية لعينة الدراسة		**61.1 مليار ليرة سورية**	

المصدر: سوق دمشق للأوراق المالية

أما بالنسبة لعينة البحث الخاصة بالسوق المالي السوري فضمت 9 شركات مدرجة في السوق أي أن عينة الدراسة شكلت ما نسبته 75% من مجتمع الدراسة الأمر الذي يُمكن الباحث من تعميم نتائج الدراسة على كامل السوق. وقد تم حذف ثلاثة شركات هي (بنك بيبلوس- المجموعة المتحدة للنشر والإعلان– شركة نماء) بسبب عدم توفر بعض الشروط الخاصة باختيار الشركات عينة الدراسة مثل عدم توفر البيانات المالية اللازمة لاحتساب المؤشرات المالية الخاصة بعملية التحليل. وضمت عينة البحث الخاصة بالسوق السوري كل من الشركات التالية:

الجدول (7): شركات عينة البحث الخاصة بالسوق المالي السوري

التسلسل	اسم الشركة
1	البنك العربي- سورية
2	بنك عودة- سورية
3	بنك بيمو السعودي الفرنسي
4	بنك سورية والمهجر
5	المصرف الدولي للتجارة والتمويل
6	بنك سورية الدولي الإسلامي
7	الشركة المتحدة للتأمين
8	الشركة الأهلية للنقل
9	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية

ويشكل قطاع المصارف ما نسبته 66% من عينة الدراسة وتم تطبيق التحليل الإحصائي على كامل العينة في البداية ثم على قطاع المصارف فقط بهدف دراسة خصوصية هذا القطاع ومقارنته بمجتمع الدراسة. ولم يتم دراسة أثر حجم الشركة على العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والسوقي والقيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة دمشق لأنه ليس هناك فروق واضحة بين هذه الشركات على اعتبار أن أغلب شركات العينة هي مصارف ورأس مالها واحد تقريباً وهو 1.5 مليار ليرة سورية.

المبحث الثاني: تجهيز البيانات

اشتملت متغيرات الدراسة التطبيقية على كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم، وسنقوم في هذا المبحث بعرض مفصل لمتغيرات البحث مع كيفية قياسها.

1- المتغير التابع (Dependent Variable):

بالنسبة للبورصة المصرية: تمثل المتغير التابع للبحث في القيمة السوقية للمنشأة وتم اعتماد متغير القيمة السوقية للسهم كممثل لقيمة المنشأة وتم التعبير عنه بأسعار الإغلاق Close price في نهاية السنة المالية للشركة، أي في12/31 في حال كانت السنة المالية للشركة تنتهي في نهاية كانون الأول، وفي 6/30 في حال كانت السنة المالية للشركة تنتهي في نهاية الشهر السادس من كل عام.

أما بالنسبة لبورصة دمشق للأوراق المالية فإن المتغير التابع يتمثل بأسعار الإقفال للأسهم في نهاية كل ربع من العام 2009 حيث تم تقسيم السنة المالية 2009 إلى أربعة أرباع: الربع الأول (من 1/1-2009/3/31)، الربع الثاني (4/1-2009/6/30)، الربع الثالث (7/1-2009/9/30)، والربع الرابع (10/1- 2009/12/31). وفي حال كان أحد هذه الأيام عطلة رسمية أو لا يوجد فيه تداول فسيتم أخذ سعر الإقفال في اليوم الذي يليه مباشرة.

2- المتغيرات المستقلة (Independent Variables):

هي المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع والمتمثلة في المتغيرات المالية والسوقية للشركات المتضمنة في عينة البحث، وقد تم حصر هذه المتغيرات في 25 متغير مستقل موزعة على أربعة مؤشرات رئيسية وهي:

a) – مؤشرات الربحية (Profitability Indicators): تضم ستة متغيرات فرعية:

- معدل العائد على الأصول Return on Assets
- هامش صافي الربح Net Profit Margin
- هامش ربح التشغيل Operating Profit Margin
- العائد على حقوق المساهمين Return on Equity
- العائد على رأس المال Return on Capital

- العائد على المبيعات Return on Sales

b) **مؤشرات السيولة (Liquidity Indicators)**: وتضم ثلاثة متغيرات فرعية وهي:

- نسبة التداول Current Ratio
- نسبة التداول السريع Quick Current Ratio
- نسبة النقدية Cash Ratio

c) **مؤشرات النشاط (Activity Indicators)**: وتضم متغير فرعي واحد:

- معدل دوران الأصول Assets Turnover

d) **مؤشرات الرفع المالي (Financial Leverage)**: وتضم متغيرين فرعيين:

- الرافعة المالية Financial Leverage
- رافعة الأصول Assets Leverage

e) **مؤشرات السوق (Market Indicators)**: وتضم أحد عشر متغير فرعي وهم:

- مضاعف الربحية Price-Earnings Ratio
- الأرباح الموزعة للسهم Dividend Per Share
- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية Market to Book Value
- القيمة السوقية إلى القيمة الاسمية Market to Face Value
- ربحية السهم Earnings Per Share
- نسبة توزيع الأرباح Payout Ratio
- معدل الرسملة Earning to Price Ratio
- عدد الصفقات Number of Transactions
- وسطي حجم التداول اليومي Average of Daily Trading Volume
- وسطي قيمة التداول اليومي Average of Daily Trading Value
- وسطي قيمة الصفقة Average of Transaction Value

بالإضافة إلى متغيري القيمة الدفترية والقيمة الاسمية للسهم. وتم تقسيم المؤشرات السابقة إلى مؤشرات مالية ومؤشرات سوقية على أساس أنه في حال كانت القيمة السوقية للسهم أحد طرفي النسبة المستخدمة في الحساب فإن النسبة تعتبر سوقية، كما أنه لا يمكن حساب هذه النسب للمنشآت غير المدرجة في السوق المالي.

وتم احتساب 6000 نسبة مالية (25 متغير مستقل× 40 شركة × 6 سنوات) بالنسبة للسوق المصري (ملحق رقم 2). كما تم احتساب 720 نسبة مالية (20 متغير× 9 شركات × 4 أرباع) بالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية (ملحق رقم 3).

3- قياس متغيرات الدراسة:

لدراسة العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والسوقي والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالي لا بد من قياس كل متغير من متغيرات الدراسة كما في الجدول التالي:

الجدول رقم (8): أسلوب قياس المتغيرات المستقلة لشركات عينة الدراسة

	المؤشرات الفرعية	كيفية القياس	الاختصار
	القيمة الدفترية للسهم	الموجودات- المطلوبات/عدد الأسهم المصدرة	BV
مؤشرات الربحية	العائد على الأصول	صافي الربح /إجمالي الأصول	RoA
	العائد على حقوق الملكية	صافي الربح بعد الضرائب/إجمالي حقوق الملكية	RoE
	العائد على رأس المال	صافي الربح بعد الضرائب/رأس المال	RoC
	العائد على المبيعات	صافي الربح بعد الضرائب/ صافي المبيعات	RoS
	هامش ربح التشغيل	صافي ربح التشغيل/ صافي المبيعات	OP
	هامش الربح	صافي الربح بعد البنود غير العادية/ صافي المبيعات	NPM
مؤشرات النشاط	معدل دوران الأصول	صافي المبيعات/إجمالي الأصول	ATO
مؤشرات السيولة	نسبة التداول	الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة	CR
	نسبة التداول السريع	الأصول المتداولة- المخزون / الخصوم المتداولة	QCR
	نسبة النقدية	النقدية + الأوراق المالية/ الخصوم المتداولة	CAR
مؤشرات الرفع المالي	رافعة الأصول	إجمالي الأصول/إجمالي حقوق الملكية	AL
	الرافعة المالية	إجمالي الالتزامات /إجمالي حقوق الملكية	FL
المؤشرات السوقية	ربحية السهم	صافي الربح بعد الضرائب / عدد الأسهم العادية	EPS
	مضاعف الربحية	سعر السهم السوقي/ ربحية السهم	P/E
	التوزيعات النقدية للسهم	التوزيعات النقدية الموزعة/ عدد الأسهم العادية	DPS
	مضاعف القيمة الدفترية	السعر السوقي للسهم/ القيمة الدفترية للسهم	P/BV
	مضاعف القيمة الاسمية	السعر السوقي للسهم/ القيمة الاسمية للسهم	P/NV
	نسبة توزيع الأرباح	التوزيعات النقدية للسهم/ ربحية السهم	PoR
	معدل الرسملة	ربحية السهم/ السعر السوقي للسهم	E/P
	عدد الصفقات	عدد عمليات البيع والشراء	No.Trans
	وسطي حجم التداول اليومي	حجم التداول السنوي/ عدد أيام التداول الفعلية	DTVOL
	وسطي قيمة التداول اليومي	قيمة التداول السنوي/ عدد أيام التداول الفعلية	DTValue
	وسطي قيمة الصفقة	قيمة التداول السنوي/عدد الصفقات السنوية	AoTrValue

المبحث الثالث

الاختبارات الإحصائية لفرضيات البحث

يهدف البحث إلى بناء نموذج إحصائي يجسد العلاقة بين القيمة السوقية للسهم (المتغير التابع) ومجموعة من المتغيرات المالية والسوقية (المتغيرات المستقلة) التي أثبتت دلالتها الإحصائية معنوية العلاقة بينها وبين المتغير التابع ولكل من البورصة المصرية والبورصة السورية. ولذا يعتبر تحليل الانحدار Regression Analysis (المتعدد والتدريجي) هو التحليل الذي يمكن من خلاله إيجاد المعادلة الرياضية التي تربط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. ويمكن من خلال هذا النموذج فهم طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وإمكانية توقع تأثير التغير في هذه المؤشرات على المتغير التابع. وقد تم بناء خمسة نماذج رياضية للبورصتين المصرية والسورية كما هو مبين في الجدولين التاليين:

1- بالنسبة للسوق المصري:

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
نموذج أول فرعي	القيمة السوقية	المؤشرات المالية
نموذج ثاني فرعي	القيمة السوقية	المؤشرات السوقية
نموذج ثالث رئيسي	القيمة السوقية	المؤشرات المالية والسوقية

2- بالنسبة للسوق السوري:

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
نموذج أول رئيسي	القيمة السوقية	المؤشرات المالية والسوقية
نموذج ثاني فرعي (المصارف فقط)	القيمة السوقية	المؤشرات المالية والسوقية

والصيغة العامة للنماذج الرياضية هي:

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \cdots\cdots\cdots\cdots + \beta_n X_n + \epsilon$$

حيث:

Y: المتغير التابع

$X_1, X_2, \ldots\ldots, X_n$: المتغيرات المستقلة

$\beta_1, \beta_2, \ldots\ldots\beta_n$: المعاملات الثابتة لنموذج الانحدار

ϵ: الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار

لكن وقبل القيام بتطبيق تحليل الانحدار الخطي لا بد من التأكد من أن البيانات الإحصائية محل البحث تتوفر فيها مجموعة من الشروط الضرورية وذلك للتأكد من سلامة مخرجات التحليل الإحصائي. وهذه الشروط هي[1]:

1- نسبة الحالات N إلى المتغيرات المستقلة Cases to Independent Variables وفي الانحدار الخطي يجب أن يكون عدد الحالات خمسة أضعاف عدد المتغيرات المستقلة.

2- الارتباط الذاتي Multicollinearity والتفرد Singularity: ونعني بالارتباط الذاتي هو وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة، والتفرد هو وجود ارتباط تام بين بعض هذه المتغيرات. ويمكن معرفة هذا الأمر من خلال مصفوفة الارتباط Correlation Matrix وعن طريق مربع الانحدار المتعدد وفترات السماح Tolerances.

3- القيم المتطرفة Outliners : يجب أن يتم فحص البيانات ليتم معرفة هل تتضمن قيم شاذة أم لا؟ وفي حال وجودها يجب العمل على معرفتها واستبعادها. ويمكن معرفتها من خلال اختبار ماهالانوبس Mahalnopes أو من خلال شكل الانتشار.

4- الطبيعية Normality والتجانس Homoscedasticity والخطية Linearity واستقلال البواقي Independence of Residual.

5- كما ولتطبيق تحليل الانحدار يجب التحقق من شرط هام وضروري وهو أن تكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة عبر الزمن (Stationarity)، لأنه وفي حال غياب صفة الاستقرار فإن العلاقة الإحصائية (الانحدار) التي نحصل عليها بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة غالباً ما تكون زائفة (Spurious Regression).

وللتأكد من توفر الشروط من 1، 2، 3، و4 أعلاه والخاصة بتحليل الانحدار اعتمد الباحث على البرنامج الإحصائي SPSS (Statistical Package for Social Sciences)، وللتحقق من الشرط الخامس فقد تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي E-Views.

[1] - عبد الفتاح مصطفى محمد السيد، "الانحدار المتعدد"، كلية العلوم والدراسات، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية. د ت.

ولاختبار فرضيات البحث تم استخدام مجموعة من الأساليب والاختبارات الإحصائية وهي:

1. تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression) لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
2. تحليل الانحدار التدريجي (Stepwise Regression) لغرض اختبار ترتيب دخول المتغيرات المعنوية المستقلة في نموذج التنبؤ بالمتغير التابع والتخلص من ظاهرة الارتباط بين المتغيرات المستقلة إن وجدت.
3. مقاييس الإحصاء الوصفي Descriptive Statistical Measures لمعرفة خصائص عينة الدراسة، حسب أهميتها من خلال المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية.
4. اختبار معاملات الارتباط Correlation Coefficients ومعاملات الانحدار Regression Coefficients باستخدام T-test واختبار نماذج الانحدار باستخدام اختبار F-test.
5. اختبار جذر الوحدة Unit Rote Test باستخدام كل من اختبار ديكي-فوللر الموسع (Augmented Dickey-Fuller) واختبار فيلب-بيرون Phillip-Perron.

أولاً- التأكد من توفر شروط الانحدار الخطي للبيانات الخاصة بالبورصة المصرية:

أ- بالنسبة للمؤشرات المالية:

1- اختبار استقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض:

حيث أنه من الأهمية بمكان عند تطبيق أسلوب الانحدار أن يتم التأكد من عشوائية توزيع المتغيرات التفسيرية وعدم وجود علاقة ارتباط قوية أو ما يعرف بمشكلة الارتباط المتعدد Multicollinearity ومعناه وجود ارتباط تام (أو قريب من الخطي) بين المتغيرات المستقلة في علاقة الانحدار مما يتسبب في الآثار التالية:

- صعوبة الحصول على تقديرات معاملات الانحدار.
- يكون الخطأ المعياري كبيراً جداً في علاقة الانحدار.
- عدم إمكانية الفصل بين تقديرات معاملات الانحدار.

وللتأكد من ذلك فإنه يمكن عرض مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة والتي تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم (9): مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة لشركات عينة البورصة المصرية

	MV	NV	BV	ROS	OM	NPM	RoA	RoE	ROC	CR	QCR	CAR	FL	AL	ATO
MV	1	.629	.795	.027	.017	.136	.362	.484	.554	-.079	-.124	-.043	-.037	-.027	.091
NV	.629	1	.736	-.133	-.057	-.112	.139	.203	.075	-.145	-.094	-.082	-.025	-.002	.079
BV	.795	.736	1	-.041	-.042	.303	.233	.252	.458	.023	-.105	-.045	-.073	-.066	.070
ROS	.027	-.133	-.041	1	.678	.515	.344	.252	.209	.191	.156	.345	.021	-.006	-.363
OM	.017	-.057	-.042	.678	1	.249	.194	.167	.103	.131	-.032	.174	.158	.134	-.357
NPM	.136	-.112	.303	.515	.249	1	.135	.074	.258	.265	.145	.273	-.022	-.040	-.282
RoA	.362	.139	.233	.344	.194	.135	1	.748	.545	.062	.210	.356	-.337	-.335	.346
RoE	.484	.203	.252	.252	.167	.074	.748	1	.582	-.177	-.077	.078	.026	.045	.266
ROC	.554	.075	.458	.209	.103	.258	.545	.582	1	.006	.003	.165	-.068	-.065	.113
CR	-.079	-.145	.023	.191	.131	.265	.062	-.177	.006	1	.662	.605	-.127	-.151	-.179
QCR	-.124	-.094	-.105	.156	-.032	.145	.210	-.077	.003	.662	1	.867	-.166	-.130	-.076
CAR	-.043	-.082	-.045	.345	.174	.273	.356	.078	.165	.605	.867	1	-.117	-.105	-.116
FL	-.037	-.025	-.073	.021	.158	-.022	-.337	.026	-.068	-.127	-.166	-.117	1	.973	-.300
AL	-.027	-.002	-.066	-.006	.134	-.040	-.335	.045	-.065	-.151	-.130	-.105	.973	1	-.278
ATO	.091	.079	.070	-.363	-.357	-.282	.346	.266	.113	-.179	-.076	-.116	-.300	-.278	1

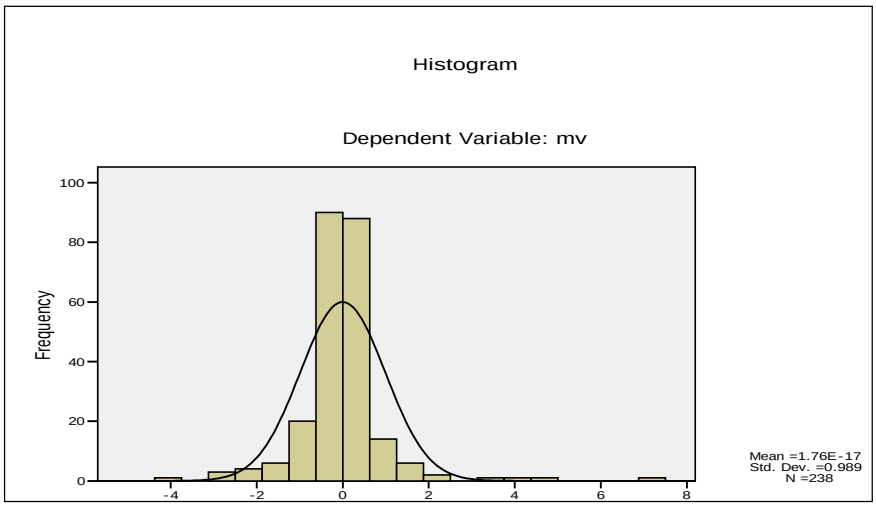
من مصفوفة الارتباط يتضح أن هناك ارتباط قوي[1] بين كل من الرافعة المالية (FL) ورافعة الأصول (AL) حيث كان معامل الارتباط 0.97. كما يوجد ارتباط بين السيولة السريعة (QCR) ونسبة النقدية (CAR) بمعامل ارتباط 0.86، وبالتالي تم حذف أحد هذين المتغيرين من النموذج وهو المتغير الأقل أهمية. ولمعرفة المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للسهم، فقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتدرج Stepwise Regression والذي بمقتضاه يتم حذف المتغير المستقل الذي لا يؤثر على القيمة السوقية من نموذج الانحدار، وتبقي في النموذج المتغيرات المستقلة ذات التأثير الفعلي على السعر السوقي السهم.

2- التوزيع الطبيعي Normality

يعتبر توافر شرط التوزيع الطبيعي أساساً لتطبيق التحليلات الإحصائية المتقدمة. ويقصد به شكل التوزيع لبيانات المتغيرات المستخدمة في التحليل، ويؤدي التعدي على هذا الشرط إلى عدم صلاحية نتائج التحليل الإحصائي حيث أنها متطلب أساسي لتطبيق اختبار (F) واختبار (T). ويعتبر المدرج التكراري Histogram من أبسط الطرق المستخدمة للتحقق من توافر هذا الشرط، ويبين الشكل رقم (23) أن توزيع الإحصائي للبيانات هو توزيع طبيعي.

[1] - إذا كان معامل الارتباط بين متغيرين مستقلين أكبر من 0.80 فيجب العمل على حذف أحد المتغيرين حتى لا يعاني النموذج من مشكلة الارتباط المتعدد.

الشكل رقم (23): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات المالية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية

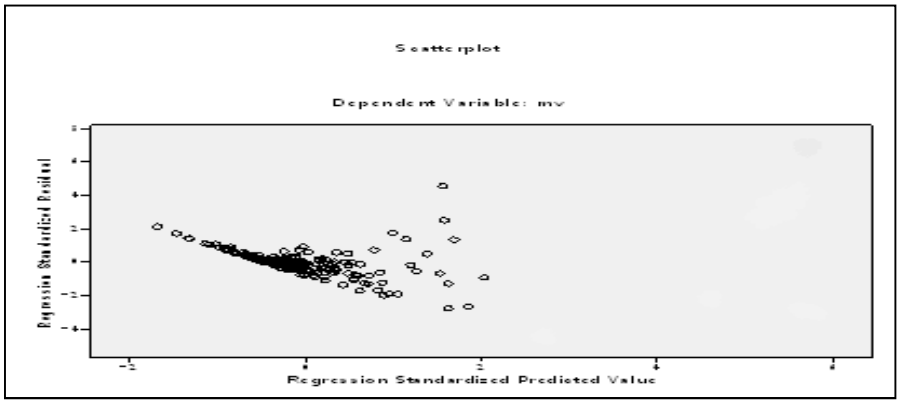


المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي

3- الخطية Linearity:

تشترط الأساليب الإحصائية التي تعتمد على قياس الارتباط بين المتغيرات مثل الانحدار المتعدد إلى ضرورة توافر شرط الخطية. حيث يعتمد تحديد الارتباط على العلاقة الخطية بين المتغيرات، وبالتالي فهو لا يشتمل على التأثير غير الخطي. ويترتب على وجود العلاقات غير الخطية إلى تقليل قوة العلاقة. ويعتبر انتشار القيم على الرسم البياني (Scatter plots) من أبسط الطرق للتأكد من توفر هذا الشرط، كما يمكن استخدام البواقي من النموذج (Residuals) والذي يوضح الجزء غير المشروح من المتغير التابع. ويبين الشكل رقم (24) شكل الانتشار للبواقي مع القيم المتوقعة. يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية.

الشكل رقم (24): اختبار الخطية للبيانات المالية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية

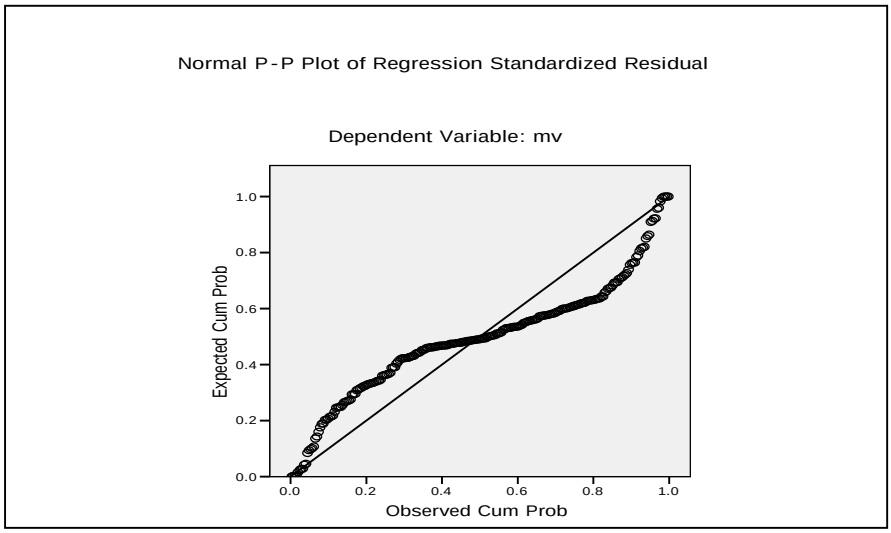


المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي

4- التوزيع الطبيعي للبواقي Normality of Residuals:

يعتمد تحليل الانحدار الخطي على فرضية أن البواقي موزعة توزيعا طبيعيا عند كل النقاط للمتغير المستقل. وهذا يعني أنها تتغير من سالب لموجب حول قيمة الصفر بشكل توزيع طبيعي وبحيث يكون مجموعها صفرا. ونلاحظ من الشكل رقم (25) أن كافة النقاط تتجمع حول الخط وبالتالي فإن البواقي تتوزع حسب التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (25): اختبار البواقي للبيانات المالية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية



المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي

5- القيم المتطرفة Outliners

يجب أن يتم فحص البيانات ليتم معرفة هل تتضمن قيم شاذة أم لا؟ وفي حال وجودها يجب العمل على معرفتها واستبعادها. ويمكن معرفتها من خلال اختبار ماهالانوبس Mahalnopes أو من خلال شكل الانتشار. نلاحظ من الشكل رقم (23) عدم وجود قيم متطرفة أو شاذة.

6- التجانس Homoscedasticity

ومعناه ثبات التغير (التباين) في قيمة البواقي. عندما يكون هناك تجانس فإن البواقي ستكون متساوية إلى حد ما عند جميع القيم أو بمعنى آخر لن نلاحظ اتجاه لزيادة أو نقصان البواقي مع تغير قيمة المتغير المستقل.

ب - بالنسبة للمؤشرات السوقية:

1- اختبار استقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض: للتأكد من ذلك فإنه يمكن عرض مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة والتي تظهر في الجدول التالي:

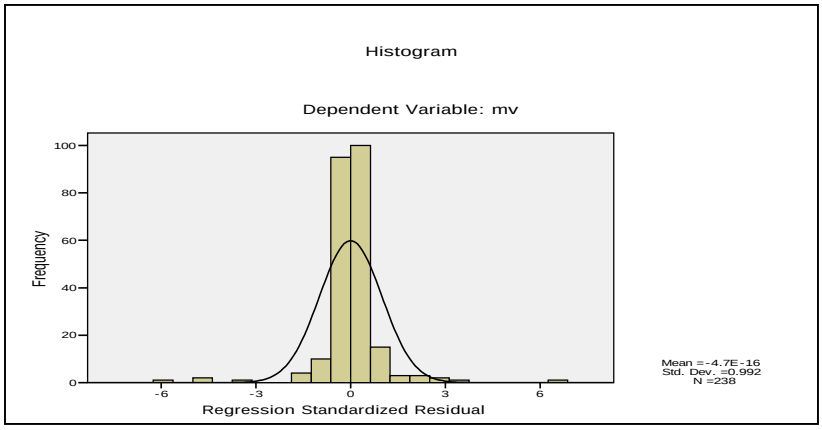
جدول رقم (10): مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات السوقية المستقلة لشركات عينة البورصة المصرية

	MV	EPS	PE	DPS	PoR	EP	PB	PN	NoTrans	DTvol	DTValue	AoTrValue
MV	1.000	.833	.006	.860	.240	-.056	.280	.435	-.023	-.083	.197	.475
EPS	.833	1.000	-.117	.713	-.001	-.009	.152	.207	-.054	-.097	.111	.382
PE	.006	-.117	1.000	.009	-.047	-.137	.158	.081	.232	.382	.072	-.042
DPS	.860	.713	.009	1.000	.479	-.023	.099	.101	-.060	-.089	.059	.278
PoR	.240	-.001	-.047	.479	1.000	-.018	-.053	-.081	-.069	-.075	-.064	-.015
EP	-.056	-.009	-.137	-.023	-.018	1.000	-.117	-.076	-.085	-.083	-.058	-.051
PB	.280	.152	.158	.099	-.053	-.117	1.000	.494	.056	-.027	.164	.202
PN	.435	.207	.081	.101	-.081	-.076	.494	1.000	.084	-.019	.374	.404
NoTrans	-.023	-.054	.232	-.060	-.069	-.085	.056	.084	1.000	.889	.867	-.026
DTvol	-.083	-.097	.382	-.089	-.075	-.083	-.027	-.019	.889	1.000	.677	-.051
DTValue	.197	.111	.072	.059	-.064	-.058	.164	.374	.867	.677	1.000	.168
AoTrValue	.475	.382	-.042	.278	-.015	-.051	.202	.404	-.026	-.051	.168	1.000

من مصفوفة الارتباط يتضح أن هناك ارتباط قوي بين عدد الصفقات (.NoTrans) وقيمة وحجم التداول اليومي (DTValue) (.DTvol) حيث كانت معاملات الارتباط 0.89 و 0.87 على التوالي. وبالتالي تم حذف أحد المتغيرين من النموذج (المتغير الأقل أهمية). وذلل باستخدام تحليل الانحدار التدريجي Stepwise Regression.

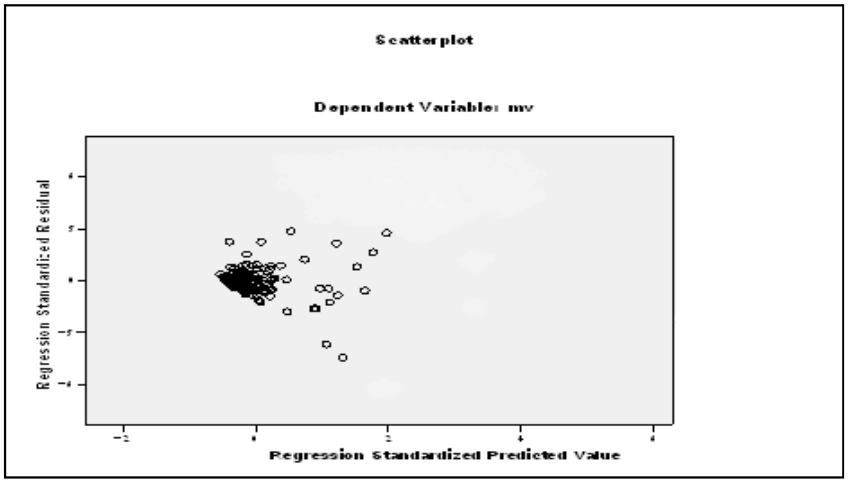
1- التوزيع الطبيعي Normality: من خلال المدرج التكراري Histogram نلاحظ أن توزيع البيانات هو توزيع طبيعي.

الشكل رقم (26): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات السوقية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية



2- الخطية Linearity: يبين الشكل رقم (27) عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية.

الشكل رقم (27): اختبار الخطية للبيانات السوقية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية

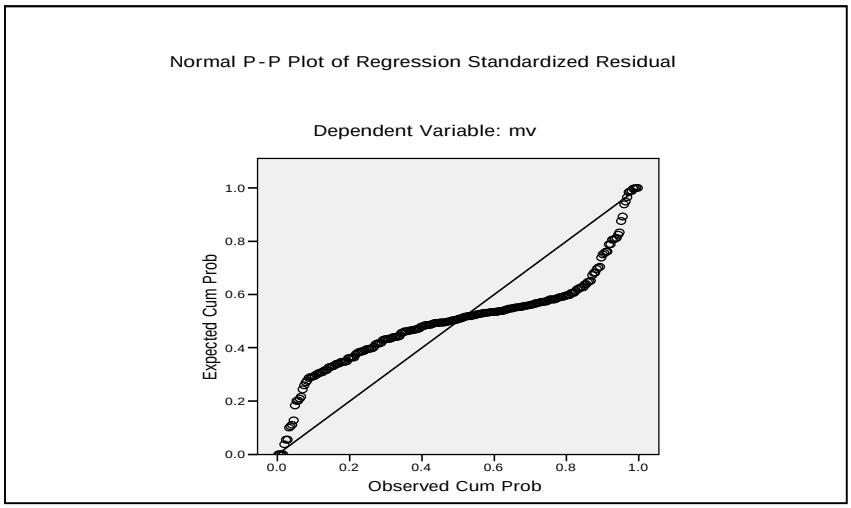


المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي

3- التوزيع الطبيعي للبواقي Normality of Residuals:

نلاحظ من الشكل رقم (28) أن كافة النقاط تتجمع حول الخط وهذا يعني أن البواقي تتغير من سالب إلى موجب حول قيمة الصفر بشكل توزيع طبيعي وبحيث يكون مجموعها صفراً. وبالتالي فإن البواقي تتوزع حسب التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (28): اختبار البواقي للبيانات السوقية الخاصة بشركات عينة البورصة المصرية



المصدر: مخرجات التحليل الاحصائي

4- القيم المتطرفة: Outliners

من خلال شكل الانتشار المبين في الشكل رقم (27) نتبين عدم وجود قيم متطرفة أو شاذة في البيانات السوقية لشركات عينة البحث.

ج- اختبار خاصية السكون والاستقرار عبر الزمن Stationarity:

لاختبار خاصية السكون[1] في السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث تم استخدام أهم اختبارين من اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests)، وهما:

- اختبار ديكي-فوللر الموسع (Augmented Dickey-Fuller)

-اختبار فيلب-بيرون[2] (Phillip-Perron, 1988) .

ويمكن توضيح اختبار ديكي-فوللر[3]. من خلال المعادلة التالية:

$$\Delta y_t = b_1 + d y_{t-1} + u_t$$

حيث تشير (Δ) إلى الفرق الأول للسلسلة الزمنية (y_t)، ويتم اختبار فرض العدم (Null hypothesis) بأن المعلمة (H0: δ =0) أي بوجود جذر وحدة في السلسلة، بمعني أنها غير ساكنة، في مقابل الفرض البديل (H1: δ < 0) أي سكون السلسلة، وإذا كانت (δ) معنوية وأقل من الصفر (δ< 0) فإننا نقبل الفرض البديل بعدم وجود جذر وحدة (Unit root)، أي أن المتغير ساكن أو مستقر عبر الزمن (Stationarity). ويمكن أن يضاف إلى المعادلة السابقة متغير الزمن (t)، وإذا كان حد الخطأ (u_t) في النموذج أعلاه يعاني من الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، فيمكن أن يصحح بإضافة عدد مناسب من حدود الفرق المبطئة، وتصبح معادلة اختبار جذر الوحدة كالآتي:

$$\Delta y_t = b_1 + b_2 t + d y_{t-1} + a_i \sum_{i=1}^{m} \Delta y_{t-i} + e_t \qquad (2)$$

[1] - السلسلة الزمنية الساكنة هي التي تظل متوسطاتها وتباينها وتغايرها ثابتة مع مرور الزمن. (انظر على سبيل المثال: G.S Maddala,1992, Introduction to Econometrics).

[2] - Peter Philips & Pierre Perron, "Testing for A Unit Root in Time Series Regression", Biometrica, 1988, Vol. 75, PP. 335-346.

[3] - David Dickey & Wayne Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, 1979, PP. 427-431.

وهذا النموذج يوصف باختبار ديكي- فوللر الموسع (Augmented Dickey-Fuller test)، حيث تصبح (ε_t) غير مرتبطة ذاتياً وتتميز بالخواص المرغوبة (White noise). ولتحديد طول الفجوات الزمنية (m) المناسبة يتم عادة استخدام معايير مثل (Akaike Info Criterion). ويتم اختبار الفرض العدمي ($\delta = 0$) أو بوجود جذر وحدة من خلال مقارنة إحصائية (τ) المقدرة للمعلمة (δ) مع القيم الجدولية لـــ (Dickey and Fuller) والمطورة أيضا بواسطة (Mackinnon)[1]. فإذا كانت القيمة المطلقة لإحصائية (τ)[2] المقدرة تتجاوز القيمة المطلقة لـــ (DF) فإنها تكون معنوية إحصائياً، وعليه نرفض فرض العدم أي وجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة الزمنية ساكنة (Stationary)، وإذا كانت أقل من القيمة الجدولية فانه لا يمكن رفض فرض جذر الوحدة، أي أن السلسلة غير ساكنة، وبالتالي نقوم باختبار سكون الفرق الأول (first difference) للسلسلة، وإذا كان غير ساكن نكرر الاختبار للفرق من درجة أعلى .. وهكذا.

أما بالنسبة لاختبار فيلب-بيرون (Phillip-Perron) فيعتمد تقديره على نفس المعادلة رقم (1)، إلا أنه يختلف عن اختبار (DF) في طريقة معالجة وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الأعلى، حيث يقوم بعملية تصحيح غير معلمية (Nonparametric) لإحصائية (τ) للمعلمة (δ)، بينما اختبار (DF) يواجه مشكلة الارتباط التسلسلي بعملية تصحيح معلمية من خلال إضافة حدود الفروق المبطئة للمتغير على يمين المعادلة كما في المعادلة رقم (2). ومن المعلوم أن اختبار (ADF test) قائم على فرضية أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي (Autoregressive process) بينما اختبار (PP test) قائم على افتراض أكثر عمومية، وهي أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية (Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA)). ولذا يرى (Hallam & Zanoli)[3] أن اختبار (PP test) له قدرة اختباريه أفضل، وهو أدق من اختبار (ADF test) لاسيما عندما يكون حجم العينة صغير. وفي حالة تضارب وعدم انسجام نتائج الاختبارين فان الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار فيليب بيرون[4].

---

[1] - القيم الجدولية لـ (ADF) تم احتسابها ضمن مخرجات برنامج (EViews) المستخدم في هذه الدراسة، وهذه القيم تختلف حسب عدد حدود الفرق المبطئ الداخلة في نموذج الاختبار، والتي قد تم حسابها تلقائيا وفق معيار Akaike (AIC) بحد أقصى 9 فترات.

[2] - قيم (τ) المحسوبة في هذا الاختبار عادة تكون سالبة.

[3] - David Hallam and Raffaele Zanoli, "Error Correction Models and Agricultural Supply Response", European Review of Agricultural Economics", Vol. 20, Issue 2, 1993, PP. 151-66.

[4] - James Obben, "The Demand for Money in Brunei." Asian Economic Journal, Vol. 12, Issue 2, 1998, PP. 109-21.

ويظهر الجدولين رقم (11،12) نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختباري Augmented Dickey-Fuller test و Phillip-Perron.

جدول رقم (11): اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام:
(Augmented Dickey-Fuller (ADF))

تسلسل	السلسلة	الرمز	t-Statistic (المحسوبة)	Test critical values	Prob.
1	القيمة السوقية	MV	-5.632052	-3.457984	0.0000
2	القيمة الاسمية	NV	-4.817594	-3.457630	0.0001
3	القيمة الدفترية	BV	-5.836212	-3.457747	0.0000
4	معدل دوران الأصول	ATO	-4.256186	-3.457630	0.0007
5	العائد على المبيعات	ROS	-6.977952	-3.457630	0.0000
6	رافعة الأصول	AL	-8.813526	-3.458470	0.0000
7	هامش ربح التشغيل	OM	-7.093600	-3.457630	0.0000
8	هامش الربح	NPM	-12.07799	-3.457630	0.0000
9	العائد على الأصول	ROA	-6.977952	-3.457630	0.0000
10	العائد على حقوق الملكية	ROE	-7.082346	-3.457630	0.0000
11	العائد على رأس المال	ROC	-6.720527	-3.457630	0.0000
12	نسبة التداول	CR	-10.02510	-3.457630	0.0000
13	نسبة التداول السريع	QCR	-7.260890	-3.457630	0.0000
14	نسبة النقدية	CaR	-7.492739	-3.457630	0.0000
15	الرافعة المالية	FL	-8.436110	-3.457630	0.0000
16	ربحية السهم	EPS	-5.992437	-3.457865	0.0000
17	مضاعف الربحية	P/E	-10.19252	-3.457630	0.0000
18	مضاعف القيمة الدفترية	P/B	-3.547624	-3.458347	**0.0076**
19	نسبة توزيعات الأرباح	POR	-14.11128	-3.457630	0.0000
20	معدل الرسملة	ETP	-9.099289	-3.457630	0.0000
21	مضاعف القيمة الاسمية	P/N	-8.837809	-3.457630	0.0000
22	التوزيعات النقدية للسهم	DPS	-5.904989	-3.457984	0.0000
23	عدد الصفقات	No. Trans	-9.358661	-3.457630	0.0000
24	وسطي حجم التداول اليومي	DTVOL	-8.989019	-3.457984	0.0000
25	وسطي قيمة التداول اليومي	DTVALU	-9.702507	-3.457984	0.0000
26	وسطي قيمة الصفقة	AoTrValue	-8.754382	-3.457865	0.0000

جدول رقم (12): اختبار جذر الوحدة لسكون السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة باستخدام: (Phillip-Perron (PP))

تسلسل	السلسلة	الرمز	t-Statistic (المحسوبة)	Test critical values	Prob.
1	القيمة السوقية	MV	-6.331076	-3.457865	0.0000
2	القيمة الاسمية	NV	-5.232577	-3.457630	0.0000
3	القيمة الدفترية	BV	-8.041807	-3.457630	0.0000
4	معدل دوران الأصول	ATO	-4.388471	-3.457630	0.0000
5	العائد على المبيعات	ROS	-6.917841	-3.457630	0.0000
6	رافعة الأصول	AL	-19.05242	-3.457747	0.0000
7	هامش ربح التشغيل	OM	-7.127392	-3.457630	0.0000
8	هامش الربح	NPM	-12.50958	-3.457865	0.0000
9	العائد على الأصول	ROA	-6.873700	-3.457865	0.0000
10	العائد على حقوق الملكية	ROE	-7.144226	-3.457630	0.0000
11	العائد على رأس المال	ROC	-6.668492	-3.457630	0.0000
12	نسبة التداول	CR	-10.57618	-3.457630	0.0000
13	نسبة التداول السريع	QCR	-7.050618	-3.457630	0.0000
14	نسبة النقدية	CaR	-7.469596	-3.457630	0.0000
15	الرافعة المالية	FL	-8.522811	-3.457630	0.0000
16	ربحية السهم	EPS	-5.249912	-3.457630	0.0000
17	مضاعف الربحية	P/E	-10.25905	-3.457630	0.0000
18	مضاعف القيمة الدفترية	P/B	-10.33941	-3.457630	0.0000
19	نسبة توزيعات الأرباح	POR	-14.14513	-3.457630	0.0000
20	معدل الرسملة	ETP	-8.850966	-3.457630	0.0000
21	مضاعف القيمة الاسمية	P/N	-8.733071	-3.457630	0.0000
22	التوزيعات النقدية للسهم	DPS	-5.493161	-3.457630	0.0000
23	عدد الصفقات	No. Trans	-9.343106	-3.457630	0.0000
24	وسطي حجم التداول اليومي	DTVOL	-8.116244	-3.457865	0.0000
25	وسطي قيمة التداول اليومي	DTVALU	-8.162600	-3.457865	0.0000
26	وسطي قيمة الصفقة	AoTrValue	-8.779545	-3.457865	0.0000

على ضوء نتائج الاختبارين السابقين والمبينين في الجدولين نلاحظ أن القيم الإحصائية المحسوبة (τ) أكبر من القيم المعيارية عند مستوى معنوية 5% وبالتالي نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل أي أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ساكنة ومستقرة عبر الزمن.

ثانياً- اختبار فرضيات البحث:

1. اختبار الفرضية الأولى:

تقوم هذه الفرضية على أساس أن متخذي قرار الاستثمار في الأسهم يهتمون بالمؤشرات المالية الواردة في القوائم المالية المنشورة عند تقييم للأسهم العادية. وعليه يتناول هذا الفرض اختبار قدرة المعلومات المالية على تفسير التغير في القيمة السوقية للسهم المدرج في السوق المالية وبالتالي قيمة المنشأة. وقد تم صياغة هذه الفرضية على النحو التالي:

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين **مؤشرات الأداء المالي** للمنشأة والقيمة السوقية للأسهم العادية المتداولة في البورصة المصرية"

وقد تم تصميم نموذج الانحدار اعتماداً على أهم المتغيرات المالية التي يفترض أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وقد أخذ نموذج الانحدار لهذه الفرضية الصيغة التالية:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 BV + \beta_2 NV + \beta_3 RoA + \beta_4 RoS + \beta_5 OM + \beta_6 NPM + \beta_7 RoE + \beta_8 RoC + \beta_9 CR + \beta_{10} QCR + \beta_{11} CaR + \beta_{12} FL + \beta_{13} AL + \beta_{14} ATO + \epsilon$$

حيث أن:

MV: القيمة السوقية
NV: القيمة الاسمية
BV: القيمة الدفترية
ROS: العائد على المبيعات
OM: هامش ربح التشغيل
NPM: هامش الربح
ROA: العائد على الأصول
ROE: العائد على حقوق الملكية
ROC: العائد على رأس المال
ATO: معدل دوران الأصول
CR: نسبة التداول
QCR: نسبة التداول السريع
CaR: نسبة النقدية
FL: الرافعة المالية
AL: رافعة الأصول

ϵ: الخطأ العشوائي الذي يفترض أن تكون قيمته المتوقعة صفراً وتباينه ثابتاً

β_0 المعامل الثابت لنموذج الانحدار

β_1 β_2 .....β_{11} معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة

ولاختبار الفرضية الأولى تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (13): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الأولى

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
BV	2.439	.328	.671	7.431	.000	1.792	3.086
NPM	-46.420	17.604	-.145	-2.637	.009	-81.111	-11.728
RoE	255.730	54.880	.313	4.660	.000	147.580	363.880
RoC	31.331	11.574	.156	2.707	.007	8.523	54.139

نلاحظ من معطيات الجدول (13) قيمة .Sig أصغر من 5% وبالتالي وجود علاقة مهمة وذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم المدرجة وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي للمنشأة وهي (القيمة الدفترية للسهم، صافي الربح، العائد على حقوق الملكية، العائد على رأس المال).

وللتخلص من ظاهرة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة والظاهرة في مصفوفة الارتباط (الملحق رقم 4) ولتحديد أهمية كل متغير مستقل على حدا في المساهمة بالنموذج الرياضي فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتدرج (Stepwise Regression) وتوصلنا للنتائج التالية:

جدول رقم (14): نتائج تحليل الانحدار التدريجي للفرضية الأولى

المتغير	قيمة R^2	التغير في قيمة R^2	قيمة T	مستوى الدلالة
القيمة الدفترية للسهم	0.632	0.632	18.945	0.000
العائد على حقوق الملكية	0.718	0.086	6.40	0.000
صافي الربح	0.730	0.012	4.274	0.000
العائد على رأس المال	0.737	0.007	2.504	0.013
معدل دوران الأصول	0.743	0.007	2.450	0.015

- قيمة (T) الجدولية على مستوى دلالة (α 0,01) ودرجات حرية (232.5)=2.33

نلاحظ من الجدول السابق ازدياد عدد المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج إلى خمسة متغيرات (إضافة متغير معدل دوران الأصول) وذلك بعد استبعاد المتغيرات المرتبطة مع بعضها البعض والتي لا تؤثر على معنوية النموذج. والمتغيرات الداخلة في النموذج هي:

- القيمة الدفترية للسهم
- العائد على حقوق الملكية
- صافي الربح
- العائد على رأس المال
- معدل دوران الأصول

كما نلاحظ من الجدول رقم (14) بأن متغير القيمة الدفترية قد احتل المرتبة الأولى ويفسر ما مقداره (63%) من التباين في المتغير التابع، في حين أن المتغيرات الأربعة الباقية قد فسرت ما نسبته 11% فقط، و وصلت قيمة R^2 إلى (74.3%) وهذا يدلل على أن متغير القيمة الدفترية للسهم هو أقوى متغير مالي مستقل يفسر التباين في المتغير التابع.

- **دراسة معنوية النموذج المقترح للفرضية الأولى**:

في حالة الانحدار المتعدد يجب الاهتمام بمعامل التحديد المعدل Adjusted R-Square لأن قيمة معامل التحديد R-Square تزداد بشكل طبيعي كلما أضفنا متغير مستقل جديد بمعنى أن قيمته عندما ندرس علاقة المتغير التابع بمتغيرين مستقلين ستكون أكبر منها عند استبعاد أحدهما. وهذا لا يساعد على معرفة ما إذا كان هذا المتغير الإضافي قد أفاد في التحليل أم لا. أما مع معامل التحديد المعدل Adjusted R-Square فإن هذا لا يحدث لأن طريقة حسابه تأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات الداخلة في التحليل. لذلك فإننا لكي نعرف إن كان إضافة متغير ما له تأثير إيجابي على النموذج الرياضي فيجب النظر إلى معامل التحديد المعدل Adjusted R- Square.

وهناك مقياس آخر أكثر دقة من معامل التحديد المعدل Adjusted R Square وهو F-Test. وإن قيمة F-Test تزداد كلما تحسن النموذج وتقل كلما ساء، أي أننا لو أضفنا متغير له علاقة إحصائية مؤثرة بالمتغير محل الدراسة فإن قيمة F-test تزداد. وهذا مشابه لما ذكرناه في Adjusted R-Square غير أن قيمة F-test لا تتراوح بين صفر وواحد بل تأخذ أي قيمة. والأمر المهم أننا نستطيع معرفة مدى معنوية (Significance) F عن طريق P-value. فإذا كان قيمة .Sig أقل من أو تساوي 0.05 فإن هذا يعني أن النموذج مقبول إحصائياً، وأما إذا زاد عن ذلك فإن النموذج يكون غير مقبول. وفيما يلي يبين الجدولين (15) و(16) نتائج اختبار النموذج الإحصائي للفرضية الأولى.

الجدول رقم (15): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الأولى

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.865(a)	.749	.733	75.93842

الجدول رقم (16): اختبار ANOVA لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الأولى

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	3836300.075	14	274021.434	47.518	.000(a)
Residual	1285961.502	223	5766.644		
Total	5122261.577	237			

1. نلاحظ من معطيات الجدول رقم (16) أن قيمة F المحسوبة والبالغة (47.518) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (3.62) عند درجات (223،14) كما أن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي يؤكد على معنوية النموذج المقترح، وبالتالي وجود علاقة مهمة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي للشركات وهي (القيمة الدفترية، العائد على حقوق الملكية، العائد على رأس المال، هامش الربح، ومعدل دوران الأصول).

2. تؤكد قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R-Square) على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة في تفسير تباين القيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث تبلغ قيمته (73.3%)، ويدعم هذا التفسير العلاقة الإرتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (86.5%).

ويمكن من خلال معطيات الجدول رقم 17 صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرض الأول على الشكل التالي:

$$MV = 2.652\,BV + 220.79RoE - 51.07NPM + 22.73RoC - 24.83ATO - 29.669$$

الجدول رقم (17): معاملات نموذج الانحدار المقترح للفرضية الأولى

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-29.669	9.134		-3.248	.001	-47.665	-11.673
BV	2.652	.140	.730	18.945	.000	2.376	2.927
ROE	220.796	34.501	.270	6.400	.000	152.821	288.770
NPM	-51.078	11.951	-.160	-4.274	.000	-74.625	-27.531
ROC	22.729	9.077	.113	2.504	.013	4.845	40.613
ATO	-24.829	10.134	-.090	-2.450	.015	-44.795	-4.863

- **اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الأول:**

تم الاعتماد على اختبار T-Test وذلك لقياس معنوية الفرق بين القيم المقدرة للمتغير التابع باستخدام معاملات النموذج المفترض وبين القيم الفعلية لهذا المتغير، وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (18): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الأول باستخدام اختبار T

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
									95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Upper	Lower
X1	Equal variances assumed	1.126	.289	-2.198	474	.028	-29.12252	13.24875	-55.15607	-3.08897
	Equal variances not assumed			-2.198	473.430	.028	-29.12252	13.24875	-55.15615	-3.08889

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة Sig (2-tailed) تساوي (0.02) وهي أصغر من قيمة 0.05 وبالتالي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم المقدرة بواسطة النموذج والقيم الأصلية للقيمة السوقية للأسهم الأمر الذي يؤكد على عدم تمتع النموذج بقدرته على التنبؤ.

- **اختبار استقرار النموذج على المدى الطويل:**

تم اختبار استقرار النموذج على المدى الطويل من خلال اختبار استقرار (سكون) سلسلة البواقي للنموذج باستخدام تحليل Augmented Dickey-Fuller وعند مستوى (Level) باستخدام برنامج E-Views وقد تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم (19): اختبار Augmented Dickey-Fuller لسلسلة البواقي المتولدة عن نموذج الفرضية الأولى

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.58613	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.458104	
	5% level	-2.873648	
	10% level	-2.573298	

من الجدول رقم 19 نلاحظ أن قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة (10.58) أكبر من قيمة T الجدولية عند مستوى معنوية 5% (2.87) وبالتالي فإن اختبار جذر الوحدة (Unit Root Tests) لسلسلة البواقي المتولدة عن المعادلة السابقة يثبت أنها ساكنة ومستقرة عبر الزمن.

وبذلك نستنتج أن المتغيرات الداخلة في النموذج تحقق التكامل المشترك فيما بينها وهذا ما يدل على العلاقة التوازنية في الأجل الطويل بين المتغير التابع (القيمة السوقية MV) والمتغيرات المفسرة له (القيمة الدفترية للسهم، هامش الربح، العائد على حقوق الملكية، العائد على رأس المال، معدل دوران الأصول).

2. اختبار الفرضية الثانية:

تقوم هذه الفرضية على أساس أن متخذي قرار الاستثمار في الأسهم يهتمون بالمؤشرات التي تعكس الأداء السوقي للسهم عند تقييم الأسهم العادية. وعليه يتناول هذا الفرض اختبار قدرة المؤشرات السوقية على تفسير القيمة السوقية لسهم الشركة المدرجة بالسوق المالية وبالتالي قيمة المنشأة. وتم صياغة هذه الفرضية على النحو التالي:

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين **مؤشرات الأداء السوقي** للمنشأة والقيمة السوقية للأسهم العادية المتداولة في البورصة المصرية"

وكما أسلفنا سابقاً فقد تم اعتبار النسبة المالية من المؤشرات السوقية إذا كانت سعر السهم السوقي أو عدد الأسهم المصدرة للمنشأة أحد طرفي هذه النسبة. وقد تم تصميم نموذج الانحدار اعتماداً على أهم المتغيرات السوقية التي يفترض أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وتم صياغة نموذج الانحدار لهذه الفرضية على النحو التالي:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 EPS + \beta_2\, PE + \beta_3\, DPS + \beta_4\, PB + \beta_5 PN + \beta_6 PoR + \beta_7 EP + \beta_8 NoTrans + \beta_9 DTvol + \beta_{10} DTValu + \beta_{11} AoTrValue + \epsilon$$

حيث أن:

EPS: ربحية السهم

PE: مضاعف الربحية

DPS: التوزيعات النقدية للسهم

PB: مضاعف القيمة الدفترية

PN: مضاعف القيمة الاسمية

PoR: نسبة توزيع الأرباح

β0: المعامل الثابت لنموذج الانحدار

ϵ: الخطأ العشوائي في نموذج الانحدار المتعدد

$\beta_1, \beta_2 \ldots\ldots\ldots \beta_{11}$: معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة

EP: معدل الرسملة

No. Trans: عدد الصفقات

DTvol.: وسطي حجم التداول اليومي

DT Value: وسطي قيمة التداول اليومي

AoTrValue: وسطي قيمة الصفقة

وبعد التأكد من استيفاء البيانات لشروط تحليل الانحدار الخطي. تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) لاختبار أثر مؤشرات الأداء السوقي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الممثلة في العينة، وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (20): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الثانية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-7.460	5.431		-1.374	.171	-18.163	3.242
EPS	3.067	.287	.343	10.702	.000	2.502	3.632
DPS	6.948	.437	.566	15.913	.000	6.088	7.809
PN	2.745	.292	.248	9.416	.000	2.171	3.320
AoTrValue	.000	.000	.073	3.555	.000	.000	.000

نلاحظ من معطيات الجدول 20 وجود علاقة مهمة وذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء السوقي التالية (التوزيعات النقدية للسهم، مضاعف القيمة الاسمية، ربحية السهم، متوسط حجم الصفقة).

وللتخلص من ظاهرة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة، ولتحديد أهمية كل متغير مستقل على حدا في المساهمة في النموذج الإحصائي فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتدرج وتوصلنا للنتائج التالية:

جدول رقم (21): نتائج تحليل الانحدار التدريجي في تفسير مقدرة المتغيرات المستقلة بالتنبؤ في المتغير التابع

المتغير	قيمة R^2	التغير في قيمة R^2	قيمة T	مستوى الدلالة
التوزيعات النقدية للسهم	%86	-	22.68	0.000
مضاعف القيمة الاسمية	%92.8	%6.8	14.39	0.000
ربحية السهم الواحد	%96.2	%3.4	13.24	0.000
متوسط قيمة الصفقة	%96.4	%0.2	3.69	0.013

نلاحظ من الجدول رقم (21) أنه قد تم إدخال أربعة متغيرات سوقية في النموذج واستبعاد المتغيرات المستقلة الأخرى، وبأن متغير التوزيعات النقدية للسهم قد احتل المرتبة الأولى ويفسر ما مقداره (86%) من التباين في المتغير التابع، في حين أن باقي المتغيرات قد فسرت ما نسبته 10.4% من

تباين المتغير التابع. وهذا يدلل على أن متغير التوزيعات النقدية للسهم هو أقوى متغير مستقل يفسر التباين في المتغير التابع.

- **دراسة معنوية نموذج الانحدار المقترح للفرضية الثانية:**

1. نلاحظ من معطيات الجدول رقم (23) أن قيمة F المحسوبة والبالغة (762.9) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (3.62) عند درجات حرية (4،233) وأن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي يؤكد على معنوية النموذج المقترح وبالتالي وجود علاقة مهمة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء السوقي (التوزيعات النقدية للسهم- مضاعف القيمة الاسمية- ربحية السهم- متوسط قيمة الصفقة).
2. تؤكد قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Square) على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وقيمة الثابت على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث تبلغ قيمته (92.8%) من التباين في المتغير التابع، ويدعم هذا التفسير العلاقة الإرتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (96.4%).

الجدول رقم (22): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الثانية

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.860(a)	.740	.739	75.16463
2	.928(b)	.862	.861	54.86731
3	.962(c)	.925	.924	40.54092
4	.964(d)	.929	.928	39.48938

الجدول رقم (23): اختبار ANOVA لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الثانية

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	4758918.766	4	1189729.692	762.935	.000(d)
Residual	363342.810	233	1559.411		
Total	5122261.577	237			

- ويمكن من خلال معطيات الجدول رقم (24) صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرضية الثانية على الشكل التالي:

$$MV = 6.9\ DPS + 3.05\ PN + 3.08\ EPS + 0.0 AoTrValue - 5.52$$

الجدول رقم (24): معاملات نموذج الانحدار المقترح للفرضية الثانية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-5.525	3.035		-1.820	.070	-11.505	.455
DPS	6.952	.306	.566	22.682	.000	6.348	7.556
PN	3.057	.212	.276	14.391	.000	2.639	3.476
EPS	3.081	.233	.344	13.242	.000	2.623	3.539
AoTrValue	.000	.000	.075	3.692	.000	.000	.000

- **اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الثاني:**

تم اختبار القدرة التنبؤية للنموذج باستخدام اختبار(T-test) حيث تم استخدام معاملات النموذج وتطبيقها على البيانات الخاصة بالشركات الخاضعة للدراسة وحساب القيم المقدرة للقيمة السوقية للسهم (المتغير التابع)، ثم إجراء الاختبار t بين القيم السوقية الأصلية (الفعلية) والقيم المتنبأ بها لنفس الفترة الزمنية لدراسة معنوية الفروق بين هذه القيم. وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجداول التالية:

الجدول رقم (25): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الثاني باستخدام اختبار T

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Upper	Lower
X1	Equal variances assumed	.297	.586	.031	474	.975	.39954	12.98231	-25.11046	25.90953
	Equal variances not assumed			.031	471.162	.975	.39954	12.98231	-25.11085	25.90993

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة .Sig تساوي (0.975) وهي أكبر من قيمة 0.05 وبالتالي يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم المقدرة بواسطة النموذج والقيم الأصلية للقيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي يؤكد على تمتع النموذج في صورته النهائية بدرجة عالية من صدق التنبؤ.

- **اختبار استقرار النموذج الثاني على المدى الطويل**:

تم اختبار استقرار النموذج على المدى الطويل عن طريق اختبار استقلالية البواقي باستخدام تحليل Augmented Dickey-Fuller وعند مستوى (Level) باستخدام برنامج E-Views وقد تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم (26): اختبار Augmented Dickey-Fuller لسلسلة بواقي النموذج الثاني

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-15.80004	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.457865	
	5% level		-2.873543	
	10% level		-2.573242	

من الجدول السابق نلاحظ أن قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة (15.8) أكبر من قيمة T الجدولية عند مستوى معنوية 5% (2.87) وبالتالي فإن اختبار جذر الوحدة (Unit Root Tests) لسلسلة البواقي المتولدة عن المعادلة السابقة يثبت أنها ساكنة ومستقرة على المدى الطويل. وبذلك نستنتج أن المتغيرات الداخلة في النموذج تحقق التكامل المشترك فيما بينها وهذا ما يدل على العلاقة التوازنية في الأجل الطويل ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية MV) والمتغيرات السوقية المفسرة له (التوزيعات النقدية للسهم- مضاعف القيمة الاسمية- ربحية السهم- متوسط قيمة الصفقة). وبالتالي يمكن استخدام النموذج الإحصائي المقترح للتنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم على المدى الطويل.

3. اختبار الفرضية الثالثة:

تقوم هذه الفرضية على أساس أن متخذي قرار الاستثمار في الأسهم يهتمون بالمؤشرات المالية المشتقة من القوائم المالية المنشورة وكذلك بالمؤشرات السوقية التي يعكسها الأداء السوقي للسهم عند تقييم الأسهم العادية. وعليه يتناول هذا الفرض اختبار قدرة المعلومات المالية والسوقية معاً على تفسير تباين القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وبالتالي قيمة المنشأة. وهل تضيف المؤشرات السوقية محتوى معلوماتي إضافي فوق المؤشرات المالية، وبعبارة أخرى هل تعكس التقارير المالية الأداء السوقي لسهم الشركة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة فعالية الاعتماد على هذه التقارير في التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم. وتم صياغة هذه الفرضية على النحو التالي:

"ليس لمؤشرات الأداء السوقي للسهم محتوى معلوماتي إضافي فوق المعلومات المالية في تقدير القيمة السوقية للأسهم العادية المتداولة في البورصة المصرية"

وقد تم تصميم نموذج الانحدار اعتماداً على أهم المتغيرات المالية والسوقية التي يفترض أن تؤثر على القيمة السوقية للأسهم. وتم صياغة نموذج الانحدار لهذه الفرضية على الشكل التالي:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 BV + \beta_2 NV + \beta_3 RoA + \beta_4 RoS + \beta_5 OM + \beta_6 NPM + \beta_7 RoE + \beta_8 RoC + \beta_9 CR + \beta_{10} QCR + \beta_{11} CaR + \beta_{12} FL + \beta_{13} AL + \beta_{14} ATO + \beta_{15} EPS + \beta_{16} PE + \beta_{17} DPS + \beta_{18} PB + \beta_{19} PN + \beta_{20} PoR + \beta_{21} EP + \beta_{22} NoTrans + \beta_{23} DTvol + \beta_{24} DTValu + \beta_{25} AoTrValue + \epsilon$$

حيث أن:

MV: القيمة السوقية	EPS: ربحية السهم
NV: القيمة الاسمية	PE: مضاعف الربحية
BV: القيمة الدفترية	DPS: التوزيعات النقدية للسهم
ROS: العائد على المبيعات	PB: مضاعف القيمة الدفترية
OM: هامش ربح التشغيل	PN: مضاعف القيمة الاسمية

NPM:	هامش الربح	PoR:	نسبة توزيع الأرباح
ROA:	العائد على الأصول	EP:	معدل الرسملة
ROE:	العائد على حقوق الملكية	No. Trans:	عدد الصفقات
ROC:	العائد على رأس المال	DTvol.:	وسطي حجم التداول اليومي
ATO:	معدل دوران الأصول	DT Valu:	وسطي قيمة التداول اليومي
CR:	نسبة التداول	AoTrValue:	وسطي قيمة الصفقة
QCR:	نسبة التداول السريع	CaR:	نسبة النقدية
FL:	الرافعة المالية	AL:	رافعة الأصول

ϵ: الخطأ العشوائي الذي يفترض أن تكون قيمته المتوقعة صفراً وتباينه ثابتاً

β_0: المعامل الثابت لنموذج الانحدار

$\beta_1, \beta_2 \ldots\ldots\ldots \beta_{11}$: معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة

ولدراسة أثر مؤشرات الأداء المالي والسوقي على القيمة السوقية لعينة البحث تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis)، وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (27): مخرجات تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الثالثة

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-.868	11.626		-.075	.941	-23.785	22.049
RoC	34.710	6.585	.173	5.271	.000	21.729	47.690
EPS	2.899	.293	.324	9.910	.000	2.322	3.475
DPS	7.048	.485	.574	14.53	.000	6.092	8.004
PB	1.667	.869	.043	1.918	.056	-.046	3.380
PN	1.699	.374	.153	4.538	.000	.961	2.438
AoTrValue	.000	.000	.059	2.828	.005	.000	.000

نلاحظ من معطيات الجدول 27 وجود علاقة معنوية وذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي والسوقي للمنشأة التالية (العائد على رأس المال، ربحية السهم، مضاعف القيمة الاسمية، مضاعف القيمة الدفترية، التوزيعات النقدية للسهم، متوسط قيمة الصفقة الواحدة). وبالاعتماد على قيمة معامل التحديد (R^2) فإن المتغيرات المستقلة تفسر ما مقداره (94.2%) من التباين في المتغير التابع، ويدعم هذا التفسير العلاقة

الارتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (97.1%). وللتخلص من موضوع الارتباط بين المتغيرات المستقلة ولتحديد أهمية كل متغير مستقل على حده في المساهمة بالنموذج الرياضي فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتدرج (Stepwise Regression) وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (28): نتائج تحليل الانحدار التدريجي للفرضية الثالثة

المتغير	قيمة R^2	التغير في قيمة R^2	قيمة T	مستوى الدلالة
التوزيعات النقدية للسهم	%86	-	24.542	.000
مضاعف القيمة الاسمية	%92.8	%6.8	8.359	.000
ربحية السهم الواحد	%96.2	%3.4	13.001	.000
متوسط قيمة الصفقة	%96.4	%0.2	5.515	.000
العائد على الأصول	%96.7	%0.3	-4.416	.000
العائد على رأس المال	%96.9	%0.2	3.178	.002

يتضح من الجدول 28 أنه قد تم إدخال ستة متغيرات مستقلة في النموذج (أربع منها سوقية ومتغيرين ماليين) وتم استبعاد المتغيرات الباقية. والمتغيرات الداخلة في النموذج هي (التوزيعات النقدية للسهم، مضاعف القيمة الاسمية، ربحية السهم، العائد على رأس المال، العائد على الأصول، متوسط قيمة الصفقة الواحدة). وقد فسرت المتغيرات السوقية الداخلة في النموذج (التوزيعات النقدية للسهم، مضاعف القيمة الاسمية، ربحية السهم الواحد، متوسط قيمة الصفقة) حوالي 96.4% من التباين في المتغير التابع في حين أضاف المتغيرين الماليين (العائد على رأس المال، العائد على الأصول) ما نسبته 0.5% لمعامل التحديد لتفسر هذه المتغيرات مجتمعة 96.9% من تباين القيمة السوقية للسهم. كما نلاحظ ارتفاع قيمة معامل الارتباط المعدل من 73.3% عند استخدام المؤشرات المالية فقط في تفسير تباين المتغير التابع إلى 96.9% عند استخدام المؤشرات المالية والسوقية معاً في تفسير تباين المتغير التابع، وبالتالي يمكن القول بأن للمؤشرات السوقية لأداء السهم محتوى معلوماتي إضافي كبير فوق المحتوى المعلوماتي لمؤشرات الأداء المالي للمنشأة المعبر عنها في القوائم المالية المنشورة.

- **اختبار معنوية نموذج الانحدار المقترح للفرضية الثالثة:**

1. نلاحظ من معطيات الجدول (29) أن قيمة F المحسوبة والبالغة (137.595) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (3.62) عند درجات حرية (25،212) وأن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي يؤكد على معنوية النموذج المقترح وبالتالي وجود علاقة مهمة ذات دلالة إحصائية بين

المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي والسوقي للمنشأة.

2. تؤكد قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Square) على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وقيمة الثابت على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث تبلغ قيمته (93.5%) من التباين في المتغير التابع، ويدعم هذا التفسير العلاقة الإرتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (97.1%). ويمكن من خلال معطيات الجدول رقم (31) صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرض الثالث على الشكل التالي:

$$MV = 7.139\,DPS + 2.179\,PN + 2.909\,EPS + 31.205\,RoC - 180.99\,RoA + 0.00031\,AoTrValue + 0.88$$

الجدول رقم (29): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار المقترح للفرضية الثالثة

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.971(a)	.942	.935	37.45186

الجدول رقم (30): اختبار ANOVA لمعنوية نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الثالثة

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	4824901.495	25	192996.060	137.595	.000(a)
Residual	297360.082	212	1402.642		
Total	5122261.577	237			

الجدول رقم (31): معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الثالثة

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	.883	3.715		.238	.812	-6.437	8.203
DPS	7.139	.291	.581	24.542	.000	6.566	7.712
PN	2.179	.261	.197	8.359	.000	1.666	2.693
EPS	2.909	.224	.325	13.001	.000	2.468	3.350
ROC	31.250	5.667	.156	5.515	.000	20.085	42.415
ROA	-180.990	40.981	-.092	-4.416	.000	-261.735	-100.246
AoTrValue	.000	.000	.061	3.178	.002	.000	.000

- **اختبار القدرة التنبؤية للنموذج المقترح:**

تم اختبار القدرة التنبؤية للنموذج باستخدام اختبار (T-test) الذي يختبر التباين بين القيم المقدرة بواسطة النموذج الاحصائي المقترح والقيم الفعلية ولنفس الفترة الزمنية، وذلك لدراسة معنوية الفروق بين هذه القيم. وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم 32:

الجدول رقم (32): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج الثالث باستخدام اختبار T

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Upper	Lower
X1	Equal variances assumed	.123	.726	.357	474	.722	4.66437	13.07810	-21.03385	30.36259
	Equal variances not assumed			.357	472.192	.722	4.66437	13.07810	-21.03410	30.36284

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة .Sig تساوي (0.722) وهي أكبر من قيمة 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم المقدرة والقيم الأصلية الأمر الذي يؤكد على تمتع النموذج في صورته النهائية بدرجة عالية من صدق التنبؤ.

- **اختبار استقرار النموذج الثالث على المدى الطويل:**

تم اختبار استقرار النموذج على المدى الطويل من خلال اختبار استقلالية البواقي Residuals باستخدام تحليل Augmented Dickey-Fuller باستخدام البرنامج الإحصائي E-Views وقد تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول رقم (33): نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لبواقي النموذج الثالث

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-15.52581	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.457865	
	5% level		-2.873543	
	10% level		-2.573242	

من الجدول رقم 33 نلاحظ أن قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة (15.52) أكبر من قيمة T الجدولية عند مستوى معنوية 5% (2.87) وبالتالي فإن اختبار جذر الوحدة (Unit Root Tests) لسلسلة

البواقي المتولدة عن المعادلة السابقة يثبت أنها ساكنة ومستقرة على المدى الطويل. وبذلك نستنتج أن المتغيرات الداخلة في النموذج تحقق التكامل المشترك فيما بينها وهذا ما يدل على العلاقة التوازنية في الأجل الطويل ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية MV) والمتغيرات المالية والسوقية المفسرة له. وبالتالي يمكن استخدام النموذج المقترح للتنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم على المدى الطويل.

- **المقارنة بين النماذج الثلاث السابقة**:

تؤكد البيانات التي يتضمنها الجدول 35 ضرورة أن يتضمن النموذج المستخدم لتحديد القيمة السوقية للسهم على المؤشرات المالية والسوقية كمتغيرات مفسرة وللأسباب التالية:

1. تشير البيانات إلى ارتفاع معنوية النموذج الثالث وقدرته التفسيرية مقارنة بالنموذجين الأول والثاني الذي يقتصر كل منهما على مجموعة واحدة من المؤشرات. حيث ترتفع قيمة F ودرجة معنويتها. كما ترتفع قيمة معامل التحديد (R^2) لتصبح 94.2 بعد أن كانت 74.9 للنموذج الأول و92.9 للنموذج الثاني.
2. تمتع النموذج الثالث بقدرة عالية على التنبؤ بالأسعار السوقية المستقبلية للأسهم.
3. تمتع النموذج الثالث بالاستقرار على المدى الطويل.

وهذه النتيجة تدعونا لرفض الفرض الثالث (فرضية العدم) والقول بأهمية أخذ المؤشرات السوقية في الاعتبار عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم المتداولة في البورصة المصرية.

الجدول رقم (34): المعاملات الرئيسية لنتائج تحليل الانحدار في النماذج الرياضية الثلاث

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	R^2	قيمة F	معنوية F	القدرة على التنبؤ	استقرار النموذج
أول فرعي	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات المالية	74.9	47.5	0.000	لا	مستقر
الثاني فرعي	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات السوقية	92.9	247.7	0.000	نعم	مستقر
الثالث رئيسي	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات المالية والسوقية	94.2	137.6	0.000	نعم	مستقر

4. اختبار الفرضية الرابعة:

تتعلق هذه الفرضية بإبراز مدى تباين العلاقة بين المؤشرات المالية والسوقية والقيمة السوقية للسهم نتيجة لاختلاف حجم المنشأة. وبصيغة أخرى هل تختلف المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة على القيمة السوقية للمنشأة نتيجة لاختلاف حجمها. وقد تم صياغة هذه الفرضية على النحو التالي:

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين **حجم المنشأة** (كبيرة-متوسطة-صغيرة) وبين طبيعة المؤشرات المالية والسوقية للسهم المؤثرة على القيمة السوقية للمنشأة

لاختبار هذه الفرضية فقد تم تقسيم العينة الكلية للبحث إلى ثلاث عينات فرعية على أساس حجم أصول المنشأة (كبيرة > 500 مليون جنيه مصري، متوسطة من 200 – 500 مليون جنيه، صغيرة < 200 مليون جنيه).

وتم اختبار هذا الفرض من خلال تحديد المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم الشركات قي العينات الفرعية الثلاث والتي تم تقسيمها على أساس حجم الشركة باستخدام تحليل الانحدار التدريجي Stepwise Regression .

أ- بالنسبة للشركات كبيرة الحجم:

باستخدام تحليل الانحدار التدريجي على البيانات المالية والسوقية للشركات كبيرة الحجم (10 شركات) توصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (35): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات كبيرة الحجم)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.861(a)	.741	.737	136.44547
2	.925(b)	.857	.851	102.50398
3	.962(c)	.925	.921	74.76738
4	.968(d)	.937	.932	69.08459
5	.972(e)	.945	.939	65.52783
6	.976(f)	.952	.946	61.67030

الجدول رقم (36): معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات كبيرة الحجم)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-35.132	16.323		-2.152	.036	-67.903	-2.361
DPS	5.770	.574	.504	10.052	.000	4.618	6.922
PN	1.675	.559	.141	2.997	.004	.553	2.797
EPS	3.577	.421	.417	8.504	.000	2.733	4.422
PE	2.843	.781	.136	3.640	.001	1.275	4.410
ROC	44.246	11.468	.194	3.858	.000	21.222	67.270
FL	-33.478	12.058	-.104	-2.776	.008	-57.685	-9.271

نلاحظ من الجدول رقم 37 أن قيمة .Sig أصغر من 5% وبالتالي وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم وكل من المتغيرات المستقلة التالية (التوزيعات النقدية للسهم ومضاعف القيمة الاسمية، ربحية السهم، العائد على رأس المال، مضاعف الربحية، والرافعة المالية). وتفسر المتغيرات الستة ما نسبته 95.2% (R^2) من التغير في القيمة السوقية للشركات الكبيرة المدرجة في السوق المصري. وبناء على معاملات نموذج الانحدار الواردة في الملحق رقم 10 تم صياغة نموذج الانحدار على الشكل التالي:

$$MV = 5.77\,DPS + 1.67\,PN + 3.57\,EPS + 2.8\,PE + 44.2\,RoC - 33.4\,FL - 35.13$$

ب- بالنسبة للشركات متوسطة الحجم:

بتطبيق تحليل الانحدار التدريجي على البيانات المالية والسوقية للشركات متوسطة الحجم ضمن العينة الفرعية الثانية تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (37): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار للفرضية الرابعة (شركات متوسطة الحجم)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.767(a)	.588	.583	19.60287
2	.798(b)	.636	.626	18.54943
3	.860(c)	.740	.729	15.79163
4	.858(d)	.737	.730	15.77392
5	.874(e)	.764	.754	15.04290
6	.894(f)	.799	.788	13.96898

الجدول رقم (38): معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات متوسطة الحجم)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-1.210	2.455		-.493	.624	-6.104	3.683
EPS	6.748	.659	.595	10.241	.000	5.435	8.061
PE	1.149	.193	.336	5.946	.000	.764	1.534
AoTrValue	.000	.000	.232	3.782	.000	.000	.000
DTValu	1.57	.000	.192	3.580	.001	.000	.000

يوضح الجدولين السابقين (37، 38) معنوية العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وكل من المتغيرات التالية **(ربحية السهم، مضاعف الربحية، متوسط قيمة الصفقة الواحدة، قيمة التداول اليومي)**. وبالمقارنة بين قيمة F المحسوبة وF الجدولية للنموذج المقترح، وإن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي يؤكد على معنوية النموذج المقترح. كما تفسر هذه المتغيرات الأربعة ما نسبته 83.3% من التباين في المتغير التابع. وبناء على معاملات نموذج الانحدار الواردة في الملحق رقم 10 تم صياغة نموذج الانحدار على الشكل التالي:

$$MV = 6.74\,EPS + 1.14\,PE + 0.00\,AoTrValue + 1.57\,DTValu - 1.21$$

ت- بالنسبة للشركات صغيرة الحجم:

باستخدام تحليل الانحدار التدريجي على البيانات المالية والسوقية للشركات في العينة الفرعية الثالثة (صغيرة الحجم) تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (39): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات صغيرة الحجم)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.856(a)	.732	.729	17.29267
2	.883(b)	.780	.776	15.74390
3	.907(c)	.823	.817	14.20434
4	.919(d)	.844	.838	13.38004
5	.925(e)	.856	.848	12.94057
6	.933(f)	.871	.863	12.29494
7	.940(g)	.884	.875	11.73717
8	.944(h)	.891	.882	11.43848
9	.946(i)	.896	.886	11.24149

الجدول رقم (40): معاملات نموذج الانحدار الإحصائي للفرضية الرابعة (شركات صغيرة الحجم)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-6.554	3.058		-2.144	.035	-12.627	-.482
EPS	4.981	1.041	.535	4.786	.000	2.914	7.048
DTValu	9.07	.000	.626	5.490	.000	.000	.000
NoTrans	.000	.000	-.472	-3.886	.000	.000	.000
PN	1.808	.356	.203	5.076	.000	1.100	2.515
NV	1.522	.294	.399	5.181	.000	.939	2.106
DPS	3.737	1.115	.273	3.351	.001	1.522	5.953
BV	-.912	.244	-.419	-3.739	.000	-1.397	-.428
QCR	4.021	1.749	.086	2.299	.024	.548	7.495
EP	-1.943	.938	-.072	-2.071	.041	-3.806	-.079

نلاحظ من الجدول رقم 40 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية لسهم الشركات صغيرة الحجم وكل من (التوزيعات النقدية للسهم، قيمة التداول اليومي، مضاعف القيمة الاسمية، القيمة الاسمية للسهم، ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم، السيولة السريعة، معدل الرسملة). وبالمقارنة بين قيمة F المحسوبة وF الجدولية للنموذج المقترح، وإن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي يؤكد على معنوية النموذج المقترح. وتم صياغة نموذج الانحدار على الشكل التالي:

$$MV = 4.98\,EPS + 9.07\,DTValu + 0.00\,NoTrans + 1.80\,PN + 1.52\,NV + 3.73\,DPS - 0.912\,BV + 4.02\,QCR - 1.94\,EP - 6.55$$

- **المقارنة بين النماذج الإحصائية الثلاثة للعينات الفرعية الثلاثة (كبيرة- متوسطة- صغيرة)**

يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها في الجدول التالي:

الجدول رقم (41): مقارنة بين النماذج الإحصائية للعينات الفرعية (كبيرة- متوسطة- صغيرة)

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	R^2	قيمة F	معنوية F
الشركات كبيرة الحجم	القيمة السوقية للسهم	-التوزيعات النقدية للسهم -مضاعف القيمة الاسمية -**ربحية السهم** -العائد على رأس المال -مضاعف الربحية -الرافعة المالية	95.2	167.98	0.000
الشركات متوسطة الحجم	القيمة السوقية للسهم	-**ربحية السهم** -مضاعف الربحية -متوسط قيمة الصفقة الواحدة - قيمة التداول اليومي	79.9	72.58	0.000
الشركات صغيرة الحجم	القيمة السوقية للسهم	-التوزيعات النقدية للسهم - قيمة التداول اليومي -مضاعف القيمة الاسمية - القيمة الاسمية للسهم -**ربحية السهم** - القيمة الدفترية للسهم -السيولة السريعة - معدل الرسملة للسهم	89.6	87.90	0.000

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم 42 إلى وجود اختلاف جوهري في طبيعة المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة على قيمة الأسهم السوقية تبعاً لحجم المنشأة. حيث نلاحظ من الجدول السابق وجود اختلاف في المتغيرات المستقلة المفسرة لتباين المتغير التابع في كل مجموعة فرعية ولا يوجد سوى متغير واحد مشترك وهو ربحية السهم، **الأمر الذي يؤدي إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل بوجود أثر جوهري لحجم المنشأة على طبيعة المتغيرات المالية والسوقية المحددة للقيمة السوقية لها.**

5. اختبار الفرضية الخامسة (التطبيق على سوق دمشق للأوراق المالية)

على الرغم من حداثة سوق الأوراق المالية في سورية[1]، قام الباحث بتطبيق هذا البحث على السوق السورية ليكون منطلق وأساس للدراسات والأبحاث التي يمكن إجراؤها لاحقاً. وستكون الفائدة الأكبر لتطبيق هذا البحث على بورصة دمشق هي توضيح المنهجية العملية والإحصائية الممكن استخدامها في أبحاث مشابهة للبحث الحالي. أما على صعيد النتائج فهناك العديد من التحفظات على تعميم نتائج هذا البحث وهذه التحفظات ناشئة عن حداثة سوق دمشق للأوراق المالية وما تفرضه هذه الحداثة من ضعف كفاءته الأمر الذي قد يؤثر سلباً على دقة النتائج.

وتم التأكد من أن البيانات الإحصائية لسوق دمشق للأوراق المالية تتوفر فيها الشروط المطلوبة لتطبيق تحليل الانحدار الخطي وذلك بهدف التأكد من سلامة مخرجات التحليل الإحصائي (ملحق رقم 11). وهذه الفروض كما ذكرناها سابقاً هي نسبة الحالات N إلى المتغيرات المستقلة، الارتباط الذاتي Multicollinearity، القيم المتطرفة Outliners، التوزيع الطبيعي Normality، والتجانس Homoscedasticity والخطية Linearity واستقلال البواقي.

ولبناء نموذج رياضي يفسر العلاقة بين المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم) والمتغيرات المستقلة (المؤشرات المالية والسوقية) تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد والتدريجي وذلك بالاعتماد على أهم المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتم صياغة نموذج الانحدار على الشكل التالي:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 BV + \beta_2\, NV + \beta_3\, RoA + \beta_4\, RoS + \beta_5 OM + \beta_6 NPM + \beta_7 RoE + \beta_8 RoC + \beta_9 FL + \beta_{10} AL + \beta_{11} ATO + \beta_{12} EPS + \beta_{13} PE + \beta_{14} PB + \beta_{15} PN + \beta_{16} EP + \beta_{17} NoTrans + \beta_{18} DTvol + \beta_{19} DTValu + \beta_{20} AoTrValue + \epsilon$$

MV: القيمة السوقية	PB مضاعف القيمة الدفترية
NV: القيمة الاسمية	PN مضاعف القيمة الاسمية
BV: القيمة الدفترية	EP معدل الرسملة

[1] - بدأ التداول في سوق دمشق للأوراق المالية في شهر آذار من العام 2009.

ROS:	العائد على المبيعات	No. Trans	عدد الصفقات
OM:	هامش ربح التشغيل	DTvol.	وسطي حجم التداول اليومي
NPM:	هامش الربح	DT Valu	وسطي قيمة التداول اليومي
ROA:	العائد على الأصول	AoTrValue	وسطي قيمة الصفقة
ROE:	العائد على حقوق الملكية	AL:	رافعة الأصول
ROC:	العائد على رأس المال	PE	مضاعف الربحية
ATO:	معدل دوران الأصول	FL:	الرافعة المالية
EPS	ربحية السهم	β0	المعامل الثابت لنموذج الانحدار

ϵ: الخطأ العشوائي الذي يفترض أن تكون قيمته المتوقعة صفراً وتباينه ثابتاً

β_1 β_2 .....β_{11} معاملات نموذج الانحدار للمتغيرات المستقلة

وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) توصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (42): معاملات النموذج الإحصائي باستخدام الانحدار المتعدد للفرضية الخامسة

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-695.390	87.911		-7.910	.000	-886.930	-503.849
NV	1.412	.096	.753	14.738	.000	1.203	1.621
NPM	991.834	271.770	.485	3.650	.003	399.697	1583.971
EPS	3.275	.811	.403	4.036	.002	1.507	5.043
EP	-2909.411	805.418	-.268	-3.612	.004	-4664.266	-1154.556
PN	421.895	49.129	.697	8.587	.000	314.851	528.939

نلاحظ من نتائج تحليل الانحدار المتعدد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي والسوقي للمنشأة وهي (القيمة الاسمية للسهم، صافي الربح، ربحية السهم الواحد، معدل الرسملة، ومضاعف القيمة الاسمية). وبالاعتماد على قيمة معامل التحديد (R^2) فإن المتغيرات المستقلة تفسر ما مقداره (99.8%) من التباين في المتغير التابع، ويدعم هذا التفسير العلاقة الارتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (99.5%).

ومن مصفوفة الارتباط الذاتي (ملحق رقم 11) نلاحظ وجود ارتباط بين بعض المتغيرات المستقلة وبعضها البعض الأمر الذي يؤثر على صحة مخرجات التحليل الإحصائي، وللتخلص من هذه المشكلة ولتحديد أهمية كل متغير مستقل على حده في المساهمة بتفسير تباين المتغير التابع تم استخدام تحليل الانحدار المتدرج وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (43): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار للفرضية الخامسة

المتغير	قيمة R^2	التغير في قيمة R^2	قيمة T	مستوى الدلالة
القيمة الاسمية للسهم	%35.3	%35.3	39.469	.000
مضاعف القيمة الاسمية للسهم	%98.7	%63.4	38.236	.000

يتضح من الجدول رقم 43 أنه قد تم استبعاد كل من صافي الربح وربحية السهم الواحد ومعدل الرسملة والإبقاء على متغيرين فقط في النموذج وهما (القيمة الاسمية للسهم ومضاعف القيمة الاسمية). ويفسر هذين المتغيرين 98.7% من تباين المتغير التابع.

- **معنوية نموذج الانحدار المقترح:**

1. نلاحظ من معطيات الجداول رقم (46) أن قيمة F المحسوبة والبالغة (1137.4) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (2.238) عند درجات حرية (29،2) كما أن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي تؤكد على معنوية النموذج المقترح وبالتالي وجود علاقة مهمة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي والسوقي للأسهم (القيمة الاسمية للسهم- مضاعف القيمة الاسمية).
2. تؤكد قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Square) على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وقيمة الثابت على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث تبلغ قيمته (98.7%) من التباين في المتغير التابع، ويدعم هذا التفسير العلاقة الإرتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (98.7%). ويمكن من خلال معطيات الجدول رقم (46) صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرض الثاني على الشكل التالي:

$$MV = 1.631\,NV + 510.3\,PN - 837.27$$

الجدول رقم (44): معمل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار التدريجي للفرضية الخامسة

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.594(a)	.353	.331	257.45504
2	.994(b)	.987	.987	36.51946

الجدول رقم (45): اختبار معنوية النموذج الإحصائي للفرضية الخامسة باستخدام تحليل ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	3033878.513	2	1516939.256	1137.416	.000(b)
Residual	38676.456	29	1333.671		
Total	3072554.969	31			

الجدول رقم (46): معاملات النموذج الإحصائي لبورصة دمشق

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-837.279	42.016		-19.927	.000	-923.212	-751.346
NV	1.631	.041	.870	39.469	.000	1.547	1.716
PN	510.306	13.346	.843	38.236	.000	483.010	537.602

- **اختبار القدرة التنبؤية للنموذج**:

تم اختبار القدرة التنبؤية للنموذج المقترح باستخدام اختبار T-test عن طريق دراسة الفروق بين القيم الفعلية (القيم السوقية) لأسهم المنشأة وبين القيم المقدرة باستخدام النموذج الإحصائي المقترح. ثم القيام بإجراء اختبار t-test على العينتين الفرعيتين بهدف اختبار معنوية الفروق بين هذه القيم. وقد تم التوصل إلى النتائج المبينة في الجدول رقم 47:

الجدول رقم (47): اختبار القدرة التنبؤية للنموذج باستخدام اختبار T

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.						95% Confidence Interval of the Difference	
	Lower	Upper	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Upper	Lower
Equal variances assumed	.006	.939	.000	62	1.000	.00000	78.42972	-156.77879	156.77879
Equal variances not assumed			.000	61.997	1.000	.00000	78.42972	-156.77894	156.77894

نلاحظ من الجدول 47 أن قيمة Sig (2-tailed) تساوي (1) وهي أكبر من قيمة 0.05 وبالتالي وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين القيم المقدرة بواسطة النموذج المقترح والقيم الأصلية للقيمة السوقية للأسهم، الأمر الذي يؤكد على تمتع النموذج في صورته النهائية بدرجة عالية من صدق التنبؤ.

- **اختبار استقرار النموذج على المدى الطويل**:

تم اختبار استقرار النموذج المقترح من خلال اختبار جذر الوحدة Unit Root Test للبواقي الخاصة بالنموذج المقترح (Residual) وذلك باستخدام اختبار Augmented Dickey-Fuller عند المستوى (Level) وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (48): نتائج اختبار Augmented Dickey-Fuller لسلسلة البواقي للنموذج الإحصائي للفرضية الخامسة

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.916895	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.670170	
	5% level		-2.963972	
	10% level		-2.621007	

نلاحظ من الجدول رقم 48 أن قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة (5.91) أكبر من قيمة T المعيارية عند مستوى معنوية 5% (2.96)، كما أن قيمة P أصغر من 0.05 وبالتالي فإن السلسلة الزمنية ساكنة ومستقرة على المدى الطويل ويمكن الاعتماد على النموذج للتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم على المدى الطويل.

- **النموذج الإحصائي الخاص بالمصارف السورية المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية**:

كما قام الباحث بتطبيق الدراسة على المصارف السورية فقط على اعتبار أن المصارف تشكل 66.5% من عينة الدراسة الممثلة للشركات المدرجة في بورصة دمشق. وذلك بهدف دراسة خصوصية هذا القطاع وإن كان يختلف عن العينة الكلية للبحث. وبتطبيق تحليل الانحدار المتعدد على البيانات المالية للمصارف في العينة الفرعية (6 مصارف) توصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (49): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لعينة المصارف السورية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
NV	1.530	.066	.994	23.168	.002	1.246	1.815
EPS	3.861	.838	.483	4.609	.044	.257	7.465
PN	451.065	35.154	.764	12.831	.006	299.811	602.318

نلاحظ من الجدول رقم 49 وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لأسهم المصارف وبين المتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الأداء المالي والسوقي للمنشأة وهي (القيمة الاسمية للسهم، ربحية السهم الواحد، ومضاعف القيمة الاسمية). وبالاعتماد على قيمة

معامل التحديد R^2 في الجدول 50 فإن المتغيرات المستقلة تفسر ما مقداره (99.9%) من التباين في القيمة السوقية لأسهم المصارف.

الجدول رقم (50): معامل الارتباط ومعامل التحديد لتحليل الانحدار المتعدد لنموذج المصارف السورية

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	1.000(a)	1.000	.999	8.24201

وتبين مصفوفة الارتباط (ملحق رقم 12) وجود ارتباط معنوي بين بعض المتغيرات المستقلة وبعضها البعض الأمر الذي يؤثر على صحة مخرجات التحليل الإحصائي، وللتخلص من هذه المشكلة ولتحديد أهمية كل متغير مستقل على حده في المساهمة بتفسير تباين المتغير التابع، فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتدرج وتوصلنا للنتائج التالية:

الجدول رقم (51): معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار للمصارف السورية

المتغير	قيمة R^2	التغير في قيمة R^2	قيمة T	مستوى الدلالة
القيمة الاسمية للسهم	%39.9	%39.9	29.757	.000
مضاعف القيمة الاسمية للسهم	%98.1	%58.2	24.465	.000

يتضح من الجدول رقم 51 أنه قد تم استبعاد متغير ربحية السهم الواحد والإبقاء على متغيرين فقط في النموذج وهما (القيمة الاسمية للسهم ومضاعف القيمة الاسمية). ويفسر هذين المتغيرين ما نسبته 98.1% من تباين المتغير التابع.

- **اختبار معنوية النموذج الإحصائي المقترح لعينة المصارف السورية:**

1. نلاحظ من معطيات الجدول رقم (54) أن قيمة F المحسوبة والبالغة (504.9) وهي أكبر من قيمة (F) الجدولية والبالغة (2.238) عند درجات حرية (20،2) كما أن قيمة .Sig أقل من 5% الأمر الذي يؤكد على معنوية النموذج المقترح.
2. تؤكد قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Square) على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وقيمة الثابت على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث تبلغ قيمته (97.9%) من

التباين في المتغير التابع، ويمكن من خلال معطيات الجدول رقم (55) صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرض الثاني على الشكل التالي:

$$MV = 1.644\,NV + 518.5\,PN - 863.93$$

الجدول رقم (52): معاملات النموذج الإحصائي للمصارف السورية

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.632(a)	.399	.371	236.54216
2	.990(b)	.981	.979	43.58477

الجدول رقم (53): اختبار معنوية النموذج الإحصائي للمصارف السورية باستخدام تحليل ANOVA

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1918491.799	2	959245.899	504.964	.000(d)
Residual	37992.636	20	1899.632		
Total	1956484.435	22			

الجدول رقم (54): معمل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الانحدار التدريجي للمصارف السورية

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-863.930	68.600		-12.594	.000	-1007.027	-720.832
NV	1.644	.055	1.068	29.757	.000	1.529	1.760
PN	518.548	21.195	.878	24.465	.000	474.335	562.761

نلاحظ أن هناك تطابق تام بين النموذج الخاص بالبورصة السورية (العينة الكلية) والنموذج الخاص بالمصارف السورية فقط (العينة الفرعية)، من حيث المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع (القيمة الاسمية للسهم، مضاعف القيمة الاسمية). **وبالتالي لا يوجد هناك أثر لنوعية نشاط المنشأة على طبيعة المتغيرات المستقلة المفسرة للمتغير التابع (القيمة السوقية) في بورصة دمشق للأوراق المالية.**

المبحث الرابع
النتائج والتوصيات

أولاً- النتائج: Results

استهدف البحث اختبار قدرة عدد من المؤشرات المالية والسوقية للشركات المدرجة في كل من سوق المال المصري وسوق المال السوري (بورصة دمشق) في التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم هذه الشركات. وتوصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

1- إن للمؤشرات المالية المشتقة من القوائم المالية المنشورة للشركات المدرجة محتوى معلوماتي يساعد على التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم، وقد تم التوصل إلى نموذج كمي يحدد العلاقة بين مجموعة المؤشرات المالية كمتغيرات مستقلة والمتغير التابع المتمثل بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، واستطاعت هذه المتغيرات تفسير ما يزيد عن 73% من تباين المتغير التابع وبدرجة ثقة 95% وهذه المتغيرات هي: (القيمة الدفترية للسهم، العائد على حقوق الملكية، هامش صافي الربح، العائد على رأس المال، معدل دوران الأصول) وقد تم صياغة نموذج الانحدار الخاص بالفرضية الأولى على الشكل التالي:

$$MV = 2.652\,BV + 220.79RoE - 51.07NPM + 22.73RoC - 24.83ATO - 29.669$$

ولا يتمتع النموذج المقترح بالقدرة على التنبؤ. في حين تحقق المتغيرات الداخلة في النموذج التكامل المشترك فيما بينها وهذا ما يدل على العلاقة التوازنية في الأجل الطويل ما بين المتغير التابع (القيمة السوقية MV) والمتغيرات المفسرة له.

2- إن للمؤشرات السوقية المعبرة عن الأداء السوقي لأسهم المنشأة محتوى معلوماتي يساعد على تفسير تباين القيمة السوقية لأسهم المنشأة. حيث أثبتت الدراسة القدرة التفسيرية لهذه المتغيرات على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد (Adjusted R- Square) 92.8% من التباين في المتغير التابع، ويدعم هذا التفسير العلاقة الإرتباطية لقيمة معامل الارتباط البالغة (96.4%). وتم تحديد المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج من خلال تحليل الانحدار التدريجي وهي (التوزيعات النقدية للسهم، مضاعف القيمة الاسمية، ربحية السهم الواحد، متوسط قيمة الصفقة) وقد تم صياغة نموذج الانحدار على الشكل التالي:

$$MV = 6.9\,DPS + 3.05\,PN + 3.08\,EPS + 0.0AoTrValue - 5.52$$

وعلى العكس من النموذج الإحصائي السابق الذي تم بناؤه باستخدام مؤشرات الأداء المالي، فقد تمتع هذا النموذج بقدرة عالية على التنبؤ كما تم التوصل إلى أن النموذج مستقر على المدى الطويل الأمر الذي يمكن من استخدام النموذج للتنبؤ بالقيم السوقية لأسهم المنشأة على المدى الطويل.

3- يمكن زيادة قدرة وفعالية النموذج الإحصائي المقترح في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم إذا ما تضمن النموذج المقترح المؤشرات السوقية التي تعكس الأداء السوقي للأسهم إلى جانب المعلومات المالية المشتقة من القوائم المالية للمنشأة. حيث تشير النتائج إلى ارتفاع معنوية نموذج الانحدار وقدرته التفسيرية في حالة تضمينه المؤشرات السوقية والمؤشرات المالية معاً مقارنة به في حالة اشتماله على مجموعة واحدة فقط من المؤشرات. ويبين الجدول التالي مقارنة بين النماذج الإحصائية الثلاثة من حيث قدرتها التفسيرية ودرجة معنويتها.

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	R^2	التغير في قيمة R^2	معنوية F	القدرة على التنبؤ	استقرار النموذج
الأول	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات المالية	74.9	74.9	0.000	لا	مستقر
الثاني	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات السوقية	92.9	18	0.000	نعم	مستقر
الثالث	القيمة السوقية للسهم	المؤشرات المالية والسوقية	94.2	1.3	0.000	نعم	مستقر

4- أظهر نموذج الانحدار في صورته النهائية وجود ستة متغيرات مستقلة ترتبط بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة بعلاقة ذات دلالة إحصائية عالية، وأن النموذج بمتغيراته الستة وقيمته الثابتة يرتبط بدرجة تفسير تصل إلى 94.2% من تباين القيمة السوقية لأسهم المنشأة. وتتكون المتغيرات الستة من متغيرين مالية وأربعة متغيرات سوقية وهي:

المؤشرات	المتغيرات	الرمز
المؤشرات السوقية	التوزيعات النقدية للسهم	DPS
	مضاعف القيمة الاسمية	P/N
	ربحية السهم	EPS
	متوسط قيمة الصفقة الواحدة	AoTrValue
المؤشرات المالية	العائد على الأصول	RoA
	العائد على رأس المال	RoC

5- كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر جوهري لحجم المنشأة على طبيعة المؤشرات المالية والسوقية المؤثرة في قيمة أسهمها ولم يكن هناك سوى متغير مستقل واحد مشترك في النماذج الثلاثة المقترحة وهو ربحية السهم الواحد في حين تباينت باقي المؤشرات الأخرى.

6- بالنسبة للسوق المالي السوري (بورصة دمشق) فقد تم التوصل إلى نموذج كمي يتمثل متغيره التابع في القيمة السوقية للسهم ومتغيراته المستقلة في كل من القيمة الاسمية للسهم ومضاعف القيمة الاسمية. كما أن النموذج المقترح يتمتع في صورته النهائية بدرجة عالية من صدق التنبؤ وهو مستقر في الأجل الطويل، الأمر الذي يمكن من استخدام النموذج في التنبؤ بالقيم السوقية لأسعار الأسهم على المدى الطويل. بالإضافة إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنوع نشاط المنشأة (قطاع المصارف) على طبيعة المتغيرات المستقلة المفسرة للمتغير التابع. وقد تم صياغة نموذج الانحدار الخاص بسوق المال السوري على الشكل التالي:

$$MV = 1.644\,NV + 518.5\,PN - 863.93$$

ثانياً- التوصيات: Recommendations

1- تعزيز قواعد الإفصاح المالي من خلال تضمين التقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة في السوق المالي المعلومات التي تعكس الأداء السوقي لتلك الأسهم، وخاصة تلك المتعلقة بمضاعف الربحية، التوزيعات النقدية للسهم، ربحية السهم، مضاعف القيمة الاسمية للسهم، وقيم وأحجام التداول والصفقات التي تمت خلال الفترة. وذلك للمحتوى المعلوماتي الكبير الذي تضيفه هذه المؤشرات، حيث أظهر النموذج الإحصائي في صورته النهائية وجود ستة متغيرات مستقلة (متغيرين ماليين وأربع متغيرات سوقية) ترتبط بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة.

2- إمكانية استخدام النماذج الإحصائية التي تم التوصل إليها في كل من البورصة المصرية والبورصة السورية وذلك بعد أن تم اختبار قدرتها على التنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم المنشأة، وكذلك اختبار استقرار هذه النماذج على المدى الطويل.

3- تكرار نفس منهج البحث الحالي على بورصة دمشق للأوراق المالية باستخدام بيانات مالية لفترة زمنية أطول وذلك بهدف التأكد من النتائج التي تم التوصل إليها في هذا البحث.

مقترحات إضافية لتنشيط التداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

1. تخفيض الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم من 500 ليرة سورية إلى 100 ليرة وذلك بهدف زيادة سيولة السهم في السوق.
2. العمل على تشجيع الشركات المدرجة في السوق على تجزئة أسهمها بعد تخفيض الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم، الأمر الذي سيشجع شرائح جديدة على الاستثمار في البورصة. إذ تجاوزت أسعار بعض الأسهم 2000 ليرة سورية وهي قيمة مرتفعة إذا ما تم مقارنتها بالدخل الفردي في سورية.
3. إعفاء الشركات العائلية من الرسوم عند التحول لشركات مساهمة عامة. حيث أحجمت الشركات العائلية عن التحول إلى مساهمة عامة بالرغم من المزايا التي أقرها المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007.

4. رفع الحد الأدنى والأقصى لتقلبات حركة السهم في السوق (توسيع الحدود السعرية) من 2% حالياً إلى 5% وفق ما هو معمول به في أغلب الأسواق المجاورة. لتنشيط حركة التداول في السوق.
5. زيادة عدد جلسات التداول لتصل إلى 5 جلسات أسبوعياً.
6. تطوير أساليب التداول لتصل إلى إمكانية التداول الالكتروني الأمر الذي يساعد على الانتشار الجغرافي.
7. تخفيض مدة التسوية النقدية لتداولات السوق إلى t+1 الأمر الذي ينعكس إيجاباً على أحجام التداول وسيولة السوق.
8. السماح وبشكل تدريجي للمستثمرين العرب والأجانب بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك وفق ضوابط محددة على أن يجري تخفيفها تدريجياً وبالتناسب مع نضوج الوعي الاستثماري للمستثمرين المحليين في السوق السورية.
9. التفعيل التدريجي لعمليات الشراء بالهامش وإمكانية استخدام الأسهم كضمانات مقدمة للمصارف[1] بهدف الاقتراض.

[1] - لا يجب أن يزيد حجم القرض المقدم عن 40% من قيمة الأسهم المودعة كضمانات لدى المصرف نظراً للمخاطر الكبيرة التي يمكن أن يتعرض لها البنك في حال انخفاض القيمة السوقية للأسهم بشكل كبير.

قائمة المراجع

تم تقسيم المراجع إلى قسيمين رئيسيين وهما:

أولاً- مراجع باللغة العربية

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

أولاً: مراجع باللغة العربية

1- الكتب

- إبراهيم الكراسنة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005.
- إسماعيل إسماعيل، "التحليل المالي مدخل صناعة القرارات"، مطبعة الطليعة، عمان، الأردن، 2000.
- أمين السيد أحمد لطفي، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، مصر.
- إيهاب الدسوقي ،اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية،القاهرة،2000.
- جلال إبراهيم العبد، "استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية "، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2004.
- حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، كلية التجارة، جامعة القاهرة، الطبعة الأولى، 1999.
- خالد الزعبي، "أسس الاستثمار في البورصات والأسواق المالية"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2006.
- خالد أمين عبد الله ، "تحليل ائتمان الشركات"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، السلسلة الرابعة، عمان، الأردن، 2003.
- خيري علي الجزيري، "إدارة المنشآت والأسواق المالية"، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2001.
- رضوان وليد العمار، "أساسيات في الإدارة المالية: مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة. الأردن، عمان، 1997.
- سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، القاهرة، مكتبة عين الشمس، 1998.
- صادق الحسيني، "التحليل المالي والمحاسبي"، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر، 2006.
- عبد الغفار حنفي، "الأسواق والمؤسسات المالية"، كلية التجارة، الإسكندرية، 2001.
- عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2002.
- عبد المعطي رشيد : الأسواق المالية ، دار القومية ، الطبعة الأولى ،1999.
- عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون،"الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، 1998.
- عبد الحليم كراجه، علي ربابعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق يوسف، "الإدارة والتحليل المالي- أسس ومفاهيم وتطبيقات"، عملن، الأردن، دار صفاء للطباعة والنشر، الطبعة الثانية، 2006.
- عبد المجيد المهيلمي، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2004.
- عبده محمد مصطفى محمد، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر.

- عبد الحليم كراجه، علي ربايعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق عبد الرحيم، "إلا دارة والتحليل (أسس- مفاهيم وتطبيقات)، دار صفاء للنشر والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2006.
- عدنان تايه النعيمي. سعدون الساقي. أسامة عزمي سلامي. شقيري نوري موسى، "الإدارية المالية النظرية والتطبيق"، عمان، الأردن، دار المسيرة للتوزيع والنشر، 2007.
- فلاح غازي المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب، الطبعة الأولى، إربد، الأردن، 2006.
- ناديا أبو فخرة، "اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية"، القاهرة، مكتبة النهضة العربية، 1990.
- نضال الفيومي، "البورصات وأسواق المال"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية"، 2007.
- محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكات، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1999.
- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الإسكندرية، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، 1997.
- محمد يسر برنيه، "تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004.
- محمد مطر، "التحليل المالي والائتماني"، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006.
- محمد مطر، فايز تميم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
- محمد عبده مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998.
- محمود صبح، "الإدارة المالية طويلة الأجل"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الطبعة الأولى، 2000.
- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الإسكندرية، مطبعة منشأة المعارف، 2002.
- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002.
- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في تمويل الشركات"، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003.
- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2003.
- منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، 2003.
- محمود صبح،"الإدارة المالية طويلة الأجل-3 قرارات محورية لتعظيم ثروة المساهمين"، القاهرة، البيان للطباعة والنشر،الطبعة الأولى، 2000.

2- الدوريات والأبحاث المنشورة

- أحمد السيد حمد الله، "مدى أهمية المعلومات المحاسبية للمستثمرين :منهج مقترح لتطوير الإفصاح المحاسبي لتنشيط سوق المال المصري"، مجلة البحوث التجارية، العدد الثاني، المجلد15، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 1993.
- السيد البدوي إبراهيم، "الأداء الاستثماري للأسهم العادية وعلاقته بكل من مضاعف الربحية ومضاعف القيمة الدفترية"، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلة العلمية، العدد الرابع، أكتوبر 1998.
- السيد البدوي عبد الحافظ، "السيولة ومعدلات العائد على الأسهم العادية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، السنة 12، العدد الأول، 2000.
- السيد إبراهيم الدسوقي، "الاستثمار في السندات ونماذج تقييمها"، مجلة جامعة لملك سعود،العلوم الإدارية، المجلد الرابع، 1992.
- حسني على خربوش، "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، المجلد 10، العدد الأول، كانون ثاني، 2003.
- خالد الزامل، "دور الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي"، ورقة عمل مقدمة خلال المؤتمر الوطني الصناعي الأول، دمشق، 2005.
- جبار محفوظ، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 3، 2004.
- رياض دهال، "الأدوات المالية"، العدد الخامس عشر، آذار 2003.
- زكريا محمد الصادق إسماعيل، "تحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وأسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة في البورصة"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، 1990.
- شعبان يوسف مبارز، "استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية"، مجلة الدراسات المالية والتجارية، العدد الأول، جامعة القاهرة، كلية التجارة ببني سويف، 1995.
- عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ، " أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي"، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، 2008.
- عبد القادر محمد عبد الله، "العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأمارات العربية المتحدة- ديسمبر 1993.
- عبد القادر محمد عبد الله، "العوائد المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد11 ، العدد1، 1995.
- عبد الرؤوف ربايعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودوره في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006.
- عراقي العراقي، "تطوير التقارير المحاسبية المنشورة لتنشيط السوق الأولية للأوراق"، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي، البنك الأهلي المصري واتحاد المصارف العربية، القاهرة، 1992.
- ناديا أبو فخرة مكاوي، "تحليل ودراسة محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلة العلمية، العدد الثاني، المجلد الثاني، 1994.

- § نادية أمين محمد علي، "تحليل أسواق الأوراق المالية"، بحث علمي، كلية التجارة، جامعة أسيوط، 2006.
- § نبيل عبد السلام شاكر، "محددات قرار المستثمر المصري في مجال شراء الأسهم العادية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ملحق العدد الأول، 1996.
- § نبيل عبد السلام شاكر، "دور الأداء الاقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، جامعة عين شمس، 1997.
- § نبيل عبد السلام شاكر، "تحديد طبيعة العلاقة بين المؤشر العام لسوق المال المصري وبين متغيرات الاقتصاد القومي داخل إطار نظرية التسعير بالمراجحة"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، 1989.
- § نبيل عبد السلام شاكر، "محددات قرار المستثمر المصري في مجال شراء الأسهم العادية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، ملحق العدد الأول، 1996.
- § نهال فريد مصطفى، "دور المعلومات المالية في تحديد درجة المخاطرة السوقية للسهم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2000.
- § نهال فريد مصطفى، "دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، مجلد 1، 1994.
- § ماجدة أحمد إسماعيل شلبي، "تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديدات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق"، كلية الحقوق، جامعة الزقازيق. 2009.
- § متولي أحمد السيد قايد، "تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم في بورصة الأوراق المالية الكويتية"، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الثاني، 1995.
- § محمد صبري إبراهيم ندا، "أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية"، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، السنة الأولى، 1997.
- § محمود صبح، "أسباب ونتائج قيام الشركة المساهمة بتجزئة أسهمها من منظور المدير المالي"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، 1997.
- § محمود عبد الحليم الخلايلة، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء السوقية (عوائد الأسهم)"، دراسات العلوم الإدارية، الجاد 28، العدد1، 2001 .
- § مؤيد علي الفضل، " العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم دراسة اختباريه للمواصفة الأكثر تمثيلاً في العراق"، جامعة جرش، الأردن، 2003.

3- الرسائل العلمية

- § ثروة محمد أحمد شعلان الأغيري، "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية"، رسالة ماجستير، جامعة عدن، 2002.

- محمد عبد الله على المهتدي، "أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم"، رسالة ماجستير، جامعة عدن، 2004.
- محمد صلاح البيطار، "قدرة التحليل المالي على قياس الربحية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007.
- محمد محروس زين الدين حسب، "أثر معلومات قائمة التدفقات النقدية في تحديد القيمة السوقية للسهم دراسة ميدانية في الشركات السعودية"، رسالة ماجستير، جامعة العلوم والتكنولوجيا، كلية العلوم الإدارية، اليمن، 2007.
- منذر مرهج، "أثر المحتوى الإعلامي للتوزيعات النقدية على قيمة المنشأة"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1999.

ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية

1- Books

- Dan French, "Security and Portfolio Analysis; Concepts and Management", Merrill Pub Co., 1989.

Dipen Chatterjee, 'Fixed Income Securities- Bonds", Working Paper, 2008, P.2.

- Frank Reilly & Keith Brown, "Investment Analysis and Portfolio Management", USA, Thomson, Eighth Edition, 2006.
- Fred Weston, Scott Besley and Eugene Fama, "Essentials of Managerial Finance", Dryden Press, Eleventh Edition, 1996.
- Frederick Macaulay, "some Therotical Problems Suggested by the Movements of Interest Rate, Bond Yield, and Stock Price in the United States", New York, National Bureay of economic Research, 1938.
- Jake Francis, "Investments: Analysis and Management", Mc Graw-Hill, N.Y. 1986.
- John Murphy, "Technical Analysis of the Financial Markets", New York Institute of Finance, 1999.
- Charles Jones, "Investments, analysis and management", Sixth Edition, New York, John Wiley & Sons, Inc, 1998.
- Justin Fox, "The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street", USA, New York: HarperCollins, 2009.
- James Lorie, Peter Dodd, & Mary Kimpton, "the Stock: Market Theories and Evidence", Irwin, N. Y., 1985.
- Thomas Edmond, Cindy Edmond, Philip Old, Bor-Yi Tsay, and Nancy Schneider, "Fundamental Financial and Managerial Accounting Concepts", McGraw Hill Irwin, New York, 2007.
- Suthinan Pomsuwan, "Organization Behavior Theories and Concepts", Bangkok University Press, Thailand, six edition, January 2007.

§ Zvi bodie, Alex Kane and Alan Marcus, “Investments”, USA, McGraw-Hill Irwin, Sixth edition, 2005.
§ Downes John, Goodman Jordan, Dictionary of Finance and Investment Terms, USA, Sixth edition, 2003.
§ Edwin Elton, Martin Gruber, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, USA, Fifth Edition, 1995.

2- Articles

§ Alon Brav, John Graham, Campbell Harvey, and Roni Michaely, "Payout policy in the 21st century", working paper, Duke University, 2003.
§ Andrew Stark, "Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship." Accounting and Business Research 27 (3), 1997.
§ Annuar Nassir, “Is The KLSE Efficient? Efficient Market Hypothesis vs Behavioral Finance”, Malaysia, 2002.
§ Bernan, M & Thaker, A, “Shareholder performances and dividends”, Journal of finance, September, 1990.
§ Clyde Stickney, "The Academic's Approach to Securities Research: Is It Relevant to the Analyst? Journal of Financial Statement Analysis, Vol.2, No.4, Summer, 1997.
§ Christophe Boucher, "Stock Prices, Inflation and Stock Returns Predictability", working Paper, University of Paris, Version 16, December 2004.
§ David Dickey & Wayne Fuller, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, 1979.
§ David Hallam & Raffaele Zanoli, “Error Correction Models and Agricultural Supply Response”, European Review of Agricultural Economics", Vol. 20, Issue 2, 1993.
§ Demerriades and Hussein, “Does financial development cause economic growth? Time-Series evidence from 16 countries”, Journal of development economics, Vol. 51, December, 1996.
§ Mohamed El-Erain, "Development of Financial Markets in the Arab Countries, Iran and Turkey", Economic Research Forum for Arab Countries, Iran & Turkey, 1995.

- Erik Lie, “Operating performance following open market share repurchase announcements”, Journal of Accounting and Economics, October, 2004.
- Eugene Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, May 1970.
- Eugene Fama & Kenneth French, “The Cross-Sections of expected stock returns”, The Journal of Financial, Vol.57, 1992.
- Gerard Feltham, and Jemes Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," Contelnporary Accounting Research, spring 1995.
- George Soros, “The Crash of 2008 and what it Means: The New Paradigm for Financial Markets”, US, New York, Perseus, 2009.
- George Ruth, “Analyzing Financial Statements”, Washington, USA, American Bankers Association, 1998.
- Robert King & Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, Quarterly Journal of Economics, August, 1993.
- Kwaku Opong, “The Information Content of Interim Financial reports: UK evidence”, Journal of Business Finance & Accounting, March 1995.
- Ray Ball & S Kothari, "Security Returns around Earning Announcement", The Accounting Review, October, 1991.
- Ray Ball & Philip Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, Journal of Accounting Research, autumn, 1968.
- Ray Ball, “The Global Financial Crisis and the Efficient Market Hypothesis: What Have We Learned?”, Journal of Applied Corporate Finance, November, Vol. 5, 2009.
- Ramin Maysami, Lee Chuin Howe & Mohamad Atkin Hamzah,” Relationship between macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Co integration Evidence from Stock Exchange of Singapore’s All-S Sector Indices”, Journal Pengurusan, Vol. 47, 2004.
- Rippington Frederick & Richard Taffler, “The information content of firm financial disclosures”, Journal of Business Finance & Accounting, April 1995.
- Robert Jonson, and Luc Soenen, "Indicators of Successful Companies", European Management Journal, Vol. 21, Issue 3, June 2003.
- Russell Fogler, John Kose and James Tipton, "Three factors, interest rate differentials and stock groups", Journal of Finance, Vol. 36, 1981.
- Jane Ou, “The Information Content of Numbers or Earning Predictors”, Journal of Accounting Research, Vol. 28, No. 1, Spring 1990.
- James Obben, “The Demand for Money in Brunei.” Asian Economic Journal, Vol. 12, Issue 2, 1998.

- Jeffery Quirin, and A. Allen, "The Effect of Earnings Performance on Fundamental Information analysis", Journal of Business of Finance, Vol.36, No.4, 2000.
- Jeremy Greenwood & Bruce Smith,” Financial Market in Development and the Development of Financial Market”, Journal of Economic Dynamics and Control, Volume 21, Issue 1, January 1997.
- Joe Nocera, “Poking Holes in a Theory on Markets”, New York Times, June 5, 2009.
- John Becker-Blease & Donna Paul, “Stock Liquidity and Investment Opportunities: Evidence from Index Additions”, Financial management, autumn, 2006.
- John Board, and Judy Day," The Information Content of Cash Flow Figures ", Accounting & Business Research , Vol. 20, Issue 77, Winter 1989.
- Louis Chan, Yasushi Hamao and Josef Lakonishok,' Fundamentals and Stock Returns in Japan", Journal of Finance, Vol. XLVI, No. 5, December 1991.
- Srinivas kella, and Stuart Greeenbaun, "Innovation in Interest Rate, Duration Transformation and Bank Stock Returns", Journal of Money Credit and Banking, Vol. 24, No. 1, February 1992.
- Suman Banerjee, Vladimir Gatchev, and Paul Spindt, "Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy", Journal of financial and Quantitative analysis, January 2006.
- Hansson Pontus & Jonung Lars, “Finance and economic growth: the case for Sweden 1834-1991”, Research in economics, 1997.
- Hee-Jae Cho & Vladimir Pucik, “Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value”, Strategic Management Journal, Vol. 26, 2005.
- Nikiforos Laopodis, " Fiscal policy and stock market efficiency: Evidence for the United States", The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 49, Issue 2, May 2009.
- Nuno Cassola & Claudio Morana, "Monetary Policy and the Stock Market in the EURO Area", Working Paper, No. 19, European Central Bank, January 2002.
- Meysam Safari, “Dividend Yield and Stock Return in Different Economic Environment: Evidence from Malaysia”, working Paper, Graduate School of Management (GSM), University Putra Malaysia, 2009.
- Michael Kahn, "Tips on Technicals", Bridge, Vol. 2, No. 9, January 1994.
- Michael Jenser, “Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency”, Journal of Financial Economics, June 1978.

§ Michel Rozeff, “Market Pricing beyond the Efficient Market Hypothesis”, working paper, November, 2006.
§ William Rees, ”The Impact of dividends debt and investment on valuation models”, Journal of Finance and Accounting, Vol. 214, September, 1997.
§ Pablo Fernández, “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, working paper, IESE Business School, Spain, 2002.
§ Pablo Fernández, “Company Valuation Methods; the Most Common Errors in Valuations”, working paper, IESE Business School, Spain, 2007.
§ Peter Philips & Pierre Perron, "Testing for A Unit Root in Time Series Regression", Biometrica, 1988, Vol. 75.

3- Dissertations

§ Von Mag Höbarth, " Modeling the Relationship between Financial Indicators and Company Performance – An Empirical Study for US-listed Companies", Dissertation, Wirtschafts University of Economics And Business Administration, Berlin, Germany. 2006.

قائمة الملاحق

وتحتوي على الملاحق التالية:

الملحق رقم (1): شركات عينة السوق المالي المصري
الملحق رقم (2): المؤشرات المالية والسوقية لشركات عينة السوق المالي المصري
الملحق رقم (3):المؤشرات المالية والسوقية لشركات عينة السوق المالي السوري
الملحق رقم (4): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الأولى
الملحق رقم (5): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الأولى
الملحق رقم (6): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الثانية
الملحق رقم (7): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الثانية
الملحق رقم (8):): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الثالثة
الملحق رقم (9):نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الثالثة
الملحق رقم (10): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الرابعة
الملحق رقم (11): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الخامسة
الملحق رقم (12): نتائج اختبار الانحدار التدريجي لعينة المصارف السورية

الملحق رقم (1): شركات عينة السوق المالي المصري

التسلسل	اسم الشركة	التسلسل	اسم الشركة
1	البنك التجاري الدولي (مصر)	21	الشرقية للدخان- ايسترن كومباني
2	البنك الأهلي سوسيته جنرال	22	النصر للملابس والمنسوجات- كابو
3	البنك الوطني المصري	23	النساجون الشرقيون
4	العز لصناعة حديد التسليح	24	أوليمبك جروب للاستثمارات المالية
5	المالية والصناعية المصرية	25	القاهرة للإسكان والتعمير
6	مصر لصناعة الكيماويات	26	الشمس للإسكان والتعمير
7	العز للبورسلين (الجوهرة)	27	مدينة نصر للإسكان والتعمير
8	مصر بني سويف للإسمنت	28	المتحدة للإسكان والتعمير
9	مصر للإسمنت قنا	29	الشركة المصرية لخدمات التلفون المحمول (موبينيل)
10	أوراسكوم للإنشاء والصناعة	30	أوراسكوم تيلكوم
11	البويات والصناعات الكيماوية	31	الكابلات الكهربائية
12	اسمنت سيناء	32	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية
13	المجموعة المالية هيرمس القابضة	33	العز الدخيلة للصلب- الإسكندرية
14	البنك المصري لتنمية الصادرات	34	جنوب الوادي للإسمنت
15	الزيوت المستخلصة	35	القناة للتوكيلات الملاحية
16	المصرية للأغذية- بسكو مصر	36	مطاحن شرق الدلتا
17	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	37	العامة للصوامع والتخزين
18	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	38	مطاحن ومخابز شمال القاهرة
19	العربية لحليج الأقطان	39	مطاحن مصر العليا
20	العربية وبوليفارا للغزل والنسيج	40	الدلتا الصناعية (إيديال)

الملحق رقم (4): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الأولى

	Mean	Std. Deviation	N
mv	62.2960	147.01333	238
nv	11.3670	15.79451	238
bv	24.4211	40.45144	238
ros	.2407	.24815	238
om	.2866	.28556	238
npm	.2850	.46049	238
roa	.0828	.07470	238
roe	.1979	.17995	238
roc	.5111	.73183	238
cr	1.6798	1.20488	238
qcr	.9894	.92102	238
car	.5566	.76012	238
fl	2.5787	3.64279	238
al	3.4287	3.38185	238
ato	.5458	.53006	238

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ato, bv, car, al, om, roe, npm, cr, roc, ros, roa, nv, qcr, fl(a)	.	Enter

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.865(a)	.749	.733	75.93842

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3836300.075	14	274021.434	47.518	.000(a)
	Residual	1285961.502	223	5766.644		
	Total	5122261.577	237			

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-27.132	18.765		-1.446	.150	-64.111	9.848
	nv	.649	.711	.070	.913	.362	-.752	2.050
	bv	2.439	.328	.671	7.431	.000	1.792	3.086
	ros	30.178	35.820	.051	.842	.400	-40.412	100.768
	om	-1.163	26.200	-.002	-.044	.965	-52.795	50.468
	npm	-46.420	17.604	-.145	-2.637	.009	-81.111	-11.728
	roa	-214.477	148.781	-.109	-1.442	.151	-507.674	78.721
	roe	255.730	54.880	.313	4.660	.000	147.580	363.880
	roc	31.331	11.574	.156	2.707	.007	8.523	54.139
	cr	-3.289	6.415	-.027	-.513	.609	-15.931	9.354
	qcr	8.912	13.904	.056	.641	.522	-18.489	36.313
	car	-7.706	15.927	-.040	-.484	.629	-39.094	23.681
	fl	2.349	6.329	.058	.371	.711	-10.124	14.821
	al	-4.500	6.936	-.104	-.649	.517	-18.169	9.169
	ato	-17.802	12.587	-.064	-1.414	.159	-42.607	7.003

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-147.1873	790.5753	62.2960	127.22783	238
Std. Predicted Value	-1.647	5.724	.000	1.000	238
Standard Error of Predicted Value	6.740	69.369	16.696	9.222	238
Adjusted Predicted Value	-264.6316	1643.3905	65.1704	157.05126	238
Residual	-357.92133	527.66473	.00000	73.66137	238
Std. Residual	-4.713	6.949	.000	.970	238
Stud. Residual	-5.739	7.670	-.009	1.109	238
Deleted Residual	-1071.19055	642.98956	-2.87434	111.51218	238
Stud. Deleted Residual	-6.203	8.920	-.006	1.176	238
Mahal. Distance	.871	196.771	13.941	21.616	238
Cook's Distance	.000	11.069	.062	.721	238
Centered Leverage Value	.004	.830	.059	.091	238

a Dependent Variable: mv

الملحق رقم (5): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الأولى

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
mv	62.2960	147.01333	238
nv	11.3670	15.79451	238
bv	24.4211	40.45144	238
ros	.2407	.24815	238
om	.2866	.28556	238
npm	.2850	.46049	238
roa	.0828	.07470	238
roe	.1979	.17995	238
roc	.5111	.73183	238
cr	1.6798	1.20488	238
qcr	.9894	.92102	238
car	.5566	.76012	238
fl	2.5787	3.64279	238
al	3.4287	3.38185	238
ato	.5458	.53006	238

Correlations

		mv	nv	bv	ros	om	npm	roa	roe	roc	cr	qcr	car	fl	al	ato
Pearson Correlation	mv	1.000	.629	.795	.027	.017	.136	.362	.484	.554	-.079	-.124	-.043	-.037	-.027	.091
	nv	.629	1.000	.736	-.133	-.057	-.112	.139	.203	.075	-.145	-.094	-.082	-.025	-.002	.079
	bv	.795	.736	1.000	-.041	-.042	.303	.233	.252	.458	.023	-.105	-.045	-.073	-.066	.070
	ros	.027	-.133	-.041	1.000	.678	.515	.344	.252	.209	.191	.156	.345	.021	-.006	-.363
	om	.017	-.057	-.042	.678	1.000	.249	.194	.167	.103	.131	-.032	.174	.158	.134	-.357
	npm	.136	-.112	.303	.515	.249	1.000	.135	.074	.258	.265	.145	.273	-.022	-.040	-.282
	roa	.362	.139	.233	.344	.194	.135	1.000	.748	.545	.062	.210	.356	-.337	-.335	.346
	roe	.484	.203	.252	.252	.167	.074	.748	1.000	.582	-.177	-.077	.078	.026	.045	.266
	roc	.554	.075	.458	.209	.103	.258	.545	.582	1.000	.006	.003	.165	-.068	-.065	.113
	cr	-.079	-.145	.023	.191	.131	.265	.062	-.177	.006	1.000	.662	.605	-.127	-.151	-.179
	qcr	-.124	-.094	-.105	.156	-.032	.145	.210	-.077	.003	.662	1.000	.867	-.166	-.130	-.076
	car	-.043	-.082	-.045	.345	.174	.273	.356	.078	.165	.605	.867	1.000	-.117	-.105	-.116
	fl	-.037	-.025	-.073	.021	.158	-.022	-.337	.026	-.068	-.127	-.166	-.117	1.000	.973	-.300
	al	-.027	-.002	-.066	-.006	.134	-.040	-.335	.045	-.065	-.151	-.130	-.105	.973	1.000	-.278
	ato	.091	.079	.070	-.363	-.357	-.282	.346	.266	.113	-.179	-.076	-.116	-.300	-.278	1.000

Variables Entered/Removed(a)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	bv	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
2	roe	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
3	npm	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
4	roc	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).
5	ato	.	Stepwise (Criteria: Probability-of-F-to-enter <= .050, Probability-of-F-to-remove >= .100).

Model Summary(f)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.795(a)	.632	.630	89.41509	
2	.847(b)	.718	.715	78.42906	
3	.854(c)	.730	.726	76.90072	
4	.858(d)	.737	.732	76.06219	
5	.862(e)	.743	.738	75.25848	1.285

ANOVA(f)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3235427.941	1	3235427.941	404.678	.000(a)
	Residual	1886833.635	236	7995.058		
	Total	5122261.577	237			
2	Regression	3676749.031	2	1838374.516	298.868	.000(b)
	Residual	1445512.545	235	6151.117		
	Total	5122261.577	237			
3	Regression	3738451.009	3	1246150.336	210.722	.000(c)
	Residual	1383810.567	234	5913.720		
	Total	5122261.577	237			
4	Regression	3774250.117	4	943562.529	163.092	.000(d)
	Residual	1348011.460	233	5785.457		
	Total	5122261.577	237			
5	Regression	3808250.899	5	761650.180	134.476	.000(e)
	Residual	1314010.678	232	5663.839		
	Total	5122261.577	237			

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-8.242	6.774		-1.217	.225	-21.587	5.103
	bv	2.888	.144	.795	20.117	.000	2.606	3.171
2	(Constant)	-50.505	7.759		-6.509	.000	-65.790	-35.219
	bv	2.611	.130	.718	20.060	.000	2.354	2.867
	roe	247.798	29.255	.303	8.470	.000	190.163	305.433
3	(Constant)	-43.084	7.947		-5.421	.000	-58.741	-27.427
	bv	2.738	.134	.753	20.501	.000	2.475	3.001
	roe	247.547	28.685	.303	8.630	.000	191.033	304.060
	npm	-36.774	11.385	-.115	-3.230	.001	-59.203	-14.344
4	(Constant)	-41.271	7.894		-5.228	.000	-56.824	-25.719
	bv	2.617	.141	.720	18.595	.000	2.340	2.894
	roe	201.274	33.927	.246	5.933	.000	134.432	268.116
	npm	-41.568	11.424	-.130	-3.639	.000	-64.076	-19.060
	roc	22.820	9.174	.114	2.488	.014	4.746	40.895
5	(Constant)	-29.669	9.134		-3.248	.001	-47.665	-11.673
	bv	2.652	.140	.730	18.945	.000	2.376	2.927
	roe	220.796	34.501	.270	6.400	.000	152.821	288.770
	npm	-51.078	11.951	-.160	-4.274	.000	-74.625	-27.531
	roc	22.729	9.077	.113	2.504	.013	4.845	40.613
	ato	-24.829	10.134	-.090	-2.450	.015	-44.795	-4.863

الملحق رقم (6): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الثانية

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
mv	62.2960	147.01333	238
eps	5.7863	16.42083	238
pe	17.9855	21.74651	238
dps	3.3672	11.97172	238
por	.5828	.75296	238
ep	.2424	1.13109	238
pb	3.0171	3.75963	238
pn	6.8451	13.26412	238
notrans	53015.1975	112790.91651	238
dtvol	209501.1176	513939.70180	238
dtvalu	6058106.1176	17660997.98367	238
aotvue	35758.7059	69447.18697	238

Correlations

	mv	eps	pe	dps	por	ep	pb	pn	notrans	dtvol	dtvalu	aotvue
mv	1.000	.833	.006	.860	.240	-.056	.280	.435	-.023	-.083	.197	.475
eps	.833	1.000	-.117	.713	-.001	-.009	.152	.207	-.054	-.097	.111	.382
pe	.006	-.117	1.000	.009	-.047	-.137	.158	.081	.232	.382	.072	-.042
dps	.860	.713	.009	1.000	.479	-.023	.099	.101	-.060	-.089	.059	.278
por	.240	-.001	-.047	.479	1.000	-.018	-.053	-.081	-.069	-.075	-.064	-.015
ep	-.056	-.009	-.137	-.023	-.018	1.000	-.117	-.076	-.085	-.083	-.058	-.051
pb	.280	.152	.158	.099	-.053	-.117	1.000	.494	.056	-.027	.164	.202
pn	.435	.207	.081	.101	-.081	-.076	.494	1.000	.084	-.019	.374	.404
notrans	-.023	-.054	.232	-.060	-.069	-.085	.056	.084	1.000	.889	.867	-.026
dtvol	-.083	-.097	.382	-.089	-.075	-.083	-.027	-.019	.889	1.000	.677	-.051
dtvalu	.197	.111	.072	.059	-.064	-.058	.164	.374	.867	.677	1.000	.168
aotvue	.475	.382	-.042	.278	-.015	-.051	.202	.404	-.026	-.051	.168	1.000

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	aotvue, por, ep, notrans, pb, pe, eps, pn, dps, dtvol, dtvalu(a)	.	Enter

Model Summary (b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.965(a)	.930	.927	39.71317

ANOVA (b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4765828.886	11	433257.171	274.711	.000(a)
	Residual	356432.690	226	1577.136		
	Total	5122261.577	237			

Coefficients (a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta		Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound
(Constant)	-7.460	5.431		-1.374	.171	-18.163	3.242
eps	3.067	.287	.343	10.702	.000	2.502	3.632
pe	.149	.147	.022	1.015	.311	-.141	.439
dps	6.948	.437	.566	15.913	.000	6.088	7.809
por	-1.236	4.796	-.006	-.258	.797	-10.687	8.215
ep	-1.578	2.324	-.012	-.679	.498	-6.159	3.002
pb	.968	.815	.025	1.188	.236	-.638	2.574
pn	2.745	.292	.248	9.416	.000	2.171	3.320
notrans	-5.77E-005	.000	-.044	-.635	.526	.000	.000
dtvol	2.23E-006	.000	.008	.171	.864	.000	.000
dtvalu	3.89E-007	.000	.047	.901	.368	.000	.000
aotvue	.000	.000	.073	3.555	.000	.000	.000

Residuals Statistics (a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-15.3443	1169.7629	62.2960	141.80614	238
Std. Predicted Value	-.548	7.810	.000	1.000	238
Standard Error of Predicted Value	2.911	37.438	6.865	5.704	238
Adjusted Predicted Value	-20.9158	1268.8835	60.0947	129.49120	238
Residual	-224.51405	255.90414	.00000	38.78061	238
Std. Residual	-5.653	6.444	.000	.977	238
Stud. Residual	-6.441	6.868	.013	1.155	238
Deleted Residual	-305.52353	651.84070	2.20131	65.92779	238
Stud. Deleted Residual	-7.112	7.704	.013	1.231	238
Mahal. Distance	.278	209.627	10.954	25.099	238
Cook's Distance	.000	19.952	.118	1.310	238
Centered Leverage Value	.001	.885	.046	.106	238

الملحق رقم (7): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الثانية

Correlations

	mv	eps	pe	dps	por	ep	pb	pn	notrans	dtvol	dtvalu	aotvue
mv	1.000	.833	.006	.860	.240	-.056	.280	.435	-.023	-.083	.197	.475
eps	.833	1.000	-.117	.713	-.001	-.009	.152	.207	-.054	-.097	.111	.382
pe	.006	-.117	1.000	.009	-.047	-.137	.158	.081	.232	.382	.072	-.042
dps	.860	.713	.009	1.000	.479	-.023	.099	.101	-.060	-.089	.059	.278
por	.240	-.001	-.047	.479	1.000	-.018	-.053	-.081	-.069	-.075	-.064	-.015
ep	-.056	-.009	-.137	-.023	-.018	1.000	-.117	-.076	-.085	-.083	-.058	-.051
pb	.280	.152	.158	.099	-.053	-.117	1.000	.494	.056	-.027	.164	.202
pn	.435	.207	.081	.101	-.081	-.076	.494	1.000	.084	-.019	.374	.404
notrans	-.023	-.054	.232	-.060	-.069	-.085	.056	.084	1.000	.889	.867	-.026
dtvol	-.083	-.097	.382	-.089	-.075	-.083	-.027	-.019	.889	1.000	.677	-.051
dtvalu	.197	.111	.072	.059	-.064	-.058	.164	.374	.867	.677	1.000	.168
aotvue	.475	.382	-.042	.278	-.015	-.051	.202	.404	-.026	-.051	.168	1.000

Model Summary(e)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.860(a)	.740	.739	75.16463
2	.928(b)	.862	.861	54.86731
3	.962(c)	.925	.924	40.54092
4	.964(d)	.929	.928	39.48938

ANOVA(e)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3788927.264	1	3788927.264	670.640	.000(a)
	Residual	1333334.312	236	5649.722		
	Total	5122261.577	237			
2	Regression	4414812.427	2	2207406.214	733.255	.000(b)
	Residual	707449.149	235	3010.422		
	Total	5122261.577	237			
3	Regression	4737667.019	3	1579222.340	960.851	.000(c)
	Residual	384594.558	234	1643.566		
	Total	5122261.577	237			
4	Regression	4758918.766	4	1189729.692	762.935	.000(d)
	Residual	363342.810	233	1559.411		
	Total	5122261.577	237			

الملحق رقم (8): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الثالثة

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
mv	62.2960	147.01333	238
nv	11.3670	15.79451	238
bv	24.4211	40.45144	238
ros	.2407	.24815	238
om	.2866	.28556	238
npm	.2850	.46049	238
roa	.0828	.07470	238
roe	.1979	.17995	238
roc	.5111	.73183	238
cr	1.6798	1.20488	238
qcr	.9894	.92102	238
ato	.5458	.53006	238
car	.5566	.76012	238
fl	2.5787	3.64279	238
al	3.4287	3.38185	238
eps	5.7863	16.42083	238
pe	17.9855	21.74651	238
dps	3.3672	11.97172	238
por	.5829	.75279	238
ep	.2424	1.13107	238
pb	3.0171	3.75963	238
pn	6.8451	13.26412	238
notrans	53015.1975	112790.91651	238
dtvol	209501.1176	513939.70180	238
dtvalu	6058106.1176	17660997.98367	238
aotrvalue	35758.7059	69447.18697	238

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	aotrvalue, al, ros, por, ep, pe, qcr, dtvalu, pb, eps, npm, ato, roc, cr, om, nv, roe, pn, dtvol, dps, roa, car, bv, notrans, fl(a)	.	Enter

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.971(a)	.942	.935	37.45186

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4824901.495	25	192996.060	137.595	.000(a)
	Residual	297360.082	212	1402.642		
	Total	5122261.577	237			

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-.868	11.626		-.075	.941	-23.785	22.049
	nv	.105	.380	.011	.275	.783	-.644	.853
	bv	-.015	.193	-.004	-.079	.937	-.395	.364
	ros	-30.120	18.093	-.051	-1.665	.097	-65.785	5.545
	om	3.913	13.084	.008	.299	.765	-21.878	29.705
	npm	12.085	9.209	.038	1.312	.191	-6.069	30.239
	roa	-54.758	77.073	-.028	-.710	.478	-206.686	97.170
	roe	-43.687	30.714	-.053	-1.422	.156	-104.231	16.857
	roc	34.710	6.585	.173	5.271	.000	21.729	47.690
	cr	.344	3.235	.003	.106	.915	-6.033	6.720
	qcr	-1.205	7.039	-.008	-.171	.864	-15.081	12.670
	ato	-6.178	6.419	-.022	-.962	.337	-18.831	6.475
	car	-3.797	8.100	-.020	-.469	.640	-19.764	12.171
	fl	-1.592	3.198	-.039	-.498	.619	-7.897	4.713
	al	1.751	3.554	.040	.493	.623	-5.254	8.756
	eps	2.899	.293	.324	9.910	.000	2.322	3.475
	pe	.142	.150	.021	.950	.343	-.153	.437
	dps	7.048	.485	.574	14.534	.000	6.092	8.004
	por	.089	4.664	.000	.019	.985	-9.105	9.284
	ep	-1.619	2.228	-.012	-.727	.468	-6.011	2.773
	pb	1.667	.869	.043	1.918	.056	-.046	3.380
	pn	1.699	.374	.153	4.538	.000	.961	2.438
	notrans	1.91E-005	.000	.015	.210	.834	.000	.000
	dtvol	-4.29E-006	.000	-.015	-.332	.740	.000	.000
	dtvalu	1.16E-007	.000	.014	.262	.794	.000	.000
	aotrvalue	.000	.000	.059	2.828	.005	.000	.000

الملحق رقم (9): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الثالثة

Correlations

	mv	nv	bv	ros	om	npm	roa	roe	roc	cr	qcr	ato	car	fl	al	eps	pe	dps	por	ep
mv	1.000	.629	.795	.027	.017	.136	.362	.484	.554	-.079	-.124	.091	-.043	-.037	-.027	.833	.006	.860	.241	-.056
nv	.629	1.000	.736	-.133	-.057	-.112	.139	.203	.075	-.145	-.094	.079	-.082	-.025	-.002	.668	-.063	.690	.166	.068
bv	.795	.736	1.000	-.041	-.042	.303	.233	.252	.458	.023	-.105	.070	-.045	-.073	-.066	.710	-.064	.689	.145	.002
ros	.027	-.133	-.041	1.000	.678	.515	.344	.252	.209	.191	.156	-.363	.345	.021	-.006	.039	-.056	.002	.040	-.042
om	.017	-.057	-.042	.678	1.000	.249	.194	.167	.103	.131	-.032	-.357	.174	.158	.134	.032	-.077	.017	.010	-.066
npm	.136	-.112	.303	.515	.249	1.000	.135	.074	.258	.265	.145	-.282	.273	-.022	-.040	.053	-.047	.011	.034	-.037
roa	.362	.139	.233	.344	.194	.135	1.000	.748	.545	.062	.210	.346	.356	-.337	-.335	.360	-.282	.341	.137	.009
roe	.484	.203	.252	.252	.167	.074	.748	1.000	.582	-.177	-.077	.266	.078	.026	.045	.433	-.248	.429	.160	.021
roc	.554	.075	.458	.209	.103	.258	.545	.582	1.000	.006	.003	.113	.165	-.068	-.065	.405	-.148	.267	-.006	-.025
cr	-.079	-.145	.023	.191	.131	.265	.062	-.177	.006	1.000	.662	-.179	.605	-.127	-.151	-.064	.043	-.080	.029	-.053
qcr	-.124	-.094	-.105	.156	-.032	.145	.210	-.077	.003	.662	1.000	-.076	.867	-.166	-.130	-.052	-.005	-.075	.043	-.063
ato	.091	.079	.070	-.363	-.357	-.282	.346	.266	.113	-.179	-.076	1.000	-.116	-.300	-.278	.111	-.212	.147	.126	.074
car	-.043	-.082	-.045	.345	.174	.273	.356	.078	.165	.605	.867	-.116	1.000	-.117	-.105	.003	-.045	-.034	.080	-.072
fl	-.037	-.025	-.073	.021	.158	-.022	-.337	.026	-.068	-.127	-.166	-.300	-.117	1.000	.973	-.046	.007	-.044	.012	-.028
al	-.027	-.002	-.066	-.006	.134	-.040	-.335	.045	-.065	-.151	-.130	-.278	-.105	.973	1.000	-.032	-.009	-.032	.013	-.022
eps	.833	.668	.710	.039	.032	.053	.360	.433	.405	-.064	-.052	.111	.003	-.046	-.032	1.000	-.117	.713	-.001	-.009
pe	.006	-.063	-.064	-.056	-.077	-.047	-.282	-.248	-.148	.043	-.005	-.212	-.045	.007	-.009	-.117	1.000	.009	-.047	-.137
dps	.860	.690	.689	.002	.017	.011	.341	.429	.267	-.080	-.075	.147	-.034	-.044	-.032	.713	.009	1.000	.479	-.023
por	.241	.166	.145	.040	.010	.034	.137	.160	-.006	.029	.043	.126	.080	.012	.013	-.001	-.047	.479	1.000	-.017
ep	-.056	.068	.002	-.042	-.066	-.037	.009	.021	-.025	-.053	-.063	.074	-.072	-.028	-.022	-.009	-.137	-.023	-.017	1.000
pb	.280	-.022	.079	.133	.078	.005	.211	.405	.390	-.167	-.181	-.027	-.065	.027	.017	.152	.158	.099	-.053	-.117
pn	.435	-.060	.398	.123	.013	.369	.199	.328	.678	-.007	-.166	-.039	-.049	-.016	-.033	.207	.081	.101	-.081	-.076
notrans	-.023	-.118	-.073	.123	.053	.118	-.065	-.081	-.033	.231	.188	-.167	.187	-.078	-.100	-.054	.232	-.060	-.069	-.085
dtvol	-.083	-.143	-.117	.052	-.011	.117	-.143	-.173	-.121	.274	.266	-.175	.241	-.099	-.113	-.097	.382	-.089	-.075	-.083
dtvalu	.197	-.032	.138	.140	.074	.188	.069	.131	.247	.145	.020	-.087	.060	-.026	-.038	.111	.072	.059	-.064	-.058
aotrvalue	.475	.324	.456	.016	.006	.095	.246	.340	.458	-.070	-.117	.041	-.014	-.020	.005	.382	-.042	.278	-.015	-.051
mv	.	.000	.000	.340	.397	.018	.000	.000	.000	.112	.028	.080	.252	.287	.341	.000	.465	.000	.000	.194
nv	.000	.	.000	.021	.193	.043	.016	.001	.124	.013	.075	.112	.103	.350	.487	.000	.168	.000	.005	.149
bv	.000	.000	.	.266	.257	.000	.000	.000	.000	.360	.053	.141	.245	.132	.155	.000	.162	.000	.013	.485
ros	.340	.021	.266	.	.000	.000	.000	.000	.001	.002	.008	.000	.000	.374	.461	.273	.195	.487	.270	.257
om	.397	.193	.257	.000	.	.000	.001	.005	.056	.022	.312	.000	.004	.007	.020	.312	.119	.396	.442	.156
npm	.018	.043	.000	.000	.000	.	.019	.128	.000	.000	.012	.000	.000	.368	.269	.206	.236	.433	.302	.286

Model Summary(g)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.860(a)	.740	.739	75.16463
2	.928(b)	.862	.861	54.86731
3	.962(c)	.925	.924	40.54092
4	.964(d)	.930	.929	39.18993
5	.967(e)	.935	.934	37.75284
6	.969(f)	.938	.937	37.03369

ANOVA(g)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3788927.264	1	3788927.264	670.640	.000(a)
	Residual	1333334.312	236	5649.722		
	Total	5122261.577	237			
2	Regression	4414812.427	2	2207406.214	733.255	.000(b)
	Residual	707449.149	235	3010.422		
	Total	5122261.577	237			
3	Regression	4737667.019	3	1579222.340	960.851	.000(c)
	Residual	384594.558	234	1643.566		
	Total	5122261.577	237			
4	Regression	4764408.409	4	1191102.102	775.533	.000(d)
	Residual	357853.168	233	1535.851		
	Total	5122261.577	237			
5	Regression	4791597.294	5	958319.459	672.374	.000(e)
	Residual	330664.283	232	1425.277		
	Total	5122261.577	237			
6	Regression	4805446.332	6	800907.722	583.967	.000(f)
	Residual	316815.245	231	1371.495		
	Total	5122261.577	237			

الملحق رقم (10): نتائج اختبار الانحدار المتعدد للفرضية الرابعة

- **شركات كبيرة الحجم:**

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
mv	171.3329	265.80873	58
nv	17.8426	28.32796	58
bv	49.6455	72.35040	58
ros	.2821	.22821	58
om	.3192	.24281	58
npm	.3587	.64731	58
roa	.1111	.08727	58
roe	.3403	.24151	58
roc	1.1491	1.16395	58
cr	1.5872	1.68048	58
qcr	.7826	.85960	58
car	.4976	.33565	58
fl	.5432	.82555	58
al	4.2266	4.35833	58
ato	5.1041	4.25721	58
eps	15.6440	30.95319	58
pe	14.0014	12.71933	58
dps	9.1033	23.19961	58
por	.4848	1.04800	58
ep	.1356	.16310	58
pb	4.9669	4.77494	58
pn	15.2345	22.42908	58
notrans	86619.8621	183542.75555	58
dtvol	267029.9655	626438.84967	58
dtvalu	17070976.7241	32296735.041887	58
AOTRVALUE	88477.8621	118696.47471	58

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AOTRVALUE, dtvalu, por, pb, fl, eps, npm, ato, ep, cr, pe, roe, om, roc, car, nv, pn, ros, al, qcr, notrans, dps, roa, dtvol, bv(a)	.	Enter

Model Summary(b)

Std. Error of the Estimate	Adjusted R Square	R Square	R	Model
58.00381	.952	.973	.987(a)	1

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3919631.952	25	156785.278	46.601	.000(a)
	Residual	107662.139	32	3364.442		
	Total	4027294.091	57			

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-46.541	70.611		-.659	.515	-190.372	97.289
	nv	-.454	1.389	-.048	-.327	.746	-3.282	2.375
	bv	-.932	.947	-.254	-.984	.333	-2.861	.997
	ros	93.987	136.333	.081	.689	.496	-183.715	371.689
	om	43.533	90.289	.040	.482	.633	-140.379	227.446
	npm	54.546	57.242	.133	.953	.348	-62.053	171.144
	roa	-786.111	536.356	-.258	-1.466	.153	-1878.632	306.410
	roe	-48.724	108.207	-.044	-.450	.656	-269.135	171.687
	roc	52.397	16.618	.229	3.153	.004	18.547	86.246
	cr	3.831	9.087	.024	.422	.676	-14.679	22.341
	qcr	-12.609	45.736	-.041	-.276	.785	-105.770	80.551
	car	51.431	63.389	.065	.811	.423	-77.687	180.550
	fl	-20.359	51.478	-.063	-.395	.695	-125.217	84.498
	al	-4.676	7.060	-.077	-.662	.513	-19.056	9.705
	ato	-.770	10.395	-.012	-.074	.941	-21.944	20.405
	eps	5.928	1.310	.690	4.526	.000	3.260	8.596
	pe	4.275	1.155	.205	3.703	.001	1.924	6.627
	dps	5.854	1.830	.511	3.199	.003	2.127	9.581
	por	30.774	30.155	.121	1.021	.315	-30.649	92.198
	ep	10.614	76.440	.007	.139	.890	-145.089	166.316
	pb	2.842	2.409	.051	1.180	.247	-2.064	7.748
	pn	2.405	1.165	.203	2.064	.047	.032	4.779
	notrans	.000	.000	.168	.918	.365	.000	.001
	dtvol	6.52E-005	.000	.154	.691	.494	.000	.000
	dtvalu	-3.36E-006	.000	-.408	-2.005	.053	.000	.000
	AOTRVALUE	.000	.000	.074	1.947	.060	.000	.000

- **انحدار تدريجي:**

Model Summary(g)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.861(a)	.741	.737	136.44547
2	.925(b)	.857	.851	102.50398
3	.962(c)	.925	.921	74.76738
4	.968(d)	.937	.932	69.08459
5	.972(e)	.945	.939	65.52783
6	.976(f)	.952	.946	61.67030

ANOVA(g)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2984721.620	1	2984721.620	160.319	.000(a)
	Residual	1042572.472	56	18617.366		
	Total	4027294.091	57			
2	Regression	3449405.427	2	1724702.714	164.147	.000(b)
	Residual	577888.664	55	10507.067		
	Total	4027294.091	57			
3	Regression	3725425.366	3	1241808.455	222.142	.000(c)
	Residual	301868.725	54	5590.162		
	Total	4027294.091	57			
4	Regression	3774342.029	4	943585.507	197.706	.000(d)
	Residual	252952.062	53	4772.680		
	Total	4027294.091	57			
5	Regression	3804011.464	5	760802.293	177.182	.000(e)
	Residual	223282.627	52	4293.897		
	Total	4027294.091	57			
6	Regression	3833329.564	6	638888.261	167.986	.000(f)
	Residual	193964.527	51	3803.226		
	Total	4027294.091	57			

- **شركات متوسطة الحجم:**

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
mv	29.4262	30.34424	78
nv	8.9263	5.67851	78
bv	16.6041	14.90517	78
ros	.2641	.27947	78
om	.2924	.33175	78
npm	.3371	.47730	78
roa	.0684	.06373	78
roe	.1446	.11160	78
roc	.3330	.38094	78
cr	1.8338	1.14392	78
qcr	1.2928	1.12294	78
car	.3594	.31243	78
fl	.6878	.98727	78

al	2.8390	4.65402	78
ato	3.6401	4.12599	78
eps	2.4914	2.67510	78
pe	22.8442	26.87020	78
dps	1.0831	1.37074	78
por	.5535	.75044	78
ep	.3089	1.37392	78
pb	2.6956	3.70055	78
pn	5.2082	8.86968	78
notrans	54700.4615	99258.10439	78
dtvol	3765240.8462	14587070.55287	78
dtvalu	84159895.6667	370022579.57004	78
AOTRVALUE	20101.5769	21753.88575	78

Model Summary(g)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.767(a)	.588	.583	19.60287
2	.798(b)	.636	.626	18.54943
3	.860(c)	.740	.729	15.79163
4	.858(d)	.737	.730	15.77392
5	.874(e)	.764	.754	15.04290
6	.894(f)	.799	.788	13.96898

ANOVA(g)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	41694.796	1	41694.796	108.503	.000(a)
	Residual	29204.703	76	384.272		
	Total	70899.498	77			
2	Regression	45093.399	2	22546.699	65.527	.000(b)
	Residual	25806.099	75	344.081		
	Total	70899.498	77			
3	Regression	52445.705	3	17481.902	70.103	.000(c)
	Residual	18453.794	74	249.376		
	Total	70899.498	77			
4	Regression	52238.259	2	26119.129	104.973	.000(d)
	Residual	18661.240	75	248.817		
	Total	70899.498	77			
5	Regression	54154.117	3	18051.372	79.771	.000(e)
	Residual	16745.381	74	226.289		
	Total	70899.498	77			
6	Regression	56654.823	4	14163.706	72.585	.000(f)
	Residual	14244.675	73	195.133		
	Total	70899.498	77			

- **شركات صغيرة الحجم:**

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
mv	25.4304	33.24142	102
nv	9.5512	8.71247	102
bv	16.0556	15.26069	102
ros	.1992	.22895	102
om	.2637	.27020	102
npm	.2032	.27469	102
roa	.0777	.07109	102
roe	.1578	.13459	102
roc	.2844	.26727	102
cr	1.6147	.88750	102
qcr	.8749	.70939	102
car	.7158	.68112	102
fl	.4639	.45387	102
al	1.4426	.99512	102
ato	2.3143	.85413	102
eps	2.7006	3.57209	102
pe	16.5355	20.94010	102
dps	1.8523	2.42646	102
por	.6611	.51789	102
ep	.2523	1.24006	102
pb	2.1543	2.61643	102
pn	3.3265	3.73735	102
notrans	32617.9314	47520.51664	102
dtvol	129066.3824	257231.60923	102
dtvalu	1481323.0000	2294912.47974	102
AOTRVALUE	16063.9020	29163.95544	102

Model Summary(j)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.856(a)	.732	.729	17.29267
2	.883(b)	.780	.776	15.74390
3	.907(c)	.823	.817	14.20434
4	.919(d)	.844	.838	13.38004
5	.925(e)	.856	.848	12.94057
6	.933(f)	.871	.863	12.29494
7	.940(g)	.884	.875	11.73717
8	.944(h)	.891	.882	11.43848
9	.946(i)	.896	.886	11.24149

ANOVA(j)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	81700.579	1	81700.579	273.213	.000(a)
	Residual	29903.634	100	299.036		
	Total	111604.212	101			
2	Regression	87065.038	2	43532.519	175.626	.000(b)
	Residual	24539.174	99	247.870		
	Total	111604.212	101			
3	Regression	91831.398	3	30610.466	151.715	.000(c)
	Residual	19772.814	98	201.763		
	Total	111604.212	101			
4	Regression	94238.736	4	23559.684	131.600	.000(d)
	Residual	17365.476	97	179.026		
	Total	111604.212	101			
5	Regression	95528.209	5	19105.642	114.092	.000(e)
	Residual	16076.003	96	167.458		
	Total	111604.212	101			
6	Regression	97243.497	6	16207.249	107.215	.000(f)
	Residual	14360.716	95	151.165		
	Total	111604.212	101			
7	Regression	98654.665	7	14093.524	102.304	.000(g)
	Residual	12949.547	94	137.761		
	Total	111604.212	101			
8	Regression	99436.205	8	12429.526	94.999	.000(h)
	Residual	12168.007	93	130.839		
	Total	111604.212	101			
9	Regression	99978.071	9	11108.675	87.905	.000(i)
	Residual	11626.141	92	126.371		
	Total	111604.212	101			

الملحق رقم (11): نتائج اختبار الانحدار التدريجي للفرضية الخامسة

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
MV	1221.2609	298.21320	23
NV	586.9565	193.77669	23
BV	789.3991	306.05428	23
ATO	.0230	.01259	23
ROS	.2726	.08519	23
AL	14.3809	4.85147	23
OM	.3765	.11574	23
NPM	.2678	.09170	23
ROA	.0052	.00511	23
ROE	.0800	.04167	23
ROC	.1170	.07552	23
FL	13.3104	4.67113	23
EPS	61.3491	37.31837	23
PE	27.5217	17.37285	23
EP	.0478	.02467	23
PB	1.6570	.41908	23
PN	2.1600	.50517	23
NoTrans	215.9565	384.09285	23
Dtvol	1669.0000	3874.47564	23
DTValu	1976083.8696	3947236.81662	23
AoTrValue	248683.3043	239613.96812	23
Mahalanobis Distance	2.1220098	2.51372535	23
Mahalanobis Distance	19.1304348	2.89780583	23
Mahalanobis Distance	1.9130435	1.83016237	23

	MV	NV	BV	ATO	ROS	AL	OM	NPM	ROA	ROE	ROC	FL	EPS	PE	EP	PB	PN	NoTrans	Dtvol	DTValu	AoTrValue
V	1.000	.632	.488	.460	-.392	.024	-.384	-.391	.500	.403	.324	.043	.502	.015	.184	.179	.348	-.154	-.178	-.156	.045
V	.632	1.000	.685	.073	-.345	.106	-.401	-.437	-.020	-.084	-.167	.117	.033	.251	-.196	-.383	-.497	-.208	-.180	-.201	-.231
V	.488	.685	1.000	-.055	-.080	.463	-.123	-.165	-.009	.126	.150	.449	.199	-.024	.065	-.711	-.269	-.354	-.308	-.320	-.115
TO	.460	.073	-.055	1.000	-.529	-.168	-.516	-.478	.802	.529	.426	-.153	.550	-.314	.447	.430	.407	-.114	-.209	-.151	.147
OS	-.392	-.345	-.080	-.529	1.000	.121	.969	.969	-.273	.114	.108	.105	.082	-.369	.230	-.300	-.040	.012	.065	.026	-.149
L	.024	.106	.463	-.168	.121	1.000	.110	.069	-.174	.381	.199	.999	.119	-.163	.137	-.382	-.070	-.144	-.136	-.124	-.272
M	-.384	-.401	-.123	-.516	.969	.110	1.000	.941	-.214	.147	.187	.096	.139	-.449	.285	-.229	.045	.117	.182	.131	.002
PM	-.391	-.437	-.165	-.478	.969	.069	.941	1.000	-.198	.106	.105	.052	.100	-.352	.253	-.200	.048	.040	.083	.051	-.103
OA	.500	-.020	-.009	.802	-.273	-.174	-.214	-.198	1.000	.577	.668	-.160	.725	-.519	.635	.339	.562	-.145	-.209	-.141	.476
OE	.403	-.084	.126	.529	.114	.381	.147	.106	.577	1.000	.825	.398	.858	-.660	.805	.172	.564	-.035	-.132	-.064	.053
OC	.324	-.167	.150	.426	.108	.199	.187	.105	.668	.825	1.000	.213	.902	-.703	.906	.031	.585	-.140	-.189	-.141	.525
-	.043	.117	.449	-.153	.105	.999	.096	.052	-.160	.398	.213	1.000	.133	-.164	.147	-.360	-.061	-.138	-.134	-.120	-.266
PS	.502	.033	.199	.550	.082	.119	.139	.100	.725	.858	.902	.133	1.000	-.753	.933	.068	.492	-.111	-.177	-.134	.373
E	.015	.251	-.024	-.314	-.369	-.163	-.449	-.352	-.519	-.660	-.703	-.164	-.753	1.000	-.849	.113	-.263	.068	.084	.063	-.378
P	.184	-.196	.065	.447	.230	.137	.285	.253	.635	.805	.906	.147	.933	-.849	1.000	-.021	.416	-.094	-.174	-.124	.417
B	.179	-.383	-.711	.430	-.300	-.382	-.229	-.200	.339	.172	.031	-.360	.068	.113	-.021	1.000	.656	.376	.295	.323	.085
N	.348	-.497	-.269	.407	-.040	-.070	.045	.048	.562	.564	.585	-.061	.492	-.263	.416	.656	1.000	.069	.010	.061	.333
oTrans	-.154	-.208	-.354	-.114	.012	-.144	.117	.040	-.145	-.035	-.140	-.138	-.111	.068	-.094	.376	.069	1.000	.965	.984	.082
tvol	-.178	-.180	-.308	-.209	.065	-.136	.182	.083	-.209	-.132	-.189	-.134	-.177	.084	-.174	.295	.010	.965	1.000	.976	.138
TValu	-.156	-.201	-.320	-.151	.026	-.124	.131	.051	-.141	-.064	-.141	-.120	-.134	.063	-.124	.323	.061	.984	.976	1.000	.141
oTrValue	.045	-.231	-.115	.147	-.149	-.272	.002	-.103	.476	.053	.525	-.266	.373	-.378	.417	.085	.333	.082	.138	.141	1.000

ANOVA(e)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	964251.387	1	964251.387	20.408	.000(a)
	Residual	992233.048	21	47249.193		
	Total	1956484.435	22			
2	Regression	1610361.437	2	805180.718	46.526	.000(b)
	Residual	346122.998	20	17306.150		
	Total	1956484.435	22			
3	Regression	1918681.900	3	639560.633	321.451	.000(c)
	Residual	37802.535	19	1989.607		
	Total	1956484.435	22			
4	Regression	1918491.799	2	959245.899	504.964	.000(d)
	Residual	37992.636	20	1899.632		
	Total	1956484.435	22			

الملحق رقم (12): نتائج اختبار الانحدار المتعدد لعينة المصارف السورية

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
MV	1221.2609	298.21320	23
NV	586.9565	193.77669	23
BV	789.3991	306.05428	23
ATO	.0230	.01259	23
ROS	.2726	.08519	23
AL	14.3809	4.85147	23
OM	.3765	.11574	23
NPM	.2678	.09170	23
ROA	.0052	.00511	23
ROE	.0800	.04167	23
ROC	.1170	.07552	23
FL	13.3104	4.67113	23
EPS	61.3491	37.31837	23
PE	27.5217	17.37285	23
EP	.0478	.02467	23
PB	1.6570	.41908	23
PN	2.1600	.50517	23
NoTrans	215.9565	384.09285	23
Dtvol	1669.0000	3874.47564	23
DTValu	1976083.8696	3947236.81662	23
AoTrValue	248683.3043	239613.96812	23
Mahalanobis Distance	2.1220098	2.51372535	23

	MV	NV	BV	ATO	ROS	AL	OM	NPM	ROA	ROE	ROC	FL	EPS	PE	EP	PB	PN	NoTrans
MV	1.000	.632	.488	.460	-.392	.024	-.384	-.391	.500	.403	.324	.043	.502	.015	.184	.179	.348	-.154
NV	.632	1.000	.685	.073	-.345	.106	-.401	-.437	-.020	-.084	-.167	.117	.033	.251	-.196	-.383	-.497	-.208
BV	.488	.685	1.000	-.055	-.080	.463	-.123	-.165	-.009	.126	.150	.449	.199	-.024	.065	-.711	-.269	-.354
ATO	.460	.073	-.055	1.000	-.529	-.168	-.516	-.478	.802	.529	.426	-.153	.550	-.314	.447	.430	.407	-.114
ROS	-.392	-.345	-.080	-.529	1.000	.121	.969	.969	-.273	.114	.108	.105	.082	-.369	.230	-.300	-.040	.012
AL	.024	.106	.463	-.168	.121	1.000	.110	.069	-.174	.381	.199	.999	.119	-.163	.137	-.382	-.070	-.144
OM	-.384	-.401	-.123	-.516	.969	.110	1.000	.941	-.214	.147	.187	.096	.139	-.449	.285	-.229	.045	.117
NPM	-.391	-.437	-.165	-.478	.969	.069	.941	1.000	-.198	.106	.105	.052	.100	-.352	.253	-.200	.048	.040
ROA	.500	-.020	-.009	.802	-.273	-.174	-.214	-.198	1.000	.577	.668	-.160	.725	-.519	.635	.339	.562	-.145
ROE	.403	-.084	.126	.529	.114	.381	.147	.106	.577	1.000	.825	.398	.858	-.660	.805	.172	.564	-.035
ROC	.324	-.167	.150	.426	.108	.199	.187	.105	.668	.825	1.000	.213	.902	-.703	.906	.031	.585	-.140
FL	.043	.117	.449	-.153	.105	.999	.096	.052	-.160	.398	.213	1.000	.133	-.164	.147	-.360	-.061	-.138
EPS	.502	.033	.199	.550	.082	.119	.139	.100	.725	.858	.902	.133	1.000	-.753	.933	.068	.492	-.111
PE	.015	.251	-.024	-.314	-.369	-.163	-.449	-.352	-.519	-.660	-.703	-.164	-.753	1.000	-.849	.113	-.263	.068
EP	.184	-.196	.065	.447	.230	.137	.285	.253	.635	.805	.906	.147	.933	-.849	1.000	-.021	.416	-.094
PB	.179	-.383	-.711	.430	-.300	-.382	-.229	-.200	.339	.172	.031	-.360	.068	.113	-.021	1.000	.656	.376
PN	.348	-.497	-.269	.407	-.040	-.070	.045	.048	.562	.564	.585	-.061	.492	-.263	.416	.656	1.000	.069
NoTrans	-.154	-.208	-.354	-.114	.012	-.144	.117	.040	-.145	-.035	-.140	-.138	-.111	.068	-.094	.376	.069	1.000
Dtvol	-.178	-.180	-.308	-.209	.065	-.136	.182	.083	-.209	-.132	-.189	-.134	-.177	.084	-.174	.295	.010	.965
DTValu	-.156	-.201	-.320	-.151	.026	-.124	.131	.051	-.141	-.064	-.141	-.120	-.134	.063	-.124	.323	.061	.984
AoTrValue	.045	-.231	-.115	.147	-.149	-.272	.002	-.103	.476	.053	.525	-.266	.373	-.378	.417	.085	.333	.082

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Mahalanobis Distance, ROC, PB, Dtvol, NPM, FL, PE, AoTrValue, ROA, PN, ATO, EPS, BV, NV, DTValu, ROE, EP, ROS, OM, NoTrans(a)	.	Enter

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	1.000(a)	1.000	.999	8.24201

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1956348.573	20	97817.429	1439.957	.001(a)
	Residual	135.862	2	67.931		
	Total	1956484.435	22			

RESEARCH SUMMERY

The Impact of Financial and Market Indicators on a Firm's Market Value

(An Empirical Study on the Egyptian and Syrian Stock Market)

I. Introduction:

This research aims to investigate the dynamic relationship between a set of financial and market indicators and the market value of a firm in the Egyptian and Syrian stock markets. To achieve that, the research adopted the methodology of building a statistical model represents the relationship between the market value of a firm (as a dependent variable) and the most important financial & market indicators of a significant statistical role in explaining the volatility of this firm's market value (as independent variables) In addition to studying the impact of the firm's size on the the above mentioned relationship .

.

II. Research Problem:

1. Is there a significant relationship between financial indicators (profitability indicators, liquidity indicators, activity indicators, and financial leverage indicators) and the firm's market value?
2. Is there a significant relationship between market indicators (earnings per share, price to earnings ratio, dividends per share, market to book value, market to nominal value, payout ratio, Earnings to market ratio, the number of transactions, the daily trading volume average, the value of daily trading average, and the average value of one transaction) and the firm's market value?
3. Do the market indicators add extra implicit information to those information come from the financial indicators of the firm ?
4. Is it possible to build a quantitative model for Damascus Stock Exchange, despite the newness of this market? Is there a relationship between financial and market indicators and the market value of the enlisted companies in this market?
5. Is there an impact of firm' size (large -medium -small) on the relationship between the financial and market indicators and the firm's market value?

III. Research Hypotheses:

To achieve the overall objectives of the research and based on the research problem, the research tested the following hypothesis:

First hypothesis: There is no statistically significant relationship between financial indicators and the firm's market value in the Egyptian stock market.

Second hypothesis: There is no statistically significant relationship between market indicators and the firm's market value in the Egyptian stock market.

Third hypothesis: There is no extra information in addition to the financial indicators information can improve the significance of the proposed model?

Fourth hypothesis: there is no impact of the firm' size (large - medium - small) on the relationship between the financial and market indicators and the firm's market value.

Fifth hypothesis: There is no statistically significant relationship between financial and market indicators and the firm's market value in Damascus Stock Exchange.

IV. Research Mythology:

1- Research population and Sample:

In light of the stated goals above, the statistical population for this research is the enlisted companies on CASE30 index on Egyptian stock exchange and enlisted companies on Damascus Stock Exchange. The sample of the Egyptian market included the 40 most active companies throughout the seven-year period from 2002 to 2008. While the sample of the Damascus Stock Exchange included only 9 companies out of 12 enlisted companies!

2- Variables selection:

- Dependent variable:

The dependent variable in this study is the market value of a firm, and we considered market value of the share as a proxy to firm's market value, and we used the close price of share as proxy of this variable.

- Independent variables (Explanatory Variables)

The research includes 25 independent variables divided into four key indicators, as follows:
a) Profitability indicators: includes six sub-variables.
b) Liquidity indicators: includes four sub-variables
c) Indicators of activity: includes one sub-variable
d) Indicators of financial leverage: includes two sub- variables
e) Market indicators: includes 11 sub-variable

6000 financial and market ratios has been calculated (25 independent variables * Company * 40 6 years) for the Egyptian market. 720 was calculated (20 companies variable * 9 * 4 quarters) for the Damascus Stock Exchange.

3- Statistical Analysis:

There are many statistical techniques were employed in this research as follows:

- Multiple Regression
- Stepwise Regression
- Unit Rote Test (Augmented Dickey-Fuller, Phillip-Perron)

- Correlation Coefficients?

V. Conclusions

1 – There is a significant relationship between the financial indicators and the market value of the shares. We have built a quantitative model defines the relationship between the market value of the share (as dependent variable) and the financial indicators (as independent variables), and those variables are (book value, return on Equity, profit margin, return on capital, assets turnover). But as a final result the proposed model did not have the ability to predict the future market value for shares.

2 – There is a significant relationship between the market Indicators and the firm's market value. What means that the market indicators have information content helps to explain the movement and the variability of the market value of shares. We identified the explanatory independent variables through stepwise (dividend per share, market to nominal value, earnings per share, and the average value of transaction) and reverse the regression model which was built using the financial indicators; this modal has the ability to predict the future firm's market value. In addition, the relationship between the explanatory variables and the independent variable is stable on the long-term which gives the ability to use this model to predict market values of shares on the long-term.

3 – We can increase the effectiveness and significance of the proposed model in predicting the market value of share if the statistical model contains the market and financial indicators. The results indicate the increase in the model significance and its coefficient? determination when the model included the two groups of indicators.

4 – The regression model showed in its final form that there are six independent variables have a statistically high impact on the market value of the share, and they explain 94.2% of the variation of the market value of share, these variables are (dividend per share, market to nominal value, earnings per share, the average value of transaction, return on assets, return on capital).

5 – The statistical analysis showed a major effect for the firm' size on the relationship between the financial and market indicators and the market value of the share.

6 - For the Syrian financial market (Damascus Stock Exchange), the research found a significant relationship between the firm's market value and two independent variables (nominal value and market to nominal value). The proposed model has a high degree of predictability. And the model has Long term stable relationship between the dependent and independent variables and this was confirmed by applying Phillips-Perron test.

Damascus University
Faculty of Economics
Business Administration Department

The Impact of Financial and Market Indicators on a Firm's Market Value

(An Empirical Study on the Egyptian and Syrian Stock Market)

A Thesis Submitted in Fulfillment of the Requirements of the PhD in Business Administration

Submitted By
Kinan Moustafa Yaghi

Supervised By
Prof. Dr.
Jamal Al-Yosef
Ass. Prof. in Business Administration

2010