



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المحاسبة

العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي
دراسة ميدانية

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير

إعداد

نورس عدنان عبد الحق

إشراف الدكتور

هدى يوسف الحصري

كلمة شكر وتقدير

لله عزوجل دائماً أولاً وآخراً دوام الامتنان و الحمد و الشكر على عطائاته ومننه في كل أمر حتى تم بمحض فضله وكرمه اتمام هذا البحث المتواضع بين أيديكم.

يتقدم الباحث بأسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة ومهدوا طريق العلم والمعرفة ، إلى جميع أساتذتنا الأفاضل وأخص منهم بالذكر من تفضلوا بقبول الإشراف على مناقشة البحث.

كما يتقدم الباحث بخالص الشكر والامتنان إلى الدكتور هدى الحصري التي إن كان هناك ما هو مميز في هذا البحث فهو يعود لتوجيهاتها ونصائحها المستمرة ، لقد كانت دائماً موجودة للمساعدة والإجابة على الأسئلة بكل تفاني وإخلاص ، لقد كانت مثلاً في العطاء والبذل والمتابعة المستمرة والدفع المعنوي للاستمرار والبحث معطية أفقاً جديداً في كل مرة دون كلل أو ملل في كافة مراحل انجاز هذا البحث وبصبر فريد والكلام في حقها مهما كثر قليل ، لذا أرجو المولى الكريم دوام التوفيق لها وأن يفيد بها كل من أراد أن يكون له نصيب في بحر العلم و المعرفة.

كما يتوجه الباحث بالامتنان والشكر والتقدير لكل من ساعده في انجاز هذا البحث راجياً لهم دوام التوفيق والنجاح .

الباحث

دمشق 2011/07/27

إهداء

إلى بارقة الحياة و أملها ووجه الرحمة وكلمتها
أمي الغالية

إلى معين الحنان في ثوب الجلال ومداد خبرة الحياة
أبي العزيز

إلى من أرادنا الله تعالى أخوة في النسب و الحب
إخوتي الأعزاء

إلى من بلغوا مجمع الخلق و المعرفة وصاروا لهما رمزاً
أساتذتي

إلى من نقشوا في خَلْدي أحلى الذكريات
أصدقائي المخلصين

- قائمة الاختصارات والرموز المذكورة في البحث :

رمز الاختصار	أصل الاختصار	شرح الاختصار
P	Price	السعر
E	Earning	الدخل
B	Book Value	القيمة الدفترية للمنشأة
S	Sales	مبيعات المنشأة
CFO	Cash flow from operation	التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية
EBITDA	Earning before interest , tax , Depreciation & Amortization	الدخل قبل الفائدة والضريبة و الاستهلاكات و الاستنفاد
CF	Cash Flow	التدفق النقدي
V_0^E	Equity Value	قيمة الأسهم
G	Growth Rate	معدل النمو
CV	Continuing Value	قيمة السهم في نهاية مدة الاستثمار
D	Dividend	التوزيعات النقدية
P_E	-	1 + معدل الخصم
V_0^D	Debt Value	قيمة الدين
ROCE	Return on Common Equity	معدل العائد على حقوق الملكية
RE	Residual Earning	الأرباح المتبقية
IPOs	Initial Public offering stocks	الأسهم المصدرة أولاً
VC	Venture Capital	رأس المال المغامر
RR	Required Return	العائد المطلوب
RNOA	Return on net operation assets	معدل العائد على صافي الأصول التشغيلية
FLEV	Financial Leverage	الرافعة المالية
NBC	Net Borrowing Cost	صافي تكلفة الاقتراض
OI	Operation Income	الدخل التشغيلي
OL	Operation Liabilities	الالتزامات التشغيلية
NOA	Net operation Assets	صافي الأصول التشغيلية
ATO	Assets Turn over	معدل دوران الأصول
NFE	Net Financial Expenses	صافي المصاريف المالية
NFO	Net Financial Obligation	صافي الالتزامات المالية
CSE	Common Stock Equity	حقوق الملكية (حملة الأسهم العادية)
#	-	مقدار التغير

- الجداول المدرجة في البحث :

رقم الجدول	الصفحة	البيان
1	90	الشركات التي قامت بالإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية بإشراف هيئة الأوراق و الأسواق المالية
2	92	الشركات التي قامت بالإصدار الأولي وفق نوع النشاط
3	93	التكرارات و النسب المئوية للعوامل التي قد تدفع المستثمر لشراء سهم الإصدار الأولي بصرف النظر عن القيمة الحقيقية له
4	94	الوسيط والانحراف لإجابات العينة عن للعوامل التي قد تدفع المستثمر لشراء سهم الإصدار الأولي بصرف النظر عن القيمة الحقيقية له.
5	99	مقارنة بين العائد وقيمة السهم الإسمية لبنك سورية الدولي الإسلامي
6	100	مقارنة بين سعر التداول وقيمة السهم الإسمية لبنك سورية الدولي الإسلامي
7	101	مقارنة بين العائد وقيمة السهم الإسمية لبنك قطر الوطني – سورية
8	102	مقارنة بين القيمة الإسمية وسعر التداول لسهم بنك قطر الوطني – سورية
9	104	الاستبانات الموزعة و المستردة و القابلة للتحليل والنسب المئوية لها
10	104	توزيع عينة البحث وفق الموقع الوظيفي
11	105	توزيع عينة البحث وفق المؤهل العلمي
12	106	توزيع عينة البحث وفق التخصص العلمي
13	107	توزيع عينة البحث وفق عدد سنوات الخبرة
14	108	توزيع عينة البحث وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع المؤهل العلمي
15	109	توزيع عينة البحث وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع التخصص العلمي
16	110	توزيع عينة البحث وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع عدد سنوات الخبرة
17	111	فئات الإجابات المستخدمة في الاستبيان
18	112	التكرارات والنسب المئوية لأهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية بالمقارنة بالطرق الأخرى
19	113	متوسط إجابات العينة بالنسبة لأهمية استخدام كل طريقة مقارنة مع الطرق الأخرى
20	113	تحليل ANOVA لدراسة وجود اختلاف جوهري في أهمية استخدام طرق التقييم
21	115	التكرارات والنسب المئوية للأسئلة الموجهة لدراسة ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة
22	116	متوسط الإجابات بالنسبة للعوامل المتعلقة بمدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة
23	118	الارتباط بين العوامل المتعلقة بمدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة وأهمية استخدامها
24	120	التكرارات و النسب المئوية للعوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي
25	123	متوسطات الإجابات المتعلقة بالعوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.
26	123	تحليل ANOVA لأهمية العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة
27	125	تكرارات أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي
28	126	الوصف الإحصائي لأهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي
29	126	الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها في تقييم أسهم الإصدار الأولي
30	128	الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهميتها (مفصلة وفق الاستبيان)

- الأشكال المدرجة في البحث :

رقم الشكل	الصفحة	البيان
1	58	تحليل التغيرات في العائد على حملة الأسهم العادية
2	67	تحليل الخطر الأساسي
3	99	مخطط بياني لأسعار التداول لسهم سورية الدولي الإسلامي
4	101	مخطط بياني لأسعار التداول لسهم بنك قطر الوطني - سورية
5	104	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق الموقع الوظيفي
6	105	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق المؤهل العلمي
7	106	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق التخصص العلمي
8	107	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق عدد سنوات الخبرة
9	108	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع المؤهل العلمي
10	109	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع التخصص العلمي
11	110	مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع عدد سنوات الخبرة

4	فصل تمهيدي
4	أولاً: مقدمة البحث.....
5	ثانياً: مشكلة البحث
6	ثالثاً: الدراسات السابقة.....
14	رابعاً: أهمية البحث
15	خامساً: أهداف البحث
15	سادساً: فرضيات البحث
16	سابعاً: منهج البحث
17	ثامناً: محددات البحث
18	الفصل الأول : طرق تقييم الأسهم
19	المبحث الأول: طرق التقييم البسيطة (Simple Valuation Methods)
19	1-1) تحليل المضاعفات (Multiple Analysis):
20	1-1-1) طريقة التحليل المقارن (Methods of Comparables):
22	1-1-2) طريقة المقارنة بعرض الأسهم (Screening on Multiples):
22	2-1) التقييم على أساس الأصول (Asset-based valuation):
24	المبحث الثاني: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)
24	أولاً: مراحل التحليل الأساسي:
27	ثانياً: طرق التحليل الأساسي:
27	1) طريقة التوزيعات المخصومة (Dividend Discount):
28	2) طريقة التدفقات النقدية المخصومة (Discount Cash Flow):
30	3) طريقة الأرباح المتبقية (Residual Earning):
35	الفصل الثاني : الإصدار الأولي للأسهم IPOs
36	المبحث الأول: الإصدار الأولي للأسهم - ميزاته وأطرافه
36	أولاً: الإصدار الأولي للأسهم وسوق الإصدار الأولي (IPOs & Primary Market):
36	ثانياً: مزايا الإصدار الأولي:
37	ثالثاً: مراحل الإصدار الأولي:
38	رابعاً: مؤسسة الإصدار:
39	خامساً: أنواع تأمين تغطية الاكتتابات العامة:
39	5-1) الالتزام الصارم (Firm Commitment Underwriting):
41	5-2) بذل أقصى جهد ممكن (Best-efforts basis):
41	5-3) الخيارات (Options):
41	سادساً: التخصيص الإضافي:

43.....	المبحث الثاني: تسعير وتقييم أسهم الإصدار الأولي.....
43	أولاً: طرق تسعير أسهم الإصدار الأولي:.....
43	(1) طريقة بناء سجل الأوامر (بناء السعر - <i>Book Building</i>):.....
45.....	(2) طريقة سعر الإصدار الثابت (<i>Fixed price offer</i>):.....
45.....	(3) طريقة المزايعة (<i>Auction</i>):.....
46	ثانياً: التسعير المنخفض للإصدار الأولي:.....
48	ثالثاً: تأثير الإصدار الأولي على أسعار الأسهم في السوق الثانوي:.....
49	رابعاً: محركات تقييم أسهم الإصدار الأولي:.....
50	خامساً: دمج الأسهم المصدرة عند تداولها:.....
50	سادساً: تداول الإصدار الأولي في السوق بعد انتهاء الاكتتاب:.....
51	سابعاً: إدارة الأرباح والإصدار الأولي للأسهم:.....
53.....	الفصل الثالث : العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.....
54	أولاً: العائد على الأسهم العادية (<i>ROCE</i>) :.....
59	ثانياً: معدل النمو للدخل المتوقع:.....
61	ثالثاً: تقانات العائد المطلوب (<i>Required Return–Cost of Capital–Normal Return</i>) :.....
64	رابعاً: الخطر المرتبط بالعائد المطلوب <i>Risk adjusted rates of return</i> :.....
68	خامساً: تقدير القيمة المستمرة <i>Continuing Value Estimation</i> :.....
69	سادساً: استخدام الدخل الشامل (ربحية السهم <i>EPS</i>) :.....
70	سابعاً: عملية التنبؤ:.....
73	ثامناً: جودة القوائم المالية :.....
74.....	(1) إدارة الأرباح <i>Management Earnings</i> :.....
76.....	(2) جودة المعايير المحاسبية وجودة تطبيقها:.....
78.....	(3) جودة عملية المراجعة:.....
79.....	(4) جودة الإفصاح:.....
81.....	الفصل الرابع : الدراسة الميدانية واختبار الفروض
82.....	المبحث الأول: أهمية عملية تقييم الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية
83	أولاً: لمحة عن القوانين المتعلقة بالإصدار الأولي:.....
87	ثانياً: الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية :.....
103.....	المبحث الثاني: عينة الدراسة ووصفها.....
111.....	المبحث الثالث: اختبار الفروض ومناقشة النتائج وتحليلها.....
138.....	ملاحق البحث : استثمار الاستبيان.....
144.....	مراجع البحث.....

144.....	أولاً : المراجع باللغة العربية.....
146.....	ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية
150.....	ثالثاً : المواقع الإلكترونية.....

فصل تمهيدي مدخل الدراسة

أولاً: مقدمة البحث

يشير "الإصدار الأولي للأسهم" إلى العملية التي تجريها المنشآت عندما تقوم بإصدار أسهم للاكتتاب العام للمرة الأولى، حيث تكون الغاية من ذلك إما رغبة المنشآت الناشئة في التوسع برأس المال، وإما سعي شركات خاصة لأن تصبح شركات مساهمة، مما يسمح للمنشأة باستخدام مجمع كبير من الأموال لأغراض التوسع المستقبلي، ويجري هذا الإصدار عادة بمساعدة منشآت تتولى إدارة الاكتتاب تدعى مؤسسة الإصدار (*Underwriting Firms*) والتي تساعد على تحديد نوع الأسهم المصدرة، والسعر الأفضل للإصدار، والوقت المناسب لبدء الطرح في الأسواق.

يتم التوصل إلى سعر الإصدار الأولي للسهم بعد تداول بين المنشأة المصدرة للأسهم ومؤسسة الإصدار فالمنشأة التي تقوم بالإصدار الأولي تسعى دوماً لزيادة سعر السهم المصدر ومن ثم تعظيم العوائد، أما مؤسسة الإصدار فتسعى لإرضاء المنشأة المصدرة ولكن لا تستطيع أن تغفل أهمية تحفيز الطلب على الإصدار الجديد حيث يعتبر طرح الأسهم بسعر منخفض من أفضل السبل لذلك، وبذا يكون حافزاً للمستثمرين المرتقبين على الإقبال للاستثمار بهذه الأسهم قبل أن يبدأ سعرها بالارتفاع، وفي النهاية يتوصل الطرفان إلى السعر النهائي الذي يتم تحديده في نشرة الإصدار، وذلك قبل تاريخ بداية الاكتتاب¹.

ولا يعبر سعر السهم الذي يُطرح للاكتتاب عن القيمة الحقيقية *Intrinsic Value* لهذا السهم دائماً، فالقيمة الحقيقية للسهم إنما تمثل:

مجموع المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من السهم *Future Pay-offs* ويتم احتساب هذه القيمة الحقيقية للسهم من خلال أعمال التحليل الأساسي، ودراسة أعمال المنشأة من دون الرجوع إلى سعر السهم في السوق أو الاعتماد عليه.

بيد أن التوصل إلى قيمة دقيقة للسهم ليس دوماً بالأمر السهل مما دفع الأكاديميين والخبراء الماليين للبحث عن طرقٍ للتوصل إلى هذه القيمة، وأسفرت عن استخلاص بعض الطرق البسيطة لتقييم الأسهم والتي اعتمدت بشكلٍ جوهريٍّ على النسب المالية، واستخلاص قيمة السهم نتيجة مقارنة هذه النسب.

وتُعد "طريقة المقارنة" -وهي إحدى الطرق البسيطة- من أكثر الطرق شيوعاً في أعمال تقييم أسهم الإصدار الأولي² إلا أنها لم تكن لتعطي نتائج موثوقة تُشعر المحلل المالي بالأمان عند تقييم المنشأة نظراً لصعوبة إيجاد منشآت مشابهة لأسهم الإصدار الأولي المُراد تقييمها فضلاً عن استخدام مضاعفات تحتوي على أسعار السوق وبالتالي ربط القيمة بسعر السوق، كما أن استخدام الوسط الحسابي لعدد من النسب غير المتجانسة للتوصل إلى القيمة يُعرض نتيجة التقييم إلى مخاطر كبيرة.

¹ أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، الاكتتاب (دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام)، الطبعة الأولى، ترجمة ليلى زيدان، الدار الأولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 213

² H.Penman, S, (2007), Financial Statement Analysis and Security valuation, 3th Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York H, P77.

ومن جهة أخرى واعتماداً على "مدخل التحليل الأساسي" أدت الأبحاث والدراسات إلى التوصل للعديد من طرق التقييم وفق هذا المدخل، وهي باتت الطرق الرئيسية المستخدمة في أعمال تقييم المنشآت، ومن أبرزها:

طريقة "التوزيعات النقدية المخصومة" (*Divided Discount*) والتي تعتمد على التنبؤ بالتوزيعات النقدية المستقبلية لاحتساب القيمة الحقيقية، وطريقة "التدفقات النقدية المخصومة" (*Discount Cash Flow*) وتعتمد على صافي التدفقات النقدية لاحتساب هذه القيمة، و"طريقة الأرباح المتبقية" (*Residual Earnings*)، والتي تعتمد على الدخل لاحتساب هذه القيمة.

غير أن مصاعب كبيرة تكمن في استخدام "التوزيعات النقدية المخصومة" (*Divided Discount*) في أعمال تقييم أسهم الإصدار الأولي، لأن العديد من المنشآت الفتية لا تقوم بدفع أي توزيعات نقدية قبل قيامها بعملية الإصدار، وبالتالي عدم القدرة على التنبؤ بالتوزيعات المستقبلية.

أما بالنسبة إلى تطبيق "التدفقات النقدية المخصومة" (*Discount Cash Flow*) فإن التدفقات النقدية غالباً ما تكون سالبة في الأجل القصير مما يجعل تطبيق هذه الطريقة غير دقيق¹، وبما أن الاستثمارات النقدية لسنة من السنوات تمثل تدفقاً سالباً في الأجل القصير، لكونها -وخاصة في المشاريع الناشئة- غالباً ما تحتاج لفترة طويلة حتى تولد تدفقات نقدية موجبة، فإن هذه الطريقة تعتبر النقود المستثمرة في سنة ما أمراً سلبياً بدلاً من اعتبارها أمراً إيجابياً.

وتقوم "طريقة الأرباح المتبقية" (*Residual Earnings*) على مبدأ أن الاستثمار في الأسهم يضيف قيمة فقط في حال كانت الأرباح تتجاوز العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وقد تميزت هذه الطريقة بتجاوزها لكثير من مثالب الطرق آنفة الذكر من حيث المفهوم والتطبيق، وذلك بتقليلها من أخطاء التنبؤ، وإمكانية استخدامها في تقييم المنشآت التي لا تقوم بإجراء توزيعات نقدية، والمنشآت التي تعاني من تدفقات نقدية حرة سالبة²، إضافة إلى أن اعتمادها على الأرباح المتبقية المستقبلية والقيمة الدفترية معاً كمحركين للقيمة قد أعطاها مرونة في التطبيق على جميع أنواع المنشآت، تلك الميزات التي جعلت من هذه الطريقة محلاً لدراسة العوامل المرتبطة في استخدامها عند تقييم أسهم الإصدار الأولي، وذلك للتوصل إلى القيمة الحقيقية وتقديمها للمستثمر لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

ثانياً: مشكلة البحث

إن اختلاف طرق التقييم وما أدى إليه من اختلاف في النتائج التي يتم التوصل إليها في تحديد قيمة السهم محل الدراسة من جهة، ومن جهة أخرى عدم اعتماد الدراسات السابقة على طريقة محددة لأعمال تقييم

¹) A. Curtis, Fargher, B, 2003, A comparison of Residual Income and Comparable Firm Valuation of Initial Public offerings, University of New South Wales ,Sydney, Australia., P 1.

²) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, Equity investments (Alternative Asset Valuation), Becker professional Education, **Study session 11**, P 68.

أسهم الإصدار الأولي كي يتم استخدامها بشكل دائم عند القيام بهذه الأعمال، وضعت المحلل المالي على مفترق طرق في اختيار الطريقة الأنسب للتوصل إلى القيمة الحقيقية لسهم الإصدار الأولي.

وقد أوصت العديد من الدراسات بتطبيق "طريقة الأرباح المتبقية" إلا أنها لم تبحث في العوامل المؤثرة في استخدام هذه الطريقة ، ومن هنا تمت دراسة مشكلة البحث من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

1. ما مدى أهمية استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" بالمقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي؟
2. هل بيئة العمل السورية ملائمة لاستخدام "طريقة الأرباح المتبقية" في تقييم أسهم الإصدار الأولي؟
3. ما العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي؟

ثالثاً: الدراسات السابقة

يمكن تلخيص الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث بتسع دراسات:

(1) دراسة: **Siew Hong Teoh and Others (1998)**¹:

تناولت هذه الدراسة اختباراً فرضية تقول بأن المدراء يستخدمون الاستحقاق المحاسبي لمصالحهم الخاصة عند القيام بأعمال الإصدار الأولي للأسهم لإظهار المنشأة المصدرة كما لو كان لديها فرص للحصول على أرباح في المستقبل كعامل مؤثر في عملية التقييم ومن ثم رفع أسعار هذه الأسهم. أجريت الدراسة على عينة مؤلفة من (1,682) منشأة قامت بالإصدار الأولي للأسهم في هولندا خلال الفترة من 1980 وحتى 1998، ولم تقتصر على صناعة معينة بل شملت عدداً كبيراً من الصناعات، وقد تم استخدام أساليب التحليل الإحصائية (علاقات الارتباط والانحدار) للوصول إلى النتائج.

وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. يكون العائد على المبيعات للمنشأة التي تقوم بالإصدار الأولي في سنة الإصدار مرتفعاً بشكلٍ جوهريٍّ مقارنة بالسنوات اللاحقة، ومع المنشآت الأخرى ضمن الصناعة ذاتها.
2. تعاني المنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي، والتي تكون لديها أرباح غير اعتيادية *Abnormal Earnings* من انخفاضٍ في الأداء في السنوات الثلاث اللاحقة للإصدار.
3. يؤدي وجود أرباح غير اعتيادية في سنة الإصدار إلى التنبؤ بعوائد عالية للمنشأة في المستقبل.
4. إن منشآت الإصدار الأولي تستخدم "طريقة الاهتلاك" التي تؤدي إلى زيادة الدخل في سنة الإصدار، كما تعترف بديونٍ معدومةٍ أقل بشكلٍ جوهريٍّ بالمقارنة مع مثيلاتها في الصناعة.

¹) Hong Teoh, S, wong. T. j & Rao, G, 1998, Are Accrual during Initial offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies*, 3, pp 175-208, Boston-Netherlands.

5. تفسر الإصدارات التي تظهر فيها المنشأة المصدرة أن لديها أداءً عالياً غير اعتيادي بوجود بعض نشاطات إدارة الأرباح عند القيام بإصدار أسهمها. وبحسب الدراسة فإن مبدأ الاستحقاق المحاسبي يمنح المدراء حرية اختيار السياسات المحاسبية الملائمة لكي تكون هناك مرونة في التقارير، وبما يتناسب مع الأحداث الاقتصادية والصناعة، ولكن إذا رغب المدراء بتضليل المستثمر فإن هذه المرونة تمنحهم قدراً أكبر بسبب عدم إظهار حقيقة أداء المنشأة، ويكون الحافز لـ "إدارة الأرباح" قوياً¹ عندما تخطط المنشأة لبيع أسهمها في السوق كإصدار أولي للأسهم. ومن ثم توصلت الدراسة إلى أنه ثمة حافز كبير للمنشآت للقيام بـ "إدارة الأرباح" إذ إنه يؤدي إلى رفع سعر السهم. بشكل عام هناك حالة من عدم التأكد بشأن الإصدارات الجديدة للمنشآت تتجلى من خلال عدم التماثل في المعلومات بين المُصدر والمستثمر، وقلة مصادر المعلومات التي تتمتع بالاستقلالية، مما يفرض إلى صعوبة كبيرة لدى المستثمرين عند الحكم واتخاذ القرار. بينت هذه الدراسة أحد العوامل الهامة المؤثرة على تقييم الأسهم إذ إن السياسات التي تقوم بها الإدارة لإظهار نتائج بخلاف الواقع وتقييم الأسهم وفق هذه النتائج يؤدي إلى تضليل قرار المستثمر، ومن هنا لامناص من تطوير طريقة تقييم قادرة على منح السهم قيمة دقيقة مهما كانت السياسات التي تتبعها الإدارة.

(2) دراسة: Wouter and Others (2002):²

تناولت هذه الدراسة طرق التقييم المتعددة التي يتم استخدامها من قبل مؤسسات الإصدار لتحديد القيمة التقديرية المتوقعة لسهم الإصدار الأولي، وذلك بهدف مقارنته مع كل من سعر الإصدار الذي تم تحديده، وسعر السهم الأولي في السوق خلال الشهر الأول من إدراجه. تمت الدراسة على أسهم ثلاث وثلاثين عملية إصدار أولي في بلجيكا، وذلك خلال الفترة الواقعة من 1993 وحتى 2000.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. إن استخدام "طريقة التوزيعات النقدية المخصومة" لا تعطي نتائج تقييم جيدة مقارنة مع طرق التقييم الأخرى المستخدمة فهي تعطي تقييماً منخفضاً، بمعنى أنها تقيم المنشأة بشكل متدنٍ (Underestimated Value).
2. إن استخدام بعض المضاعفات (النسب) مثل: "السعر/الأرباح"، "السعر/التدفقات النقدية" يعطي نتائج تقييم أفضل فيما لو كانت قيم مفردات هذه النسب قد جرى التنبؤ بها للسنة التي تلي سنة

¹ حول إدارة الأرباح ودورها ينظر الفصل الثاني، المبحث الثاني، فقرة: سابعاً.

² DE Maeseneire, W., Deloof, M. & Inghelbrecht, K., January 2002, The valuation of IPOs by Investment Banks and the stock Market: Empirical Evidence, EFMA 2002 London meeting, EFA 2002, Berlin Meeting Discussion paper, SSRN.

الإصدار الأولي بالمقارنة مع استخدام قيم سنة الإصدار نفسها (التنبؤ يعطي في هذه الحالة تقييماً أكثر دقة).
تنتقد الدراسة النتائج التي تم التوصل إليها نتيجة تطبيق إحدى طرق التحليل الأساسي، ألا وهي "طريقة التوزيعات النقدية المخصصة".
كما أوضحت أن التقييم الناتج عن التنبؤ بأعمال مستقبلية أفضل من استخدام المعلومات التاريخية (الأرباح والتدفقات النقدية عن السنة المالية الماضية)، مما يؤكد أهمية استخدام طرق التحليل الأساسي.

(3) دراسة: ¹ K. Purnananadm, A, Swaminathan, B (2002):

قامت الدراسة على تقييم أسهم الإصدار الأولي باستخدام "طريقة المقارنة"، إذ جرى تطبيق هذه الطريقة على (2,288) منشأة قامت بالإصدار الأولي في الولايات المتحدة الأمريكية (نيويورك) من العام 1980 وحتى 1997.
توصلت هذه الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية:

1. إن المنشآت المصدرة قد قُيّمت عند قيامها بالإصدار الأولي بقيمة مرتفعة

Overvalued at the Offer وذلك بمقدار 50% مقارنة بمثيلاتها في الصناعة ذاتها عند

استخدام "طريقة المقارنة".

2. إن المنشآت المقيمة بشكل مرتفع تكسب هامش ربح أقل وعائداً أقل على الأصول مقارنة

بالمنشآت المقيمة بشكل منخفض حيث ترتفع مبيعات هذه المنشآت سريعاً بعد الإصدار

الأولي للأسهم، ولكن معدل النمو العالي هذا لا يستمر لفترة طويلة، الأمر الذي يُفسّر على

أن المنشآت المقيمة بشكل مرتفع لاتملك فرصاً لمعدل نمو أفضل كما أنها كانت تواجه

مخاطر أكبر.

أوضحت هذه الدراسة بأن التقييم بأكثر من القيمة الحقيقية للسهم تكسب المستثمرين في اليوم الأول

عوائد أفضل بنسبة (5-7) % مقارنة مع التقييم بأقل من القيمة الحقيقية للسهم، ولكن العوائد في

السنوات التالية تصبح أقل بنسبة (20-40) %، لذا كان لابد من تطبيق أسلوب آخر لتقدير القيمة

الحقيقية للأسهم يتجنب عيوب "طريقة المقارنة" المستخدمة لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

¹) K. Purnananadm, A, Swaminathan, B, May 2002, Are IPOs Underpriced? Jonson Graduate, School of Management, Working Paper, SSRN.

(4) دراسة: *Curtis, A and Fargher, Neil (2003)*¹:

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة مدى موافقة القيمة المحسوبة وفق "طريقة الأرباح المتبقية" لكل من سعر الإصدار وسعر السوق في الأيام الأولى للإصدار وذلك بالمقارنة مع "طريقة المقارنة" الشائعة الاستخدام.

تمت هذه الدراسة باستخدام عينة مؤلفة من 2008 منشأة أمريكية وطنية قامت بالإصدار الأولي من 1980 وحتى 2001 حيث تم احتساب الأرباح المتبقية ومقارنتها بالقيم المحسوبة بـ"طريقة المقارنة" لكل منشأة من العينة، وجرت مقارنة التقديرات باستخدام تحليل الانحدار. وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. تعطي "طريقة الأرباح المتبقية" بافتراض معدل نمو بسيط تقييماً أفضل للتنبؤ بسعر الإصدار الأولي وسعر السوق لأسهم الإصدار الأولي مقارنة بـ"طريقة المقارنة".

أوضحت هذه الدراسة أهمية "طريقة الأرباح المتبقية" ومقدرتها على إعطاء تقييم أفضل لسهم الإصدار الأولي من حيث التوافق مع سعر الإصدار مقارنة بـ"طريقة المقارنة" مشيرة إلى أن استخدام الطريقتين معاً يعطي نتائج أفضل.

(5) دراسة: *Mattias Boden & Erik Hallert (2005)*²:

بينت هذه الدراسة أهمية التنبؤ في الأرباح المستقبلية من خلال استخدام المعلومات المذكورة ضمن نشرة الإصدار في تأمين معلومات مفيدة للمستثمرين تساهم في دقة سعر الإصدار. تم تطبيق "طريقة الأرباح المتبقية" على المنشآت السويدية التي قامت بالإصدار الأولي خلال الفترة (1995-2000).

جرى اختيار العينة من ضمن المنشآت المدرجة في سوق ستوكهولم للأوراق المالية (*SSE*)، وذلك بغية الحصول على المعلومات اللازمة للتحليل والمقارنة، كما اختيرت فترة الدراسة وفقاً لمعيارين: الأول: حتى تكون نتائج الدراسة واقعية تم اختيار القوائم المالية للسنوات الثلاثة اللاحقة لسنة الإصدار.

الثاني: حتى يكون حجم العينة ملائماً فقد اختيرت فترة جرى فيها عدد وافٍ من الإصدارات الأولية إذ تمت دراسة 70 منشأة لاستخلاص النتائج.

وتبياناً لجودة التنبؤ ودقته فقد قامت الدراسات السابقة بدراسة المتغيرات التالية:

¹) A. Curtis, Fargher, B, 2003, A comparison of Residual Income and Comparable Firm Valuation of Initial Public offerings, University of New South Wales, Sydney, Australia.

²) Boden, M. & Hallert, E, 2006, Quality of Implied Forecasts in Swedish IPO Prospectuses: A Case of Systematic Overoptimism, Academicnetwork.se, Handelshogskolan, Stockholm University.

حجم المنشأة - فترة التنبؤ - عمر المنشأة - الرافعة المالية - سمعة مؤسسة الإصدار - حصة الملاك من الأسهم المصدرة - نوع الصناعة - سنة الإصدار.

وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. هناك تفاوت جوهري عند التنبؤ، فقد وُجد أن المنشآت تقوم بشكل جوهري بتحديد أرباح مستقبلية كبيرة عند التنبؤ مقارنة مع الأرباح الحالية وتبين بالتحليل أن كلاً من عمر المنشأة وهيكل الملكية في المنشأة يعتبر عاملاً جوهرياً في تفسير هذا التحيز.
2. يوجد عدم دقة في التنبؤ، وعندما تمت دراسة العوامل السابقة وأثرها على دقة عملية التنبؤ تبين توافق هذه الدراسة مع عدة دراسات آخر بما يلي:
توصلت دراسة ¹(Atiase, 1985) إلى أن المنشأة ذات الحجم الكبير تكون مراقبتها أسهل عن طريق السوق، كما أثبتت دراسة ²(Hagerman and Ruland, 1979) ذلك أيضاً حيث وجدت بأن التنبؤ بالنسبة إلى المنشآت الكبيرة أكثر دقة منه في المنشآت الصغيرة.
أما فيما يتعلق بالرافعة المالية فقد أثبتت دراسة ³(Eddy and Seifert, 1992) أنه كلما كانت الرافعة المالية أكبر كلما أدى ذلك إلى دقة أقل بالنسبة للتنبؤ.
وبالنسبة إلى التغير في هيكل ملكية المنشأة فقد أظهرت دراسة (Jelic, 1998) أنه كلما زادت الأسهم المباعة من قبل الملاك المؤسسين كلما أصبح وضع المنشأة أسوأ في المستقبل أي إن تخلي الملاك عن الأسهم مؤشر على التنبؤ بسوء وضع المنشأة في المستقبل.
من ناحية أخرى افترضت دراسة ⁴(Chen et al, 2001)، ودراسة ⁵(Jog & McConomy, 2003) أن المؤسسين لديهم اطلاع على معلومات داخلية عن المنشأة، وعليه إذا رغب هذا المساهم المؤسس بالاحتفاظ بحصة مهمة من ملكيته فهذا يعني أنه يتوقع أرباحاً من التنبؤ الدقيق المستقبلي مما سيفيد سعر السهم على المدى الطويل، أما في حال احتفاظه بجزء يسير من أسهمه فإنه سيكون مهتماً بإعطاء تنبؤ دقيق عن شركته، لأن حدوث انخفاض ما في أسعار الأسهم مستقبلاً لن يؤثر عليه، كما ذكرت دراسة ⁶(Brown et al, 2000).

¹) Atiase, R. (1985), "Pre-disclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements", Journal of Accounting Research, PP 21–36.

²) Hagerman, R. and W. Ruland (1979), "The accuracy of management forecasts and forecasts of Simple alternative models", Journal of Economics and Business, PP 172–179.

³) Eddy, A. and B. Seifert (1992), "An examination of hypotheses concerning earnings forecast Error", Quarterly Journal of Business and Economics, 31, PP 22–37.

⁴) Chen, G., M. Firth and G. Krishnan (2001), "Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and Their Associations with Initial Stock Returns" .Journal of Multinational Financial Management, (April 2001), PP 225–240.

⁵) Jog, V. and B. McConomy (2003), "Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses", Journal of Business, Finance and Accounting, 31, PP 125–173.

⁶) Brown, P., A. Clarke, J. How and K. Lim (2000), "The accuracy of management dividend

3. إن سعر الإصدار الأولي للمنشآت السويديّة الذي تم خلال فترة الدراسة كان مرتفع *Overpriced* وذلك نتيجة تحيزٍ جوهريٍّ في عملية التنبؤ، والافتقار إلى الدقة في التنبؤ كان مؤشراً على الأرباح المرتفعة المفاجئة مما يستدعي وضع علاوة خطر عالية عند تقييم هذه الأسهم.

4. إن ظاهرة التفاؤل في أعمال التقدير يمكن التنبؤ بها عن طريق المستثمر وذلك باستخدام معلومات عامة تكون متوفرة قبل أعمال الإصدار الأولي.

يُلاحظ أن هذه الدراسة ركّزت على بعض العوامل المؤثرة في عملية التنبؤ مما يشير إلى احتمال تأثيرها على عملية التقييم كونه يعتمد على التنبؤ بالأرباح المستقبلية لحساب القيمة مشيرة إلى وجود العديد من العوامل الأخرى إلا أنها لم تتضمن إلا العوامل الثمانية السالفة الذكر.

(6) دراسة: **Scott Pirie and Malcolm Smith (2005)**¹:

تهدف هذه الدراسة إلى مراجعة الإطار النظري لـ "طريقة الأرباح المتبقية"، ومناقشة نتائج الدراسات التطبيقية لاستخدامها في أعمال التقييم وذلك عن طريق مناقشة الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. صعوبة تطبيق "طريقة التوزيعات النقدية المخصومة" في عملية التقييم لصعوبة تقدير التوزيعات النقدية المستقبلية للمدة المتبقية من عمر المنشأة، كما يصعب تطبيقها بالنسبة إلى المنشآت ذات النمو السريع كونها تحتجز معظم أرباحها ولا تدفع أي توزيعات، أو تدفع توزيعات ضئيلة.
 2. إن القياس المبني على المحاسبة الذي يقوم به المستثمرون ومدراء الأعمال لتقدير القيم أو إيجادها يصبح أكثر فعالية إذا تم التركيز على كلٍّ من الأرباح والقيمة الدفترية معاً بدلاً من التركيز على أحد هذين المتغيرين فقط.
- وقد اقترحت الدراسة البحث عن متغيرات وعوامل أخرى تضاف إلى القيمة الدفترية والأرباح ويكون لها أثر جوهري على تفسير وإيجاد القيمة.
- أظهرت هذه الدراسة دور كلٍّ من الإيرادات والقيمة الدفترية في التوصل إلى القيمة الصحيحة باستخدام "طريقة الأرباح المتبقية"، ولكنها لم تدرس العوامل الأخرى التي يمكن أن يكون لها أثر على القيمة وفق هذه الطريقة بل تركت ذلك لدراسات مستقبلية.

Forecasts in Australia", *Pacific-Basin Finance Journal*, 8 :3-4, PP 309-331.

¹) Pirie, S., Smith, M., 2005, Relation between Stock prices and Accounting information: Review of the Residual Income and Ohlson Models, Working Paper, International Graduate School of Management, Australia.

(7) دراسة: ¹Daniella Gelman (2006):

قامت الدراسة بمقارنة الفرق بين كل من سعر الإصدار المذكور في نشرة الإصدار مع سعر السهم في السوق في الشهر الذي يلي الإدراج، وذلك ضمن الجهود المبذولة للإقلال من التسعير المنخفض والبحث عن الأسباب الكامنة وراء ذلك، حيث تهدف الدراسة إلى إيجاد مدخل التقييم الذي يعطي نتائج أقرب ما يمكن لسعر السهم في الشهر الذي يلي عملية الإدراج. تمثلت عينة الدراسة بمجموعة من المنشآت قامت بالإصدار الأولي في عام 2005 في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم القيام بالتركيز على أربع منشآت حيث تم استخدام البيانات المالية المعطاة ضمن نشرة الإصدار الأولي، وقد تم التحليل باستخدام "طريقة المقارنة" و"طريقة التدفقات النقدية المخصومة"، وذلك للتوصل إلى قيمة سهم الإصدار الأولي المحسوب من قبل مؤسسات الإصدار. توصلت الدراسة إلى النقاط التالية:

1. تعطي "طريقة التدفقات النقدية المخصومة" قيمة مرتفعة *Overestimated Value* عند استخدامها لتقييم أسهم الإصدار الأولي.
 2. إن استخدام نسب المقارنة (المضاعفات): "السعر/الأرباح"، "السعر/التدفق النقدي"، وذلك بعد التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية للسنة التي تلي سنة الإصدار تعطي نتائج أكثر دقة مقارنة بالتنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية في سنة الإصدار.
- يلاحظ أن الدراسة عرضت مشكلة استخدام كل من "طريقة المقارنة"، و"طريقة التدفقات النقدية المخصومة" لتقييم أسهم الإصدار الأولي، وأشارت إلى أن هناك بعض العوامل التي تجعل من التنبؤ بالاعتماد على بيانات سنة الإصدار أقل دقة مقارنة ببيانات السنة اللاحقة للإصدار، وقد يكون من هذه العوامل "إدارة الأرباح" أو "طول فترة التنبؤ" لأنه كلما كانت البيانات المستخدمة أحدث عند التنبؤ كلما تم التوصل إلى نتائج أكثر دقة.

(8) دراسة: ²B. Lachlan Tuite (2007):

تبحث الدراسة في طريقتي التقييم: "طريقة المقارنة"، و"طريقة الأرباح المتبقية" بالنسبة لأسهم الإصدار الأولي في أستراليا وذلك لدراسة قيمة هذه الأسهم، كما تهدف بشكل ثانوي للتنبؤ بالقيمة الناجمة عن استخدام إدارة الأرباح من قبل المدراء في المنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي. تألفت عينة الدراسة من 227 منشأة قامت بالإصدار الأولي من تموز 2002 وحتى حزيران 2006، وقد استخدمت الدراسة التحليل الإحصائي (الارتباط) للوصول إلى النتائج. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. كلا الطريقتين المدروستين تعطيان قيمة ملائمة لسعر السهم، سواءً سعر الإصدار أو سعر السهم في اليوم الأول للإصدار.

¹) Gelman, D. 2006, Examining IPO valuation methods – Market comparable and Discount Cash Flow, Leonardo N. Stren School of Business, New York University, USA.

²) Tuite, B. 2007, An Analysis of Accounting-based valuation models Using Australian Initial public offerings, Faculty of Economics and Business, Sydney University, Australia.

2. إن التنبؤ بإدارة الأرباح المستخدم من قبل الإدارة ومقارنته مع الإيراد الحالي والتنبؤ السابق مهم جداً عند القيام بعملية التقييم.

واقترحت الدراسة النقاط التالية كمواضيع أبحاثٍ لدراساتٍ مستقبلية:

1. إجراء مقارنة بين الطريقتين السابقتين لمعرفة الطريقة الأفضل في عملية التقييم.
2. إجراء دراسة تحليلية للبيانات المالية المقدمة عند الإصدار، وذلك لتحديد المعلومات الهامة التي تدفع المستثمرين المحتملين للقيام بالاستثمار.

(9) دراسة: **Rajesh Aggarwal and Others (2009)**¹:

قامت هذه الدراسة برصد التغير في قيمة أسهم الإصدار الأولي مع الوقت، وذلك بالتركيز على ثلاث فترات زمنية وهي: (1986-1990)، (1997-2000) وهي فترة حدوث طفرة في النمو، (نيسان/2000- كانون الأول/2001) وهي فترة حدوث أزمة. تمت الدراسة على عينة من المنشآت الأمريكية بلغت 1,655 منشأة. إن ما تميزت به هذه الدراسة أنها أخذت المنشآت التي قامت بالإصدار الأولي، وكانت نتائجها خسارة (*Negative Earnings*) بالإضافة إلى المنشآت ذات النتائج الربحية. توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. إن التغير في القيمة الدفترية للمنشأة (تغير رأس المال) مرتبط بتقييم أسهم الإصدار الأولي خلال فترة الأزمة حيث أصبحت الأصول الثابتة والمعنوية للمنشآت المُقيّمة ذات أثر جوهري على القيمة بعد انتهاء فترة الطفرة في النمو.
2. يوجد ارتباط بين دخل المنشآت المصدرة وتقييمها المرتفع، كما يوجد ارتباط بين المبيعات وبين التقييم المنخفض للمنشآت خلال فترة الطفرة في النمو.
3. هناك ارتباط بين محفزات معدل النمو (*Drivers*) (كالإنفاق على الأبحاث والتطوير، ونسبة "السعر/المبيعات") وبين التقييم المرتفع لمنشآت الإصدار، ولكن هذه النتيجة لم تظهر في فترة طفرة النمو.

عرضت الدراسة السابقة لبعض العوامل المؤثرة في تقييم أسهم الإصدار الأولي كالإيرادات التي تحققها المنشأة، والوضع الاقتصادي الذي يمر به المجتمع المالي، بالإضافة إلى قيمة الأصول الملموسة وغير الملموسة التي تمتلكها المنشأة.

¹) Aggarwal. R, Bhagat. S, Rangan. S, 2009, the impact of Fundamental of IPO valuation, Financial Management Association, USA.

ومن خلال الإطلاع على الدراسات السابقة يمكن التوصل إلى النقاط التالية:

1. أهمية استخدام التحليل الأساسي والتنبؤ للوصول إلى القيمة الصحيحة لأسهم الإصدار الأولي.
2. ربط قيمة أسهم الإصدار الأولي بقيم الأرباح المتنبأ بها مستقبلاً وبالتالي التوجه نحو التنبؤ للتوصل إلى القيمة مع الأخذ بعين الاعتبار أثر إدارة الأرباح على البيانات المالية الحالية التي تعتبر الأساس لبناء التنبؤ المستقبلي.
3. دراسة بعض العوامل المؤثرة على جودة التنبؤ وبالتالي جودة القيام بعملية التقييم.
4. تطبيق "طريقة الأرباح المتبقية"، وذلك لتقييم مدى صحة تسعير أسهم الإصدار الأولي.
5. أثر التقييم المرتفع أو المنخفض لأسهم الإصدار الأولي على المستثمرين سواءً في الأجل القصير أو الأجل الطويل.
6. مقارنة طرق التقييم والوصول إلى نتيجة تفيد صحة "طريقة الأرباح المتبقية"، ومقدرتها على استنتاج قيمة أكثر صحة مع الأخذ بعين الاعتبار تطبيق طرق التقييم الأخرى إلى جانبها للوصول إلى نتائج أكثر موثوقية.
7. دراسة حركة أسعار أسهم الإصدار الحالية والمستقبلية نتيجة التقييم وتوجه المستثمرين وفقها.

أشارت الدراسات السابقة إلى صحة "طريقة الأرباح المتبقية" في تقييم أسهم الإصدار الأولي، كما أشارت إلى أهمية بعض العوامل التي تؤثر على عملية التقييم، وبالتالي صحة نتائج الطريقة مثل (إدارة الأرباح – القيمة الدفترية – طبيعة السوق – الحالة الاقتصادية العامة)، ولكن لا توجد دراسة قامت ببحث العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة لتقييم أسهم الإصدار الأولي الأمر الذي يمنح هذا البحث أهميته.

رابعاً: أهمية البحث

إن المرحلة التي يعيشها الاقتصاد السوري، وما يشهده من تطورات مهمة أبرزها القانون رقم 22/ لعام 2005 القاضي بإحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية، وما تلاها من افتتاح سوق الأوراق المالية بتاريخ 2009/03/10 سناً للمرسوم التشريعي رقم 55/ لعام 2006، وصدر المرسوم التشريعي رقم 61/ لعام 2007 وتعديلاته، وانتهاءً بالمرسوم رقم 13/ لعام 2011 القاضي بتمديد العمل بالمرسوم التشريعي رقم 61/ وإضافة مزايا جديدة له لجهة إعادة تقييم العقارات (الأصول الثابتة)، هذه التطورات جميعها زادت من أهمية الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية خصوصاً بعدما حدثت بعض الارتفاعات الكبيرة جداً في تداول أسهم بعض المنشآت عقب انتهاء أعمال الاكتتاب، الأمر الذي يدفع نحو أبحاثٍ تُعنى بعملية تقييم أسهم الإصدار الأولي بهدف تبصرة المستثمر عند اتخاذ قرار البيع والشراء خاصة في ظل ما تعانيه الأسواق المالية الأخرى (عربية وعالمية) من مضاربات كبيرة في هذا النوع من الأسهم، وجني أرباح هائلة جرّاء ذلك.

يولي هذا البحث أهمية خاصة لـ "طريقة الأرباح المتبقية" كإحدى الطرق الحديثة التي تتلائم مع الطبيعة الخاصة لأسهم الإصدار الأولي خصوصاً بعدما أوردته دراساتٌ أخرى من أن هذه الطريقة أعطت نتائج

أكثر صحة مقارنة بالطرق الأخرى الشائعة، فضلاً عن تجاوزها للمثالب التي تواجهها طرق التقييم الأخرى الشائعة والناجمة عن الطبيعة الخاصة للإصدار الأولي.

لقد تم التركيز في هذا البحث على استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" من حيث دراسة العوامل المؤثرة في الاستخدام عند تقييم أسهم الإصدار الأولي.

وتتبع أهمية البحث بشكل أساسي من المرحلة التي تشهدها سورية من واقع تمهيد الطريق لبناء سوق مالي ناشط، والقوانين والتشريعات الداعمة لذلك، الأمر الذي سيدفع عدداً كبيراً من المنشآت للقيام بإصدار أولي في الفترة المقبلة، لذا كان لابد من توافر أبحاث تدرس الإصدار الأولي كعملية متكاملة، والبحث في طرق التقييم الحديثة، ومدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام هذه الطرق، وذلك لحماية المستثمرين وتوعيتهم ونشر ثقافة الاستثمار في هذا النوع من الأسهم.

خامساً: أهداف البحث

يهدف البحث إلى دراسة العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي وذلك من خلال العمل على دراسة ما يلي:

1. أهمية استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
2. مدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام "طريقة الأرباح المتبقية" في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
3. دراسة العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

سادساً: فرضيات البحث

تمت دراسة الفرضيات التالية للوصول إلى نتائج هذه الدراسة والتي تم صياغتها على شكل الفرض الصفري والفرض البديل وفقاً للأهداف المنشودة:

1. دراسة أهمية استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي من خلال اختبار الفرضية التالية:
 - H_0 : لا يوجد اختلاف جوهري في أهمية استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
 - H_1 : يوجد اختلاف جوهري في أهمية استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

2. دراسة ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام "طريقة الأرباح المتبقية" في تقييم أسهم الإصدار الأولي من خلال اختبار الفرضية التالية:

- H_0 : لا تُعد بيئة الأعمال السورية ملائمةً لاستخدام "طريقة الأرباح المتبقية" في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

- H_1 : تُعد بيئة الأعمال السورية ملائمةً لاستخدام "طريقة الأرباح المتبقية" في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

3. دراسة العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي من خلال اختبار الفرضيتين الفرعيتين التاليتين:

➤ الفرضية الأولى:

- H_0 : لا يوجد اختلاف في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

- H_1 : يوجد اختلاف في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

➤ الفرضية الثانية:

- H_0 : لا يوجد ارتباط جوهري بين العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهمية استخدامها.

- H_1 : يوجد ارتباط جوهري بين العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهمية استخدامها.

سابعاً: منهج البحث

اعتمدت الدراسة على المنهج المختلط (الاستنباطي – الاستقرائي) للوصول إلى أهداف البحث، وذلك من خلال اتباع الخطوات الرئيسية التالية:

1. العودة إلى الدراسات السابقة.
2. تجميع البيانات المطلوبة لاختبار الفرضيات، وذلك من خلال الاعتماد على الاستبيان في تجميع هذه البيانات.
3. اختبار الفرضيات بالاعتماد على البيانات التي تم جمعها للوصول إلى نتائج البحث.

كما تم استقراء ما أمكن من بيانات من خلال الاستبيان والمقابلات الشخصية، وذلك بغية التوصل إلى استنتاجات جديدة.

وقد تم استخدام استراتيجيات الدراسة الميدانية في هذا البحث للتوصل إلى النتائج.

ثامناً: محددات البحث

بسبب عدم شيوع الدراسات المالية التي تُعنى بـ"طرق التقييم" في بيئة الأعمال السورية، فقد تم استهداف عدة فئات من المجتمع المالي لجمع أكبر قدر ممكن من الإجابات على الاستبيان ممن يحتمل أن يكونوا على دراية بهذه الطرق وخصوصية تطبيقها على أسهم الإصدار الأولي، الأمر الذي يجعل من الصعوبة بمكان التوصل إلى حجم المجتمع الإحصائي للعينة التي تم أخذها والاعتماد عليها للوصول إلى نتائج البحث.

إن النتائج التي تم التوصل إليها تعكس إجابات العينة التي تم توصيفها بشكل تفصيلي في المبحث الثاني من الفصل الرابع.

الفصل الأول طرق تقييم الأسهم

تمهيد:

إن اتخاذ القرار الاستثماري يجعل من عملية تحليل الأوراق المالية وتقييمها محل اهتمام المجتمع المالي، باعتبارها الخطوة الهامة في سبيل اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها.

وبذلك يستطيع المستثمر تحقيق أهدافه من وراء هذا التحليل، بما يمكنه من فحص العديد من البدائل الاستثمارية المتاحة بشكل يساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بحيازته للأوراق المالية¹ أو عدم حيازته لها.

يتناول هذا الفصل دراسة طرق التقييم مسلطاً الضوء على المفاهيم الأساسية لها والمحاسن والمساوئ التي رافقت عملية تطبيق هذه الطرق عملياً.

وتمت دراسة هذا الفصل من خلال المبحثين التاليين:

المبحث الأول: طرق التقييم البسيطة

المبحث الثاني: طرق التحليل الأساسي

⁽¹⁾ سويسبي، هوارى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، 2007، ص 107.

المبحث الأول: طرق التقييم البسيطة (Simple Valuation Methods)

تعتمد طرق التقييم البسيطة على المعلومات الحالية عن المنشأة للوصول إلى قيمة المنشأة دون القيام بأعمال التنبؤ أو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة أو دراسة نشاط المنشأة التشغيلي وقدرتها على تحقيق عوائد مستقبلية، وسيتم عرض الطرق التالية ضمن هذا المدخل:

❖ تحليل المضاعفات (*Multiple Analysis*) ويندرج تحت هذا التحليل كل من :

- طريقة "التحليل المقارن" (*Methods of Comparables*)
- طريقة المقارنة في عرض الأسهم (*Screening on Multiples*).

❖ التقييم على أساس الأصول (*Asset-Based Valuation*).

1-1 تحليل المضاعفات (*Multiple Analysis*):

يقوم هذا النوع من التحليل على نسب مالية يتم احتسابها من القوائم المالية المعدة من قبل المنشأة حيث يتم احتساب نسبة سعر السهم إلى عدد من الأرقام المذكورة ضمن هذه القوائم، وأكثرها استخداماً تلك التي تلخص نتائج أعمال المنشأة وهي: الربح (*Earning*) – القيمة الدفترية – المبيعات – التدفق النقدي و يعتبر هذا النوع من التحليل بأن هذه القيم هي مؤشرات لأداء المنشأة و من ثم فإن القرار الاستثماري يبنى و بحسب هذا التحليل على مقارنة السعر بها وبالتالي تتكون لدينا النسب التالية من الأنشطة التشغيلية:

P/E نسبة السعر إلى الربح

P/B نسبة السعر إلى القيمة الدفترية

P/S نسبة السعر إلى المبيعات

P/CFO نسبة السعر إلى التدفق النقدي.

وبالتالي يلاحظ أن هذا النوع من التحليل يستخدم جزءاً مقتضباً من المعلومات الواردة في القوائم المالية ولا يتطلب معرفة محاسبية كبيرة لاحتساب تلك النسب¹.

ويندرج تحت هذا النوع من التحليل طريقتين: التحليل المقارن – التحليل بعرض الأسهم.

¹) H. Penman ,S, op. cit., PP 6-7.

1-1-1) طريقة التحليل المقارن (Method of Comparables):

تلخص هذه الطريقة المعلومات التي يتم الحصول عليها من المنشآت المشابهة لتكون قيمة معيارية يتم التوصل إلى قيمة المنشأة بواسطتها¹.

ولتقييم أسهم الإصدار الأولي باستخدام هذه الطريقة كان لابد أولاً من تحديد المنشآت المشابهة للمنشأة المراد تقييم أسهمها (تشابه من حيث الحجم ونوع الصناعة والاستراتيجية والمرحلة التي تمر بها المنشأة...)، وهذا لم يكن بالأمر السهل بالنسبة إلى منشآت التي تقوم بالإصدار الأولي إذ ترى دراسة (Curtis A, L. Fargher, Neil, 2003)² أنه من الصعوبة بمكان اختيار منشأة مشابهة للمنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي لأن معظم المنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي صغيرة وجديدة، وقد لجأت دراسة (Bhojraj and Lee, 2002) إلى البحث عن منشآت مشابهة من حيث مخاطر التشغيل والربحية والنمو، ولكن ما توصلت إليه الدراسة هو أن عملية الاختيار تبقى صعبة جداً مما يجعل من القيمة التي يتم التوصل إليها باستخدام هذه الطريقة غير مجدية.

أما دراسة (How, Law and Yeo, 2007) كما هو مذكور في دراسة (Tuite, B, 2007)³ فقد حاولت الاعتماد على المنشآت التي قامت بالإصدار الأولي بتاريخ قريب من تاريخ إصدار الأسهم المراد تقييمها إلا أن ذلك لم يحل المشكلة مما دفعها إلى اللجوء إلى السوق الثانوي للبحث عن منشآت مشابهة.

وأضافت دراسة (Daniella Gelman, 2006)⁴ إلى أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار المرحلة التي تمر بها المنشأة (النمو، النضج...) التي تقوم بالإصدار الأولي عند مقارنتها مع المنشآت التي تم اختيارها من ضمن الصناعة نفسها للمقارنة معها، ولصعوبة ذلك بالنسبة إلى شركات الإصدار الأولي وجّهت الدراسة إلى استخدام هذه الطريقة كمقياس ثانٍ، وبالتالي لابد من الاعتماد على طريقة أخرى بشكل أساسي ثم تُدعم النتائج بطريقة المقارنة.

وبعد اختيار المنشآت المشابهة لابد من تحديد المضاعفات التي سيتم الاعتماد عليها في المقارنة، وقد استخدمت العديد من الدراسات السابقة عند استخدام "طريقة المقارنة" لأسهم الإصدار الأولي المضاعفات التالية: السعر/الربح – السعر/المبيعات – السعر/الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاكات

¹) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, Equity investments (Alternative Asset Valuation), Becker professional Education, **Study session 12**, P 67.

²) Curtis A, L Fargher, Neil, 2003, A comparison of Residual Income and comparable firm Valuation of Initial public offering, P 9, School of Accounting the University of new south wales, Sydney, NSW, Australia.

³) Tuite, B. 2007, An Analysis of Accounting-based valuation models Using Australian Initial public offerings, Faculty of Economics and Business, Sydney University, Australia, P 38.

⁴) Gelman, D. 2006, Examining IPO valuation methods – Market comparable and Discount Cash Flow, Leonardo N. Stren School of Business, New York University, USA, P 15.

والاستنفاد *EBITDA* – السعر/القيمة الدفترية¹، ثم القيام بحساب الوسط الحسابي لتلك المضاعفات للوصول إلى قيمة المنشأة، فحساب الوسط الحسابي لمضاعف السعر / المبيعات للمنشآت المشابهة ثم جداء هذا الوسط الحسابي بمبيعات المنشأة محل التقييم يعطي قيمة المنشأة من وجهة المبيعات وهكذا يتم احتساب القيمة باستخدام المضاعفات الأخرى ثم احتساب الوسط الحسابي للقيم المحسوبة باستخدام كافة المضاعفات للوصول إلى قيمة المنشأة، وقد توصلت دراسة (Moonchul & Jay, 1999)² أن لهذه الطريقة إمكانيات متواضعة لتقييم أسهم الإصدار الأولي، وهذا يؤدي إلى انحراف واسع لهذه النسب بالنسبة إلى المنشآت الجديدة في الصناعة، كما أشارت الدراسة إلى أن استخدام نسب الإيرادات المتوقعة مستقبلاً يؤدي إلى تقييم أكثر دقة من المضاعفات التي تستخدم أثر الدخل، وبالتالي فإن الدراسة وجهت المحلل المالي إلى الاعتماد على التنبؤ عند تقييم أسهم الإصدار الأولي في إشارة إلى تطبيق طرق التحليل الأساسي وقد أيدت هذه الفكرة دراسة (Wouter, Mark & Koen, 2002)³ التي توصلت إلى أن مضاعفي (P/E) و (P/CF) اللذين يستخدمان الأرباح المتوقعة والتدفقات النقدية للسنة التي تلي سنة الإصدار بالنسبة للمنشأة المصدرة تؤدي إلى تقييم أكثر دقة بالمقارنة مع المضاعفات التي تستخدم الأرباح المتوقعة والتدفق النقدي في سنة الإصدار الأولي للمنشأة، وقد توصلت دراسة (Steven X. Zheng, 2007)⁴ إلى أن أسهم الإصدار الأولي تُقِيم بشكل مرتفع (*overvalued*) مقارنة مع السعر المعروف، وذلك عند القيام بالمقارنة مع مضاعفات الصناعة التي تعمل في حقلها المنشأة، وقد أكدت دراسة (Curtis A, L. Fargher, Neil, 2003)⁵ على ذلك حين ذكرت أن فكرة المقارنة مع الصناعة التي تعمل ضمنها المنشأة لا تعطي نتائج دقيقة، إذ ليست دائماً النسب المأخوذة من الصناعة تكون مقياساً صحيحاً للمنشأة.

وقد أكدت دراسة (Kim and Ritter, 1999)⁶ على أن نتائج تطبيق طريقة المقارنة لتقييم أسهم الإصدار الأولي منخفضة الدقة بشكل كبير، وأضافت الدراسة إلى أن نتيجة تطبيق الطريقة تصبح أدق إذا كانت الجهة التي قامت بأعمال التقييم هي مؤسسات الإصدار مقارنة مع الجهات الأكاديمية، وذلك لخبرتهم في التوصل والتعامل مع البيانات الملائمة للقيام بأعمال التقييم.

¹) Curtis A, L. Fargher, Neil, op. cit, P 9.

²) Kim, M & R. Ritter, J, September 1999, Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics*, Volume 53, Issue3, PP 409-437.

³) DE Maeseneire, W, Deloof, M & Inghelbrecht, K, January 2002, The valuation of IPOs by Investment Banks and the stock Market :Empirical Evidence, EFMA 2002 London meeting, EFA 2002 Berlin Meeting Discussion paper, SSRN.

⁴) X. Zheng, S, June 2007, Are IPOs really over price? "*Journal of Empirical Finance*", Volume 14, Issue 3, PP 287-309.

⁵) Curtis A, L. Fargher, Neil, op.cit. P 9.

⁶) Kim, M. and J. R. Ritter, op. cit. PP 409-437.

يُلاحظ مما سبق أنه على الرغم من شيوع استخدام الطريقة في أعمال تقييم أسهم الإصدار الأولي وخاصة من قبل مؤسسات الإصدار التي تستخدمها لتقدير السعر المناسب في السوق إلا أنها لم تكن لتعطي نتائج موثوقة تُشعر المحلل المالي بالأمان عند تقييم المنشأة فمن الصعوبة بمكان إيجاد منشآت مشابهة لأسهم الإصدار الأولي المراد تقييمها فضلاً عن استخدام مضاعفات تحتوي على أسعار السوق، ومن ثم ربط القيمة بسعر السوق كما أن استخدام الوسط الحسابي لعدد من النسب غير المتجانسة للوصول إلى القيمة يُعرّض نتيجة التقييم إلى مخاطر كبيرة، لذا نجد أن الدراسات قد أشارت إلى التوجه إلى التنبؤ والاعتماد على التحليل الأساسي، واعتبار هذه الطريقة كمؤشر إضافي يمكن الاستئناس به عند تقييم المنشأة باستخدام طرق التحليل الأساسي.

2-1-1 طريقة المقارنة بعرض الأسهم (Screening on Multiples):

تقوم هذه الطريقة بترتيب الأسهم بحسب ترتيب قيم أحد مضاعفاتها تصاعدياً أو تنازلياً بحيث تُظهر الأسهم التي يُنصح بشرائها والأسهم التي يُنصح ببيعها، وبالتالي تُظهر هذه الطريقة الأسهم المنخفضة السعر (ذات المضاعفات المنخفضة) والأسهم مرتفعة السعر (ذات المضاعفات المرتفعة)¹.

يُلاحظ أن هذه الطريقة تشبه من حيث المبدأ طريقة التحليل المقارن، وبالتالي فإنه لا يمكن الاعتماد عليها في عملية التقييم فضلاً عن استخدامها لمقدار بسيط من المعلومات، وهي تستخدم في السوق الثانوي بشكل كبير من قبل مدراء الاستثمار²، وذلك بهدف تخفيض عدد الأسهم المعروضة في السوق التي يريدون تحليلها.

وتجدر الملاحظة بعدم إمكانية تطبيق هذه الطريقة لتقييم أسهم الإصدار الأولي، ما يفسر عدم وجود دراسات سابقة نوّهت إلى استخدام هذه الطريقة على شركات الإصدار الأولي، فهي طريقة تستخدم في السوق الثانوية.

2-1 التقييم على أساس الأصول (Asset-based valuation):

تقوم هذه الطريقة على تقدير قيمة المنشأة بصافي أصولها بالقيمة السوقية من خلال تقييم صافي أصولها سواء تلك المقررة في الميزانية أو الأصول غير المقررة في الميزانية، وذلك عن طريق تحديد وجمع القيم السوقية لها.

وعلى الرغم من بساطة مفهوم هذه الطريقة إلى أن تطبيقها على الواقع يعترضه العديد من الصعوبات إذ ليس القيمة السوقية (السعر) للأصل تُعد دائماً مقياساً لقيمتها، كما أن القيمة السوقية للأصل قد تختلف إذا كان هذا الأصل يعمل مع مجموعة أخرى من الأصول مقارنة بقيمته السوقية في حال بيعه منفرداً، أضف إلى ذلك إمكانية عدم توافر سوق لبعض الأصول المستعملة التي يفترض إعادة تسعيرها، وبالتالي لا يمكن تحديد سعر

¹) H.Penman, S, op. cit. P 79.

²) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, **Study session 12**, op. cit., P 110.

لها، وفي بعض الحالات الخاصة هناك أصول يتم تصنيفها أو استيرادها وفق مواصفات خاصة بناءً على طلب المنشأة حيث غالباً ما تكون هذه الأصول مرتفعة التكلفة في حين أن قيمتها البيعية ضئيلة¹.

وتصبح عملية التقييم أصعب عندما يأتي دور تقييم بعض الأصول غير المذكورة في البيانات المالية للمنشأة مثل الاسم التجاري – الشهرة، وغيرها من الأصول المعنوية حيث لا يمكن تحديد قيمة سوقية لها، وهناك العديد من الأبحاث والدراسات التي بحثت في طرق تقييم هذه الأصول وصعوبتها².

وقد عرضت دراسة (S. Froidevaux, P, 2004)³ بأن يتم تسوية الأصول عند استخدام هذا النوع من التقييم بحيث يعكس تكلفة إعادة تصنيعها، لأنها هي التكلفة التي يجب أن يتحملها المنافسون للدخول إلى سوق العمل، وبالتالي فهي تمثل التقدير الاقتصادي الأفضل للقيمة السوقية الحالية للأصل.

وقد لوحظ عدم استخدام هذه الطريقة في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

إن اعتماد طرق التقييم البسيطة على بعض المؤشرات المالية باستخدام المعلومات الحالية للمنشأة⁴ أو القيمة السوقية لصافي أصولها فقط دون دراسة الوضع المستقبلي للمنشأة جعل من القيمة التي تم التوصل إليها وفق هذه الطرق غير ملائمة للاعتماد عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

¹ المصري، تيسير، الرضا، عقبة، فخر، نواف: مشكلات محاسبية معاصرة، منشورات جامعة دمشق، 2007، ص (277-278).

²) H.Penman, S, (2007), op. cit., PP 82-83.

3) S. Froidevaux, P, 2004, fundamental Equity valuation, University of Fribourg, Switzerland, P 9.

⁴) Subrmayam, KR and J. Wild, John, (2009), "Financial Statement Analysis", 10th Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York, P 14.

المبحث الثاني: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)

يهدف التحليل الأساسي بشكل رئيسي إلى تحديد القيمة الحقيقية (*Intrinsic Value*)، والتي تدعى أيضاً بالقيمة الأساسية (*Fundamental Value*) وهي مجموع المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من السهم ¹*Future Pay-offs*، كما تُعرّف بأنها قيمة المنشأة التي يتم تحديدها من خلال أعمال التحليل الأساسي من دون الاعتماد على سعر السوق، بحيث تصبح استراتيجية المستثمرين هي الشراء عندما تتجاوز القيمة الحقيقية للسهم سعره في السوق، والبيع عندما يتجاوز سعر السهم في السوق قيمته الحقيقية، والمحافظة على السهم عندما تكون القيمة والسعر متقارباً².

أولاً: مراحل التحليل الأساسي:

1. التعرف على طبيعة نشاط المنشأة³: لابد للتعرف على طبيعة المنشأة من تحليل العوامل المؤثرة في الصناعة التابعة لها المنشأة ويمكن تلخيص هذه العوامل كما يلي:

- دورة حياة الصناعة: تتناول طبيعة دورة حياة الصناعة من جهة والمرحلة التي وصلت إليها المنشأة في هذه الدورة من جهة أخرى.
- التطور التكنولوجي للصناعة.
- الحكومة وسياساتها (المالية – النقدية – الناتج المحلي الإجمالي- معدل التضخم...)
- طبيعة المجتمع وأثره على المنشأة.
- التوزيع الديموغرافي للسكان.
- تحليل الطلب على المنتج: المستهلك النهائي – النمو الاسمي والحقيقي.
- تحليل العرض: سهولة الدخول لأسواق جديدة – القدرة الانتاجية.
- الربحية: ويندرج ضمنها تحليل العرض و الطلب – عوامل التكلفة – التسعير.
- الأسواق والمنافسة العالمية⁴.

2. تحليل البيانات: عند الحصول على البيانات الآتية الذكر تأتي مرحلة تحليل البيانات لدراسة أثرها على قيمة المنشأة مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة البيانات السابقة (كمية، نوعية)، والقدرة على

¹ H.Penman, S, (2007), op. cit., P23

² Subrmnyam, KR and J. Wild, John, (2009), op. cit., P 9.

³ Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, **Study session 11**, op. cit. P 51.

⁴ جديني، جهان، مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 131-138.

تحديد أثرها على قيمة المنشأة، ومن أهم البيانات الواجب دراستها وتحليلها تحليل الصناعة والمنافسة وذلك لأثرها المباشر على محركات القيمة الاقتصادية للمنشأة (Economic drivers)¹. ويحدد Porter² ثلاث استراتيجيات تنافسية للمنشأة الجديدة تؤثر على أعمال التقييم عند تحليل البيانات:

➤ **ريادة التكاليف (Cost leadership):** إذ يفترض من المنشأة أن تكون صاحبة التكلفة الأقل إذا كانت تقدم منتجات مشابهة لمنتجات المنافسين، كما أن تشابه المنتج يساعد على سياسة تسعير المنتجات في المستقبل مما يساعد على التنبؤ بالربحية لهذه المنشأة (profitability).

➤ **تميز المنشأة الجديدة (Differentiation):** تؤخذ هذه الاستراتيجية بعين الاعتبار عندما تنوي أن تقدم المنشأة الجديدة منتجات، أو خدمات فريدة، وذات قيمة بالنسبة للمشتريين، عندها يمكن تحديد أسعار المنتجات بشكل مبدئي وفقاً للطلب عليها.

➤ **استهداف قطاع معين (Focus):** تظهر أهمية هذه الاستراتيجية عندما تخطط المنشأة الجديدة لاستهداف قطاع معين ثم استخدام إحدى أو كلا الاستراتيجيتين السابقتين وذلك في حال عدم وجود بدائل لمنتجات المنشأة في ذلك القطاع، عندها ستكون الربحية للمنشأة الجديدة مرتفعة في البداية لتتخفص مع الزمن بشكل تدريجي مع ازدياد المنافسين وتوفر البدائل في السوق.

أضف إلى ما سبق أهمية تقييم إدارة المنشأة من حيث قدرتها على اختيار الاستراتيجيات الفعالة وتطبيق خططها، وغالباً ما يتم هذا النوع من التقييم للإدارة من خلال النتائج المالية للمنشأة.

يُلاحظ مما سبق تركيز عملية التقييم على البيانات التي تؤثر على الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للمنشأة كونها هي التي تضيف قيمة للمنشأة بينما تغفل البيانات التي تؤثر على الأنشطة المالية كونها لا تضيف قيمة للمنشأة.

3. مرحلة التقييم واتخاذ القرار الاستثماري:

بعد المرور بالمراحل السابقة يتم التوصل إلى:

- سلسلة توقعات لتدفقات الأرباح، بالإضافة لتوزيعات الأرباح التي تهم المستثمر المالي في الأسهم بالدرجة الأولى، لأنها تمثل التدفقات الحقيقية التي سيحصل عليها على عكس الأرباح التي تمثل الثروة لحامل السهم.
- تحديد معدل الخصم، إذ في هذا الشأن يتم استعمال معدل المردودية المطلوب من طرف المستثمر على السهم للمنشأة المعنية، والذي يتحدد على ضوء علاوة الخطر المرتبطة بالاستثمار.

¹) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, **Study session 10**, op. cit., P 7.

²) Ibid, P 8.

بعد ذلك يتم استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم السهم، للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها، إذ تعتبر هذه القيمة مخرجاً لنظام التقييم تفيد المستثمر في اتخاذ القرار المناسب، بمقارنة القيمة المحسوبة مع السعر المعروف (سعر الإصدار بالنسبة إلى أسهم الإصدار الأولي)، وذلك على النحو التالي:

• إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب هو الشراء وبذلك سيحقق أرباحاً إضافية عندما سترتفع القيمة السوقية للسهم.

• إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب هو عدم الشراء وبالتالي تجنب الخسارة.

• إذا كانت القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية، فلا توجد أرباح غير عادية، إذ تمثل هذه الحالة إحدى نتائج السوق الكفوء، مما لا يدع مجالاً للمضاربة التي تهدف لتحقيق فوائض القيمة لمستثمرين على حساب آخرين، في هذه الحالة يكون المحرك الأساسي لاتخاذ القرار هو رغبة المستثمر في الحصول على عوائد السهم والمخاطر المرتبطة بهذه العوائد¹.

وبشكل عام يتطلع المستثمرون في ملكية المنشآت إلى نوعين من العوائد المستقبلية ألا وهي التوزيعات النقدية للمنشأة بالإضافة إلى التحسن في القيمة الرأسمالية للمنشأة².

وعلى الرغم من الميزات والمعلومات التي يوفرها التحليل الأساسي للمستثمر إلا أنه يواجه العديد من الانتقادات لعل أهمها صعوبته واستهلاكه الكثير من الوقت فضلاً عن اعتماد المحلل على البيانات المحاسبية التي تتسم بالعديد من العيوب، أضف إلى ذلك الكم الكبير من المعلومات الواجب توافرها ومدى إمكانية الحصول عليها³.

ويرى (هوارى سويسى، 2007)⁴ أنه بالرغم من اتسام التحليل الأساسي بارتفاع التكاليف - نظراً لطول مراحله- من ناحيتي الزمن والتكلفة، إلا أنه يبقى الأحسن والمفضل لتمييزه بما يلي:

- التوافق مع نظرية الاستثمار ونظرية التقييم، كون مخرجاته تتمثل في القيمة الحقيقية للسهم.

- يستعمل طريقة منهجية واضحة وسليمة، إذ ينطلق من جمع وتحليل وتشخيص المعلومات حول السهم، ليتم في النهاية ترجمة ذلك في شكل قيمة حقيقية لهذا السهم.

¹ سويسى، هوارى، مرجع سابق ذكره، ص 111.

²) Subrmnyam, KR and J. Wild, John, op. cit., P 41.

³ جديني، جهان، مرجع سابق ذكره، ص 48-49.

⁴ سويسى، هوارى، مرجع سابق ذكره، ص 112.

ثانياً: طرق التحليل الأساسي:

1) طريقة التوزيعات المخصومة (Dividend Discount):

انطلقت هذه الطريقة من مبدأ أن قيمة السهم تأتي من مجموع التوزيعات التي يحصل عليها المستثمرون أثناء حياتهم للأسهم مضافاً إليها القيمة التي سيحصل عليها المستثمر جراء بيع السهم في نهاية فترة استثماره¹، وبالتالي يأخذ السهم قيمته من التوزيعات المستقبلية المتوقع الحصول عليها من قبل المستثمر ومن ثم يصبح قانون احتساب القيمة وفق هذا المدخل كما يلي:

$$^2V_0^E = \frac{d1}{p_{E1}} + \frac{d2}{p_{E2}} + \frac{d3}{p_{E3}} + \dots + \underbrace{\left\{ \frac{d_{t+1}}{p_E - g} \right\}}_{CV} / p_E^T$$

حيث:

قيمة حقوق الملكية	V_0^E
1 + معدل النمو المتوقع	G
قيمة السهم في نهاية مدة الاستثمار	CV
التوزيعات النقدية	D
1 + معدل الخصم (تكلفة رأس المال)	P_E

إن التوزيعات النقدية ليس لها صلة مباشرة بإضافة القيمة للأسهم³، وتعرض دراسة (Pirie. S and Smith. M, 2005)⁴ أنه مهما كانت المعلومات المتوفرة المتعلقة بالتوزيعات النقدية المستقبلية، فإن التوزيعات النقدية الفعلية غالباً ما تكون مختلفة عن التوقعات لأنها تتبع لسياسة المنشأة مما يجعل من الصعوبة بمكان التنبؤ بها، كما أن التوزيعات النقدية لا تعد مقياساً لأداء المنشأة لأنها تعكس قرار توزيع للثروة (للقيمة) بدلاً من قرارات التشغيل التي هي المولد الحقيقي للقيمة، فضلاً عن صعوبة تطبيقها بالنسبة للمنشآت ذات النمو السريع (مثل أغلب منشآت الإصدار الأولي الجديدة) لأنها غالباً ما تحتجز معظم

¹) Pirie. S, Smith. M, 2005, Relation between Stock prices and Accounting information: Review of the Residual Income and Ohlson Models, Working Paper, International Graduate School of Management, Australia, P 2.

²) H. Penman, S, op. cit., PP 120-121.

³) S. Froidevaux, P, op. cit., P 12.

⁴) Pirie. S, Smith. M, op. cit. ,P 2, P 14.

مكاسبها ولا تقوم بأية توزيعات، وبالتالي فإن حصر المحرك الأساسي لقيمة المنشأة بحيث تكون التوزيعات النقدية فقط هي نقطة الضعف الأساسية في هذه الطريقة¹. ويلاحظ من قانون احتساب القيمة وفق هذه الطريقة اعتماد قيمة المنشأة بشكل كبير على القيمة في نهاية مدة الاستثمار، والتي تُحتسب بناءً على توقع التوزيعات ثم خصمها، وبالتالي تُعرض القيمة المستمرة² إلى احتمال كبير من عدم الدقة (لأنها مبنية على التوقع من جهة، وبسبب وجود فاصل زمني كبير بينها وبين فترة التقييم من جهة أخرى) مما يؤثر بشكل جوهري على قيمة المنشأة ككل³. أما بالنسبة لتطبيق الطريقة على شركات الإصدار الأولي، فتعرض دراسة (Wouter and others, 2002)⁴ أنه لو أمكن تطبيق طريقة التوزيعات النقدية المخصوصة على شركات الإصدار الأولي، فإنها ستميل إلى إعطاء قيمة منخفضة مقارنة مع ما يعطيه سعر الإصدار المحدد من قبل مؤسسات الإصدار (قارنت الدراسة بين طريقة التقييم وسعر الإصدار من جهة، ومتوسط سعر السهم في الشهر الأول من إدراجها من جهة أخرى)، ولكن بما أن أغلب المنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي جديدة فمن الصعوبة بمكان تطبيق هذه الطريقة عليها، وقد أظهرت دراسة (Gelman. D, 2006)⁵ عدم قابلية تطبيق هذه الطريقة على عدد من المنشآت المأخوذة في عينتها، وذلك لعدم وجود سلسلة من التوزيعات النقدية للقيام بأعمال التحليل والتقييم.

(2) طريقة التدفقات النقدية المخصوصة (Discount Cash Flow):

تستخدم هذه الطريقة التدفقات النقدية الحرة والتي تُعرّف بأنها النقدية المتوفرة بعد خصم مصاريف التشغيل متضمنة الفائدة والضريبة والنقدية المدفوعة لتغطية رأس المال العامل والاستثمار في الأصول الرأسمالية، وقد سميت بالحرة لأنها تمثل النقدية المتبقية التي يمكن توزيعها على المستثمرين من دون أن يؤثر ذلك سلباً على استمرار المنشأة⁶.

ولا بد من تحديد المعلومات التالية لكي يتم تطبيق الطريقة⁷:
- التدفقات النقدية المستقبلية.

¹) Subrmanyam, KR and J. Wild, John, op. cit., P 41.

² للإطلاع على مفهوم القيمة المستمرة انظر ص 68

³) Thomas. R, E. Gup. B, (2010), The Valuation Handbook, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, P 112.

⁴) DE Maeseneire, W, Deloof, M. & Inghelbrecht, K , op. cit., P 16.

⁵) Gelman, D, 2006, Examining IPO valuation methods – Market comparable and Discount Cash Flow, Leonardo N. Stren School of Business, New York University, USA, P 34.

⁶) S. Froidevaux, P, op. cit., P 13.

⁷) Kellehe. J, 2010, A Unique Stock Valuation Tool for Financial statement analysis and Model – Building, McGraw-Hill Companies, Inc. New York, P 235.

- معدل النمو.
 - إيجاد معدل الخصم الملائم لخصم التدفقات النقدية.
 - تحديد المدخلات اللازمة لاحتساب القيمة المستمرة.
- وعليه تحسب حقوق الملكية كما يلي:

$$V_0^E = \frac{C_1 - I_1}{P_F} + \frac{C_2 - I_2}{P_F^2} + \frac{C_3 - I_3}{P_F^3} + \dots + \frac{C_t - I_t}{P_F^t} + \frac{CVT}{P_F^T} - V_0^D$$

حيث:

قيمة حقوق الملكية	V_0^E
التدفق النقدي الداخل من النشاط التشغيلي	C
التدفق النقدي الخارج من إعادة الاستثمار في النشاط التشغيلي (الإنفاق الاستثماري : Cash investement)	I
القيمة المستمرة	CVT
المدة الزمنية التي تم تحديدها للتنبؤ	T
1 + معدل الخصم (تكلفة رأس المال)	P_E
صافي الديون	V_0^D

يفضل استخدام الطريقة في الحالات التالية²:

- عندما لا تقوم المنشأة بدفع توزيعات نقدية.
- تدفع المنشأة توزيعات نقدية دون وجود اختلاف جوهري عن تدفقاتها النقدية الحرة.
- عندما يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية الحرة على أن تكون التدفقات النقدية موافقة في حركتها لربحية المنشأة.

وبالتالي فإن القيمة الحقيقية وفق طريقة التدفقات النقدية المخصومة تتحدد كما يلي³:

- يجب أن تقيم المنشآت التي تحقق تدفقات نقدية كبيرة بقيمة أكبر مقارنة مع المنشآت التي تحقق تدفقات نقدية أقل.
- يجب أن تقيم المنشآت التي تتوقع أن تحقق معدل نمو أفضل بقيمة أكبر مقارنة مع المنشآت التي تتوقع أن تحقق معدل نمو أقل.
- يجب أن تقيم المنشآت التي تتخفف فيها درجة عدم التأكد بقيمة أكبر مقارنة مع المنشآت التي تزداد فيها درجة عدم التأكد.

¹) H. Penman, S, op. cit., P 124.

²) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, , **Study session 12** , op. cit., P 3.

³) Aswath Damodaran, Dark side of Valuation, www.damodaran.com.

يناقش (Penman, S, 2007)¹ بعض الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة كمدخل لتقييم الأسهم حيث يرى أن التدفق النقدي للاستثمار في السنوات الأولى يحتاج لوقت غير قصير لكي يولد تدفقاً نقدياً داخلياً (موجب)، وبالتالي فإن النقود التي تستثمر في سنة من السنوات تؤثر سلباً على قيمة المنشأة، وذلك لانخفاض التدفق النقدي الحر في تلك السنة، ويتم تلافي هذه النقطة عن طريق إطالة فترة التنبؤ، في حين ترى دراسة (McClure, B, 2010)² أن الطريقة غير ملائمة للتطبيق بالنسبة للاستثمارات قصيرة الأجل، الأمر الذي يدفع إلى إطالة الفترة الزمنية للتنبؤ وبالتالي زيادة احتمالية عدم التأكد بالنسبة للقيم المتنبأ بها، وخصوصاً القيمة في نهاية المدة التي لها أثر كبير على القيمة التي يتم التوصل إليها، ويضيف إلى هذه الانتقادات عدم إمكانية تطبيق الطريقة في حال توجه المنشأة للاستثمار بشكل كبير ووجود تدفق نقدي حر سالب.

أما عند تطبيق هذه الطريقة على شركات الإصدار الأولي، فقد أشارت دراسة (Daniella Gelman, 2006)³ إلى أن استخدام طريقة "التدفقات النقدية المخصومة" في تقييم أسهم الإصدار الأولي يؤدي إلى إعطاء قيمة مرتفعة لهذه الأسهم *overvalued*.

(3) طريقة الأرباح المتبقية (Residual Earning):

تعتبر هذه الطريقة بأن زيادة القيمة تأتي من زيادة ثروة المستثمرين والتي تزداد في حال حقق الاستثمار دخلاً يتجاوز تكلفة رأس المال، وبالتالي أي دخل تحققه المنشأة لن ينعكس بزيادة في قيمة المنشأة ما لم يتجاوز هذا الدخل تكلفة رأس المال أو معدل العائد المطلوب، وكلما ازداد العائد على حقوق الملكية (ROCE) الذي تجاوز العائد المطلوب كلما أدى ذلك إلى زيادة قيمة المنشأة والعكس بالعكس⁴، وهذا ما أعطى ميزة للطريقة كونها تركز على الربحية الاقتصادية⁵.

وتحتسب قيمة حقوق الملكية وفق هذه الطريقة كما يلي⁶:

$$V^E_o = B_0 + \frac{RE_1}{P_E} + \frac{RE_2}{P^2_E} + \dots + \frac{RE_T}{P^T_E} + \underbrace{\left\{ \frac{RE_{T+1}}{P_E - G} \right\}}_{CV} / P^T_E$$

¹) H. Penman, S, op. cit., PP 126 - 127.

²) McClure, B, (2010), Investopedia.com

³) Gelman. D, op. cit., PP 39-41.

⁴) S. Froidevaux, P, op. cit., PP 13-14.

⁵) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, **Study session 12**, op. cit., P 53.

⁶) H. Penman, S, op. cit., P 170.

حيث:

قيمة حقوق الملكية	V_o^E
القيمة الدفترية لحقوق الملكية	B_0
الأرباح المتبقية	RE
1 + العائد المطلوب	P_E
المدة الزمنية التي تم تحديدها للتنبؤ	T
القيمة المستمرة	CV
1 + معدل النمو	G

تميزت طريقة الأرباح المتبقية بتجاوزها لكثير من الانتقادات التي وجّهت للطرق آنفة الذكر في التطبيق، فمن ناحية موثوقية نتيجة التقييم ترى دراسة (S.Froidevaux, P, 2004)¹ أن انخفاض القيمة في نهاية المدة (القيمة المستمرة)² بالمقارنة مع قيمة المنشأة أدى إلى ازدياد موثوقية نتيجة التقييم حيث إن عدم الدقة في حساب القيمة المستمرة سوف لن يكون ذا أثر جوهري على القيمة مما جعل لهذه الطريقة موثوقية أكبر في حساب قيمة المنشأة التي تم التوصل إليها مقارنة مع الطرق الأخرى، إذ إن انخفاض حصة القيمة المستمرة³ سببه اعتماد الطريقة على القيمة الدفترية بشكل كبير للتقييم أي أن الجزء الأكبر من قيمة المنشأة (القيمة الدفترية) معلوم وموثوق، ولا يوجد أي مجال للخطأ أو الشك في قيمته، وبالتالي زيادة موثوقية نتيجة التقييم، وقد أكد (Subrmnyam, 2009)⁴ بأن من أهم المعايير لاختيار طريقة التقييم الملائمة هي اختيار طريقة التقييم الأقل اعتماداً على القيمة المستمرة (CV).

تميّزت هذه الطريقة على طريقة التوزيعات النقدية المخصومة بإمكانية استخدامها في تقييم المنشآت التي لا تقوم بإجراء توزيعات نقدية، كما تميّزت على طريقة التدفقات النقدية المخصومة بإمكانية استخدامها في تقييم منشآت ذات تدفقات نقدية حرة سالبة⁵، وقد أكدت دراسة (Thomas. R, E. Gup. B, 2010)⁶ على ذلك حين ذكرت ميزات طريقة الأرباح المتبقية من حيث المرونة في إمكانية الاستخدام وتجاوزها لعيوب الطرق الأخرى.

إن أميز ما يميز هذه الطريقة هو عدم تأثرها بالسياسات المحاسبية على الرغم من اعتمادها على المعلومات المحاسبية للتوصل للقيمة، وذلك لقدرتها على امتصاص أثر الاستحقاق المحاسبي على القيمة كما ترى

1) S. Froidevaux, P, op. cit., PP 13-14.

² للإطلاع على مفهوم القيمة المستمرة انظر ص 68

³) Thomas. R, E. Gup. B, op. cit., P 180.

⁴) Subrmnyam, KR and J. Wild,John, op. cit. P 42.

⁵) Review for the CFA Exam, **Study session 11** , op. cit., P 68.

⁶) Thomas. R, E. Gup. B, op.cit., P 180.

دراسة (Pirie. S and Smith. M, 2005)¹، وتكمل الدراسة بأن الاعتماد على الأرباح المتبقية المستقبلية والقيمة الدفترية معاً قد أعطى هذه الطريقة مرونة في التطبيق على جميع أنواع المنشآت، وقد ذكرت دراسة (Barth and other, 1998)² أن اعتماد طريقة الأرباح المتبقية على القيمة الدفترية والأرباح المتبقية أعطاهما ميزة إضافية عن غيرها من الطرق فأصبحت تناسب جميع أنواع الصناعات، فمثلاً في صناعة الأدوية التي تكون فيها الأصول غير الملموسة مهمة جداً يأخذ الدخل الدور الأكبر في تفسير قيمة السهم، وبالتالي نتيجة وجود الأصول غير الملموسة أصبح هناك دخل إضافي انعكس عند استخدام طريقة الأرباح المتبقية على القيمة، أما بالنسبة للمنشآت التي تكون فيها قيمة الأصول غير الملموسة أقل أهمية، فنأخذ القيمة الدفترية الدور الأكبر في تفسير قيمة السهم ويشار إلى كل من القيمة الدفترية والعائد على حقوق الملكية بمحركات القيمة.

أعطت هذه الميزة المحلل المالي المجال للتركيز على التنبؤ بالدخل المستقبلي وصحته بدلاً من دراسة السياسات المحاسبية المستخدمة في المنشأة محل التقييم ومدى تأثيرها على الدخل المستقبلي وبالتالي على قيمة المنشأة³.

اقترحت بعض الدراسات (Frankel and Lee, 1998)⁴ تطبيق طريقة الأرباح المتبقية كأحد الحلول للمشاكل المتعلقة بتنوع المحاسبة الدولية واختلاف المعايير وأثر ذلك على أعمال التقييم الدولي.

أما بالنسبة لتطبيق الطريقة لتقييم أسهم الإصدار الأولي فيرى (N. Gregoriious, Greg, 2006) بأنه من الصعوبة بمكان تطبيق طرق التقييم التي تعتمد على التوزيعات النقدية والتدفقات النقدية بالنسبة للمنشآت الإصدار الأولي، وذلك لعدم وجود توزيعات نقدية لها أو لوجود تدفقات نقدية سالبة في أغلب الأحيان، وذلك لتوجه المنشآت في البداية للتوسع بالإنفاق الاستثماري، وبالتالي فإن استخدام طريقة الأرباح المتبقية المعتمدة على المعلومات المحاسبية هي الأفضل بالنسبة لهذا النوع من المنشآت⁵.

¹) Pirie. S, Smith. M, op. cit., P 5.

²) Ibid, P 12.

³) Thomas. R, E. Gup. B, op.cit., P 175.

⁴) Pirie. S, Smith. M, op. cit., PP 12-13.

⁵) N.Gregoriious, Greg, (2006), Initial public offerings (An International prospective), P 426 Elsevier Incm, USA.

ولتطبيق الطريقة على منشآت الإصدار الأولى ترى دراسة (Inarto. A, others, 1995)¹ بأنه لابد كخطوة أولى من التأكد من استمرار الدخل وحصول المستثمرين على العائد وذلك عن طريق دراسة البنود التالية:

- معدل نمو الأرباح في السنوات التي تسبق عملية الإصدار الأولى.
- جودة الأرباح.
- التعديلات المحاسبية التي يمكن أن تجرى على الربح (الاستحقاق المحاسبي)
- العوامل الخارجية التي ربما يكون لها تأثير على الربح المستقبلي.

أما بالنسبة للمعلومات الواجب توافرها عند تطبيق الطريقة على أسهم الإصدار الأولى فيرى (Curtis A, L Fargher, Neil, 2003) أنه يتم الحصول على المعلومات اللازمة من خلال المعلومات المتوفرة للمستثمرين في الشهر الذي يسبق عملية الإصدار، أما بالنسبة لمعدل العائد على حقوق الملكية ومعدل الفائدة ومعدل الخصم فإنه يتم الحصول عليها من خلال سندات الخزينة المصدرة بينما يتم الحصول على القيمة الدفترية من خلال المعلومات المتوفرة في السنة التي تسبق سنة الإصدار².

ويعرض (Greg, 2006)³ بأنه للتوصل إلى القيمة الحقيقية لسهم الإصدار الأولى لا بد من توافر النقاط الثلاثة التالية:

- وجود معلومات كاملة عن الأسعار القديمة والحديثة وأسعار الإصدار التي تم تحديدها للتنبؤ برغبة السوق بشراء الإصدار الجديد.
- استخدام طريقة الأرباح المتبقية في التقييم.
- التنبؤ بالنسب المالية الأساسية المتضمنة للسعر وذلك باستخدام منشآت من نفس الصناعة.

وتعتبر الدراسة أنه فيما لو تم أخذ هذه النقاط بعين الاعتبار من قبل مؤسسة الإصدار عند تحديد سعر الاكتتاب، فإن مؤسسة الإصدار هنا قد أضافت قيمة إيجابية للإصدار كونها قد وصلت للقيمة الحقيقية للسهم.

يلاحظ بأن الدراسة السابقة رغم تأييدها لطريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولى، إلا أنها قد أشارت إلى استخدام طريقة المقارنة كمؤشر إضافي للتأكد من أن القيمة التي تم التوصل إليها باستخدام طريقة الأرباح المتبقية صحيحة، كما أضافت دراسة أثر العرض والطلب إلى جانب القيمة الحقيقية للسهم.

¹) Indarto. A., others. (1995), Equity Valuation in apuplic stock offering , Faculty of Economics & Business, Gadjah Mada university, Jagjakarta, P 9.

²) Curtis A, L Fargher, Neil, op. cit., P 8.

³) N.Gregoriious,Greg, op. cit., P 420.

تلخيصاً لما تم ذكره في هذا الفصل، لوحظ أن طرق التقييم البسيطة لا تعطي قيمة ملائمة لسهم الإصدار الأولي ، بيد أن بعض طرق التحليل الأساسي واجهت كذلك مشاكل من ناحيتي المفهوم والتطبيق على السواء.

من هذا المنظور يُلاحظ أن طريقة الأرباح المتبقية تجاوزت العديد من سلبيات طرق التقييم السابقة التي سلف ذكرها.

وتبقى للإصدار الأولي أهميته وخصوصيته في أعمال التقييم الأمر الذي يدفع إلى ضرورة الفهم العميق لطبيعته وما هي مراحله وكيفية تعامل المستثمرين معه، ومن هم الأطراف المستفيدة وكيف تتم عملية التسعير وما هي محركات القيمة بالنسبة له، وما الدور الذي تلعبه مؤسسات الإصدار، حيث ينبغي على المحلل المالي أن يكون على دراية واسعة بكافة هذه المعلومات ليتمكن من استخدام طريقة التقييم الصحيحة، وبالتالي نصح المستثمر باتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وهذا ما ستتم دراسته في الفصل التالي للبحث.

الفصل الثاني

الإصدار الأولي للأسهم IPOs

تمهيد:

يدعى الاستثمار في المنشآت الناشئة –غالباً– برأس المال المغامر (*Venture Capital*)، ذلك أن المستثمرين في هذا النوع من الاستثمار عادة ما يمثلون مؤسسات استثمارية كبيرة أو أصحاب رساميل ضخمة. يتركز هدف المنشآت الناشئة في استقطاب هذا النوع من رأس المال المغامر في تأسيس اللبنة الأولى للمنشأة والتي تعد من أكثر الفترات خطورة في حياة المنشآت، وذلك إلى أن ترسخ المنشأة قدمها وتصبح جاهزة للاكتتاب الأولي.

بعدما تتخطى المنشأة المرحلة الأولى بنجاح، ورأى المؤسسون فيها القدرة على التوسع، تأتي المرحلة الثانية من النمو وهي مرحلة زيادة التمويل، وهي أيضاً تتم من قبل شركات الاستثمار ومن أصحاب رؤوس الأموال سواء كانوا من الذين شاركوا في رأس المال المغامر أو غيرهم، وعند تمام هذه الخطوة بنجاح وإثبات قدرة المنشأة على التوسع عندها تنتقل إلى المرحلة الثالثة حيث تكون المنشأة قد بنت قاعدة مالية، وبرنامج الإنتاج قد وضع بشكل تام، وعند هذه المرحلة يتم القيام بالإصدار الأولي للأسهم.

كثيرة هي الاستثمارات التي قد يصيبها الفشل قبل أن تصل إلى مرحلة الاكتتاب الأولي، ولكي ينجح الاستثمار ويصل إلى مرحلة الاكتتاب لا بد من التأكد من إمكانية المنشأة الفتية من الاستمرار، وأن يكون لديها فرصة كبيرة لتصبح منشأة عامة تمارس نشاطها في سوق رابح، ومن جهة أخرى وفي حال وجود مؤشرات تشير إلى عدم إمكانية الاستمرار يجب التنبؤ بالخسارة المبكرة ومحاولة تلافي وقوعها، وفي حال عدم القدرة على ذلك يجب عدم إنفاق مبالغ أكثر على هذا الاستثمار.

والجدير بالذكر أن أغلب المستثمرين المؤسسين في رأس المال المغامر لا يتطلعون إلى ما سيتم الحصول عليه مستقبلاً من توزيعات نقدية أو أرباح، بل يسعون جاهدين لبلوغ مرحلة النمو اللازمة التي تسمح لهم بالقيام بالاكتتاب الأولي، وبالتالي الحصول على المكاسب الناجمة عن ذلك¹.

يمكن أن تكون المنشآت التي تريد القيام بالاكتتاب الأولي منشآت قائمة ولها نشاطها التشغيلي حيث تسعى هذه المنشآت للتحويل إلى منشآت مساهمة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وفي سورية تناول المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007 وتعديلاته والرسوم رقم 13 لعام 2011 النقاط المتعلقة بهذا التحويل من ناحية إعادة التقييم.

وستتم دراسة هذا الفصل وفق المبحثين التاليين:

- المبحث الأول: الإصدار الأولي للأسهم : ميزات و أطرافه
- المبحث الثاني: تسعير وتقييم أسهم الإصدار الأولي

¹) Brealey, Myers & Allen, (2006), Corporate Finance, 8TH Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York, PP 382-388.

المبحث الأول: الإصدار الأولي للأسهم - ميزات وأطرافه

أولاً: الإصدار الأولي للأسهم وسوق الإصدار الأولي (IPOs & Primary Market):

يُعرّف السوق الأولي بأنه السوق الذي يتم فيه بيع إصدارات المنشآت والجهات الأخرى من الأسهم والسندات الجديدة أي التي تطرح للبيع لأول مرة، حيث تقوم المنشآت المساهمة بطرح أسهم في السوق الأولية لغاية الحصول على الموارد التمويلية اللازمة لتكوين أصولها وموجوداتها الرأسمالية الثابتة، كما تقوم بإصدار سندات في حال حاجتها للتمويل والذي لا تستطيع توفيره بالاعتماد على أسهمها أو لاعتبارات مختلفة، كما تقوم الحكومة عن طريق هذا السوق بإصدار سندات للحصول على التمويل الذي تحتاجه لتغطية التزاماتها ومتطلباتها المالية بالذات المتوسطة وطويلة الأجل وذلك في حالات عجز مواردها عن تلبية احتياجاتها المالية¹.

ثانياً: مزايا الإصدار الأولي²:

❖ على مستوى المنشأة:

- زيادة فرصة المنشأة في الحصول على تمويل للمشاريع المستقبلية.
- زيادة الاهتمام الإعلامي بها من قبل المجتمع المالي.
- تعزيز الوضع التنافسي للمنشأة.
- زيادة أعمال المنشأة نتيجة شهرتها في السوق المالي.
- الحصول على شروط أفضل في العقود، وزيادة المصداقية في التعامل مع الزبائن والموردين والموظفين إذا كانوا من ضمن المكتتبين في المنشأة.

❖ على مستوى المكتتبين والمؤسسين:

- العائد العالي الذي يتم الحصول عليه مقابل القيمة الفعلية للمنشأة: حيث أثبتت الدراسات أنه في حالة الطرح الأولي من الممكن أن ترتفع نسبة السعر إلى الإيراد P/E ثلاثين إلى أربعين ضعفاً من قيمة الأرباح السنوية للمنشأة، هذا العائد يُمكن المؤسسين من استرجاع مبالغهم المستثمرة في رأس المال المغامر عن طريق بيع بعض الأسهم التي يملكونها.
- تنويع المحافظ الاستثمارية الشخصية.
- استخدام الأسهم كضمانات عند الرغبة بالحصول على قروض شخصية.

⁽¹⁾ جديني، جهان، مرجع سابق ذكره، ص 25.

⁽²⁾ أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 30-35.

❖ على مستوى الاقتصاد القومي¹:

- جذب الفائض في رأس المال غير الموظف في الاقتصاد القومي.
- زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني.
- المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلد.
- الحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني.

ولا تخلو عملية الإصدار الأولي من بعض السلبيات، ولكن تبقى هذه السلبيات محدودة إذا ما تمت مقارنتها بإيجابيات الإصدار الأولي، ويمكن تلخيص هذه السلبيات كما يلي²:

- مشاركة المؤسسين للأرباح مع المساهمين الخارجيين.
- فقدان المنشأة لخصوصيتها.
- زيادة مسؤوليتها تجاه القانون، وما تتطلبه المؤسسات الرقابية من تقارير.
- فقدان السيطرة على إدارة المنشأة.
- الالتزام ببعض السياسات المفروضة قانوناً على شركات الإصدار الأولي كسياسات البيع والتوزيع النقدي...

ثالثاً: مراحل الإصدار الأولي:

لقيام المنشأة بالاكتمال الأولي لابد أولاً من اختيار مؤسسة الإصدار حيث تأخذ دور المستشار المالي للمنشأة أثناء الاكتتاب، وهي التي ستقوم بالإجراءات الأولية والقانونية اللازمة حيث تقوم المنشأة بالتعاون مع مؤسسة الإصدار والمحاسبين والمحامين بإعداد طلب تسجيل *Registration Statement* للحصول على موافقة هيئة الأوراق المالية، ويشتمل طلب التسجيل على المستندات والتوثيقات اللازمة عن الوضع المالي الحالي للمنشأة، وتاريخ إنشائها، والأعمال الحالية، والخطط المستقبلية (قامت "هيئة الأوراق والأسواق المالية" في سورية بطرح الدليل الإرشادي لإصدار وطرح الأوراق المالية في آب عام 2006، كما صدر القرار رقم 3945 عن رئاسة مجلس الوزراء المتعلق بنظام إصدار وطرح الأوراق المالية³).

وأهم قسم في طلب التسجيل ذاك الذي يوزع على المستثمرين على شكل نشرة تمهيدية والتي تسمى بـ"نشرة الإصدار" *Prospectus* حيث تتضمن النشرة معلومات تفصيلية عن المنشأة، ويجب الامتناع عن تضخيم المعلومات أو إظهار إمكانيات المنشأة بشكل أكبر مما هي عليه، كما يجب أن تتضمن توضيحاً لإصرار الهيئة على إبقاء المستثمر يقظاً بالنسبة للمخاطر الناجمة عن عملية الشراء.

¹ جديني، جهان، مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 48-49.

² Journal of Puplic Company Management Corporation, Going public disadvantages , 2009, Go public today.com.

³ http://www.scfms.sy/forms/www/guest_lawslist.php

تتفق مؤسسة الإصدار مع المنشأة المصدرة على نوع العقد الذي سيربط الطرفين ("الالتزام الصارم" – "بذل أقصى جهد ممكن" – "الخيارات")، وبناء عليه تبدأ عملية بيع الأسهم حيث تحدد مؤسسة الإصدار الجهات التي يستطيع المستثمر عن طريقها الاكتتاب، وعند نهاية أعمال الاكتتاب يصبح لدى مؤسسة الإصدار خياران:

- في حال الاكتتاب بأكثر من عدد الأسهم المصدرة تقوم مؤسسة الإصدار بأعمال التخصيص.
- في حال الاكتتاب بأقل من عدد الأسهم يتم التمديد في الفترة لينتهي الاكتتاب بالاكتمال أو الفشل¹.

رابعاً: مؤسسة الإصدار:

تتمثل الأهداف الرئيسية للاكتتاب العام في تقديم طرح ناجح، والحصول على سعر عادل للأسهم، وأن يكون هناك تبادل مستقر وسلس في الأسهم بعد التسويق، وتكمن وظيفة مؤسسة الإصدار في ضمان تحقيق هذه الأهداف، والتي يتوجب لتحقيقها أن تكون مؤسسة الإصدار قوية مالياً (خصوصاً في حال الالتزام بشراء كافة أسهم الاكتتاب)، كما يجب أن تكون ذات خبرة كبيرة في مجال الإصدار².

والجدير بالذكر أن عملية الاكتتاب تحمل من المخاطر الشيء الكثير لمؤسسة الإصدار، وقد عانت بعض مؤسسات الإصدار من خسائر فادحة جراء عملية الاكتتاب، وكانت تجربة المجموعة العالمية لمؤسسات الإصدار مع الحكومة البريطانية خير مثال على هذه المخاطر عندما قامت الحكومة البريطانية بتاريخ 1987/10/15 بإجراء اتفاق مع (المجموعة العالمية لمؤسسات الإصدار: *International group of underwriters*) لتقوم ببيع أسهم الحكومة البريطانية من شركة *BP (British Petroleum)* بسعر 3.3 جنيه استرليني للسهم، وقامت مؤسسة الإصدار بتسويق الأسهم في العديد من المناطق والدول، ولكن بعد أربعة أيام من الاتفاق حصلت أزمة مالية أدت إلى انخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير، وقد حاولت مؤسسة الإصدار إلغاء الاتفاق مع الحكومة البريطانية دون جدوى، ومع انتهاء فترة الإصدار انخفض سعر سهم *BP* إلى 2.96 جنيه مما أدى إلى تكبد مؤسسة الإصدار خسارة تجاوزت البليون دولار³.

بالإضافة إلى المخاطر العالية التي قد تتعرض لها مؤسسة الإصدار، فإنها تتحمل مسؤولية كبيرة أمام المجتمع المالي في تقديم الحقائق للمستثمرين وذلك للمحافظة على سمعتها، إذ يتوجب عليها إجراء التحري المالي اللازم عن المنشأة التي ترغب بالقيام بالإصدار الأولي، وبالتالي فإن الملموم الوحيد هو مؤسسة الإصدار، عند وجود أي خطأ في تقديم المعلومات بما يؤدي بحال من الأحوال إلى التأثير على قرار المستثمرين، ويُذكر في هذا الصدد قيام منشأة (*Va Linux*) لبرامج الكمبيوتر في شهر تشرين الثاني عام 1999 بإصدار أسهم بسعر 30 دولاراً للسهم، و في اليوم التالي لانتهاء الاكتتاب افتتح سعر التداول بقيمة 299 دولاراً للسهم، ولكن بعدها بدأ سعر السهم يهبط تدريجياً ليصل خلال عامين من تاريخ الإصدار إلى

¹) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 390.

²) أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 285.

³) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 391.

سعر دولارين ، مما دفع المستثمرين إلى اتهام مؤسسة الإصدار بأن نشرة الإصدار التي قامت بها (prospectus) قد حوت العديد من الأخطاء الجوهرية التي أثرت على قرارهم بالاكتتاب¹.

ويؤيد ما سبق النتائج التي توصلت إليها دراسة (Michael. I, 2006)² حيث وجدت أن سمعة مؤسسة الإصدار ونجاحها المسبق في إدارة اكتتابات مماثلة (نفس الصناعة) مهمة بشكل كبير لنجاح الاكتتاب.

وفيما يتعلق بمسؤوليات مؤسسة الإصدار في سورية، فقد تناولته المادة 13 من قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 3945 الصادر بتاريخ 2006/08/28 والمتعلق بنظام إصدار وطرح الأوراق المالية³.

خامساً: أنواع تأمين تغطية الاكتتابات العامة:

قد تتعهد مؤسسة الإصدار بـ "شراء أسهم المنشأة" التي تقوم بالاكتتاب العام، ثم تعرض هذه الأسهم للاكتتاب العام، لذا فهي تأخذ على عاتقها خطورة عدم الاكتتاب على كافة الأسهم، وبالتالي بقاء عدد منها بغير اكتتاب، وفي حال وجود مخاطر كبيرة ترافق عملية الاكتتاب قد تلجأ مؤسسة الإصدار للتعامل مع عملية بيع الأسهم ضمن اتفاقية "بذل أفضل جهد" (Best-efforts basis)⁴، وفي هذه الحالة تقوم مؤسسة الإصدار بالوعد بالبيع وبذل الجهد قدر الإمكان، ولكن بدون أن تتعهد بتغطية الاكتتاب وشراء الأسهم التي لم يتم شراؤها عند عرض الاكتتاب على المستثمرين (هذا المدخل هو المطبق في سورية)، ويتم أحياناً القيام باتفاق "كل شيء أو لا شيء"، وفي هذه الحالة يتم إما بيع كافة الأسهم بسعر الإصدار، وإما إلغاء الاتفاق، وبالتالي لا تحصل المنشأة التي قامت بالاكتتاب على أي شيء⁵.

وفيما يلي شرح مفصل لكل نوع من أنواع التغطية:

1-5) الالتزام الصارم (Firm Commitment Underwriting):

الالتزام الصارم هو أفضل أنواع تأمين الاكتتابات عائداً على مؤسسة الإصدار وضماناً للمنشأة التي تقوم بإصدار الأسهم، وفيه توافق مؤسسة الإصدار على الالتزام الصارم بشراء أسهم إصدار المنشأة بأسره بصرف النظر عن قدرتها على إعادة بيع الأوراق المالية للجمهور⁶.

¹) Ibid, P 391.

²) I. Michael E.Dillon, Jr, (2006), A Comparison of IPO Issuers' Perceptions and Academic Theories about IPOs , PHD dissertation, University of Cincinnati, USA, P 181.

³) http://www.scfms.sy/forms/www/guest_lawslist.php

⁴) D. Lipman, Frederick, 2009, International and U.S IPO Planning, Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, P 169.

⁵) Brealey, Myers & Allen, op. cit. P 390.

⁶) آر كبلور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 291.

تشتري مؤسسة الإصدار الأسهم غير المباعة بسعر ثابت وفق خصم محدد، ثم تتولى بعد ذلك إعادة بيعها بسعر الإصدار الأولي، وهنا تتحمل مؤسسة الإصدار كافة المخاطر المتعلقة بعدم القدرة على بيع الأسهم¹.

وفي الواقع العملي تعمل مؤسسة الإصدار على تأمين المستثمرين الذين يرغبون بالاكتتاب بالأسهم المنوي إصدارها قبل التوقيع الفعلي مع المنشأة التي تقوم بعملية الإصدار الأولي، غير أنه في حال تعذر بيع الأسهم المعروضة للاكتتاب، فهي مضطرة في هذه الحال إلى شرائها والاحتفاظ بها ومن ثم محاولة بيعها في وقت لاحق.

يضمن هذا النوع من تغطية الاكتتاب العام للمنشأة التي قامت بالإصدار استلامها لثمن جميع الأسهم التي أصدرتها، وذلك في نهاية فترة الاكتتاب مهما كان حال الطلب على هذه الأسهم، وبالتالي تحمل مؤسسة الإصدار كافة الأعباء المرتبطة بعدم اكتتاب المستثمرين على كامل الأسهم، لذلك ولتخفيض حجم الخطر تلجأ مؤسسة الإصدار في كثير من الأحيان في هذا النوع من أنواع التغطية إلى العمل بخيار التخصيص الإضافي، وهو ما يعرف بـ "خيار الحذاء الأخضر" *Green Shoe Option*، والذي سمي بذلك نسبة لأول منشأة أمريكية نفذت هذا الخيار (*Green Shoe Manufacturing Company*)²، حيث يمنح مؤسسة الإصدار الخيار بشراء أسهم إضافية من المنشأة بسعر السوق، مما يمكن مؤسسة الإصدار من بيع أسهم إضافية للمستثمرين بدون شعور الخوف من الخسارة، وبالتالي يكون لمؤسسة الإصدار حق الخيار بشراء عدد محدد من الأسهم الإضافية من مجموع أسهم المنشأة يتراوح غالباً ما بين 10% إلى 15% من إجمالي الإصدار³ ويتبع ذلك الخيار لسعر السوق مقارنة مع سعر الإصدار، وذلك بعد تداول السوق لهذه الأسهم، وعليه ففي حال كان الطلب على الأسهم المصدرة قليلاً حيث يكون سعر التداول أقل من سعر الإصدار، تستطيع مؤسسة الإصدار ممارسة هذا الخيار عن طريق إعادة شراء الأسهم الإضافية بسعر السوق، وذلك لتحسين سعر السهم في السوق من جهة وطمعاً بتحقيق أرباح أكبر في المستقبل من جهة أخرى، أما في حال كان الطلب على أسهم الإصدار الأولي كبيراً وكان سعر التداول أكبر من سعر الإصدار، فإن وجود هذا الخيار ينقذ مؤسسة الإصدار من تبعات إعادة شراء هذه الأسهم بسعر كبير، وبالتالي ينقذها من تكبد خسارة كبيرة نتيجة ارتفاع سعر السهم، وبالتالي تستطيع مؤسسة الإصدار تمرير هذه الأسهم إلى السوق وذلك لضبط السعر (منعه من الارتفاع بشكل كبير عن طريق زيادة العرض) من دون أن تقوم بشرائها بسعر السوق، وبالتالي تباع الأسهم للمستثمرين دون تملكها لها⁴.

¹) D. Lipman, Frederick, op. cit., P 168.

²) وهي الشركة التي تدعى الآن (*Stride Rite Corporation*).

³) أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 291.

⁴) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 390.

2-5) بذل أقصى جهد ممكن (Best-efforts basis):

ينص هذا النوع من الاتفاق على أن تبذل مؤسسة الإصدار أقصى جهد ممكن في بيع أسهم المنشأة، ولكنها لا تتعهد بشراء الأسهم غير المباعة لحسابها، فمؤسسة الإصدار هنا تقوم بدور الوكيل عن المنشأة التي تقوم بالإصدار الأولي، وهذا النوع من الاتفاقيات غير مرغوب به مقارنة بالالتزام الصارم، ولكنه نوع شائع الاستخدام بالنسبة لإصدارات الطروح الأولية للاكتتاب العام ذات السعر المنخفض، والجدير بالذكر أن كبار مؤسسات الإصدار لاتتعد اتفاقات من هذا النوع، بل غالباً ما تتعاقد مع منشأة الإصدار الأولي وفق اتفاق "الالتزام الصارم" وذلك طمعاً في العوائد كما ذكر سابقاً¹، إلا أن ما يميز هذا النوع من أنواع تغطية الاكتتاب العام هو بقاء مؤسسة الإصدار بأمان وعدم تعرضها لأي مخاطر ناجمة عن عدم بيع كافة الأسهم المصدرة²، وكما أشير سابقاً فإن هذا النوع من التغطية هو المطبق حالياً في سورية.

3-5) الخيارات (Options):

هناك بعض الاتفاقيات من نوع بذل أقصى جهد تكون مصحوبة بخيار متغير يشار إليه بعبارة - إما كل شيء أو لا شيء- (Everything or Nothing)، وهي تنص على أن مؤسسة الإصدار ملزمة بأن تباع كافة الأسهم المصدرة أو تلغي عملية الإصدار بالكامل، ولكن لخطورة ذلك حل محل هذا الخيار نوع آخر ألا وهو خيار "الحد الأدنى \ الحد الأقصى" الذي يتيح للمنشأة التي تقوم بالإصدار الأولي تحديد حجم متوسط للإصدار وقبوله ضمن الحد المتفق، مما يحد من إهدار الكثير من الوقت والجهد بالمقارنة مع خيار (إما كل شيء أو لا شيء)³.

سادساً: التخصيص الإضافي:

تجد مؤسسات الإصدار في بعض الأحيان صعوبة في التعامل مع الإصدارات القوية في السوق (ذات الطلب الكبير)، فبينما يحتاج الإصدار الذي ينخفض سعر تداول أسهمه بعد انتهاء الاكتتاب مقارنة بسعر الإصدار إلى عملية التثبيت، فإن الإصدار الذي يكثر الطلب عليه، أو الذي يحدث زيادة كبيرة جداً في سعر التداول مقارنة بسعر الإصدار سوف يشهد غالباً استخدام "التخصيص الإضافي". والهدف من التخصيص الإضافي كما هو الهدف من التثبيت ضمان سوق متزنة بعد البيع الأصلي لأسهم الإصدار الأولي.

يسمح هذا الإجراء لمؤسسة الإصدار ببيع أسهم إضافية تزيد بنسبة محددة (غالباً ما بين 10% إلى 15%) عن الكمية التي تم الاتفاق عليها في الأصل، وذلك باستخدام خيار "الحذاء الأخضر" الذي تم ذكره سابقاً، ويُستخدم هذا الخيار إذا كان هناك طلب كبير على الأسهم، وتذهب الأموال الإضافية التي تم الحصول عليها إلى المنشأة المصدرة مخصوماً منها عمولة البيع التي تخصمها مؤسسة الإصدار، والهدف من ذلك هو أن

¹ أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 292.

²) D. Lipman, Frederick, op. cit., P 168.

³ أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 292.

تعتمد الأسهم الإضافية إلى تقليل الضغط صعوداً على سعر الأسهم، وضمان وجود سوق متوازن لها بعد البيع الأصلي، وعندما تتوقع مؤسسة الإصدار أياً من الحالتين سواء "التخصيص الإضافي"، أو احتمال القيام بأنشطة لتثبيت السعر، فإنه يجب الإفصاح عن هذا الأمر في الغلاف الأمامي لنشرة الاكتتاب¹.

بعد التعرف على الإصدار الأولي وأهم ميزاته ومراحله يعرض المبحث الثاني طرق تسعير أسهم الإصدار الأولي وأثرها على السوق المالي والإشكالات التي ترافق عملية تسعير هذه الأسهم وما هي المحركات الأساسية التي تؤثر على السعر و القيمة.

¹ (المرجع السابق، ص 433).

المبحث الثاني: تسعير وتقييم أسهم الإصدار الأولي

أولاً: طرق تسعير أسهم الإصدار الأولي:

يتم التوصل إلى سعر الإصدار الأولي للسهم بعد نقاش طويل بين المنشأة المصدرة للأسهم ومؤسسة الإصدار، إن المنشأة التي تقوم بالإصدار الأولي تسعى بشكل دائم لزيادة سعر السهم المصدر، وبالتالي تعظيم العوائد، أما مؤسسة الإصدار فهي أيضاً تسعى لإرضاء المنشأة المصدرة، ولكن لا تستطيع أن تغفل أهمية إيجاد الطلب على الإصدار الجديد حيث تعد من أفضل السبل لذلك هو طرح الأسهم بسعر منخفض بحيث يكون حافزاً للمستثمرين المرتقبين على الإسراع للاستثمار بهذه الأسهم قبل أن يبدأ سعر الأسهم بالارتفاع، ويصل الطرفان في النهاية إلى السعر النهائي الذي يتم تحديده في نشرة الإصدار وذلك قبل تاريخ التصريح ببداية الاكتتاب¹.

وقد جرت العادة على أن تقوم مؤسسة الإصدار بوضع سعر أقل بنسبة تتفاوت من 15% إلى 20% عما تعتبره قيمة السوق الحقيقية بعد القيام بالدراسات اللازمة².

ولا بد من الإشارة إلى أهمية توقيت عملية الإصدار الأولي والتي تعد عنصراً حاسماً في تحديد السعر، فانتشار بعض الأنباء السيئة عن الصناعة التابعة لها المنشأة التي تقوم بالطرح الأولي يمكن أن تعد بمثابة كارثة لعملية الإصدار، الأمر الذي يوجب على مؤسسة الإصدار مراقبة الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة والمنشآت المنافسة بدقة قبل القيام بالإصدار، وقد لا يتم تحديد السعر النهائي للإصدار إلا في أوقات متأخرة تسبق مباشرة بداية عملية الاكتتاب³.

وفيما يلي الطرق التي يتم وفقها تسعير أسهم الإصدار الأولي:

1) طريقة بناء سجل الأوامر (بناء السعر - Book Building):

تري دراسة (Greg, 2006)⁴ أن طريقة بناء السعر (Book Building) تقوم على افتراض أساسي وهو أن مؤسسة الإصدار لديها الفهم الأفضل لظروف السوق، وهي الأقدر على الوصول للمستثمرين المحتملين.

تعتمد طريقة بناء سجل الأوامر (بناء السعر) على تحديد النطاق السعري لسهم المنشأة المطروحة للاكتتاب العام من قبل مؤسسة الإصدار وذلك بعد المناقشة مع إدارة المنشأة، ومن ثم تقوم مؤسسة الإصدار بتسويق الاكتتاب للمستثمرين الذين يقومون بتحديد السعر الذي يرغبون وفقه بالاستثمار بالأسهم المصدرة ضمن

¹ أركباور، بي جيمس شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 213

² (المرجع السابق، ص 222.

³ (المرجع السابق، ص 33-34.

⁴) N.Gregoriious, Greg, op. cit., PP 179-180.

النطاق السعري الذي حددته مؤسسة الإصدار، وكم هي عدد الأسهم التي سيكتتبون بها في حال تم إصدارها بهذا السعر¹، وبالتالي فإن قيام المستثمرون بإعطاء انطباعهم عن الإصدار والسعر الذي يرغبون بالاستثمار وفقه يمكن مؤسسة الإصدار من بناء السعر وفق الطلبات المحتملة للشراء²، وبعد ذلك تقوم مؤسسة الإصدار بالتشاور مع المنشأة المصدرة بتحديد سعر الاكتتاب وحجم التخصيص بناء على حجم الإصدار وأسعار الطلب، ومن ثم تقوم مؤسسة الإصدار بتوزيع حصص الاكتتاب على المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن ثم تحديد التوزيعات المتبقية على المستثمرين³.

والجدير بالذكر أن مدراء المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين عموماً الذين تم أخذ مشورتهم بشأن الاكتتاب غير ملزمين بهذا الرأي.

بعد الحصول على التصريح من قبل هيئة الأوراق و الأسواق المالية، تجتمع المنشأة المصدرة مع مؤسسة الإصدار لتحديد سعر ثابت للإصدار حيث تسعى المنشأة المصدرة إلى تثبيت أعلى سعر ممكن في الاكتتاب، ولكن مؤسسة الإصدار تتحفظ من ذلك خشية عدم التمكن من بيع كافة الأسهم المعروضة، أو لإغراء أكبر عدد من المستثمرين المحتملين للإقبال على الشراء.

وفي بعض الأحيان يؤدي تثبيت سعر أكبر من المدى السعري الذي تم تحديده في نشرة الإصدار التمهيدية التي تم طرحها على المستثمرين إلى اندفاع أولئك المستثمرين وزيادة إقبالهم على الأسهم معتقدين بوجود بعض الاعتبارات الإيجابية دفعت مؤسسة الإصدار إلى تثبيت سعر يتجاوز المدى المحدد مسبقاً⁴.

تُشير دراسة (Greg, 2006)⁵ بناء على دراسة (Sherman, 2002)⁶ بأن هناك توجهاً عالمياً لاستخدام طريقة بناء السعر في العالم بالنسبة للإصدار الأولي للأسهم، وذلك لما تتميز به هذه الطريقة من تخفيض الخطر المتعلق بفشل عملية الاكتتاب (لأن الفشل غالباً ما يكون بسبب السعر) لكونها تأخذ عامل العرض والطلب بعين الاعتبار عند تحديد سعر الإصدار، أضف إلى ذلك سعي مؤسسة الإصدار إلى تحديد سعر يكون جذاباً للمستثمرين (سعر أقل من القيمة التي تم التوصل إليها عن طريق بناء السعر) من جهة، ولمنشأة الإصدار الأولي من جهة أخرى، حيث تضمن للأخيرة عائداً عالياً من جراء أعمال الاكتتاب كما يحصل المستثمرون⁷ الذين اكتتبوا بهذه الاسهم على عوائد جيدة عندما يبيعون أسهمهم في اليوم الأول للتداول لأن

¹ مجلة الخليج، العدد الصادر بتاريخ 2008-07-20

²) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 389.

³) N. Gregoriious, Greg, op. cit., PP 348-349.

⁴) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 390.

⁵) N. Gregoriious, Greg, op. cit., PP 179-180.

⁶) Sherman, A. E. (2002). Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions. Working Paper, University of Notre Dame, Notre Dame, IN.

⁷) N. Gregoriious, Greg, op. cit., P 348

السعر المنخفض الذي تم الاكتتاب به يدفع المتثمرون لطلب عدد أكبر من الأسهم المصدرة، وبالتالي زيادة الطلب مما يؤدي إلى زيادة العائد للمتثمرين.

(2) طريقة سعر الإصدار الثابت (Fixed price offer):

تقوم هذه الطريقة على تثبيت سعر البيع للأسهم المصدرة ثم تقوم بالإعلان عن الأسهم التي سيتم إصدارها، وبالتالي فإذا كان السعر الذي تم تحديده مرتفعاً جداً، فإن المتثمرين لن يشتروا جميع الأسهم، بالمقابل إذا كان السعر الذي تم تحديده منخفضاً جداً، عندها سوف تزيد الأسهم المطلوبة عن الأسهم التي تم عرضها للتداول، مما يعني حصول المتثمرين على نسبة من الأسهم تتناسب مع الكمية التي طلبوها (تخصيص الأسهم)¹.

لا يتم تحديد السعر في هذه الطريقة نتيجة تحليل عامل العرض والطلب، وإنما يُحدد كنتيجة للمناقشة بين مؤسسة الإصدار والمنشأة التي تقوم بإصدار الأسهم، تعرض هذه الآلية في التسعير مؤسسة الإصدار لخطر يتمثل في عدم بيع كافة الأسهم المعروضة، وبالتالي (بحالة الالتزام الصارم بتغطية كامل الاكتتاب) قيام مؤسسة الإصدار بشراء كافة الأسهم التي لم تباع، لذا غالباً ما يتم تحديد سعر أقل من القيمة التي تراها مؤسسة الإصدار مناسبة وفقاً للدراسات التي تقوم بها، وذلك لرفع احتمال بيع كافة الأسهم، ويعتبر هذا التخفيض في السعر تكلفة تتحملها المنشأة التي قامت بإصدار أسهمها، وتجب الإشارة إلى أن هذه الطريقة هي الأقل فعالية لتسعير أسهم الإصدار الأولي، ولم تعد تستخدم بشكل واسع².

والجدير بالذكر بأن هذه الطريقة هي المعتمدة بالنسبة لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، إذ إن قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 3945 الصادر بتاريخ 2006/08/28 المتعلق بنظام "إصدار وطرح الأوراق المالية" تناول إعلان طرح الأوراق المالية في المادة 10 منه، ونص على أن يتضمن الإعلان رأس مال المنشأة وعدد الأسهم وقيمتها الأسمية³.

(3) طريقة المزايمة (Auction):

تقوم هذه الطريقة على استلام عروض من المتثمرين وذلك بتحديد عدد الأسهم التي يرغبون بشراءها وسعر الشراء، ثم تباع الأسهم للمتثمر صاحب العرض الأكبر، وهناك نوعان من المزايمة يتم استخدامها: "المزايمة المتباينة" Discriminatory Auction، و"المزايمة ذات السعر الموحد" Uniform Price.

تقوم طريقة المزايمة المتباينة على جمع الطلبات من المتثمرين مع أسعار الشراء التي يرغبون بدفعها بالنسبة لطلبهم حيث يتم بيع الأسهم لصاحب السعر الأعلى وبالسعر الذي حدده في طلبه، وما تبقى من أسهم يتم بيعها للمتثمر صاحب ثاني أعلى سعر وبالسعر الذي حدده وهكذا دواليك.

¹) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 394-395.

²) N.Gregoriious, Greg, op. cit., P 179.

³) http://www.scfms.sy/forms/www/guest_lawlist.php

أما طريقة المزايدة ذات السعر الموحد فهي تقوم على جمع الطلبات من المستثمرين مع أسعار الشراء التي يرغبون بدفعها، ثم يحدد السعر الذي دفعه آخر مستثمر تشمله الصفقة (أقل سعر تم تقديمه من قبل المستثمرين، ويتم بيع كافة الأسهم وفقه ، وتوزع الأسهم بداية على صاحب أعلى سعر، ثم الذي يليه، وهكذا إلى آخر مستثمر تشمله عملية التوزيع والذي كان السعر الذي قدمه هو سعر البيع لكافة المستثمرين¹.

تتميز طريقة المزايدة ذات السعر الموحد بأنها تؤمن الحماية للمضاربين برفع الأسعار من انسياقهم نحو زيادة السعر بشكل كبير، مما يهدد قدرتهم على السداد فيما لو فازوا بالاكنتاب بالأسهم المعروضة بخلاف طريقة المزايدة المتباينة ، أضف إلى ذلك أن تكلفة المزايدة ذات السعر الموحد منخفضة مقارنة مع طريقة المزايدة المتباينة مما جعلها الطريقة الأكثر تطبيقاً، ويلاحظ بأن طريقة بناء السعر *Book Building* مشابهة لطريقة المزايدة *Auction* سوى أن طريقة بناء السعر لا تلزم المستثمر بشراء الأسهم التي حددها في مرحلة بناء السعر، إذ يعتبر رأيه بمثابة مؤشر للسعر الذي تحتاج مؤسسة الإصدار إلى تحديده لبيع الإصدار فقط، أما في طريقة المزايدة فالمستثمر هنا ملزم فيما لو فاز عرضه من بين العروض المقدمة بشراء الأسهم بالسعر الذي حدده، إلا أن مؤسسة الإصدار غالباً ما تعطي عملاءها المفضلين الأولوية في الاكنتاب على الأسهم وخصوصاً أولئك الذين قدموا مساعدات كبيرة في تحديد سعر الإصدار².

والجدير بالذكر أنه تم استخدام طريقة "المزايدة ذات السعر الموحد" في الاكنتاب الأولي لأسهم بعض المنشآت في الولايات المتحدة الأمريكية³ مثل شركة *Google* التي أقامت مزايدة على الأسهم العادية، كما أن الطريقة شائعة الاستخدام بشكل كبير لبيع أسهم الإصدار الأولي في كل من فرنسا واليابان.

ثانياً: التسعير المنخفض للإصدار الأولي:

تقوم مؤسسات الإصدار في بعض الأحيان بتسعير الإصدارات بشكل منخفض أو توهي للمستثمرين بذلك مما يدفع بالمستثمرين الذين ليس لديهم أي معلومات عن الأمور المالية أو غير قادرين على تقييم الأسهم بشكل صحيح *Uninformed Investor* إلى دفع السعر الذي تحدده مؤسسة الإصدار مهما كان للحصول على الأسهم، نتيجة لتوقعهم بأن هذه الأسهم ستحقق لهم عوائد كبيرة في المستقبل الأمر الذي يجعلهم عرضة لخطر كبير وهو انخفاض سعر السهم بشكل تدريجي مما يؤدي بهم إلى خسارة استثماراتهم، وبالتالي تكون

¹) Brealey, Myers & Allen, op. cit., PP 394-396.

²) Ibid, P 395.

³) تستخدم "المزايدة ذات السعر الموحد" لبيع سندات الخزينة الأمريكية، ومؤخراً استخدمت في المكسيك وذلك وفقاً لدراسة: k.G. Nyborg and S. Sundaaresan, (1996), "Discriminatory versus Uniform Treasury Auction: Evidence from when-issued Transaction", Journal of Financial Economics 42, PP 63-105.

مؤسسة الإصدار قد باعت الإصدار بسعر مرتفع بالإضافة إلى تخفيض المخاطر التي قد تنجم في حال عدم تمكنها من بيع كافة الأسهم¹.

عندما تعرض المنشأة أسهمها على الاكتتاب العام، فإنه من الصعب الحكم على المبالغ الواجب دفعها من قبل المستثمرين لشراء الأسهم، فعلى سبيل المثال ذكرت شركة eBay في نشرة الإصدار التمهيدية بأنها ستبيع 3.5 مليون سهم بسعر يتراوح ما بين (14-16) دولاراً، ولكن فيما بعد قامت مؤسسة الإصدار بزيادة سعر الإصدار ليصل إلى 18 دولاراً، مما دفع المستثمرين للظن بأن هناك ما استجد على الشركة من معلومات جعل من مؤسسة الإصدار على ثقة بأن قيمة السهم المصدر يساوي أكثر من المدى الذي تم تحديده في نشرة الإصدار التمهيدية، الأمر الذي أعطى مؤشراً بأن السهم قد سُرَّ بشكل منخفض، مما دفع المستثمرين للاندفاع للاستثمار بأسهم هذه الشركة حيث تم تداول أكثر من 4.5 مليون سهم ليصل ذلك اليوم إلى 47.375 دولاراً².

إن إحياء مؤسسة الإصدار بأنه قد تم تسعير السهم بشكل منخفض نسبياً أدى إلى تحقيق المنشأة مكاسب إضافية تصل إلى 103 مليون دولار، كما ازدادت ثروة الممول الأكبر للمنشأة ورئيس مجلس الإدارة نتيجة ارتفاع سعر التداول للأسهم بمقدار 447 مليون دولار، وفسرت دراسة (T.Loughran & J.Ritter, 2002)³ ذلك بأن السبب كان الدافع النفسي للمستثمرين حيث إن التسعير المنخفض نسبياً، أو الإحياء بذلك قد دفع المستثمرين إلى الاستثمار لأن ذلك جعلهم يشعرون بأنهم أغنى مما هم عليه في الحقيقة (الغنى الوهمي).

وقد أشارت دراسة (R. G. Ibbotson & others, 1994)⁴ إلى أن المستثمرون الذين يقومون بالشراء بسعر الإصدار يحققون عوائد كبيرة خلال فترة صغيرة تلي عملية الاكتتاب، وقد قامت دراسة على ما يقارب 15000 شركة أمريكية قامت بالإصدار الأولي للأسهم من عام 1960 إلى عام 2003، وتم التوصل إلى أن متوسط التسعير المنخفض نسبياً قد وصل إلى 19.1٪، مما يؤكد حصول المستثمرين على عوائد كبيرة نتيجة بيعهم للأسهم التي حصلوا عليها عند الاكتتاب بقيمة كبيرة تعكس السعر وفق العرض والطلب.

وهذا يوافق ما تذهب إليه مؤسسات الإصدار ومؤسسات الاستثمار التي ترى بأن السعر المنخفض نسبياً يجذب المستثمرين إلى الإصدار، ويرفع سعر التداول في السوق وتحقيق عائد أكبر للمستثمرين⁵.

¹) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 394.

²) Ibid, P 394.

³) T. Loughran and J. Ritter, (2002), "Why don't issuer get upset about Leaving Money on the table in IPOs?", Review of financial studied 15, PP 413-443.

⁴) R. G. Ibbotson, J. L. Sindelar, and J. R. Ritter, (1994), "the market's Problems with the pricing of Initial Public offering", Journal of Applied corporate Finance 7, PP 66-74.

⁵) Brealey, Myers & Allen, op. cit., P 393.

وتعرض دراسة (Michael, 2006)¹ بأن الدراسات التطبيقية أثبتت وجود تسعير منخفض نسبياً *underpricing* بالنسبة لأسهم الإصدار الأولي وتصل هذه النسبة ما بين (14-17) % بالمقارنة مع سعر الإصدار في اليوم الأول في السوق، وترى الدراسة أن من الأسباب الرئيسية لذلك هو التفاوت في المعلومات الذي يكون بين كل من المنشأة المصدرة ومؤسسة الإصدار من جهة، والمستثمرين من جهة أخرى، فقد قد يكون لدى المستثمرون معلومات هامة لا تعلمها المنشأة المصدرة، وفي هذه الحالة ستواجه المنشأة المصدرة طلباً كبيراً جداً على أسهمها، وهذا ما يحدث عندما تعرض المنشأة المصدرة أسهمها بسعر أقل من تقييم المستثمرين للسهم وفق المعلومات التي لديهم.

وترى دراسة (Greg, 2006)² أن الخطر المرتبط بالاستثمار في شركات الإصدار الأولي يعود إلى التسعير المنخفض نسبياً *underpricing* الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى طلب عائد عالي في اليوم الأول الذي يلي انتهاء الاكتتاب الأولي نتيجة عدم معرفة القيمة الصحيحة للسهم، هذا العائد ينخفض عندما تكون المنشآت المصدرة للأسهم عند الاكتتاب كثيرة كون زيادة العرض يؤدي إلى امتصاص الطلب الكبير وبالتالي التخفيف من حدة أثر التسعير المنخفض نسبياً، وقد يرتفع هذا العائد في حال استخدام طريقة بناء السعر لمراجعة سعر الإصدار، ومن ثم القيام بتحديد سعر أعلى من المدى الذي وضع في نشرة الإصدار التمهيدية، الأمر الذي يؤدي إلى إعطاء المستثمرين نظرة إيجابية عن عوائد السهم المستقبلية وبالتالي زيادة العائد الذي يحصلون عليه عند اليوم الأول بعد الاكتتاب.

تلخيصاً لما سبق، فإن طريقة التسعير تلعب دوراً هاماً في اتخاذ القرار من قبل المستثمر وذلك عند المقارنة بين السعر الذي تم الإصدار به وقيمة السهم وفق طرق التقييم.

ثالثاً: تأثير الإصدار الأولي على أسعار الأسهم في السوق الثانوي:

بينت بعض الدراسات³ بأن الإعلان عن الإصدار الأولي للأسهم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم في السوق الثانوي حيث إن نسبة الانخفاض في القطاع الصناعي في الولايات المتحدة الأمريكية تصل عند الإعلان بوجود إصدار أولي جديد إلى 3%، وقد فُسر هذا الهبوط بأنه نتيجة للإعلان عن الزيادة في العرض، ومن ناحية أخرى فقد أكدت الدراسة بأن مقدار الانخفاض في الأسعار يزداد بزيادة عدد الأسهم المصدرة.

¹) I. Michael E. Dillon, Jr, (2006), A Comparison of IPO Issuers' Perceptions and Academic Theories about IPOs, PHD dissertation, University of Cincinnati, USA, P 13-23.

²) N. Gregoriiiious, Greg, op. cit., PP 126-127.

³) P. Asquith and D. W. Mullins, (1986), "Equity issues and offering Dilution", Journal of Financial Economice 15,PP 61-90.

رابعاً: محركات تقييم أسهم الإصدار الأولي:

إن القيمة التي يتم التوصل إليها من قبل المحللين الماليين، والسعر الذي يتم تحديده وفق طرق التسعير آنفة الذكر تعدان عاملين مهمين في الطرح الأولي للاكتتاب العام، حيث يتخذ قرار الاستثمار من خلال المفاضلة بينهما¹.

بالإضافة إلى الدراسة التي تقوم بها مؤسسة الإصدار على صعيد الاقتصاد الكلي والمنشآت المنافسة للمنشأة التي تعمل على إصدار أسهمها، وأثر هذه العوامل على القيمة تقوم مؤسسة الإصدار بإعداد دراسة حول أهم المزايا المالية التي تتميز بها المنشأة المصدرة وأثر هذه المزايا على القيمة:

- نسبة الكفاءة (نسبة المبيعات إلى كل عامل)
- معدلات التمويل بالدين (نسبة الدين إلى حقوق الملكية)
- هوامش الربح الإجمالي والصافي
- معدلات الإيرادات (صافي الدخل كنسبة مئوية من المبيعات إلى صافي قيمة الأصول)
- السجل التاريخي للتشغيل
- حجم الإدارة وخبرتها
- تميز المنتج و التجديد فيه
- شركة ذات منتج واحد أو عدة منتجات
- حقوق الابتكار / الملكية

أما السعر فهو لايعبر عن القيمة دائماً إذ يشير السعر إلى المبلغ الذي سيطلب مقابل السهم، وبالتالي فهو يتحدد وفقاً لظروف العرض والطلب وما يفرضه السوق، ويساعد على البت في السعر المعلومات الواردة في خطة عمل المنشأة والتي تتضمن تفاصيل العمليات القائمة والعمليات المتوقعة في المستقبل².

وعرضت دراسة (Sanjai & others, 2004)³ المحركات الأساسية للقيمة عند تقييم أسهم الإصدار الأولي وهي: الربح – المبيعات – القيمة الدفترية – فرص النمو – مؤسسة الإصدار التي تشرف على أعمال الاكتتاب، وأضافت الدراسة أن دراسة المحركات السابقة وأثرها على القيمة يعطي للمحلل المالي العديد من السيناريوهات في عمله على تقييم السهم والتي قد تصل به إلى نتائج تقييم مختلفة.

¹ (آركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 217.

² (آركباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 218-219.

³ Bhagat, S, Rangan, S, (2004), Determinates IPO Valuation, Leeds School of Business, Colorado, P 37.

إن للإصدار الأولي للأسهم خصوصية في تطبيق طرق التقييم التي تم ذكرها في الفصل الأول إذ أنه لا يمكن استخدام "طريقة التوزيعات النقدية المخصومة" *Divided Discount* في أعمال تقييم أسهم الإصدار الأولي كون العديد من المنشآت الفتية لا تقوم بدفع أي توزيعات نقدية قبل القيام بعملية الإصدار، وبالتالي عدم القدرة على التنبؤ بالتوزيعات المستقبلية، وبشكل مشابه بالنسبة لتطبيق "طريقة التدفقات النقدية المخصومة" *Discount Cash Flow* حيث أن التدفقات النقدية غالباً ما تكون سالبة في الأجل القصير وبالتالي يجعل تطبيق الطريقة في هذه الحالة غير ممكن¹.

وقد تم ذكر الطرق التي يتم استخدامها من قبل المحللين الماليين عند تقييم أسهم الإصدار الأولي وهي "طريقة المقارنة" و"طريقة الأرباح المتبقية"، كما تم عرض الدراسات المتعلقة بذلك في الفصل الأول من البحث.

خامساً: دمج الأسهم المصدرة عند تداولها:

في بعض الأحيان تلجأ المنشأة التي قامت بالإصدار الأولي إلى القيام بدمج الأسهم المصدرة وتقوم بهذه الخطوة في كثير من الأحيان الاكتتابات العامة الصغيرة حيث يحقق الدمج لأسهم المنشأة زيادة في الطلب كون أن عدد الأسهم المتداولة أصبح أقل كما يصبح السهم أكثر جاذبية للمستثمرين وذلك لتحسين مضاعف الربح (P/E) بالنسبة للسهم وتحسين كافة المؤشرات الأخرى التي تحتسب بالنسبة للسهم².

سادساً: تداول الإصدار الأولي في السوق بعد انتهاء الاكتتاب³:

يؤثر نوع التغطية التي يتم التعاقد عليها بين مؤسسة الإصدار و المنشأة المصدرة على تداول أسهم الإصدار الأولي عند انتهاء عملية الاكتتاب. فبالنسبة للإصدارات الكبيرة التي تتعهد فيه مؤسسة الإصدار ببيع كافة الأسهم (الالتزام الصارم) تخاطر مؤسسة الإصدار بسمعتها وملاءتها المالية عند تحديد سعر الإصدار لذا فعند تداول أسهم الإصدار الأولي في السوق تكون مؤسسة الإصدار مهتمة لتثبيت سعر السهم في السوق أي أنها سوف تدعم سعر السوق للإصدار الجديد للحيلولة دون انخفاض سعره عن سعر الطرح الأولي، وقد ذكر في المبحث الأول من هذا الفصل خيار الحذاء الأخضر الذي تستخدمه في بعض الأحيان مؤسسات الإصدار لتثبيت سعر السهم والحيلولة دون تذبذبه بشكل كبير.

إن انخفاض سعر سهم الإصدار الجديد في بداية التداول يعود إلى الطلب و العرض على الأسهم ومهما كان سبب انخفاض السعر فإن مؤسسة الإصدار غالباً ما تُعتبر المسؤولة عن ذلك حيث يعتبر هذا الانخفاض مؤشر سلبي على كفاءة مؤسسة الإصدار في تحديد سعر السهم وقد يؤدي ذلك إلى اكتسابها سمعة سيئة

¹) Curtis A, L Fargher, Neil, op. cit., P 1.

²) آر كباور، بي جيمس، شولتز، رون، مرجع سابق ذكره، ص 223-224.

³) المرجع السابق، ص 431-436.

لفترة طويلة من الزمن، لذا تعمل دائماً مؤسسة الإصدار على موازنة السوق وإحداث نوع من التكافؤ في العرض والطلب وذلك للوصول إلى الوضع النموذجي وهو الارتفاع التدريجي في سعر السهم.

أما بالنسبة للإصدارات الصغيرة التي تكون علاقة مؤسسة الإصدار مع المنشأة المصدرة من نوع بذل أقصى جهد ممكن فإن جمهور المستثمرين هم الذين يخاطرون بأموالهم ويتحملون تقلبات السوق وتبذل مؤسسة الإصدار هنا كل ما بوسعها لبيع الأسهم إلى مستثمرين لديهم قاعدة مالية قوية لاجتناب الحاجة إلى تثبيت السعر ومن غير الشائع استعمال خيار الحذاء الأخضر بالنسبة لهذا النوع بل غالباً ما يتم استخدام خيار إصدار الحد الأدنى / الحد الأقصى.

ولا يتم استخدام التثبيت في هذا النوع من الاكتتابات كون انخفاض السعر في هذه الاكتتابات لا يشكل مشكلة فقد يتم شراء الأسهم المنخفضة السعر من بعض الجهات في السوق (مستثمرون لديهم ملاءة مالية قوية) ويحتفظ بها كمخزون وغالباً ما تكون هذه الجهات قادرة على الاحتفاظ بهذا الوضع لفترة تكفي لإيقاف هبوط الأسعار.

ويعتبر الإجراء النموذجي لهذه الاكتتابات أن تضع مؤسسة الإصدار سعر السهم بقيمة تقل بنسبة 10% إلى 15% عن السعر الذي ترى المنشأة أن أسهمها تستحقه حقيقة، وهذا من شأنه أن يحفز على شراء الأسهم بسعر الطرح، وذلك يتيح أن تجد مؤسسة الإصدار مستثمرين يتمسكون بأسهمهم لأطول مدة ممكنة لأن هناك ما يشير إلى أن المنشأة واعدة وبالتالي ارتفاع الأسهم في المستقبل.

سابعاً: إدارة الأرباح والإصدار الأولي للأسهم:

أشارت دراسة (Greg, 2006)¹ إلى أن عملية الإصدار الأولي للأسهم معرضة بشكل كبير لإدارة الأرباح، والتي تعود بشكلها الأساسي لل تفاوت في المعلومات بين الإدارة والمستثمرين عند الإصدار الأولي للأسهم، فعند الإصدار الأولي يكون للمستثمرين معرفة ضئيلة بالمنشأة المصدرة، أضف إلى ذلك أن التحليلات المالية للأسهم التي تتم عادة بالنسبة للشركات المدرجة في الأسواق المالية تكون هنا في مراحلها الأولى باعتبار المنشأة مازلت قيد الإصدار، كل هذا يشكل حافزاً لدى الإدارة في بعض الأحيان للقيام ببعض الأنشطة لزيادة حجم الإيرادات وبالتالي تحديد سعر أعلى لسهم الإصدار الأولي، وقد توصلت الدراسة إلى هذه النتيجة من خلال المقارنة بين المنشآت التي قامت بالإصدار الأولي وشركات مشابهة في الصناعة وذلك باستخدام العائد على الأصول حيث تبين أن متوسط العائد على الأصول في المنشآت التي قامت بالإصدار الأولي أكبر من تلك المنشآت التي لم تقم بالإصدار الأولي.

ورغم ذلك ترى الدراسة (Greg, 2006)² بأن إدارة الأرباح لم تختبر بعد بالشكل الكافي بالنسبة لشركات التي تقوم بالإصدار الأولي، ولكن ما يمكن تأكيده أن شركات الإصدار الأولي لديها عائد على الأصول عالٍ

¹) N. Gregoriious, Greg, op. cit., P 94.

²) Ibid, PP 96-110.

غير طبيعي *abnormal earnings* قبل عملية الإصدار حيث تبين أن شركات الإصدار الأولي تُظهر دخلاً غير اعتيادي منخفض خلال السنوات الثلاث التالية للإصدار الأولي، هذا الانخفاض قد يعود بشكل أساسي إلى الأثر العكسي لإدارة الأرباح التي تمارسها الإدارة قبل عملية الإصدار لزيادة سعر الأسهم، هذا الانخفاض في الإيراد يعكسه السوق عن طريق انخفاض سعر السهم¹.

إن ارتفاع الإيرادات قبل عملية الإصدار قد يوحي للمحللين الماليين بأن قيمة السهم جيدة مقارنة مع السعر المعروض للإصدار، وبالتالي توجيه المستثمرين نحو القيام بالاكتتاب بهذه الأسهم، لذا فإن القيام بالاعتماد على التنبؤ في التقييم واستخدام طرق للتقييم تتفادى أي أثر لإدارة الأرباح في حال وجودها تعد من الأهمية بمكان للوصول إلى القيمة الصحيحة، وتقديم النصح للمستثمر بعد المفاضلة مع السعر، وهذه من ميزات "طريقة الأرباح المتبقية".

تلخيصاً لما تم ذكره في هذا الفصل، يُلاحظ أن هناك خصوصية لأسهم الإصدار الأولي يجب مراعاتها عند أعمال التقييم من حيث أعمال التقييم والتسعير وتعامل المستثمرين مع هذه الأسهم وأنواع عقود التغطية وأثرها، هذه الخصوصية تؤثر على طريقة التقييم المطبقة، وقد تم عرض الطرق التي يمكن استخدامها لتقييم أسهم الإصدار الأولي في الفصل الأول، ومزايا كل طريقة ومساوئها، وقد تم اختيار طريقة الأرباح المتبقية لدراسة العوامل المؤثرة في استخدامها لتقييم أسهم الإصدار الأولي، وذلك لكونه وفقاً لما تم عرضه من دراسات قد تجاوزت العديد من سلبيات الطرق السابقة المطبقة في أعمال التقييم، ولذا فقد تم في الفصل التالي دراسة العوامل المؤثرة في استخدام هذه الطريقة.

⁽¹⁾ أجريت هذه الدراسة على شركات الإصدار الأولي في إسبانيا.

الفصل الثالث

العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي

تمهيد:

إن "طريقة الأرباح المتبقية" كغيرها من الطرق تُطبق عند توافر المعلومات اللازمة لتطبيقها، ومن هنا فأي نقص أو خلل في المعلومات اللازمة لتطبيقها سيؤثر على استخدام هذه الطريقة في أعمال التقييم، وبالتالي على صحة النتائج الناجمة عن التطبيق، وقد يؤدي هذا النقص أو الخلل إلى عدم القدرة على تطبيق الطريقة بالكامل، وعلى الرغم من ذلك ترى بعض الدراسات أن التقدير الذي نحصل عليه والناجم عن تطبيق هذه الطريقة يعطي نتائج أفضل من أرقام طريقة المقارنة (*comparable*) ولو كانت المعلومات المستخدمة في الطريقة محدودة في أعمال التقدير¹.

ويمكن إجمال العوامل التي تؤثر في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي كما يلي:

1. العائد على الأسهم العادية (*ROCE*)
2. معدل النمو *Growth Rate*
3. تقانات العائد المطلوب (تكلفة رأس المال أو العائد العادي: *Required Return*)
4. الخطر المرتبط بالعائد المطلوب.
5. تقدير القيمة المستمرة *Continuing Value*
6. استخدام الدخل الشامل (ربحية السهم : *EPS*).
7. عملية التنبؤ
8. جودة القوائم المالية.

ويجب الأخذ بعين الاعتبار عند دراسة العوامل السابقة بيئة الأعمال التي تتم ضمنها أعمال الاكتتاب الأولي والتقييم، ومدى قدرة الطريقة على إعطاء نتائج دقيقة مقارنة مع بقية الطرق مع إمكانية استخدام أكثر من طريقة معاً في أعمال التقييم للتأكد من موثوقية القيمة التي تم التوصل إليها².

والجدير بالذكر أن التغير في القيمة الذي يتم باستخدام طريقة الأرباح المتبقية ينتج بشكل رئيسي من التغير في العائد على الأسهم العادية ومعدل العائد المطلوب، واللذين يعتبران محركا القيمة وفق هذه الطريقة³، لذا

¹) Curtis A, L. Fargher, Neil, op. cit., P 1.

²) N. Gregoriious, Greg, op. cit., P 420.

³) H. Penman ,S, op.cit., P 169.

فإن التوصل إلى كلٍّ من العائد ومعدل العائد المطلوب بشكل صحيح لهما أهمية كبيرة في التوصل إلى القيمة الصحيحة وفق هذه الطريقة.

أولاً: العائد على الأسهم العادية (ROCE):

يُعرف العائد على الأسهم العادية بأنه مقدار حصة السهم العادي من صافي الدخل بعد طرح التوزيعات التي تخص الأسهم الممتازة، وتجب الإشارة إلى أن هذا العائد يعبر عن نسبة العائد على رأس المال المستثمر من قبل المستثمرين في المنشآت¹.

أما بالنسبة للتنبؤ بالعائد على الأسهم العادية، فتفيد الدراسات المالية² بأن هذا العائد للفترة الحالية يعتبر مؤشراً جيداً للتنبؤ بالعائد على الأسهم العادية في الفترة المقبلة، ولكن عندما تصبح فترة التنبؤ كبيرة، يميل معدل العائد على الأسهم العادية نحو التوجه إلى متوسط العائد على الأسهم العادية للصناعة، وهذا الميل يعود إلى تأثير المنافسة على المنشأة، ولايستثنى من ذلك سوى المنشآت التي لديها ما يدل بأنها قادرة على المحافظة على عائد قوي على الأسهم العادية بشكل دوري.

يتحقق هذا العائد من خلال نوعين من العائد الأول الناجم عن النشاط التشغيلي للمنشأة، وهو يمثل ربحية النشاط التشغيلي من جهة، والثاني التغير في العائد الناجم عن النشاط التمويلي الذي تمارسه المنشأة من جهة أخرى، وبالتالي فهذين المحركين هما اللذان يشرحان التغير في العائد على الأسهم العادية.

$$\text{Change in ROCE} = \text{Change in RNOA} + \text{Change in Financing}^3$$

ويبين التحليل التالي منابع العائد الذي يحصل عليه المستثمرون، والذي على أساسه يستطيع المحلل القيام بأعمال التنبؤ المستقبلي لأنشطة المنشأة وكيفية تغير العائد في المستقبل.

(أ) تحليل التغير في العائد على صافي الأصول التشغيلية⁴:

لأغراض التحليل المالي تم تحليل التغير في العائد على صافي الأصول التشغيلية على ثلاثة مستويات كما يلي:

¹) Subrmayam, KR and J. Wild, John, op. cit., P 449.

²) Ibid, P 469.

³) H. Penman ,S, op. cit., P 415.

⁴) Ibid, P 415.

المستوى الأول: التمييز بين الأنشطة التشغيلية الاعتيادية والأنشطة التشغيلية غير الاعتيادية:

يهدف هذا التحليل إلى التمييز بين أعمال المنشأة التشغيلية بحسب أثرها على معدل العائد على الأسهم العادية، ويتم تقسيم أنشطة المنشأة وفق هذا المستوى إلى قسمين:

القسم الأول: الأنشطة التشغيلية الاعتيادية والتي تتكرر بشكل مستمر *Core income*

القسم الثاني: الأنشطة التشغيلية غير الاعتيادية *Unusual Items*.

والجدير بالذكر أن مفهوم الأنشطة التشغيلية غير الاعتيادية يتسع في هذا التحليل ليشمل إضافة إلى البنود التي لن تتكرر في المستقبل بعض البنود التي تظهر كل فترة بشكل دوري، ولكن لا يمكن التنبؤ بها مثل الخسائر والمكاسب في أسعار صرف العملات، كذلك الخسائر والمكاسب الناجمة عن المتاجرة في المشتقات المالية.

يُعطى هذا المستوى من التحليل مؤشراً للمقيّم فيما إذا كانت المنشأة تعتمد بشكل كبير على الأنشطة التشغيلية غير الاعتيادية في الحصول على العائد، حيث كلما زادت حصة الأنشطة التشغيلية الاعتيادية من العائد كلما زادت الثقة بالنشاط التشغيلي للمنشأة، ويكون هناك قاعدة تشغيلية قوية للمنشأة تزيد من موثوقية التنبؤ المستقبلي.

المستوى الثاني: تحليل التغير في هامش الربح الأساسي ومعدل دوران الأصول **(Analyze Changes in Core Profit Margins and Turnover)**

يهدف هذا التحليل إلى نظرة أعمق من المستوى الأول حيث يقسم الأنشطة التشغيلية الاعتيادية للمنشأة إلى نشاط تشغيلي أساسي (المبيعات - تكلفة المبيعات) ونشاط تشغيلي غير أساسي (الأنشطة الأخرى التي تؤثر على النشاط التشغيلي مثل المصاريف المتعلقة بإعادة هيكلة الأنشطة التشغيلية)، وذلك لمعرفة أثر كل منها على حدة على معدل العائد على الأسهم العادية:

حيث تصبح المعادلة كما يلي:

$$RNOA = (\text{Core sales PM} * \text{ATO}) + \text{Core other OI} / \text{NOA} + \text{UI} / \text{NOA}$$

حيث يمثل:

-RNOA: العائد على صافي الأصول التشغيلية.

-Core sales PM: هامش الربح من نشاط البيع (النشاط الأساسي)، ويحتسب كما يلي:

$$\text{Core sales PM} = \text{Core OI from sales} / \text{Sales}$$

ATO : تمثل معدل دوران الأصول¹.

يعطي هذا المستوى من التحليل مؤشراً للمقيّم فيما إذا كانت المنشأة تعتمد بشكل كبير على نشاطها التشغيلي الاعتيادي الأساسي في الحصول على العائد، وبالتالي كلما زادت حصة الأنشطة التشغيلية الأساسية من العائد كلما زادت الثقة بالنشاط التشغيلي للمنشأة، وأن المنشأة لديها نوع من التميز والاستقرار في نشاطها التشغيلي الأساسي، مما يوفر قاعدة تشغيلية قوية تزيد من موثوقية التنبؤ المستقبلي.

¹) Ibid , PP 425-427.

المستوى الثالث: تحليل المحركات التي تؤدي إلى التغير في هامش الربح، دوران الأصول، الدخل الآخر، والبند غير الاعتيادية:

(Analyze Drivers of changes in PM, ATO, other income & unusual items)

يهدف هذا المستوى من التحليل إلى تحديد أثر كل بند على معدل دوران الأصول (تغير حجم الزبائن-المخزون...)، أما بالنسبة إلى التغير في هامش الربح فهو يحدد أثر كل من التكاليف الثابتة والمتغيرة على هذا التغير، ومدى تأثير الرافعة التشغيلية عليه، وتبين المعادلات التالية ذلك:

هامش ربح المبيعات = (المبيعات - التكاليف المتغيرة - التكاليف الثابتة) / المبيعات

$$\text{Sales PM} = (\text{Sales} - \text{Variable costs} - \text{fixed cost}) / \text{Sales}$$

هامش ربح المبيعات = نسبة هامش المساهمة - (التكاليف الثابتة / المبيعات)

$$\text{Sales PM} = \text{Contribution Margin Ratios} - (\text{fixed cost} / \text{Sales})$$

الرافعة التشغيلية = نسبة هامش المساهمة / هامش الربح

$$\text{OLEV} = \text{Contribution Margin Ratio} / \text{Profit Margin}$$

وتنبغي الإشارة إلى أن المحللين الماليين لا يتمكنون من التحليل على هذا المستوى، ذلك لعدم توافر المعلومات اللازمة له لديهم لأن التقارير المالية لا تميز بين التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة.

(ب) تحليل التغير في التمويل¹:

المستوى الأول: حساب التغير في الرافعة التمويلية والفرق التشغيلي (Operational Spread)

يحدد هذا المستوى من التحليل ما يلي:

- أثر الرافعة المالية على العائد
- مدى اعتماد المنشأة على الاقتراض، ومدى إمكانية اللجوء إلى الاقتراض كمصدر للتمويل الخارجي، وذلك من خلال احتساب ما يسمى بـ"الفرق التشغيلي" الذي يمثل الفرق بين العائد على صافي الأصول التشغيلية وصافي تكلفة الاقتراض:

$$\text{Operational Spread} = \text{RNOA} - \text{NBC}$$

وكلما كان الفرق التشغيلي أكبر كلما كانت الرافعة المالية مفضلة أكثر، وأنه من مصلحة المنشأة تمويل عملياتها من خلال الاقتراض، أما عندما يصبح الفرق التشغيلي سالباً فتصبح الرافعة المالية غير مرغوبة حيث تؤدي إلى انخفاض العائد على الأسهم العادية إلى ما دون العائد على صافي الأصول التشغيلية، وعندها تصبح تكلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق.

يعطي هذا المستوى من التحليل مؤشراً للمقيم عند قيامه بأعمال التنبؤ المستقبلي على مدى إمكانية اعتماد المنشأة على الاقتراض بشرط تحقيق عائد يتجاوز تكلفة الاقتراض.

¹ Ibid, PP 427-429.

المستوى الثاني: شرح التغير في صافي تكلفة الاقتراض:

يتميز هذا المستوى من التحليل بين تكلفة الاقتراض الأساسية التي تعبر عن الفوائد المدفوعة على الديون الاعتيادية، وصافي تكلفة الاقتراض غير الاعتيادية التي تعبر عن تكاليف الاقتراض الناجمة عن نشاط تمويلي غير اعتيادي للمنشأة

$$\text{Net borrowing cost} = \text{Core net borrowing cost} + \text{Unusual borrowing costs}$$

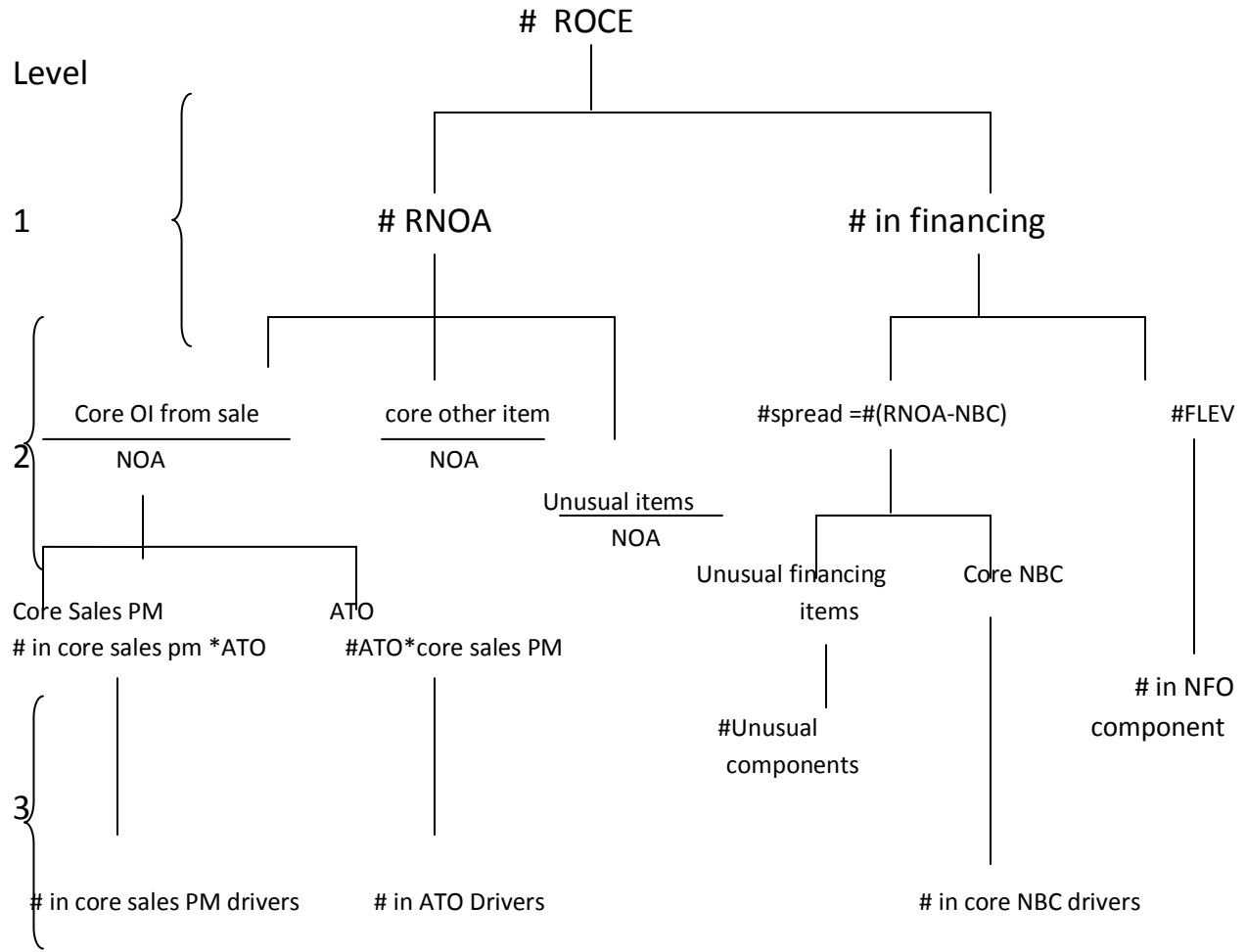
يعطي هذا المستوى من التحليل مؤشراً على حصة تكلفة الاقتراض الأساسي للمنشأة من إجمالي التكاليف المالية، ومدى تعرض المنشأة لتكاليف ناجمة عن أنشطتها المالية الأخرى عند القيام بأعمال التقييم.

المستوى الثالث: يشرح التغير في الرافعة التمويلية حيث تمثل الرافعة التمويلية نسبة صافي التمويل التشغيلي على حقوق الملكية للأسهم العادية:

$$\text{FLEV} = \text{NFO} / \text{CSE}$$

إن التغير في الرافعة التمويلية يعود لأنواع التمويل المستخدمة (طويلة الأجل، قصيرة الأجل)، ومعدلات الفائدة المرتبطة بها.

الشكل رقم (1)¹: تحليل التغيرات في العائد على حملة الأسهم العادية²:



حيث:

الاختصار	البيان
ROCE	معدل العائد على حملة الأسهم العادية
RNOA	معدل العائد على صافي الأصول التشغيلية
FLEV	الرافعة المالية
NBC	صافي تكلفة الاقتراض
OI	الدخل التشغيلي
OL	الالتزامات التشغيلية
NOA	صافي الأصول التشغيلية
ATO	معدل دوران الأصول
NFE	صافي المصاريف المالية
NFO	صافي الالتزامات المالية
CSE	حقوق الملكية (حملة الأسهم العادية)

¹) Ibid,P 414.

²) يشير الرمز # إلى التغير.

إن الغاية التي يرمي إليها المحلل من هذا التحليل هو التحقق فيما لو كان العائد الذي يحصل عليه المستثمرون ناجم بشكل أساسي عن نشاط المنشأة التشغيلي، أو نشاطها التمويلي، أو كليهما معاً، وما هي المحركات التي تؤثر على القيمة وفق هذه الأنشطة، وما هي أهمية كل منها، مما يعطي مؤشراً على المصدر الأساسي الذي تحصل منه المنشأة على إيراداتها، وبالتالي نوعيّة التأثير على القيمة الناجمة عن عملية التقييم.

وتلخيصاً لما سبق، فإن توافر المعلومات عن الأنشطة التشغيلية للمنشأة (اعتيادية- غير اعتيادية- أساسية- غير أساسية) بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالرافعة التشغيلية والرافعة التمويلية وأثرهما، ومعدل دوران الأصول، وغيرها من المعلومات المذكورة في مستويات التحليل السابقة تساعد المحلل المالي على فهم آلية توليد المنشأة للدخل، والمصدر الأساسي له والعناصر التي تؤثر عليه، مما يؤمن قاعدة بيانات متينة تُمكن من استخدام طريقة الدخل المتبقي لتقييم الأسهم.

ثانياً: معدل النمو للدخل المتوقع:

إن القليل فقط من منشآت الإصدار الأولي يتوافر لديها سلسلة تاريخية للدخل ونتيجة هذه الندرة في البيانات التاريخية للاعتماد عليها في التنبؤ المستقبلي فقد عرضت دراسة (Curtis A, L Fargher, Neil, 2003)¹ أربع تقانات يتم استخدامها لتقدير معدل النمو لمنشآت الإصدار الأولي عند استخدام طريقة الأرباح المتبقية:

1. مدخل النمو المستمر *Growth Model As Perpetuity In Residual Income*: يفترض هذا المدخل أنه سيتم الحصول في فترة التنبؤ على أرباح متبقية RE مساوي للربح المتبقي الذي تم الحصول عليه في الفترة التي تسبق القيام بالإصدار الأولي، حيث يتم تقدير الأرباح المتبقية بشكل مستمر ومتكرر وفقاً للفترة (الشهر) التي يسبق القيام بعملية الإصدار الأولي للأسهم. ما يميز هذا المدخل سهولة الاستخدام في عملية التقدير، ولكن غالباً ما تظهر الفترة التي تسبق الإصدار الأولي وجود دخل غير اعتيادي *Abnormal Income*، وذلك يعود للإجراءات التي تتخذها إدارة المنشأة لإظهار دخل مرتفع في الفترة المعتمدة لعملية التنبؤ (إدارة الأرباح) مما يؤدي إلى نتائج خاطئة في التطبيق.

2. تقدير معدل النمو بالاعتماد على النمو المستمر لمدة زمنية محددة:
Growth Estimates Based On Continued Growth Over The Forecast Horizon

ويندرج ضمنها مدخلان:

➤ الأرباح المتبقية باستخدام النمو المستمر مع استمرار النمو عند احتساب القيمة في نهاية المدة

Residual Income Value With Continued Growth With Perpetuity In Terminal Value

يفترض هذا المدخل أن الأرباح المتبقية للمنشأة الإصدار الأولي سينمو بشكل مستمر لعدد قليل من السنوات التي تتبع تاريخ الإصدار الأولي لها ثم اعتماد معدل نمو مستمر عند احتساب القيمة في نهاية المدة (TV) وبالتالي يتم استخدام معدل العائد في السنوات السابقة للإصدار كدليل للعائد المستقبلي على حقوق الملكية.

¹) Curtis A, L Fargher, Neil, op. cit., PP 11 – 15.

يتم تقدير القيمة الدفترية لسنوات التنبؤ من خلال القيمة الدفترية قبل القيام بالإصدار الأولي لحساب العائد على حقوق الملكية ROE وذلك يتم باستخدام أكثر تقارير الدخل حداثة والتي تسبق عملية الإصدار الأولي، ثم يتم تطبيق معدل العائد على حقوق الملكية المستمر، وذلك لتقدير القيمة الدفترية خلال فترة التنبؤ.

➤ الأرباح المتبقية باستخدام النمو المستمر مع معدل نمو متناقص خطياً إلى أن يصل إلى متوسط الصناعة للقيمة في نهاية المدة

Residual Income Value With Continued Growth With Linear Fade To Industry Median Terminal Value:

يقترح هذا المدخل استخدام معدل نمو مستمر لمدة ثلاث سنوات ثم يستخدم معدل متناقص خطياً إلى متوسط الصناعة عند احتساب القيمة المستمرة. والجدير بالذكر أن منشآت الإصدار الأولي تقوم بتوقيت الإصدار الأولي لأسهمها في الفترات التي يكون معدل أدائها فوق الاعتيادي *Abnormal* أو تقوم بالتلاعب لتظهر أداء أعلى من الاعتيادي.

3. تقدير النمو بالاعتماد على نمو الصناعة بالنسبة للعائد على حقوق الملكية

Growth Estimated Based On Industry Growth In ROE

يقوم هذا المدخل على افتراض أن أداء المنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي سيكون متجه بشكل متوافق مع متوسط الصناعة¹، وبالتالي يتم فحص اتجاه معدل العائد على حقوق الملكية للمنشآت المشابهة في الصناعة حيث يتم استخدام وسطي العائد على حقوق الملكية للصناعة.

وترى الدراسات وفقاً لـ (D. Lipman, Frederick, 2009)² بأن الاعتماد عند التنبؤ المستقبلي لمنشأة الإصدار الأولي على الإيراد الحالي للمنشأة غير مجدٍ في بعض الأحيان، وبالأخص إذا كانت الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة في أوج ازدهارها إذ إنه في هذه الحالة يهتم المستثمرون بالدخل المستقبلي للمنشأة، أما إذا كانت الصناعة غير مزدهرة، فالاهتمام من قبل المستثمرين سيكون بالدخل الذي تحصل عليه المنشأة قبل عملية الاكتتاب الأولي.

4. تقدير النمو بالاعتماد على إصدارات أولية مشابهة

Implied Growth Estimates Based On Similar Recent IPOs

يقوم هذا المدخل على تقدير معدل النمو بالاعتماد على المعلومات المذكورة في أحدث الإصدارات الأولية، هذا المدخل يحدُ بشكل جزئي من المضاربات التي تحيط بالإصدارات الأولية للأسهم، حيث تتم مقابلة المنشأة التي ستقوم بإجراء الإصدار الأولي للأسهم مع عشرة من أكثر الإصدارات الأولية لحداثة لمنشآت أخرى مشابهة، ثم من بين الاحتمالات العشرة يتم اختيار ثلاث منشآت مقابلة بالاعتماد على التقارب في الأرباح المتبقية (لديها نفس

¹) Ibid, PP 11-15.

²) D. Lipman, Frederick, 2009, op. cit., PP 56-57.

اتجاه الأرباح المتبقية كقيم موجبة وقيم سالبة)، ثم استخدام معدلات النمو لها كمعدل نمو متوقع للربح المتبقي للمنشأة التي ستقوم بالإصدار الأولي للأسهم.

وفي حال الرغبة في معرفة السعر المقدر فإنه يتم احتساب سعر الإصدار المقدر ليكون وسطي أسعار الإصدار للمنشآت الثلاث هو سعر الإصدار المتنبأ به.

يتعرض هذا المدخل للوصول إلى معدل النمو المتوقع إلى نفس السلبيات التي تتعرض لها طريقة المقارنة للتقييم التي تم الإشارة إليها في الفصل الأول (المبحث الأول) حيث إن استخدام هذا المدخل سوف يؤدي إلى أخطاء نتيجة قيامه بدمج معلومات لمنشآت مختلفة للتوصل إلى معدل النمو¹.

على الرغم من إعطاء المداخل السابقة حلاً بدلاً من القيام بالتحليل لأنشطة المنشأة ومصادر ربحيتها إلا أن عملية التحليل هذه تمثل قاعدة قوية لبناء تنبؤ أكثر صحة بالاعتماد عليها، فعلى سبيل المثال فإن الأرباح المتبقية لشركة Nike ارتفع في عام 1999 على الرغم من انخفاض المبيعات بنسبة 8.1٪.

والجدير بالذكر أنه في حال القيام بالتقييم لمنشآت من دول مختلفة فعندها يدخل في الحسابان فحص دور الدول في بناء القيمة ضمن ما يسمى بنظرية النمو حيث يتم قياس ناتج البلدان باستخدام الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، حيث يفضل المحللون الاستثمار في المنشآت التي تقع نشاطاتها في دول تتوقع ارتفاع كبير في الناتج المحلي الإجمالي لها مقارنة مع غيرها لما لذلك من أثر في التنبؤ بارتفاع قيمة المنشأة لتعكس توقعاً لأداء أفضل لهذه المنشآت².

إن لمعدل النمو أهمية بالغة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية حيث يبنى عليه التنبؤ المستقبلي للأرباح فضلاً عن أهميته لاحتساب القيمة المستمرة، وبالتالي فمن دون التوصل إلى معدل نمو يعكس واقع المنشأة فإن من الصعوبة بمكان استخدام الطريقة وخصوصاً بالنسبة لأسهم الإصدار الأولي إذ غالباً ما تكون المنشأة المصدرة ليس لديها سجل تشغيلي سابق، وقد بينت المداخل السابقة كيف يمكن التوصل إلى معدل النمو المتوقع لهذا النوع من المنشآت، مما يجعل للمدخل المتبع دوراً هاماً في تحديد معدل النمو، وبالتالي القدرة على استخدام الطريقة.

ثالثاً: تقانات العائد المطلوب (Required Return–Cost of Capital–Normal Return):

يرغب المستثمرون بالحصول على عوائد أكبر مقابل تحملهم المخاطر، أو على الأقل ما يساوي العوائد الناجمة عن الاستثمار الذي يتم بدون وجود أي مخاطرة مثل الاستثمار في السندات التي تصدرها الدولة وبالتالي يُعرّف **العائد المطلوب** من قبل المستثمر بأنه المبلغ الذي يطلبه المستثمر كحد أدنى للتعويض عن النقود نتيجة استثمارها بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بالاستثمار³، أما التعبير عنها بـ **"تكلفة رأس المال"** فيقصد بها بأنها تكلفة الفرصة الضائعة من استثمار بديل له نفس المخاطرة، وبالتالي يجب أن يحصل المستثمر على دخل أكبر من

¹) Curtis A, L Fargher, Neil, 2003, op. cit., P 15.

²) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, **Study session 11**, op. cit., P 5.

³) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, Study session 10, op. cit., P 29.

تكلفة رأس المال، وهذا ما يفسر استخدام معدل العائد المطلوب في أعمال التقييم حيث يتم تحويل العوائد المتنبأ بها إلى قيمة وذلك عن طريق خصمها بتكلفة رأس المال.

غالباً ما تهدف عملية اختيار الاستثمار إلى إيجاد الاستثمار الذي يحقق عائداً يعوض المستثمر عن:

- القيمة الزمنية للنقود.
- معدل التضخم المتوقع.
- علاوة الخطر التي ينطوي عليه الاستثمار¹.

هناك العديد من التقانات لتقدير العائد المطلوب، وكل تقانة تعكس وجهة نظر مختلفة تؤدي في النهاية إلى نتيجة مختلفة تؤثر على نتيجة التقييم باستخدام "طريقة الأرباح المتبقية" وتدعى هذه التقانات بـ (*Beta Technology*)، وقد تم تلخيصها كما يلي²:

➤ مدخل تسعير الأصل *Asset-Pricing Model*:

هو أحد التقانات المستخدمة في حساب العائد المطلوب حيث يحدد العائد المطلوب كما يلي:
العائد المطلوب = العائد الناجم عن الاستثمار بدون مخاطر + علاوة المخاطرة

يتم احتساب علاوة المخاطرة *Risk Premium* من خلال جداء البندين التاليين:

- العائد المتوقع الذي يتجاوز العائد الناجم عن الاستثمار بدون مخاطر، وذلك بالنسبة لعوامل المخاطرة التي لا بد للمستثمر من التعرض لها، ولا يمكن تجنبها عند هذا الاستثمار.
- حساسية العائد على استثمار معين بالنسبة لعوامل المخاطرة (معامل بيتا)

حيث تمثل علاوة المخاطرة مجموع أثر جميع عوامل المخاطرة.

➤ مدخل تسعير الأصول الرأسمالية *Capital Asset Pricing Model*:

يُعد هذا المدخل من أكثر المداخل شيوعاً واستخداماً لأنه يأخذ العوامل الاقتصادية بعين الاعتبار عند تقدير العائد المطلوب³.

يقوم هذا المدخل على فكرة أن السوق هو عامل الخطر الوحيد لأنه يفترض بأن المخاطر الناجمة عن العوامل الأخرى يمكن تجنبها.

¹ زكريا، نائلة، مرجع سابق ذكره، ص 49.

² H. Penman, S, op. cit., PP 114-115.

³ Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, op.cit., Study session 10 , P 36.

اختلف هذا المدخل عن سابقة بتعريف علاوة المخاطرة حيث عرفها بأنها العائد المتوقع على كامل السوق تقسيم معدل الاستثمار من دون مخاطر لكامل السوق، مضروباً بـ "حساسية الاستثمار بالنسبة لعائد السوق" (معامل بيتا).

العائد المطلوب = العائد على الاستثمار بلا مخاطر + (معامل بيتا * علاوة مخاطر السوق)

Required return = risk – free return + (Beta * Market Risk Premium)

علاوة خطر السوق = العائد المتوقع من السوق – العائد من الاستثمار بلا مخاطر

Market risk premium = Expected return on the market – risk free return

معامل بيتا = مجموع الانحرافين (للعائد على الاستثمار والعائد على السوق) / الانحراف للعائد على السوق

يمثل معامل بيتا الحساسية المتوقعة للعوائد على الاستثمار بالنسبة للعوائد على السوق، بمعنى آخر إن المعامل يقيس كيف سيتغير سعر الاستثمار نتيجة التغير في سعر السوق.

➤ مدخل تسعير العوامل المتعددة *Multifactor Pricing Model*¹:

يقوم هذه المدخل على تحديد عوامل المخاطرة الملائمة و تقدير معامل بيتا بالنسبة لكل عامل مخاطرة أي لايلغي هذا المدخل أثر عوامل الخطر الأخرى كما افترض المدخل السابق لذا يصبح حساب العائد المطلوب وفق هذا المدخل كما يلي:

العائد المطلوب = العوائد بلا مخاطر + (معامل بيتا للعامل الأول * علاوة الخطر لهذا العامل + معامل بيتا للعامل الثاني * علاوة الخطر له ...)

يبين معامل بيتا الطريقة التي تتحرك فيها عوائد السهم مع التغير في عوائد السوق² إلا أنه لا يمكن حساب معامل بيتا بشكل موثوق، ولو تم الحصول على قياس جيد لمعامل بيتا تبقى هناك صعوبة كبيرة في تحديد علاوة مخاطر السوق، وبالنتيجة فإن تقدير العائد المطلوب كثيراً ما يكون غير واقعي.

إن العائد المطلوب هو معدل الخصم الذي يتم وفقه خصم الأرباح المتبقية المتنبأ بها، وبالتالي فإن المدخل المتبع لاحتماله يلعب دوراً هاماً في التوصل إلى تقدير صحيح لهذا العائد يمكن الاعتماد عليه في استخدام طريقة الأرباح المتبقية، فضلاً عن أهميته في احتساب القيمة المستمرة عند استخدام الطريقة.

¹) H. Penman, S, op. cit., PP 114-115.

²) زكريا، نائلة، أثر العائد والمخاطرة على قرار الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 49.

رابعاً: الخطر المرتبط بالعائد المطلوب **Risk adjusted rates of return**:

ينجم الخطر المرتبط بالعائد المطلوب عن عدم قدرة المنشأة على تحقيق معدل العائد على حقوق الملكية المتوقع أو عدم نمو الاستثمار بالشكل الذي تم التنبؤ به لتحقيق هذا العائد. ويضاف إلى هذين الخطرين تلك المخاطر المرتبطة بالعوامل الاقتصادية، وتحليل هذه المخاطر الناجمة عن تحديد العوامل الاقتصادية المؤثرة وربطها بالعناصر المشاهدة في القوائم المالية تدخل ضمن ما يسمى "التعرف على بيئة الأعمال"¹. وقد تم ربط المخاطر بالعائد المطلوب لاعتماد العائد المطلوب معياراً لقياس فيما إذا كان الخطر الذي يتعرض له المستثمر يعوضه هذا العائد².

وقد عرضت دراسة (S. Froidevaux, P, 2004)³ عوامل المخاطرة التالية:

1. مخاطر الأعمال **Business Risk Factors**:

تعكس مخاطر الأعمال التشغيلية المرتبطة بالصناعة التي تنتمي إليها المنشأة والتي تحول دون تحقيق الربح المتوقع مثل: تذبذب المبيعات من جهة (كساد – عدم وجود استقرار اقتصادي في السوق)، والتذبذب في معدل تكاليف التشغيل الثابتة للمنشأة.

2. عوامل المخاطر المالية **Financial Risk Factors**:

تعكس هذه المخاطر أثر التكاليف المالية الثابتة على تذبذب العائد الذي سيحصل عليه المستثمرين. فالاقتراض يزيد من مخاطر التعرض إلى الإفلاس أو مخاطر إعادة الهيكلة أو تقليص من المرونة المتاحة للمدراء. يتضمن هذا النوع من المخاطر: مخاطر الرافعة المالية – مخاطر عدم القدرة على مقابلة الالتزامات المالية المستقبلية – المخاطر المرتبطة بالحاجة للتمويل في المستقبل. والجدير بالذكر⁴ أن المنشآت التي لديها ديون ذات معدلات فائدة متغيرة لديها خطر أكبر من تلك التي لديها معدل فوائد ثابتة على ديونها، إذ أن ارتفاع الفوائد بالنسبة للديون ذات الفائدة المتغيرة سيؤدي إلى انخفاض (ROCE) والعكس بالعكس حيث إن انخفاض هذه الفوائد سيؤدي إلى ارتفاع (ROCE).

3. عوامل مخاطر الربحية **Profitability Risk Factors**⁵:

تمثل المخاطر التي تختبر إمكانية المنشأة في المحافظة على المستوى الحالي من الربحية حيث هناك عاملين أساسيين يؤثران على الربحية المستقبلية للمنشأة، وهما مخاطر المنافسة ومخاطر الإدارة.

¹) H. Penman, S, op. cit., P 396.

²) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, , **Study session 10** , op. cit., P 29.

3) S. Froidevaux, P, op. cit., PP 41-45.

⁴) H. Penman ,S, op. cit., P 695.

⁵) S. Froidevaux, P, op. cit., PP 41-45.

تتجم مخاطر المنافسة عن المنافسين الحاليين المتواجدين في السوق من جهة والمنافسين المحتملين اللذين يتوقع دخولهم إلى السوق في المستقبل مما يخفض من حصة السوق التي تحتلها المنشأة، وبالتالي انخفاض العائد، أما مخاطر الإدارة فهي ناجمة عن مخاطر الإدارة السيئة أي تلك المخاطر الناجمة عن القرارات الخاطئة التي تأخذها الإدارة والتي تؤثر بشكل سلبي على العوائد المستقبلية، ويعد تقييم أداء الإدارة من أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار حين تقييم مخاطر المنشأة، وتزداد أهمية هذا العامل في حال كون بيئة الأعمال التي تمارس المنشأة نشاطها ضمنها من البيئات سريعة التحول والتغيير.

4. عوامل مخاطر التشغيل *Operation Risk Factors*:

تتلخص في المخاطر التي تؤثر على النشاط التشغيلي للمنشأة وهي تتضمن : مخاطر الدورة الإنتاجية – مخاطر المنتج.

تزداد مخاطر الدورة الإنتاجية بزيادة طول هذه الدورة لأن المستثمر عندما يجمد استثماره لفترة طويلة فهو يتوقع الحصول على عوائد أكبر تناسب هذه التضحية وبالتالي زيادة الخطر الناجمة عن ذلك. أما مخاطر المنتج فهي تلك المخاطر التي تؤثر على البيئة المحيطة بالمنشأة حيث إن التغيير التكنولوجي أو التغيير في أذواق المستهلكين قد يؤثر بشكل سلبي على المنشأة وبالتالي عدم قدرتها على تحقيق العوائد التي ينتظرها المستثمرون منها.

5. عوامل مخاطر السوق *Market Risk Factors*:

هناك العديد من المخاطر المرتبطة بعوامل السوق: مخاطر التوقع، مخاطر فعالية السوق. تمثل مخاطر التوقع: تلك المخاطر المرتبط بتوقع المستثمرين لإيراد معين إلا أن ظروف السوق تحول دون تحقيق توقعاتهم. مخاطر فعالية السوق: تتمثل في عدم قدرة السوق على عكس كافة المعلومات ذات الصلة بالاستثمار على سعر السهم.

6. عوامل مخاطر التقييم *Valuation Risk Factors*:

هي المخاطر الناجمة عن أخطاء بالتقييم (عدم عكس المدخلات المستخدمة في طرق التقييم للواقع) أو المخاطر الناجمة عن عدم التأكد من الحصول على العوائد التي تم توقعها باستخدام طرق التقييم.

وتضيف دراسة (نائلة زكريا، 2009) خطر السيولة حيث تنصح المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار عند تقدير هذا النوع من المخاطر:

- طول الفترة الزمنية اللازمة لتحويل الاستثمار إلى نقدية.
- مدى دقة السعر الذي سوف يستلمه المستثمر¹.

¹ (زكريا، نائلة، أثر العائد والمخاطرة على قرار الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 49)

وقد قسّمت دراسة (طارق عبد العال حماد، 2008)¹ المخاطر المرتبطة بالاستثمار إلى عشرة أنواع من المخاطر متضمنة المخاطر التي تم ذكرها سابقاً بالإضافة للمخاطر القانونية و التنظيمية والتشريعات الحكومية المرتبطة ببيئة الأعمال التي تمارس المنشأة نشاطها فيها.

وترى دراسة (Curtis A, L Fargher, Neil, 2003)² إن أفضل طريقة لتقدير المخاطر التي تستخدم لتسوية العائد تتم باستخدام التقديرات مثل معامل بيتا السوقي، ولكن هذا النوع من تقدير المخاطر غير متاح للمنشآت التي تقوم بالإصدار الأولي للأسهم. لذا بدلاً من ذلك يتم تطبيق علاوة ثابتة بمقدار 6٪ فوق الهيكلية التي يتم وفقها حساب معدلات الفائدة.

أما (H. Penman, S, 2007)³ فقد عرف الخطر الأساسي *Fundamental Risk* بأنه الخطر الذي يتحمله المستثمرون كنتيجة لممارسة المنشأة لأنشطتها التشغيلية و الاستثمارية و التمويلية، وقد قام بتقسيم هذه المخاطر بشكل يقابل تحليل معدل العائد على الأسهم العادية الذي تم ذكره سابقاً وذلك لتحديد المخاطر المرتبطة بكل بند له دور في تحقيق العائد مضيفاً إليها المخاطر المرتبطة بالنمو:

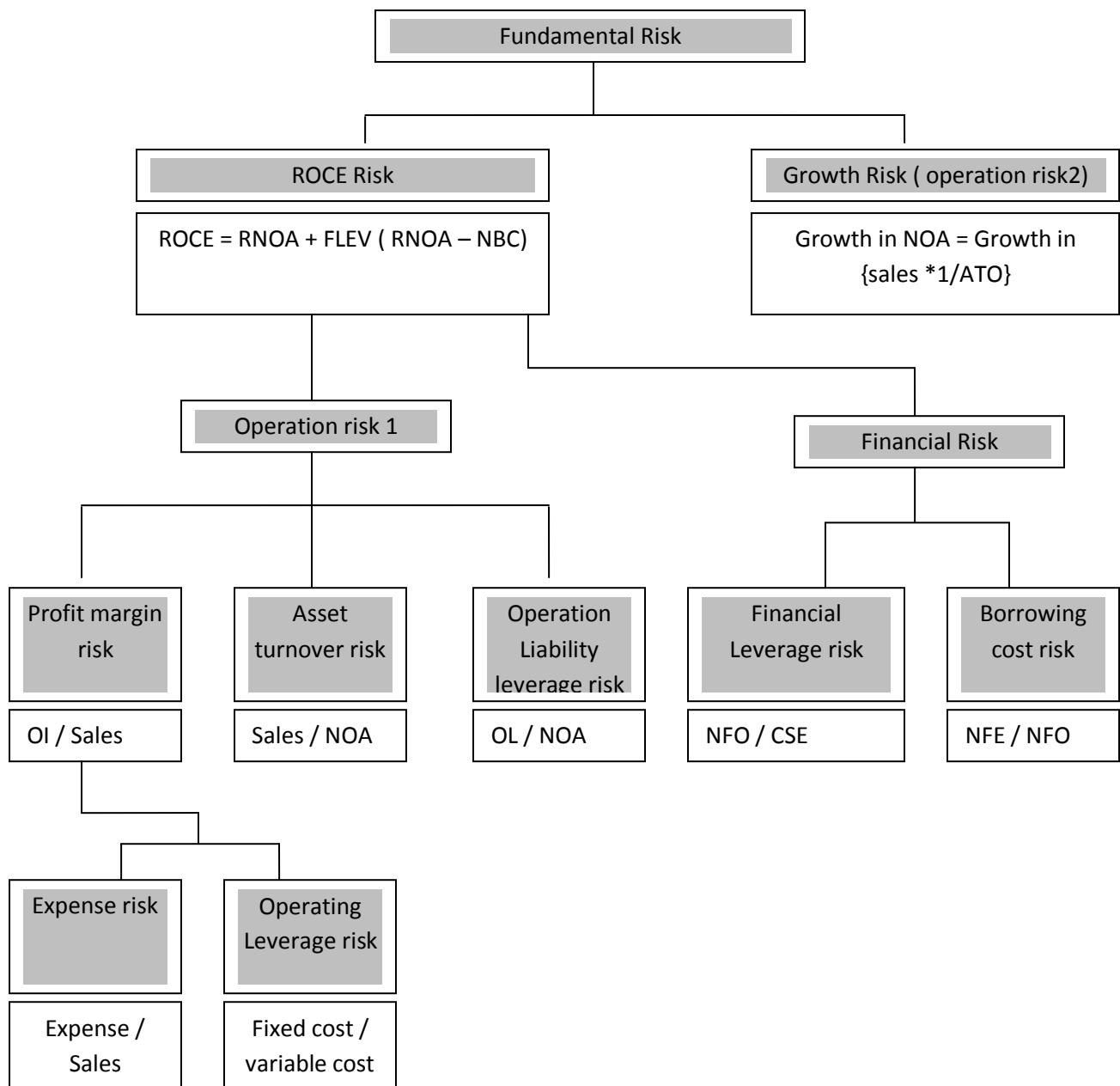
- ❖ المخاطر التمويلية: تشمل مخاطر الرافعة المالية ومخاطر تكلفة الاقتراض وقد تم تفصيلها سابقاً.
- ❖ المخاطر التشغيلية: تشمل المخاطر التالية:
 - المخاطر المتعلقة بهامش الربح: تشمل مخاطر الرافعة التشغيلية ومخاطر المصاريف.
 - مخاطر معدل دوران الأصول التشغيلية
 - مخاطر رافعة الالتزامات التشغيلية والتي تعرف بأنها : احتمال انخفاض الالتزامات التشغيلية كنسبة مئوية من صافي الأصول التشغيلية، وبالتالي فإذا وجد الموردون بأن المنشأة تعاني من صعوبات، فقد لا يمنحونها ائتماناً وبالتالي انخفاض الالتزامات وانخفاض الرافعة.
- ❖ مخاطر النمو: حيث يعد خطر نمو المبيعات الخطر الرئيسي للأعمال وهو يؤثر بنمو صافي الأصول التشغيلية والعائد عليها

¹ (عبد العال حماد، طارق، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية، جامعة عين شمس، 2008، ص 312 - 314

²) Curtis A, L Fargher, Neil, op. cit., P 15.

³) H. Penman, S, op.cit., PP 694-695.

الشكل رقم (2): تحليل الخطر الأساسي¹:



حيث:

¹) H. Penman, S, op. cit., P 694.

الاختصار	البيان
ROCE	معدل العائد على حملة الأسهم العادية
RNOA	معدل العائد على صافي الأصول التشغيلية
FLEV	الرافعة المالية
NBC	صافي تكلفة الاقتراض
OI	الدخل التشغيلي
OL	الالتزامات التشغيلية
NOA	صافي الأصول التشغيلية
ATO	معدل دوران الأصول
NFE	صافي المصاريف المالية
NFO	صافي الالتزامات المالية
CSE	حقوق الملكية (حملة الأسهم العادية)

يُلاحظ بأنه مهما تنوعت تصنيفات المخاطر فهي بالنهاية مخاطر مترابطة ولا يمكن عزل أحدها عن الآخر، فانخفاض المبيعات سواء كان سببه مشاكل داخلية أم بسبب تغير بيئة الأعمال سيؤدي إلى انخفاض معدل نمو صافي الأصول التشغيلية ومعدل دوران الأصول، وانخفاض معدل دوران الأصول سيؤدي إلى انخفاض العائد على صافي الأصول التشغيلية (RNOA)، والتي تخفض بدورها من الفرق التشغيلي *Operating Spread* كما أن تخفيض الديون التشغيلية للالتزام الممنوح للمنشأة سيؤدي إلى خفض رافعة الالتزامات التشغيلية وبالتالي زيادة تكاليف الاقتراض نتيجة انخفاض الربحية، وكل ما سبق سيؤدي إلى انخفاض الأرباح المتبقية (RE).

مما سبق، إن لدراسة المخاطر وتحليلها أهمية كبيرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية حيث ينعكس أثرها على احتساب العائد المطلوب والأرباح المتبقية المتنبأ بها مما يجعل من غير الممكن استخدام الطريقة دون التوصل إلى تحليل دقيق لهذه المخاطر وانعكاس أثرها على العائد المطلوب والأرباح المتبقية المتنبأ بها.

خامساً: تقدير القيمة المستمرة *Continuing Value Estimation*:

تتطلب طرق التقييم للأسهم أن تمتد فترة التقييم إلى فترات زمنية غير محدودة *Infinite Value* لذا يتم إضافة القيمة المستمرة في آخر الفترة الزمنية للتنبؤ *Finit horizon* لتمثل القيمة التي سيتم الحصول عليها من بعد نهاية آخر فترة للتنبؤ إلى اللانهاية¹.

ترتبط دراسة (Curtis A, L Fargher, Neil, 2003)² تقدير القيمة في نهاية المدة لمنشآت الإصدار الأولي بمعدل النمو المتوقع و يتم استخدام مدخلين لتقدير القيمة المستمرة:

¹) H.Penman ,S, op.cit., P 124.

²) Curtis A, L Fargher, Neil, 2003, ,op.cit., P 16.

➤ المدخل المستمر *perpetuity approach*:

يتم تقدير القيمة المستمرة باعتماد معدل نمو في الفترة الأخيرة للتنبؤ واعتبار هذا المعدل مستمر في النمو.

➤ مدخل العودة إلى متوسط الدخل *Mean-reversion in earning approach*:

حيث تحدد معدل نمو في الفترة الأخيرة ليتناقص بشكل تدريجي حتى يصل إلى متوسط نمو الصناعة أو متوسط النمو للمنشأة محل الدراسة.

تشكل القيمة المستمرة جزءاً من قيمة السهم وفق طريقة الأرباح المتبقية إلا أن أثرها على قيمة السهم غير جوهري كما أشير إليه في المبحث الثاني من الفصل الأول.

تُعبّر القيمة المستمرة عن القيمة المُجمّعة للفترات الزمنية التي تلي آخر سنة توصل إليها المحلل المالي في عملية التنبؤ مما يجعلها من العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وتجلب الإشارة إلى أن هذه القيمة تتأثر بكل من معدل النمو ومعدل العائد المطلوب.

سادساً: استخدام الدخل الشامل (ربحية السهم EPS)¹:

يعتمد بعض المحللين الماليين على صافي الدخل في أعمال التحليل إلا أن صافي الدخل يهمل بنود أخرى لابد من أخذها بعين الاعتبار، لذا لابد من أن يكون الدخل المستخدم في أعمال التقييم هو الدخل الشامل وذلك لسلامة النتائج الناجمة عن استخدام أدوات التقييم وهناك ثلاثة مكونات للدخل الشامل:

- الفائض الصافي *Clean Surplus*: وهو يمثل صافي الدخل.
- الفائض غير الصافي *Dirty Surplus*: وهو يتضمن بنود الدخل غير الاعتيادية والتي يفصح عنها في كثير من الأحيان في حقوق الملكية بدلاً من وضعها في قائمة الدخل وهناك ثلاثة بنود شائعة تمثل هذا النوع من الفائض:

1. المكاسب والخسائر غير المعترف بها بالنسبة للأسهم المتاحة للبيع .
2. المكاسب والخسائر الناجمة عن ترجمة العملات الأجنبية .
3. المكاسب والخسائر الناجمة عن المشتقات المالية .

- الفائض غير الصافي الخفي *Hidden Dirty surplus*: إن العمليات التي تتم بين المستثمرين والمنشأة لا تؤثر على القيمة ما دامت تتم وفق القيمة السوقية ولكن عندما تصدر أسهم بقيمة أقل من القيمة السوقية فإن حملة الأسهم يخسرون، والخسارة لا تظهر في القوائم المالية مثل إعطاء خيار للموظفين العاملين في المنشأة بشراء أسهم المنشأة خلال فترة معينة بقيمة أقل من القيمة السوقية.

لذا ينبغي على المحلل المالي أن يكون على دراية كاملة ببنود الدخل الشامل لأخذها بعين الاعتبار في عملية التقييم.

¹) Matt,L,Cleaning Up Dirty Surplus Items, Inverstopedia.

وتعرض دراسة (Isidor. H & others, 2006)¹ التي ركزت على أخطاء التقييم في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأثر كل من الفائض الصافي و الفائض غير الصافي بأنها قد توصلت إلى وجود بعض الأدلة الضعيفة نسبياً على وجود علاقة بين أخطاء التقييم و التدفق الناجم عن الفائض غير الصافي في الولايات المتحدة وبكل الأحوال يجب عدم إغفال هذه البنود عند قيام المحلل بدراسة المنشأة وتقييمها.

تتبع أهمية استخدام الدخل الشامل في تقييم أسهم الإصدار الأولي من ضرورة الاعتماد على الدخل الذي لا يغفل أي عامل له أثر على القيمة، وبالتالي فإن عدم استخدام الدخل الشامل قد يؤدي إلى إغفال بعض العوامل المؤثرة على القيمة مما يؤثر سلباً على استخدام الطريقة في عملية التقييم.

سابعاً: عملية التنبؤ:

لا يمكن بأي حال من الأحوال تقييم أي عمل من الأعمال دون فهم لبيئة هذا العمل لذا فإن فهم بيئة العمل هي المطلب الأول للقيام بالتقييم.

للقيام بهذه التحليلات لابد من دراسة منتج المنشأة، وطرق الإنتاج والتسويق لها، والبيئة التنافسية للمنشأة، والمزايا التنافسية التي تمتلكها المنشأة، وثبات أعمال المنشأة بالإضافة إلى دراسة القوانين والأنظمة والسياسات المحددة لهذه المنشأة.

هناك أربع نقاط يجب التركيز عليها عند استخدام طريقة الأرباح المتبقية لترجمة أنشطة الأعمال إلى قيم²:

1. التركيز على الربح التشغيلي المتبقي ومحركاته:

إن القيام بعملية التنبؤ بالربح التشغيلي المتبقي *Residual operating income* يتضمن التنبؤ بمحركاته:

- المبيعات
- هامش الربح للمبيعات
- فعالية معدل الدوران
- الدخل من الأنشطة التشغيلية الأخرى
- البنود غير الاعتيادية.

2. التركيز على التغير:

من الممكن أن تتغير محركات القيمة للمنشأة في المستقبل مما يتطلب من المحلل المالي التركيز على هذا التغير لدراسة أثره على عملية التقييم.

¹) Isidor.H, Ohanlon.J, Young. S, (2006), Dirty Surplus Accounting Flows and Valuation Errors, *Journal of Accounting ,finance and Business studies*, Volum 42,issues 3-4, P 302.

²) H.Penman ,S, op.cit., PP 548 - 559.

3. التركيز على المحركات الأساسية:

هناك محركات محددة للقيمة (محركات القيمة الأساسية هي العناصر التي يكون لها أثر بالغ الأهمية على قيمة المنشأة) يمكن باستخدامها تحديد ما يسمى بـ نوع القيمة التي تتميز بها المنشأة *Value types* فإذا كان المحرك الأساسي هو الاسم التجاري فتسمى المنشأة منشأة إدارة الاسم التجاري *brand management firm* وإذا كانت قيمة المنشأة تأتي من نمو المبيعات وصافي الأصول التشغيلية فإنها تدعى منشأة النمو *Growth firm*.

4. التركيز على خيارات إدارة المنشأة وظروف بيئة العمل للمنشأة:

تتأثر عملية التنبؤ بالتغيرات الطارئة على بيئة عمل المنشأة من جهة والقرارات التي يتم اتخاذها من قبل الإدارة من جهة أخرى.

إن القوانين ومعدلات الضريبة تحدد من قبل الدولة كما أن سعر المنتجات غالباً ما يحدد من قبل السوق ودرجة التنافس في الصناعة والتي تكون خارج سيطرة الإدارة. إن هذه النقاط تسمى بظروف العمل *Business conditions* والتي يجب على المنشأة إدارة أعمالها وفقاً .

أما الخيارات الاستراتيجية *Business Choices* فهي القرارات التي تتخذ من قبل الإدارة، فالإدارة هي التي تختار المنتج وهي التي تختار موقع العمل وشكل سير عملية الانتاج كما أنها هي التي تختار جودة المنتجات وهي التي تقرر برنامج البحث و التطوير وهي التي تختار الاتحاد مع منشآت أخرى.

ولإبراز أهمية التنبؤ في الإصدار الأولي للأسهم، بينت دراسة (*Mattias Boden & Erik Hallert, 2005*)¹ أهمية التنبؤ في المكاسب المستقبلية ضمن نشرة الإصدار في تأمين معلومات مفيدة للمستثمرين فضلاً عن مساهمتها في دقة سعر الإصدار وقد عكست الدراسة جودة التنبؤ المستقبلي لأعمال تقييم أسهم الإصدار الأولي من خلال التركيز على ما يلي:

- حجم المنشأة
- فترة التنبؤ وامتدادها .
- عمر المنشأة
- الرافعة المالية
- سمعة مؤسسة الإصدار
- حصة الأسهم المملوكة للملاك
- نوع الصناعة
- سنة الإصدار

¹) Boden, M & Hallert, E, 2006, Quality of Implied Forecasts in Swedish IPO Prospectuses: A Case of Systematic Overoptimism, Academicnetwork.se , Handelshogskolan I Stockholm University.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود تفاؤل كبير وجوهري عند التنبؤ المستقبلي لأسهم الإصدار الأولي وقد لعب كل من عمر المنشأة وهيكلية الملكية دوراً كبيراً في تفسير هذا التفاؤل، أما بالنسبة لسمعة مؤسسة الإصدار ونوع الصناعة وسنة الإصدار فلم تكن لهذه العوامل أهمية كبيرة في جودة أعمال التنبؤ إلا أنه بالنسبة لنوع الصناعة فقد توصلت الدراسة إلى أن المنشآت الخدمية تتعرض لأخطاء أكبر عند القيام بالتنبؤ ، أما بالنسبة لسنة الإصدار فإن استخدام التنبؤ في الفترات التي تسبق الأزمات الاقتصادية عند الإصدار الأولي يفقد دقته وأهميته، وقد توافقت نتائج هذه الدراسة مع العديد من الدراسات الأخرى فقد توصلت دراسة (Atiase, 1985¹) إلى أن المنشآت ذات الحجم الكبير من السهل مراقبتها عن طريق السوق مما يعطي تنبؤاً أكثر دقة بالمقارنة مع المنشآت ذات الحجم الصغير، وذلك لتوافر كم أكبر من المعلومات عنها، كما أثبتت دراسة (Hagerman and Ruland, 1979²) أن التنبؤ للمنشآت الكبيرة هو أكثر دقة من التنبؤ للمنشآت الصغيرة.

أما فيما يتعلق بالرافعة فقد أثبتت دراسة (Eddy and Seifert, 1992)³ أنه كلما كان أثر الرافعة المالية على المنشأة أكبر كلما أدى ذلك إلى دقة أقل بالنسبة للتنبؤ، أما بالنسبة للتغير في هيكلية ملكية المنشأة، فقد أظهرت دراسة (Jelic, 1998) أنه كلما كانت نسبة الأسهم المباعة من قبل الملاك أكبر كلما كان التوقع بأن وضع المنشأة سيصبح أسوأ في المستقبل، ومن ناحية أخرى توصلت دراسة (Chenet al, 2001⁴) ودراسة (Jog&McConomy, 2003)⁵ أن البائع (لكونه من الملاك) لديه اطلاع على معلومات داخلية عن المنشأة، وبالتالي إذا مال للاحتفاظ بحصة مهمة من ملكيته فإنه يتوقع أن يكسب من التنبؤ الدقيق المستقبلي مما قد يعني ارتفاعاً بسعر السهم على المدى الطويل، والعكس في حال احتفاظ المالك بجزء بسيط من أسهمه.

وينصح (Lynette Ryals, 2008)⁶ بأنه لا ينبغي أن يتم التنبؤ بتفاصيل الإيرادات والتكلفة لفترة أكثر من أربع إلى خمس سنوات على أبعد تقدير، إذ يعد طول الفترة الزمنية من محاذير التنبؤ ويؤثر سلباً على دقته.

¹) Atiase, R. (1985), "Pre-disclosure information, firm capitalisation, and security price behaviour around earnings announcements", Journal of Accounting Research, PP 21–36.

²) Hagerman, R. and W. Ruland, (1979), "The accuracy of management forecasts and forecasts of simple alternative models", Journal of Economics and Business, PP 172–179.

³) Eddy, A. and B. Seifert (1992), "An examination of hypotheses concerning earnings forecast error", Quarterly Journal of Business and Economics, 31, PP 22–37.

⁴) Chen, G., M. Firth and G. Krishnan, (2001), "Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and Their Associations with Initial Stock Returns". Journal of Multinational Financial Management, , (April 2001), PP 225–240.

⁵) Jog, V. and B. McConomy, (2003), "Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses", Journal of Business Finance and Accounting, 31, PP 125–173.

⁶) Ryals, Lynette, (2008), Managing Customers profitably, John Wiley & Sons Ltd, UK, P 108.

يُلاحظ مما سبق تأثر التنبؤ بعاملين أساسيين، وهما:

- مدى توافر المعلومات الملائمة للتنبؤ
- طول فترة التنبؤ

إن القيمة التي يتم التوصل إليها وفق طريقة الأرباح المتبقية تعبر عن تجميع للأرباح المتبقية المتنبأ بها مستقبلاً (مخصومة بمعدل العائد المطلوب) مضافاً إليها القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبالتالي فإن عدم القدرة على التنبؤ المستقبلي يحول دون استخدام هذه الطريقة، كما أن التفاؤل في عملية التنبؤ دون توافر معلومات ملائمة تعكس واقع ما ستكون عليه المنشأة في المستقبل يؤدي إلى تقييم أعلى للسهم باستخدام طريقة الأرباح المتبقية، وكذلك الأمر عند التنبؤ المتدني نسبياً للأرباح المستقبلية حيث تؤدي إلى تقييم منخفض للسهم باستخدام هذه الطريقة وبالتالي تضليل المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار.

ثامناً: جودة القوائم المالية:

تقاس جودة القوائم المالية بمؤشرين أساسيين هما¹:

- الملاءمة *Relevance*: تعبر عن مدى أثر المعلومات على اتخاذ القرار ويلعب توقيت المعلومات دوراً هاماً في مدى ملائمتها لاتخاذ القرار.
- الموثوقية *Reliability*: لكي تكون المعلومات موثوقة يجب أن تعرض بصدق و شفافية وأن تكون غير متحيزة.

ويضيف (كمال الدين الدهراوي، 2006²) صفات لها تأثير مباشر على المعلومات المحاسبية:

- إمكانية المقارنة: إذ يجب أن تقدم التقارير المحاسبية معلومات تسمح بالمقارنة بين منشأة ومنشأة مماثلة، ولذلك فمن أكبر المشاكل التي تواجه المحاسبة إمكانية اختيار المنشأة طريقة محاسبية من بين البدائل المتاحة قد تختلف عن الطريقة التي تستخدمها شركات أخرى مشابهة.
- الثبات: تعتبر خاصية هامة لتحقيق إمكانية المقارنة وتقديم المعلومات المفيدة، وبالتالي عند اختيار طريقة محاسبية معينة من المنشأة فإنه يجب عليها الاستمرار في تطبيقها لتحقيق المقارنة في كيفية عرض القوائم. ومع ذلك إذا تغيرت الظروف التي تمر بها المنشأة، فمن الممكن أن تغير الطريقة المحاسبية المطبقة شريطة الإفصاح عن ذلك.

وإضافة لما سبق لا بد للمحلل المالي أن يضع في الحسبان أن القوائم المالية لا تستطيع أن تُخبر المحلل المالي بكل شيء، لذا لا بد من القيام بتحليل العوامل النوعية بالإضافة إلى العوامل الكمية مثل هيكلية رأس

¹) Subrmnyam, KR and J. Wild, John, (2009), Financial Statement Analysis, 10th Edition, McGraw-Hill Companies ,Inc. New York, P 76.

² الدهراوي، كمال الدين، " تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار "، المكتب الجامعي الحديث، ، 2006، ص 35-43.

المال، الأصول المعنوية (أصول فكرية – براءات اختراع)¹، كما أن القوائم المالية تعطي معلومات بفترات متقطعة (سنوية – ربعية – شهرية) وهناك فاصل زمني بين الفترة التي يغطيها التقرير والوقت الذي يصدر فيه التقرير، كما أن القوائم المالية لاتعطي نظرة مستقبلية للوضع المالي للمنشأة لاعتمادها على البيانات التاريخية بخلاف المعلومات الأخرى التي يمكن أن تعكس التنبؤات المستقبلية وما يتوقعه المحللون في المستقبل بالنسبة للصناعة التي تتبع لها المنشأة.²

وقد ظهرت العديد من مداخل القياس البديلة للقوائم المالية لتلافي الانتقادات المتعلقة بالتسجيل بالتكلفة التاريخية فضلاً عن التحديث المستمر للمعايير الدولية لتتقرب أكثر فأكثر من الواقع الحقيقي للمنشآت.

(1) إدارة الأرباح *Management Earnings*:

قد يعود سبب انخفاض جودة القوائم المالية في بعض الأحيان نتيجة بعض التلاعبات التي تتم من قبل الإدارة لتحسن صورة المنشأة وتحقيق مكاسب معينة وذلك ضمن ما يسمى بإدارة الأرباح والتي ترتبط بالاختيار المحاسبي، إذ أنها تنطلق من الحرية المتاحة للإدارة في اختيار الإجراءات المحاسبية واستخدام التقديرات المحاسبية المحددة وفقاً لأساس الاستحقاق.

وصنفت دراسة (Berton & Stolowy, 2000) الدافع وراء إدارة الأرباح كما يلي³:

- مكافآت وحوافز الإدارة
- الالتزام ببنود عقود الدين
- الفحص الرسمي من قبل أطراف خارجية للمنشأة
- الإصدار الأولي للأسهم
- تخفيض الضرائب
- دوافع أخرى مثل تعظيم قيمة المنشأة عند الاندماج...

ويمكن تلخيص مداخل "إدارة الأرباح" بالتالي:

❖ تمهيد الدخل *Income Smoothing*: والذي يهدف بشكل رئيسي إلى إنتاج سلسلة مستقرة نسبياً من الأرباح عبر فترات محاسبية متعددة، من خلال اختيار السياسات المحاسبية التي تحقق هذه الغاية، وذلك بزيادة الأرباح إذا كانت أقل مما هو مستهدف أو تقليلها إذا كانت أكبر.

¹) Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, Study session 10, op.cit., P 8.

²) Subrmnyam, KR and J. Wild, John, (2009), op. cit., P 79.

³) طجها، محمد أمين، دور حوكمة الشركات في تفعيل لجان المراجعة وإمكانية التطبيق في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 30

ويمكن التمييز بين أنواع متعددة لتمهيد الدخل¹، كما يلي:

- تمهيد طبيعي للدخل *Natural Smoothing*: فالدخل يترك مستقراً بشكل طبيعي من خلال طبيعة عمليات المنشأة والإنتاج و التشغيل.
- تمهيد مصمم *Designed Smoothing* ويمكن تقسيمه إلى:
 - تمهيد حقيقي *Real Smoothing*: مثل أن تقوم الإدارة بتغيير إنتاج المنشأة أو قرارات الاستثمار في نهاية السنة معتمدة على معرفتها بأداء المنشأة حتى وقت التغيير، أو بالتحكم في حجم وتوقيت بعض الصفقات الأساسية.
 - تمهيد محاسبي *Accounting Smoothing*: مثل الاعتراف بالأحداث والتخصيص وتصنيف آثار الأحداث المعترف بها، أو من خلال القرارات المحاسبية مثل اختيار طريقة الاهتلاك واختيار طريقة تسعير المخزون.

❖ محاسبة التخلص من كل خسائر السنة الرديئة *Big Bath Accounting*:

أوضحت دراسة (Healy, 1985) هذا التلاعب بأن نقص الأرباح الجارية والذي لا يحقق أي مكاسب للإدارة قد يدفع المدراء إلى تخفيض الأرباح أكثر، فهي على أي حال سنة رديئة ولا يضر أن تزداد سوءاً فلن تحصل الإدارة في جميع الأحوال على أي حوافز هذا العام.

لذا تلجأ الإدارة إلى استغلال هذه الفرصة، وقد أيقنت أنها لن تحصل على أي منافع هذا العام وتقوم بتنظيف كامل *Big Bath* وتتخلص من كل ما هو سيء كأن تُسرّع إعدام الديون أو تحميل الفترة الجارية بمصاريف مستقبلية، وكل ذلك تمهيداً للطريق أمام زيادة الأرباح في الفترات المستقبلية.

كما تستخدم الإدارة الجديدة للمنشأة هذا الطريقة لإظهار الفترة التي كانت بإدارة المدراء القدامى قد حققت خسائر كبيرة، وبالتالي ستحصل نتيجة الاعتراف بهذه النفقات بأرباح أكبر في المستقبل. ويمكن أن تستخدم هذه الاستراتيجية عند التغييرات الكبيرة للمنشأة مثل الاندماج وإعادة الهيكلة أو للتهرب من بعض الالتزامات الحكومية².

كما تلجأ الإدارة في بعض الأحيان إلى التلاعب بصحة التسجيل نفسه وذلك من حيث التسجيل المحاسبي لبعض الوقائع الوهمية وبالتالي الحصول على نتائج لا تعكس الواقع (الغش).

وإدراكاً لما سبق³، طلب قانون *SO* (Sarbanes Oxley) من المدراء التنفيذيين القيام بتعهد شخصي من قبلهم يفيد بأن القوائم المالية دقيقة وغير متلاعب بها، بالإضافة إلى العديد من الإجراءات التي تم تحديدها

¹ طجها، محمد أمين، مرجع سابق ذكره، ص 31-32

²) Subrmnyam, KR and J. Wild, John, op. cit., PP 109-110.

³) Ibid, P 72.

لضمان شفافية المعلومات وحماية مصالح حملة الأسهم والأطراف المرتبطة بالمنشأة. وكما ذكر سابقاً، فإن دراسة (Greg, 2006)¹ ترى بأن إدارة الأرباح لم تختبر بعد بالشكل الكافي بالنسبة للشركات التي تقوم بالإصدار الأولي، على الرغم من وجود أدلة -حسب الدراسة- على أن شركات الإصدار الأولي تظهر دخلاً غير اعتيادي منخفض خلال السنوات الثلاث التالية للإصدار الأولي، والذي رجحت الدراسة سببه إلى إدارة الأرباح التي تمارسها الإدارة قبل عملية الإصدار².

(2) جودة المعايير المحاسبية وجودة تطبيقها:

مازالت المعايير التي يتم وفقاً إعداد القوائم المالية قاصرة عن تغطية جزء من القيمة مما قد يؤدي إلى الحصول على نتائج تقييم غير صحيحة عند الاعتماد على القوائم المالية في التنبؤ. إن اعتماد التسجيل المحاسبي على الحيلة والحذر يؤدي إلى تحيز سلبي للقوائم المالية³، ويعطي قيمة أصول منخفضة في الميزانية مما يؤدي إلى زيادة معدل العائد على الأصول، وبالتالي معدل نمو أكبر من دون سبب حقيقي لهذه الزيادة وقد أكدت دراسة (H. Penman, S, 2007)⁴ بأن طريقة الأرباح المتبقية تلغي هذه الزيادة غير الحقيقية، وتحمي المستثمر من اعتقاده الخاطئ بوجود معدل نمو مرتفع.

في بعض الحالات تترك المعايير لإدارة المنشأة اختيار السياسات المحاسبية التي تلائمها، هذا الخيار يفسح المجال للمنشآت للتلاعب بالأرقام وتحقيق أهداف معينة تتوافق مع مصالحهم، ويدخل ضمن هذا البند التقديرات مثل تقدير الديون المشكوك في تحصيلها، الحياة الإنتاجية للأصل... لذا ينبغي على المحللين الماليين الأخذ بعين الاعتبار التغير في السياسات المحاسبية على القوائم المالية ومن الأمثلة على هذه التغيرات⁵:

- الانتقال في تسعير المخزون من طريقة الوارد أولاً صادر أولاً (FIFO) إلى طريقة الوارد أخيراً صادر أولاً (LIFO) أو بالعكس.
- الانتقال في استهلاك الأصول من طريقة القسط الثابت إلى المتناقص أو بالعكس.
- الانتقال من طريقة التكلفة الشاملة إلى طريقة الجهود المبذولة في الصناعات الاستخراجية مثل تعدين النفط.

¹) N.Gregoriious,Greg,(2006), op.cit.,PP 96-110.

²) أجريت هذه الدراسة على شركات الإصدار الأولي في اسبانيا.

³) Subrmanyam,KR and J.Wild,John,(2009),Financial Statement Analysis,10TH Edition , McGraw-Hill Companies ,Inc. New York, p 107.

⁴) H.Penman ,S, (2007), **The Quality of financial statement : perspectives from the recent Stock Market Bubbel** ,Morgan Stanley Research Scholar Fund, Columbia University , PP 21-22.

⁵) R.Hitchner,James,(2006),Financial Valuation,(Second Edition), John Wiley & Sons, Inc, P 64.

أما فيما يتعلق بجودة المعايير فقد عرفت هيئة تداول الأوراق المالية الأمريكية¹ (SEC) جودة المعايير من خلال مخرجاتها وهي معلومات ملاءمة، موثوق فيها، ويعتمد عليها بواسطة مستخدمي القوائم المالية، كما حددت مجموعة من الخصائص التي يجب أن تتوفر في أي معايير محاسبية حتى تتصف بالجودة، من هذه الخصائص:

1. أن تسمح تلك المعايير بالتطبيق المتسق بما يسمح بإجراء المقارنة مع الفترات الماضية ومع المنشآت المماثلة.
2. يترتب على تطبيق هذه المعايير شفافية كاملة بحيث تمكن القارئ من استقراء المعالجات والوقائع المحاسبية الضمنية وراء الأرقام التي تفصح عنها القوائم المالية.
3. أن تحقق هذه المعايير الإفصاح الكافي.

وقد انتقدت "هيئة معايير المحاسبة الدولية" تأخر الهيئات المعنية بإصدار التفسيرات المرتبطة بالمعايير حيث ذكرت بأن مجرد إصدار المعيار في حد ذاته لا يضمن ممارسات محاسبية تتصف بدرجة عالية من الجودة ما لم يتبع ذلك إصدار الآليات الفعالة والتفسيرات الكافية التي تساعد على اتساق التطبيق المحاسبي للمعيار مما أدى إلى تفسيرات مختلفة من جانب المطبقين الأمر الذي قد ينتج عنه تطبيقات غير مقبولة للمعايير.

ومما سبق يُلاحظ أنه لا بد للمحلل المالي من الأخذ بعين الاعتبار عند اعتماده على القوائم المالية أن جودة المعايير ومرونتها لها أثر على هذه المعلومات كمدخلات لطرق التقييم.

أما في سورية، فيمكن تلخيص الأسس القانونية الصادرة من أجل تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة والتدقيق في المنشآت السورية فيما يلي²:

- قانون إحداث "هيئة الأوراق والأسواق المالية" رقم 22 لعام 2005 حيث نصت المادة منه على أنه من مهام مجلس مفوضي الهيئة اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق ومعايير تقييم الأداء التي يجب التقيد بها من قبل الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة، وتحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها
- المادة 65 من قانون سوق الأوراق المالية (المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006) والذي نص على مايلي: "تعتمد معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية، وتلتزم بالتالي جميع الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة لإعداد بياناتها وقوائمها المالية وفقاً للمعايير المذكورة".
- المادة رقم 2 من نظام الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق المالية والتي تنص على مايلي: "تعتمد معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية ويتعين على جميع الجهات الخاضعة لإشراف ومراقبة الهيئة إعداد بياناتها وقوائمها المالية وفقاً لهذه المعايير".

¹ محمد الجرف، أحمد السيد، مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرون، ندوة تطوير المحاسبة في المملكة، الرياض، 2010، ص 10.

² حمدان، مأمون، محاضرات المعايير الدولية بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية وجمعية المحاسبين القانونيين السوريين، المحاضرة الأولى، 2009، ص 57-58.

- المادة رقم 3 من نظام الإفصاح والتي تنص على اعتماد معايير التدقيق الدولية الصادرة عن الاتحاد الدولي للمحاسبين لغايات التدقيق الدولية الصادرة عن الاتحاد الدولي للمحاسبين لغايات تدقيق حسابات وبيانات الجهات الخاضعة لإشراف ورقابة الهيئة، ويتعين على مفتشي الحسابات الالتزام بهذه المعايير عند قيامهم بتدقيق حسابات وبيانات الجهات المذكورة.
- مرسوم الاستثمار رقم 8 لعام 2007 : حددت المادة 12 منه أنه على المستثمر في المشروع حاصل على الموافقة القيام بما يلي: "مسك حسابات نظامية للمشروع وفق معايير المحاسبة الدولية وتزويد الهيئة بنسخة من الميزانيات الخاصة بالمشروع مصدقة من قبل مكاتب وشركات تدقيق الحسابات المرخصة".
- اعتماد المعايير من قبل جمعية المحاسبين القانونيين في سورية حيث أصدرت الجمعية القرار رقم ١٥ لعام ٢٠٠٧ والذي تضمن في المادة رقم ١ مايلي:
- اعتماد معايير المحاسبة الدولية ومعايير المراجعة الدولية وقواعد السلوك المهني في ممارسة المحاسبة والمراجعة بما لا يتعارض مع القوانين والأنظمة النافذة.
- تسهيل نشر المعايير المحاسبية الدولية بين الأعضاء.
- متابعة إجراء الدورات التدريبية والندوات وورش العمل.
- القيام بالدراسات العلمية والمهنية لمدى ملائمة المعايير المحاسبية الدولية وإقامة قنوات الاتصال مع كافة الجهات ذات العلاقة بالمعايير.

(3) جودة عملية المراجعة:

من الممكن عدم التزام المنشأة بالمعايير المحاسبية أو القيام ببعض التلاعبات المحاسبية فمن الممكن أن تسجل المنشأة ديون لزمائنها دون الحصول على وعد منهم بالدفع كما من الممكن عدم قيامها بالاعتراف ببعض النفقات أو الالتزامات كما هو مطلوب أو من الممكن أن تستخدم طرق غير متوافقة مع المعايير. هنا تلعب جودة أعمال التدقيق المقدمة من قبل المدققين دوراً هاماً في التأكد من أن القوائم المالية للمنشأة تعكس بعدالة واقع المنشأة.

إن المحلل يعتمد على تقرير المدقق لذا عليه الأخذ بعين الاعتبار احتمال فشل المدقق في القيام بعمله أو تعرض المدقق لتعارض في المصالح مما يفسح للإدارة مجالاً كبيراً للتلاعب.

ومن مخاطر أعمال التدقيق عدم قدرة المدقق باكتشاف الغش أو عدم تطبيقه أعلى مستويات الاختبار لمعرفة فيما إذا كان هناك غش، أو عدم قدرة المدقق على فهم حالات التضليل التي يمكن أن تمارسها الإدارة أو عدم قيام المدقق بأداء مسؤولياته بالشكل اللازم لاكتشاف التضليل أو الإفصاح الصحيح، وأخيراً عدم مهنية المدقق.

عرضت دراسة (Beatty, 1989)¹ العلاقة ما بين جودة أعمال التدقيق و عوامل الخطر على قيمة أسهم الإصدار الأولي، حيث توصلت الدراسة إلى أن المنشأة التي توظف مدقق ذو جودة منخفضة يُعرض عملية الإصدار الأولي إلى خطر أكبر.

ويؤكد (صادق حسني، 1998)² بأنه لا بد من أن يكون واضحاً للمحلل المالي أن المراجعة الخارجية هي مراجعة اختبارية تقوم على أساس مراجعة عينات يفترض أنها تمثل المجموع الكلي المنتقاة منه أصدق تمثيل وبالنظر لاعتماد المراجع على عينة يؤدي إلى احتمالات متفاوتة من الأخطاء مما يؤثر على صحة البيانات المحاسبية التي يعتمد عليها المحلل المالي عند التقييم.

(4) جودة الإفصاح:

يتم الإفصاح من خلال القوائم المالية والإيضاحات المرفقة بها كما يقوم المدراء بتقديم إيضاحات إضافية في اللقاءات مع المحللين.

ومن أجل القيام بأعمال التقييم لا بد من وجود ثلاث أنواع من الإفصاحات الهامة:

- الإفصاح الذي يميز بين البنود التشغيلية و البنود المالية في القوائم.
- الإفصاح الذي يميز بين ربحية أعمال التشغيل الأساسية و ربحية البنود الأخرى.
- الإفصاح الذي يظهر محركات الربحية الأساسية.

وبدون وجود إفصاح متكامل فإنه من الصعوبة بمكان قيام المحلل المالي بالتنبؤ وبالتالي فإن إفصاح ذو جودة أقل سيؤدي إلى تقييم ذو جودة أقل، كما يستخدم المحللون بعض الطرق للتأكد من جودة القوائم المالية ومنطقيتها منها المقارنة بين الأرباح التشغيلية *Operating Earnings* والتدفقات النقدية التشغيلية *Operation Cash Flow* للتأكد من منطقية القوائم المالية³.

من المهم بالنسبة لكل هذه العوامل من توافر مصادر للمعلومات تضم كافة المعلومات عن المنشآت من نشرات إصدار ومعلومات قانونية وكافة المعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر، وتجدر الإشارة إلى أن المنشآت في الولايات المتحدة الأمريكية تضيف إلى هذه المعلومات اجتماعات المنشأة وتحليل هذه الاجتماعات ونتائجها وتجعل هذا النوع من المعلومات متوافراً للجميع⁴.

ولابد من التنويه إلى أهمية أعمال التدقيق الداخلي في زيادة جودة القوائم المالية وحمايتها من التلاعب في البيانات والتضليل في عرضها، فضلاً عن أهمية دور هيئة سوق الأوراق المالية في متابعة وضع المنشآت

¹) Beatty, R. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *Accounting Review*, 64(4):693–709.

²) حسني ، صادق، " التحليل المالي و المحاسبي : دراسة معاصرة في الأصول العلمية وتطبيقاتها " ، دار مجدلاوي للنشر ، الأردن ، 1998، ص 415

³) H.Penman ,S, op.cit., PP 548 - 559 .

⁴) Review for the CFA Exam,2010 Edition, Level 2, , Study session 10, op.cit. , P 9.

واتخاذ الإجراءات المناسبة بحق المخالفين أو المتلاعبين، بالإضافة إلى أهمية دور الرادع القانوني في زيادة شعورهم بأهمية المسؤولية الملقاة على عاتقهم¹.

على الرغم من تجاوز طريقة الأرباح المتبقية للعديد من العيوب التي تعتري القوائم المالية إلا أن جودة القوائم المالية تؤثر في استخدام طريقة الأرباح المتبقية كونها تعتبر المصدر الأساسي للمعلومات التي يبني عليها المحلل المالي المدخلات اللازمة لتوافرها لاستخدام الطريقة، وبالتالي أي تضليل في المعلومات المالية وعدم عكسها لواقع المنشأة سوف يؤدي إلى تشويه قيمة السهم وبالتالي فقدان الطريقة لأهميتها.

تختلف أهمية العوامل السابقة باختلاف البيئة محل الدراسة الأمر الذي يتطلب دراسة العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية ضمن بيئة الأعمال السورية عند تقييم أسهم الإصدار الأولي.

¹) Subrmayam, KR and J. Wild, John, op. cit., P 73.

الفصل الرابع

الدراسة الميدانية واختبار الفروض

يغطي الفصل الرابع الدراسة الميدانية واختبار فروض البحث، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: أهمية عملية تقييم أسهم الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية .

المبحث الثاني: عينة الدراسة ووصفها .

المبحث الثالث: اختبار الفروض ومناقشة النتائج وتحليلها .

المبحث الأول: أهمية عملية تقييم الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية

تمهيد:

إن التطورات التي يعيشها الاقتصاد السوري وما يشهده من أحداث مهمة أبرزها افتتاح سوق الأوراق المالية، وعمليات تحويل المنشآت التي تتم بهدف طرح أسهمها في السوق المالي وما يرتبط بها من قوانين تزيد من أهمية أعمال التقييم وزيادة المسؤوليات الملقاة على عاتق المحللين الماليين لترشيد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.

ونتيجة لهذا التطور المتزايد والمستمر وزيادة المشاريع الاستثمارية والاعتماد على طرح الأسهم للاكتتاب العام لتمويل المشاريع الاستثمارية أصبحت الحاجة ملحة لدراسة أساليب تقييم أسهم الإصدار الأولي.

وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى القوانين والتشريعات المتعلقة بالإصدار الأولي بالإضافة إلى عرض لواقع الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية وبيان أهمية الحاجة إلى عملية التقييم وإرشاد المستثمرين وتوعيتهم لخصوصية أسهم الإصدار الأولي.

وتم تقسيم هذا المبحث إلى:

أولاً: لمحة عن القوانين المتعلقة بالإصدار الأولي

ثانياً: الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية

أولاً: لمحة عن القوانين المتعلقة بالإصدار الأولي:

أولاً: المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007¹

ميز المرسوم التشريعي رقم 61 لعام 2007 بين:

- عمليات التحويل القانوني للشركات.
- عمليات اندماج الأعمال.

حيث أعطى المرسوم الحق للشركات بتحويل شكلها القانوني من شركات تضامن وتوصية إلى شركات مساهمة وبالعكس وكذلك من شركات عائلية إلى شركات محدودة المسؤولية أو مساهمة، ومن شركات محدودة المسؤولية إلى شركات مساهمة وبالعكس، حيث نص المرسوم على أن:

- قيمة المنشآت المتحولة والتي سوف يتم تقديرها من قبل جهة محاسبية سورية ذات خبرة أو شركة محاسبة دولية مسجلة في وزارة الاقتصاد والتجارة ومعتمدة بموجب لائحة تصدر عن وزارة المالية لهذه الغاية تقديراً فعلياً لقيمة الشركة وبياناً بموجوداتها ومطاليها بتاريخ التحويل ويعتبر صافي موجودات الشركة التي يجري تحويلها وفقاً لتقرير التقدير حصة عينية في رأسمال الشركة المحول لها.

كما أعطى المرسوم المنشآت الحق بإجراء عمليات اندماج الأعمال وفق طريقتين:

- عمليات الاندماج: وهي تلك العمليات التي تحصل بين المنشآت الدامجة والمندمجة والتي تستمر بموجبها الشخصية الاعتبارية لواحدة فقط من الشركتين.
- عمليات الاتحاد: وهي تلك العمليات التي تزول بموجبها الشخصية الاعتبارية للشركات الدامجة والمندمجة مقابل نشوء شركة جديدة لها شخصية اعتبارية مستقلة جديدة.

تطلب المرسوم عند حدوث عمليات التحول القانوني إلى شركات أموال أو الاندماج بين المنشآت بأن تقدم المنشآت طالبة التحويل أو الإندماج ميزانياتها المقدمة للدوائر المالية عن السنوات الثلاث الأخيرة مصدقة من قبل محاسب قانوني.

والجدير بالذكر أن التعليمات التنفيذية للمرسوم التشريعي قد سمحت بإعادة تقييم الأصول المعنوية المملوكة من قبل المنشآت حيث يجب أن تتوافر الشروط التالية لذلك:

- تقديم البيانات المالية السنوية للدوائر المالية بعد إعادة تقويم كل عناصر الموجودات الثابتة المادية ولستنتين متواليتين معدة وفق معايير المحاسبة الدولية وتظهر حقيقة المركز المالي للشركة أو المؤسسة ونتائج أعمالها الحقيقية والتي ستعتمد أساساً في التكاليف.

¹) www.syrianfinance.org

- بعد دراسة هذه البيانات من قبل الجهات المختصة المعتمدة لاعتماد عمليات إعادة التقييم يمكن عندها تقييم الأصول المعنوية وفق معايير التقييم الدولية في ضوء البيانات الفعلية والتوقعات المستقبلية لأعمال الشركة.
- في حال إعادة تقييم الأصول الثابتة المعنوية وظهور القيم الجديدة بعد إعادة التقييم من أحكام المرسوم.

يلاحظ أن المرسوم التشريعي حدد طريقة القيم السوقية للأصول الثابتة الملموسة بتاريخ التحويل ولم يحدد طريقة محددة بالنسبة للأصول غير الملموسة فضلاً عن أن المرسوم حدد القيام بإجراء تقييم للأصول الملموسة وغير الملموسة بدلاً من تقييم الشركة ككل.

وقد صدر المرسوم التشريعي رقم (13) بتاريخ 2011-01-19 القاضي بتمديد العمل بالمرسوم التشريعي رقم (61) لعام 2007 لمدة عام آخر لينتهي بـ 2011-12-31 وإضافة مزايا جديدة لإزالة العقوبات أمام حالات إعادة تقييم العقارات وتحويل الشركات وتوضيح بعض مواد التشريع السابق.

ثانياً: قانون إحداث "هيئة الأوراق و الأسواق المالية"¹

جاء القانون 22 لعام 2005 القاضي بإحداث "هيئة الأوراق والأسواق المالية" كجهة منظمة ترتبط برئاسة مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري ويكون مقرها دمشق، حيث تعتبر الهيئة حجر الأساس في بناء قطاع الأوراق المالية الذي ظل غائباً عن الساحة الاقتصادية وكذلك اعتبارات التنمية لفترة طويلة .

تمارس الهيئة دورها بالإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية والفعاليات المتعلقة به، فتقوم بتنظيم وتطوير نشاطات السوق الأولي ومكوناته، فيتضمن عملها الشركات المساهمة وشركات الخدمات والوساطة المالية ومفتشي الحسابات من خلال مديرياتها باختصاصاتها المختلفة، وبعد استكمال الأطر التشريعية والتنظيمية الملائمة تسير الهيئة بخطى حثيثة لاستكمال الهيكل العملي بافتتاح سوق دمشق للأوراق المالية وفق متطلبات الثقة والشفافية وبعيداً عن مظاهر المضاربات والاستغلال.

ويخضع لإشراف ورقابة الهيئة وفقاً لأحكام هذا القانون:

1. الشركات المصدرة للأوراق المالية .
2. شركات الخدمات والاستثمارات والوساطة المالية المرخص لها .
3. مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشتركة المرخص لها.
4. الأسواق المالية.
5. شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

⁽¹⁾ طحها، محمد أمين، مرجع سابق ذكره، ص 86

وحدد القانون أهداف الهيئة بما يلي:

1. تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحق بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
2. حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
3. تشجيع النشاط الادخاري والاستثمار بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني .

ويمكن تحقيق هذه الأهداف من خلال المهام المنوطة بمجلس مفوضي الهيئة والتي من بينها: وضع معايير وشروط إصدار الأوراق المالية ، والموافقة على طرحها واعتماد نشرات الإصدار المترتبة بهذه الأوراق، ومنح تراخيص مزاولة المهنة للمؤسسات المالية العاملة في الأسواق، واقتراح الغرامات لمخالفي أحكام هذا القانون والتي صدرت لاحقاً بمرسوم /151/ لعام 2007، ووضع حد أعلى وأدنى لعمولات شركات الخدمات والوساطة المالية، واعتماد المعايير المحاسبية ومعايير المراجعة التي يجب التقيد بها من قبل الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة، وتحديد شكل ومحتويات القوائم المالية السنوية والدورية والتقارير والمستندات التي يجب أن تقدمها الجهات المصدرة التي تطرح أوراق مالية للإكتتاب أو الجهات المدرجة أساساً.

ومن بين الحالات التي اعتبرت مخالفة لأحكام القانون:

مخالفة تعليمات وقرارات الهيئة، أو عدم الالتزام بتقديم الوثائق المطلوبة وبالوقت المحدد، أو تقديم أي معلومات مضللة من هذه الوثائق، أو عرض وبيع أي أوراق مالية بالاعتماد على معلومات مضللة سواءً بمزايا هذه الأوراق أو الوضع المالي للشركة المصدرة، أو استغلال المراكز الوظيفية بتحقيق مكاسب مادية أو معنوية لغير مرجعه المختص، أو بث شائعات تؤثر على سعر أي ورقة مالية أو سمعة أي شركة مصدرة، أو تصديق المحاسب أو المدقق على بيانات مالية مخالفة للمعايير المعتمدة، أو بيع أو التصرف بأي ورقة مالية دون تفويض من مالكها، ويعتبر مخالفة كذلك عدم توزيع نشرة الإصدار المعتمدة من الهيئة على المستثمرين، وتقديم أي خدمات مالية أو وساطة دون ترخيص.

أما بالنسبة للقرارات ذات الصلة بموضوع البحث التي صدرت على رئاسة مجلس الوزراء وبناء على اقتراح مجلس مفوضي الهيئة فهي:

- نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (قرار رقم 3943/ بتاريخ 2006/08/28):

اعتمد هذا النظام معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASC) ومعايير المراجعة الدولية الصادرة عن الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC)، فألزم جميع الهيئات الخاضعة لإشراف ورقابة الهيئة ومفتشي الحسابات بإعداد بياناتها وتدقيقها وفقاً لهذه المعايير، واعتبر هذا القرار جميع أعضاء مجلس الإدارة مسؤولين مسؤولية قانونية أمام الهيئة عن ضمان الالتزام بهذا النظام.

ألزم هذا القرار كل شركة مصدرة للأوراق المالية بوضع سياسة مكتوبة للإفصاح للإيفاء بمتطلبات الإفصاح بهذا القانون، بالإضافة لقيام كل شركة بتعيين متحدثين باسمها يقدمون المعلومات إلى الهيئة والسوق والمستثمرين ووسائل الإعلام.

وطالب هذا القرار الشركات المصدرة بنتائج أولية للسنة المالية خلال 45 يوماً من انتهاء السنة المالية، وتقرير نصف سنوي مقارن، ونشر هذا التقرير خلال مدة لا تتجاوز الشهر من تاريخ انتهاء تلك الفترة، وترك للهيئة حرية طلب تقارير ربع سنوية تحدد فيها ماهية المعلومات المطلوبة، وحدد القرار فترة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية لتقديم النتائج النهائية وحدد فيه خمس فقرات أساسية هي: كلمة رئيس مجلس الإدارة، وتقرير مجلس الإدارة، والبيانات المالية المقارنة للشركة مدققة من مراجع الحسابات وتشمل: الميزانية العمومية – قائمة الدخل – قائمة التدفق النقدي – بيان التغيرات في حقوق المساهمين – الإيضاحات حول البيانات المالية، إضافة إلى تقرير مفتشي الحسابات حول البيانات المالية السنوية، وأخيراً إقرار من مجلس إدارة الشركة بعدم وجود أمور جوهرية قد تؤثر على استمرارية الشركة خلال العام التالي، وبمسؤوليته عن إعداد البيانات المالية وإقرار بصحة ودقة واكتمال البيانات في التقرير، ومن التقارير الهامة التي طالب بها القرار الإفصاح عن أي أمور هامة وجوهرية طارئة مثل قرارات مجلس الإدارة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية للمنشأة أو أي خسائر مفاجئة أو توزيع للأرباح وغير ذلك.

ثالثاً: نظام إصدار وطرح الأوراق المالية (قرار رقم / 3945 / بتاريخ 2006/06/28)¹

حدد هذا النظام الحالات التي يجب الموافقة عليها من قبل الهيئة على الإصدار وذلك للطرح الأولي للأسهم أو لزيادة رأس المال، وذلك بالتقدم للهيئة بجميع الأوراق المطلوبة مع نشرة الإصدار وما تتضمنه من معلومات محددة في هذا القرار فإذا رأت الهيئة توافر جميع مقومات الصحة التي تم الموافقة عليها ليتم طرح الأوراق المالية بإعلان موافق عليه أيضاً ويحتوي على جميع البنود المحددة وقبل أسبوع على الأقل من الاكتتاب لدى المصارف المحددة.

رابعاً: أحداث سوق دمشق للأوراق المالية²

أحدث المرسوم التشريعي /55/ لعام 2006 سوق دمشق للأوراق المالية والتي تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وهي ترتبط بالهيئة وتعمل تحت إشرافها، وتهدف هذه السوق إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعادل للأوراق المالية.

⁽¹⁾ طجها، محمد أمين، مرجع سابق ذكره، ص 89

⁽²⁾ المرجع السابق ، ص 89

وقد صدر عن السوق نظام قواعد وشروط الإدراج بالقرار رقم /190/ بتاريخ 2008/11/25 والذي تضمن إجراءات الإدراج لكل نوع من الأوراق المالية السورية وغير السورية سواء في السوق النظامية أو الموازية.

وافتتحت السوق بتاريخ 2009/03/10 بست شركات مدرجة وأربع شركات وساطة وتتنوع هذه الشركات بين مصارف وشركات التأمين واتصالات وشركات سياحية واستثمارية.

ثانياً: الإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية :

أولاً¹ : تسعير الإصدار الأولي وأهمية التقييم في بيئة الأعمال السورية ودول الخليج²

على الرغم من كون طريقة تسعير الإصدارات الأولية حسب قيمتها السوقية عن طريق تقدير الطلب عليها قبل بيعها هي المتبعة بشكل عام في أسواق الأسهم العالمية، غير أن طريقة التسعير هذه لم يتم اعتمادها بعد في أسواق الأوراق المالية لدول المنطقة باستثناء سوق الأسهم السعودي وسوق الأسهم المصري وبورصة دبي المالية العالمية (DIFX)، وذلك للشركات التي لها سجل أرباح للسنوات الثلاث الأخيرة قبل إدراجها للأسهم، وما زالت الطريقة المتبعة في العديد من الأسواق والإصدارات (منها سورية) هي إصدار السهم بالقيمة الاسمية بالنسبة للمنشآت المؤسسة حديثاً.

يُطلب من إحدى شركات التدقيق أن تتحقق من قيمة موجودات المنشأة والتدفقات النقدية المتوقعة لها للوصول إلى السعر الملائم للأسهم قبل رفعها للجهات الرقابية على البورصة للموافقة عليها واعتمادها . وبهذه الطريقة يتم إدراج الأسهم الأولية بأسعار اسمية محددة (10 ريالات للسهم في قطر - 10 دراهم للسهم في الإمارات - دينار للسهم في البحرين - 500 ليرة للسهم في سورية) .

إن طريقة تسعير الإصدارات الأولية وفق طريقة التسعير الثابت تهدف إلى تشجيع عدد أكبر من صغار المستثمرين للاكتتاب في طرح العام والاستفادة من ارتفاع الأسهم عندما يبتدئ تداولها في السوق الثانوي، لتصل إلى المستوى الذي يعكس بالفعل القيمة السوقية للمنشأة بدلاً من القيمة المقدرة التي تم الإدراج عليها. ولا بد من الإشارة إلى أن طرح الأسهم بحسب قيمة المنشأة المقدرة بدلاً من قيمتها التي تحددها قوى العرض والطلب في السوق تعتبر مناسبة عندما تكون الإصدارات الأولية لشركات مبتدئة يصعب تحديد قيمة سوقية لها، حيث يتم احتساب القيمة الدفترية إذا كان هناك موجودات لهذه الشركات أو عن طريق التدفقات النقدية المتوقعة خاصة للشركات العاملة في قطاع الخدمات.

إن قيام الحكومات بتخصيص وطرح الأسهم على المكتتبين بالنسبة للمنشآت الحكومية يُنظر لها على أنها إحدى طرق إعادة توزيع الثروة على المواطنين، والهدف غير المعلن كان تحفيز مشاركة أكبر عدد من المكتتبين وإعطاءهم الفرصة للاستفادة من ارتفاع أسعار الأسهم عندما يبتدئ تداولها في السوق الثانوي. وأصبح واضحاً للجهات الرقابية على أسواق أسهم دول الخليج أهمية تغيير طريقة تسعير الإصدارات

¹ موقع سوق الإمارات للأوراق المالية

² تم إلقاء الضوء على دول الخليج كون سوقها أكثر حداثة فضلاً عن وجود حالات مماثلة لما مرت به دول الخليج من ارتفاع كبير في أسعار تداول أسهم الإصدار الأولي وارتفاع علاوة الإصدار في بيئة الأعمال السورية.

الأولية، إذ إن الطريقة المتبعة حالياً لا تشجع العديد من الشركات الخاصة للتحويل إلى شركات مساهمة عامة مدرجة، فهذه الشركات تطمح بأن تتم عملية الطرح العام الأولي لأسهمها بأسعار تعكس القيمة السوقية العادلة لهذه الأسهم، ومن وجهة نظر المنشأة المصدرة للأسهم فإن الوصول إلى القيمة السوقية هذه يمكن أن يتحقق عن طريق تحديد الطلب في السوق لأسهم هذه المنشأة بحسب الأسعار التقديرية لها، فمؤسسة الإصدار التي تدير عملية الطرح العام الأولي تقوم بعملية تقييم شاملة للمنشأة مستعملة عدة طرق للتقييم متعارف عليها للوصول إلى مدى محدد للأسعار *Price Range* تعكس قيمة هذه الأسهم، ثم تبدأ عملية تقدير الطلب ضمن المدى المحدد لسعر السهم أو ما يعرف *Book-Building*، ويطلب من المستثمرين المحتملين تحديد عدد الأسهم التي سيكتتبون بها بحسب السعر المفترض للسهم، وبعد تجميع كافة الطلبات والأسعار الموازية لها ضمن المدى الذي تم تحديده، يتم الوصول إلى السعر الذي يوازن بين العرض والطلب على أنه سعر الإدراج *Price Discovery*، وعليه تبدأ عملية الاكتتاب الفعلي. إن تراجع أسعار أسهم الشركات التي تم تسعير إصداراتها الأولية عن طريق تقدير الطلب عليها *Book-Building* وذلك بعدما ابتدأ تداولها في السوق الثانوي مثل أسهم شركة المملكة القابضة والتي طرحت 5% من أسهمها في السوق السعودي خلال شهر حزيران (يونيو) من عام 2007 وإصدارات الأسهم اللاحقة في بورصة دبي المالية العالمية (DIFX) والتي شملت شركة موانئ دبي العالمية، وشركة دبي، ما هو إلا دليل على أن المستثمرين وخاصة الأفراد منهم مازالوا غير متفهمين لديناميكية عملية تسعير الإصدارات الأولية عن طريق القيمة السوقية، والتي لا تترك الكثير من المجال لتحقيق قفزة كبيرة في الأسعار عندما يبدأ التداول في السوق الثانوي، فليس هناك طلب غير متحقق في السوق الأولي *Suppressed Demand* ليتحول إلى طلب فعلي عندما يبتدئ التداول في السوق الثانوي ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع كبير في الأسعار، وسوف يصبح العديد من الشركات خاصة العائلية منها، أكثر تقبلاً لفكرة التحويل إلى شركات مساهمة عامة مدرجة إذا ما تمت عملية تقييم أسهم هذه الشركات بحسب الطرق المتعارف عليها عالمياً، ولن يُطلب عندها من هيئات الرقابة على أسواق الأسهم الموافقة على تسعير الإصدارات الأولية، بل إن دورها الرقابي سيكون التأكد من أن ما تقوم به مؤسسة الإصدار التي تدير عملية الإصدار يتم بطريقة شفافة وحسب الأنظمة المعمول بها، ولنجاح عملية التحويل هذه لا بد من وجود قوانين منظمة لعملية التسعير الجديدة كما هي الحال في عدد من أسواق الأسهم العربية، وحملة توعية إعلامية موجهة لجمهور المستثمرين الأفراد توضح لهم الفرق بين إصدارات أولية مسعرة حسب القيمة السوقية للمنشأة المدرجة للأسهم وطريقة التسعير المتبعة حالياً.

وعلى سبيل المثال يُذكر مجموعة محمد المعجل¹ (منشأة رائدة في قطاع خدمات صناعات النفط والغاز) التي حددت سعراً لأسهمها في 2008/5/3 حيث هدفت الشركة من طرح عدد من أسهمها إلى تطوير نفسها من شركة عائلية إلى شركة مساهمة عامة تعود بالنفع على المستثمرين بالمملكة، كانت نسبة نمو أرباح الشركة 55% سنوياً في آخر 3 سنوات، كما أنها حققت 550 مليون ريال أرباح خلال عام 2007، وذلك من مبيعاتها التي بلغت ملياري ريال.

¹) www.Mubasher.info

قامت الشركة باستخدام طريقة بناء السعر لتحديد علاوة الإصدار وذلك باستدراج عروض من مؤسسات متخصصة في تقييم السهم وتحديد السعر العادل له.

قررت الشركة الحفاظ على 70٪ من أسهم الشركة، وطرح 30٪ للاكتتاب مع مرونة لزيادتها لـ 50٪ في حال زيادة الطلب من الأفراد.

وقد تم تحديد سعر بيع السهم بـ 70 ريال سعودي (10 ريال قيمة اسمية + 60 ريال علاوة إصدار) وتم تحديد حد أدنى للاكتتاب الأفراد 10 أسهم وبحد أقصى 500 ألف سهم.

إن تحديد علاوة إصدار للسهم تحتاج إلى دراسة وتقييم السهم فيما لو كان يستحق هذه العلاوة أم لا وهنا الخطورة التي يتعرض لها المستثمر في حال اتخاذ قرار خاطئ بالاستثمار فضلاً عن كون أن الاكتتاب قد سبق وقوع الأزمة المالية بفترة بسيطة، وقد مرت حالات مماثلة في سورية من حيث ارتفاع علاوة الإصدار، وهي شركة سيرتيل التي طرحت سبعة ملايين سهم بقيمة اسمية 25 ل.س للسهم وبعلاوة إصدار 350 ل.س للسهم، وشركة النماء التي بهدف زيادة رأسمالها طرحت أسهمها للاكتتاب العام بقيمة اسمية 100 ل.س وبعلاوة إصدار 545 ل.س ليصبح إجمالي سعر السهم المصدر 645 ل.س على الرغم من المديونية الكبيرة للشركة والتجاوزات المتعلقة بالأصول غير الملموسة عند إجراء أعمال التقييم.

تلخيصاً لما سبق، إن من الأهمية بمكان القيام بتقييم أسهم الإصدار الأولي للوصول إلى القيمة الحقيقية ذلك لكون سياسات التسعير المتبعة تتأثر بالعديد من الأمور مثل العرض و الطلب في حال اعتماد سياسة بناء السعر *Book building* أو الاعتماد فقط على القيمة الاسمية في حال اعتمادها في عملية التسعير ما يمكن من أن تحرف سعر السهم عن قيمته الحقيقية التي يحتاجها المستثمر لمقارنتها مع السعر واتخاذ القرار الاستثماري الصحيح.

وهناك نقطة هامة لا بد من الإشارة إليها وهي أنه في بعض الحالات من الممكن أن تكون للمنشأة المؤسسة حديثاً قيمة معنوية كبيرة سواء من حيث الاسم التجاري أو من حيث حصولها على براءة اختراع في مجال معين، هذا يفتح المجال لتقييم الأصول غير الملموسة ليس فقط بالنسبة للمنشآت التي لها سجل تشغيلي سابق بل أيضاً للمنشآت المنشأة حديثاً، وربما يكون ذلك أحد الأسباب التي تدفع المستثمرين لشراء أسهم هذه المنشآت التي غالباً ما تصدر بقيمتها الاسمية والمضاربة بها كون أن سعر السوق سيعكس وجود هذه القيمة غير المعترف بها كما هو الحال بالنسبة لبنك قطر الوطني – سورية والذي افتتح كفرع في سورية وهو على ارتباط بينك قطر الوطني.

ثانياً: الشركات التي قامت بالإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية¹:

التقرير التالي يبين الشركات التي قامت بالإصدار الأولي خلال السنوات القليلة الماضية التي رافقت نشوء هيئة سوق الأوراق المالية وافتتاح سوق دمشق للأوراق المالية وذلك منذ عام 2006.

رقم	اسم الشركة	رأس المال (مليون ليرة)	ملكية المؤسسين		المطروح على الاكتتاب العام		فترة الاكتتاب الأولى	نسبة التغطية	فترة الاكتتاب الثانية	نسبة التغطية النهائية	ملاحظات
			النسبة %	القيمة (مليون ليرة)	النسبة %	القيمة (مليون ليرة)					
1	بنك الشام	5	75.0	3 750	25 %	1 250 مليون	11/18 2006 إلى 2006/12/7	518 %	لا يوجد	-	سدد 50% من قيمة الأسهم والباقي على 3 سنوات
2	بنك سورية الدولي الإسلامي	5	49.0	2 450	51 %	2 550 مليون	2007-2-4 إلى 2007-3-4	336 %	لا يوجد	-	
3	الاتحاد التعاوني للتأمين	1	49.0	490	51 %	510 مليون	2007-6-2 إلى 2007-6-22	75 %	2007-6-23 إلى 2007-7-6 + 2007-7-7 إلى 2007-8-11	143.8 %	
4	العقيلة للتأمين التكافلي	2	49.0	980	51 %	1 020 مليون	2007-8-26 إلى 2007-9-27	70.51 %	شهر واحد حتى 2007-10-27	101 %	
5	ماس للتوزيع	175	49.0	85 750	51 %	89.250 مليون	2007-8-19 إلى 2007-9-1	296 %	لا يوجد		
6	مصرف فرنسبنك سورية	1750	64.0	1 120	36 %	630 مليون	2008-2-10 إلى 2008-3-13	235 %	لا يوجد		
7	بنك الأردن سورية	1500	66.3	994.5	33.68 %	505.2 مليون	2008-3-16 إلى 2008-4-15	100 %	لا يوجد		
8	إسمنت البادية	12,200	85.0	10 370	15 %	1 830 مليون	2008-7-3 إلى 2008-8-1	171 %	لا يوجد		

¹ ملخص الإصدارات، www.scfms.sy

9	بنك الشرق	2500	79.5	1 987.5	20.5 %	512.5 مليون	2008-10-7 إلى -10-29 2008	438 %			
10	الأدهم للمصارفة	250	30.0	75	70 %	175 مليون	2009-1-18 إلى 2009-2-6	100 %			
11	النور للتأمين التكافلي	1500	49.9	748.5	50.1 %	751.5 مليون	2009-1-18 إلى 2009-4-14	12.26 % بعد التمديد مرتين متتاليتين		صدر قرار رئاسة مجلس الوزراء بالعودة عن التأسيس	
12	بنك قطر الوطني - سورية	5000	66.0	3 300	34 %	1 700 مليون	2009-7-12 إلى 2009-8-10	267.98 %			
13	بنك البركة سورية	5000	65.0	3 250	35 %	1 750 مليون	2009-10-4 إلى 2009-11-4	428 %			
14	الشام للمصارفة	250	50.0	125	50 %	125 مليون	2010-5-4 إلى 2010-5-23	100.01 %			
15	المتحدة للمصارفة	250	55.0	137.5	45 %	112.5 مليون	2010 -6-6 إلى 2010-6-27				

الجدول رقم (1): الشركات التي قامت بالإصدار الأولي في بيئة الأعمال السورية بإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية

من الجدول السابق يمكننا تلخيص الشركات التي قامت بالإصدار الأولي وفق نوع النشاط باستثناء شركة النور للتأمين التكافلي وذلك لإلغاء التأسيس والجدير بالذكر أن شركة الأدهم للمصارفة وشركة النور للتأمين التكافلي قد قامت بأعمال الاكتتاب في نفس الوقت مما يشكل خطورة على بيع كافة الأسهم المعروضة للاكتتاب لتوزع طلب السوق على اكتتابين وبالتالي فشل عملية الاكتتاب :

نوع النشاط	التكرار	النسبة المئوية من اجمالي الاكتتابات
البنوك	7	50%
شركات التأمين	2	14%
شركات الصرافة	3	22%
الشركات الصناعية	1	7%
شركات التوزيع	1	7%
الإجمالي	14	100%

الجدول رقم (2): الشركات التي قامت بالإصدار الأولي وفق نوع النشاط

وبالتالي يُلاحظ أن المؤسسات المالية هي صاحبة النسبة الأكبر من بين الشركات التي قامت بالاكتتاب الأولي للأسهم حيث تبلغ نسبتها 86% بينما أخذت الشركات الصناعية (شركة واحدة فقط) نسبة 7% وشركات التوزيع (شركة واحدة فقط) 7%.

ثالثاً: أهمية تقييم أسهم الإصدار الأولى في بيئة الأعمال السورية:

يتم تسعير الاكتتابات الأولية كما يلي:

- بالنسبة للشركات المؤسسة حديثاً: تصدر بالقيمة الاسمية.
- بالنسبة للشركات القائمة المراد تحويلها إلى شركات مساهمة وطرح أسهمها للاكتتاب العام (لها سجل أرباح): يتم وفق المرسوم 61 تحديده وفق تقرير يقدم من جهة محاسبية سورية ذات خبرة أو شركة محاسبة دولية مسجلة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة معتمدة بموجب اللائحة الصادرة عن وزارة المالية لهذه الغاية يتضمن تقديراً فعلياً وحقيقياً لقيمة موجودات الشركة وبياناً بموجوداتها ومطالبها بتاريخ التحويل.

إن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية يعطي فرصة للمكتتبين الأوائل بالحصول على مكاسب جيدة خلال فترة بسيطة من إدراج هذه الأسهم في السوق، وهناك العديد من العوامل التي قد تدفع سعر هذا السهم إلى الارتفاع وبالتالي يتوجه المستثمر إلى شراء هذه الأسهم بغض النظر عن القيمة الحقيقية لها.

يبين الجدول التالي¹ التكرارات والنسب المئوية للعوامل التي قد تدفع المستثمر لشراء سهم الإصدار الأولى بصرف النظر عن القيمة الحقيقية له:

الرقم التسلسلي	العوامل التي قد تدفع المستثمر إلى شراء سهم الإصدار الأولى بغض النظر عن القيمة الحقيقية له	التكرارات					النسب المئوية %			
		موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق أبداً
1	سمعة المؤسسين الذين يديرون المنشأة	32	27	3	0	0	51.6%	43.5%	4.8%	0.0%
2	خبرة الإدارة العليا وسمعتها	25	32	6	0	0	40.3%	50.0%	9.7%	0.0%
3	اسم مؤسسة الإصدار وخبرتها في السوق	17	21	20	4	0	27.4%	33.9%	32.3%	6.5%
4	إذا كانت مؤسسة الإصدار تلتزم بشراء كافة الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها	7	17	21	14	3	11.3%	27.4%	33.9%	22.6%

¹ تم وصف العينة في (المبحث الثاني – الفصل الرابع) حيث يمثل هذا الجدول إجابات عينة الدراسة عن القسم الثاني من الاستبيان الموزع والمكون من تسعة أسئلة فرعية والمتعلق بالعوامل التي تدفع المستثمر إلى شراء أسهم الإصدار الأولى بغض النظر عن القيمة الحقيقية لها.

5	إذا كانت مؤسسة الإصدار تتعهد ببذل جهدها فقط في أعمال الاكتتاب دون ضمان شراء الأسهم غير المكتتب بها	2	15	27	14	4	3.2 %	24.2 %	43.5 %	22.6 %	6.5 %
6	إذا تم تحديد سعر إصدار ثابت كسعر للسهم	9	27	18	6	2	14.5 %	43.5 %	29.0 %	9.7 %	3.2 %
7	إذا تم تحديد السعر وفق طريقة بناء السعر التي تأخذ بالاعتبار العرض و الطلب على السهم	9	24	16	11	2	14.5 %	38.7 %	25.8 %	17.7 %	3.2 %
8	إذا كان السعر الذي تم تحديده أقل من القيمة المحددة وفق دراسات التقييم	14	30	9	8	1	22.6 %	48.4 %	14.5 %	12.9 %	1.6 %
9	ثقافة المستثمر وتوجهه نحو المضاربة والريح السريع بدلاً من الاستثمار	13	25	11	13	0	21.0 %	40.3 %	17.7 %	21.0 %	0.0 %

الجدول رقم (3): التكرارات و النسب المئوية للعوامل التي قد تدفع المستثمر لشراء سهم الإصدار الأولي بصرف النظر عن القيمة الحقيقية له.

والجدول التالي يبين الوسيط والانحراف المعياري للإجابات¹:

الرقم التسلسلي	العوامل التي قد تدفع المستثمر إلى شراء سهم الإصدار الأولي بغض النظر عن القيمة الحقيقية له	التحليل الوصفي	
		الانحراف المعياري	الوسط الحسابي
1	سمعة المؤسسين الذين يديرون المنشأة	0.59	4.47
2	خبرة الإدارة العليا وسمعتها	0.64	4.31
3	اسم مؤسسة الإصدار وخبرتها في السوق	0.91	3.82
4	إذا كانت مؤسسة الإصدار تلتزم بشراء كافة الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها	1.06	3.18
5	إذا كانت مؤسسة الإصدار تتعهد ببذل جهدها فقط في أعمال الاكتتاب دون ضمان شراء الأسهم غير المكتتب بها	0.93	2.95
6	إذا تم تحديد سعر إصدار ثابت كسعر للسهم	0.97	3.56

¹ متوسط مقياس ليكرت يساوي (3)

7	إذا تم تحديد السعر وفق طريقة بناء السعر التي تأخذ بالاعتبار العرض و الطلب على السهم	3.44	1.05
8	إذا كان السعر الذي تم تحديده أقل من القيمة المحددة وفق دراسات التقييم	3.77	1.00
9	ثقافة المستثمر وتوجهه نحو المضاربة والربح السريع بدلاً من الاستثمار	3.61	1.05

الجدول رقم (4): الوسيط والانحراف لإجابات العينة عن للعوامل التي قد تدفع المستثمر لشراء سهم الإصدار الأولي بصرف النظر عن القيمة الحقيقية له

يُلاحظ من التحليل الوصفي السابق بأن العوامل التالية تلعب دوراً في شراء المستثمر للأسهم بصرف النظر عن القيمة الحقيقية للسهم وهي كما يلي:

1. سمعة مؤسسين المنشأة
2. خبرة الإدارة العليا وسمعتها.
3. اسم مؤسسة الإصدار وخبرتها في السوق
4. إذا كانت مؤسسة الإصدار تلتزم بشراء كافة الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها
5. إذا تم تحديد سعر إصدار ثابت للسهم (القيمة الاسمية).
6. إذا تم تحديد السعر وفق طريقة بناء السعر التي تأخذ بالاعتبار العرض و الطلب على السهم.
7. إذا كان السعر الذي تم تحديده أقل من القيمة المحددة وفق دراسات التقييم
8. ثقافة المستثمر وتوجهه نحو المضاربة والربح السريع بدلاً من الاستثمار.

يُلاحظ مما سبق عدم إغارة المستثمرين أهمية لطريقة التسعير وذلك قد يعود لتقنتهم بأن استثمارهم بأسهم الإصدار الأولي سيعود عليهم بالعائد الذي يرغبون به مهما كانت طريقة التسعير المستخدمة، وذلك بسبب المضاربات التي تحصل بعد انتهاء الاكتتاب، أو لعدم معرفتهم بأثر طرق التسعير المتبعة على سعر التداول عند انتهاء الاكتتاب.

وضعت "هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية" بياناً هاماً للمستثمرين في الصفحة الثانية من كل نشرة إصدار توزع على المستثمرين تحت عنوان بيان هام للمستثمرين وهي كما يلي:

"حدد هذا البيان الهدف من النشرة وهو إطلاع المستثمر على كافة المعلومات التي تساعد على اتخاذ القرار المناسب حول الاستثمار أو عدمه في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب.

تشمل النشرة على جميع البيانات والمعلومات الهامة ولا تحتوي على أي معلومات مضللة ولم تحذف منها أي معلومات أساسية تؤثر سلباً أو إيجاباً على قرار المستثمر بخصوص استثماره في الأوراق المالية المطروحة من عدمه. إن الشركة المصدرة ممثلة في المؤسسين أو أعضاء مجلس إدارتها يتحملون مجتمعين أو منفردين المسؤولية الكاملة عن صحة وكفاية المعلومات الواردة في النشرة

ويؤكدون حسب علمهم واعتقادهم بأنه قد تم أخذ العناية الواجبة عند إعداد النشرة لضمان عدم وجود معلومات أخرى يؤدي حذفها إلى جعل المعلومات المذكورة بالنشرة مضللة.

هذا ويتعين على المستثمر أن يقرأ ويدرس بعناية ودقة نشرة الإصدار ليقرر فيما إذا كان من المناسب أن يستثمر في الأوراق المالية المطروحة، آخذاً بعين الاعتبار كل الحقائق المبينة في سياقها الصحيح، ويتعين على المستثمر أيضاً عدم اعتبار النشرة بمثابة توصية من الجهة المصدرة للأوراق المالية بشراء الأوراق المالية المطروحة بموجبها، حيث يتحمل كل مستثمر مسؤولية الحصول على ما يحتاج إليه من نصائح مهنية مستقلة عن الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب، وعن إجراء تقييمه المستقل للمعلومات والافتراضات التي تحتوي عليها النشرة، وذلك باستخدام التحليل والتوقعات التي يراها ضرورية في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب من عدمه. وتؤكد الشركة المصدرة أنه لم يتم تفويض أي شخص للدلاء بأية معلومات أو تقديم أية إفادة عنها ولا عن الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب من غير الأشخاص المذكورين في النشرة.

ولا تتحمل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية أية مسؤولية لعدم تضمين نشرة الإصدار أية معلومات أو بيانات ضرورية هامة، أو تضمينها معلومات أو بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة وإنما يكون ذلك من مسؤولية الجهة التي أعدتها".

كما يتم ذكر في كل نشرة إصدار عوامل المخاطرة المرتبطة بالمنشأة ، حيث يتوجب على كل مستثمر أن يدرس عوامل المخاطرة الواردة بعناية قبل اتخاذ أي قرار بالاستثمار في أسهم الاكتتاب.

يُلاحظ أن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية دفعت المستثمر لإجراء تقييمه المستقل للمعلومات والافتراضات التي تحتوي عليها النشرة وبالتالي لا بد للمستثمر من التوجه للجهات التي يراها ذات خبرة لإجراء أعمال التقييم اللازمة للسهم المعروض للاكتتاب وسعره وذلك لنصحه بشراء أو عدم شراء السهم.

وعلى الرغم من أن القسم الأكبر من الإصدارات التي تمت في بيئة الأعمال السورية كانت لمنشآت حديثة (ليس لها نشاط تشغيلي سابق) إلا أن ذلك لا يقي من الأزمات التي تظهر عند انتهاء الاكتتاب والبدء بأعمال التداول لهذه الأسهم فقد يرتفع سعر السهم بشكل يتجاوز القيمة الحقيقية بشكل جوهري وتصبح حركة ارتفاعه مقارنة بما يحققه من مكاسب مرتفعة جداً، أو يتجه للانخفاض بشكل كبير نتيجة أن القيمة التي توقع المستثمر الحصول عليها عند الإدراج منخفضة مقارنة مع غيرها من الأسهم أو مقارنة مع ما يتوقعه مما قد يؤدي إلى زيادة عرض هذه الأسهم، وبالتالي انخفاض سعر السهم إلى ما دون القيمة الاسمية بشكل كبير.

وقد قامت العديد من أسواق دول الخليج والأسواق العالمية بتبني طريقة بناء السعر في تسعير أسهم الإصدار الأولي بدلاً من طريقة القيمة الثابتة وذلك لعكس عامل العرض و الطلب على السهم عند الاكتتاب بدلاً من تأجيل أثره حتى إدججه في السوق أو بدء بيعه في شركات الوساطة المالية قبل عملية الإدراج وذلك تقادياً لأثر المضاربة على هذه الأسهم.

وقد ظهرت بعض أشكال المضاربة في أسهم الاكتتاب الأولي للحصول على المكاسب السريعة بعد انتهاء الاكتتاب في بيئة الاعمال السورية، فعلى سبيل المثال قام بنك البركة بطرح الأسهم بالقيمة الاسمية وبعد انتهاء أعمال الاكتتاب وصل سعر السهم في أعمال البيع والشراء إلى ما يقارب ثلاثة أضعاف السعر على الرغم من أن البنك لم يكن قد افتتح نشاطه بعد¹.

أضف إلى ذلك أن نشرة الإصدار والتي حددت فترة الاكتتاب من تاريخ 2009/10/4 وحتى 2009/11/4 قد تضمنت قيمة رأس المال وقدره 5 مليارات ليرة سورية يُدفع نصفها عند الاكتتاب ونصفها الآخر يسدد حتى عام 2013 كما بينت ذلك قائمة التدفقات النقدية، وعلى الرغم من كون القانون رقم 3 القاضي بزيادة الحد الأدنى لرأسمال البنوك التجارية إلى 10 مليار والإسلامية إلى 15 مليار كان في طور النقاش وقد تم إقراره بمجلس الشعب بتاريخ 2009-12-30، فقد كان من الأولى أخذ مشروع القانون هذا بعين الاعتبار وتنبيه المستثمرين إلى أنه في حال صدور القانون فإن ذلك سيضطرهم إلى دفع ثلاثة أضعاف المبلغ الذي يريدون استثماره خلال فترة لا تتجاوز ثلاث سنوات، وعلى الرغم من إدراك بعض المستثمرين لذلك عند الاكتتاب إلا أن العديد منهم لم يكن على دراية بإمكانية صدور هذا القانون مما قد يؤدي إلى عدم قدرتهم على سداد ما يستحق عليهم في المستقبل.

وفيما يلي دراسة لكل من "بنك سورية الدولي الإسلامي" و"بنك قطر الوطني-سورية" غايتها إبراز أهمية دراسات التقييم والإشارة إلى أن المشاكل التي عانت منها كثيراً الأسواق المالية العالمية والأسواق المالية في المنطقة العربية وخصوصاً دول الخليج قد بدأت بالظهور في سوق دمشق للأوراق المالية، وقد تم أخذ البنوك كعينة لكونها تمثل 50% من المنشآت التي قامت بالإصدار الأولي للأسهم.

¹ تم الحصول على هذه المعلومة عن طريق المقابلات التي تمت مع بعض المستثمرين المكتتبين في أسهم البركة

ملخص عن بنك سورية الدولي الإسلامي وبنك قطر الوطني – سورية²:

اسم الشركة	بنك سورية الدولي الإسلامي
الرمز	SIIB
السوق	موازي-أ
الجنسية	سورية
القطاع الفرعي	خدمات مصرفية
تاريخ التأسيس	2007/4/9
تاريخ العمل	2007/09/15
رقم السجل التجاري	14886
رأس المال ¹	5,000,000,000
رأس المال المصرح به	5,000,000,000
رأس المال المدفوع	5,000,000,000
القيمة الاسمية	500
عدد الأوراق المالية	10,000,000
تاريخ الحالة	2009/5/7

اسم الشركة	بنك قطر الوطني- سورية
الرمز	QNBS
السوق	موازي-ب
الجنسية	سورية
القطاع الفرعي	بنوك
تاريخ التأسيس	2009/09/30
تاريخ العمل	2009/11/15
رقم السجل التجاري	15961
رأس المال ³	5,000,000,000
رأس المال المصرح به	5,000,000,000
رأس المال المدفوع	5,000,000,000
القيمة الاسمية	500
عدد الأوراق المالية	10,000,000
تاريخ الحالة	2010/4/8

¹ رأس المال المطلوب بعد صدور القانون رقم 3 هو 15 مليار كحد أدنى يتم إكماله خلال ثلاث سنوات

²) http://www.dse.sy/user/?page=issuers_company_show&id=60&search

³ رأس المال المطلوب بعد صدور القانون رقم 3 هو 10 مليار كحد أدنى يتم إكماله خلال ثلاث سنوات، ولكن قررت إدارة البنك أن ترفع رأس المال إلى 15 مليار ليرة سورية

بنك سورية الدولي الإسلامي: ¹

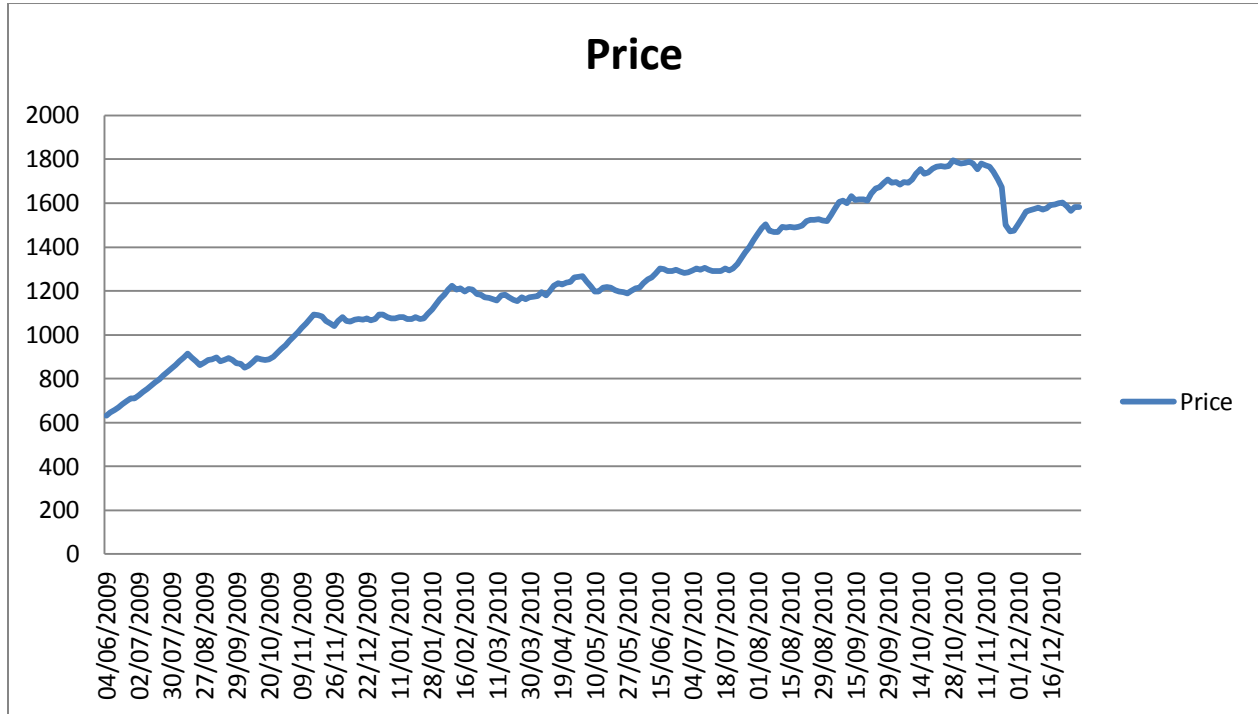
دخل بنك سورية الدولي الإسلامي السوق الموازي بتاريخ 2009/5/7 حيث أظهرت البيانات المالية المنشورة حصة العائد للسهم من صافي الربح كما يلي:

30-06-2010	31-12-2009	30-6-2009	31-12-2008	البيان
29.51	26.72	19.12	13.47	العائد الأساسي للسهم من صافي الربح
10.44 %	69.30 %	41.95 %	-	نسبة الزيادة في العائد مقارنة بالفترة السابقة
500	500	500	500	قيمة السهم الاسمية
5.90 %	5.34 %	3.82 %	2.69 %	نسبة العائد إلى قيمة السهم الاسمية

الجدول رقم (5): مقارنة بين العائد وقيمة السهم الاسمية لبنك سورية الدولي الإسلامي

والجدير بالذكر أنه قد تم تحديد سعر مرجعي استكشافي لبنك سورية الدولي الإسلامي بـ 550 ل.س في أول يوم، ولم يتم تطبيق الحدود السعرية 2٪ صعوداً أو هبوطاً في هذا اليوم، ففي أول جلسة تداول كما حدث مع الشركات التي تم إدراجها سابقاً تكون الحدود السعرية في الحد الأقصى 15٪.

ومن المعلومات المتوفرة عن أسعار التداول لبنك سورية الدولي الإسلامي يعرض المخطط البياني التالي أسعار التداول لسهم البنك:



الشكل رقم (3): مخطط بياني لأسعار التداول لسهم سورية الدولي الإسلامي

¹ المبالغ المدرجة بالليرة السورية

يُلاحظ وجود زيادة مستمرة على سعر التداول وذلك نتيجة الطلب المستمر على السهم (علماً أن الهيئة وضعت قانون بأن لا يزيد سعر السهم في اليوم أكثر من 2٪ ولا ينقص أقل من 2٪ ولو كانت هذه السياسة غير موجودة لحدثت ارتفاعات سريعة وكبيرة في الأيام القليلة الأولى التالية للإدراج) مع العلم أن القيمة الدفترية للسهم في نهاية عام 2009 تقارب 518 ل.س و 546 ل.س في نهاية 2010.

يبين الجدول التالي سعر التداول ونسبته بالنسبة للقيمة الاسمية (تكلفة الاستثمار)¹:

30-06-2010	31-12-2009	30-6-2009	31-12-2008	البيان
500	500	500	500	قيمة السهم الاسمية
1282.07	1091.73	710.5	-	سعر التداول
17.43 %	53.66 %	-	-	نسبة الزيادة في سعر التداول مقارنة بالفترة السابقة
256.41 %	218.35 %	142.10 %	-	نسبة سعر التداول إلى القيمة الاسمية

الجدول رقم (6): مقارنة بين سعر التداول وقيمة السهم الاسمية لبنك سورية الدولي الإسلامي

يُلاحظ أن العائد خلال الفترة السابقة لم يتجاوز 6٪ من قيمة السهم الاسمية بينما وصل سعر التداول إلى نحو 156٪ زيادة على القيمة الاسمية ، كما في 2010-06-30 واستمر في الارتفاع ليصل في 2010-12-31 إلى سعر 1,581 ل.س للسهم (ثلاثة أضعاف القيمة الاسمية)، هذا الفارق الكبير بين سعري التداول والقيمة الاسمية أو حتى القيمة الدفترية يدل على أن المستثمرين يتوقعون عوائد مستقبلية تتجاوز تكلفة الاستثمار مما يزيد من الطلب على هذه الأسهم وبالتالي زيادة سعر التداول.

وهنا تأتي أهمية دراسة قيمة السهم لمعرفة هل هذا الارتفاع في سعر التداول وتجاوزه الكبير لتكلفة الاستثمار (القيمة الاسمية) يعود فعلاً لقيمة السهم الحقيقية وقدرته على تحقيق عوائد في المستقبل أم أن هذه الزيادة جاءت نتيجة المضاربة وأن قيمة السهم الحقيقية أدنى من ذلك.

¹ تمت المقارنة بالاعتماد على القيمة الاسمية لكونها تكلفة الاستثمار بالنسبة للمكتتبين بأسهم الإصدار الأولي

بنك قطر الوطني- سورية: ¹

تأسس "بنك قطر الوطني-سورية" في 30-09-2009 ودخل السوق الموازي بتاريخ 2010/4/8 حيث أظهرت البيانات المالية المنشورة حصة العائد الأساسي للسهم من نتيجة الأعمال كما يلي:

البيان	31-12-2009	31-03-2010	30-06-2010
العائد الأساسي للسهم من صافي نتيجة الأعمال	-113.08	-2.48	-2.68
نسبة الزيادة في العائد مقارنة مع الفترة السابقة		97.81 %	-8.06 %
قيمة السهم الاسمية	500	500	500
نسبة العائد إلى قيمة السهم الاسمية	-22.62 %	-0.57 %	-0.54 %

الجدول رقم (7): مقارنة بين العائد وقيمة السهم الاسمية لبنك قطر الوطني - سورية

والجدير بالذكر أنه قد تم تحديد سعر مرجعي استكشافي لسعر سهم البنك بـ 541.5 ليرة سورية وطبقت عليه الحدود السعرية المعتمدة وفقاً للقرارات الصادرة عن مجلس إدارة السوق والمحددة بـ (+2.0٪، -2.0٪) من سعر السهم في اليوم.

ومن المعلومات المتوفرة عن أسعار التداول لبنك قطر الوطني - سورية يعرض المخطط البياني التالي أسعار التداول لسهم البنك:



الشكل رقم (4): مخطط بياني لأسعار التداول لسهم بنك قطر الوطني - سورية

¹ المبالغ المدرجة بالليرة السورية

يلاحظ وجود زيادة مستمرة على سعر التداول وذلك نتيجة الطلب المستمر على السهم (علماً أن الهيئة أصدرت قانوناً بأن لا يزيد سعر السهم في اليوم أكثر من 2٪ ولا ينقص أقل من 2٪ ولو كانت هذه السياسة غير موجودة لحدث ارتفاعات سريعة وكبيرة في الأيام القليلة الأولى التالية للإدراج) مع العلم أن القيمة الدفترية للسهم في نهاية عام 2009 تقارب 471 ل.س و 484 ل.س في نهاية 2010.

والجدول التالي يبين سعر التداول ونسبته بالنسبة للقيمة الاسمية (تكلفة الاستثمار)¹:

30-06-2010	31-03-2010	31-12-2009	البيان
500	500	500	قيمة السهم الاسمية
830	غير متوفرة	غير متوفرة	سعر التداول
166.00 %	-	-	نسبة سعر التداول إلى القيمة الاسمية

الجدول رقم (8): مقارنة بين القيمة الإسمية وسعر التداول لسهم بنك قطر الوطني - سورية

يُلاحظ أن سعر التداول استمر بالارتفاع على الرغم من كون نتيجة الأعمال خاسرة (كون البنك مازال في سنة التشغيل الأولى) وأصبح السعر يزيد عن القيمة الاسمية (تكلفة الاستثمار) بمقدار 66٪ منها في 30-6-2010 وظل سعر التداول يرتفع حتى وصل في 2010/11/03 إلى 1,649 ل.س للسهم أي بزيادة تتجاوز 230٪ من القيمة الاسمية قبل أن يعود ليهبط بتاريخ 2010/11/14 نتيجة الإجراءات المتعلقة بزيادة رأس المال.

إن انخفاض العائد وتأرجحه مع انخفاض القيمة الدفترية لم يؤخذ بالاعتبار في حركة الأسعار مما يشكل خطراً على المستثمر في حال عدم تقييمه للأسهم وفق طرق التقييم.

المثالان السابقان يبرزان أهمية أعمال التقييم لأسهم الإصدار الأولى في بيئة الأعمال السورية، إذ على الرغم من كون النشاط التشغيلي للمنشأة في مراحله الأولى أو أن المنشأة لم تبدأ بعد نشاطها التشغيلي إلا أن تداول أسهمها بعد انتهاء الاكتتاب عليه يؤدي إلى تضاعف السعر مقارنة مع القيمة الاسمية.

يبرز العرض السابق أهمية دراسات التقييم، والإشارة إلى أن المشاكل التي عانت منها كثيراً الأسواق المالية العالمية والأسواق المالية في المنطقة العربية وخصوصاً دول الخليج قد بدأت بالظهور في سوق دمشق للأوراق المالية ومازال هذا الأثر طفيفاً وغير ظاهر لحدثة السوق والعدد القليل للشركات التي تقوم بالإصدار الأولى نتيجة عدم توجه الشركات العائلية بالتحول لشركات مساهمة على الرغم من إصدار المرسوم 61 الذي شجع على ذلك.

¹ تمت المقارنة بالاعتماد على القيمة الاسمية لكونها تكلفة الاستثمار بالنسبة للمكتتبين بأسهم الإصدار الأولى

المبحث الثاني: عينة الدراسة ووصفها

يتناول هذا المبحث دراسة العينة الإحصائية والتحليل الوصفي لها، وقد استُخدِم أسلوب الاستبيان لجمع البيانات لتحقيق هذا الغرض، وتم تحكيم الاستبيان بعرضه على عدد من المختصين، وقد تم استخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS لتحليل البيانات إحصائياً.

وقد تم تقسيم الاستبيان إلى أربعة أقسام:

1. القسم الأول: موجه لاختبار أهمية العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.
2. القسم الثاني: موجه لمعرفة العوامل التي قد تدفع المستثمر لشراء سهم الإصدار الأولي بغض النظر عن القيمة الحقيقية له (عُرِضت نتائج هذا القسم في المبحث الأول من الفصل الرابع).
3. القسم الثالث: موجه لمعرفة مدى ملاءمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
4. القسم الرابع: موجه لمعرفة أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع طرق التقييم الأخرى الشائعة.

ويتفرع من كل قسم عدد من الأسئلة والبنود التي ستشكل الأساس الذي سيتم عليه التحليل الإحصائي لفروض البحث.

جُمِعت بيانات هذه الدراسة من مصدرين أساسيين وهما:

المصادر الثانوية: تحليل الأدبيات والدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث بما يوضح مفاهيم وفقرات البحث، بالإضافة إلى القوانين والتشريعات التي تخص هذا البحث.

المصادر الأولية: استُخدِم أسلوب الاستبيان لجمع البيانات الأولية نظراً لما يتمتع به هذا الأسلوب من مميزات من حيث الفترة الزمنية التي تجمع بها البيانات، وإمكانية الوصول إلى الأشخاص المراد أخذ آرائهم وإشراكهم في عينة البحث.

- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من المحاسبين القانونيين والمدراء الماليين والمستشارين الماليين والعاملين في هيئة الأوراق والأسواق المالية ومدرسين (اختصاص محاسبة – تمويل) في الجامعات والمعاهد كتمثيل لمجتمع مالي سوري، ولذلك تم توزيع الاستبيان على عينة من فئات متعددة من المجتمع المالي السوري لتبنى عليها نتائج الدراسة الإحصائية وتعتبر صعوبة تحديد المجتمع الإحصائي إحدى محددات الدراسة الإحصائية ونتائجها في دراسات تقييم الأسهم.

يبين الجدول التالي عدد الاستبانات المستردة وال قابلة للتحليل الإحصائي:

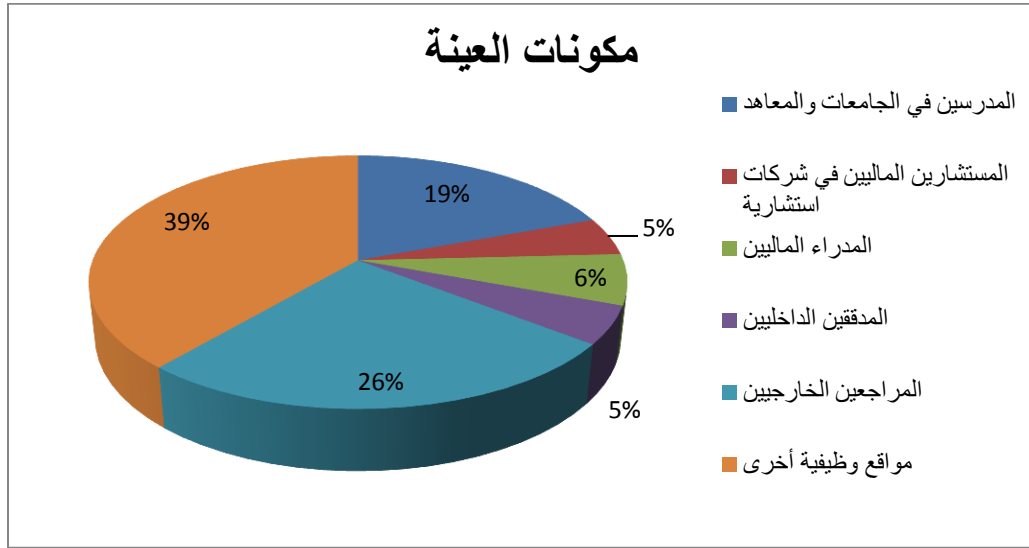
عدد الاستبانات الموزعة	عدد الاستبانات المستردة	نسبة الاسترداد	عدد الاستبانات القابلة للتحليل	نسبة الاستبانات القابلة للتحليل إلى الاستبانات المستردة
135	83	61 %	62	75 %

جدول رقم (9): الاستبانات الموزعة والمستردة وال قابلة للتحليل والنسب المئوية لها

ويبين الجدول التالي توزيع العينة وفق الموقع الوظيفي¹ كما يلي:

الموقع الوظيفي	التكرارات	النسبة المئوية
المستشارون الماليون بشركات استشارية	3	4.84 %
المدراء الماليون	4	6.45 %
المراجعون الخارجيون	16	25.81 %
المدققين الداخليين	3	4.84 %
المدرسون في الجامعات والمعاهد	12	19.35 %
مواقع وظيفية أخرى	24	38.71 %
الإجمالي	62	100 %

الجدول رقم (10): توزيع عينة البحث وفق الموقع الوظيفي



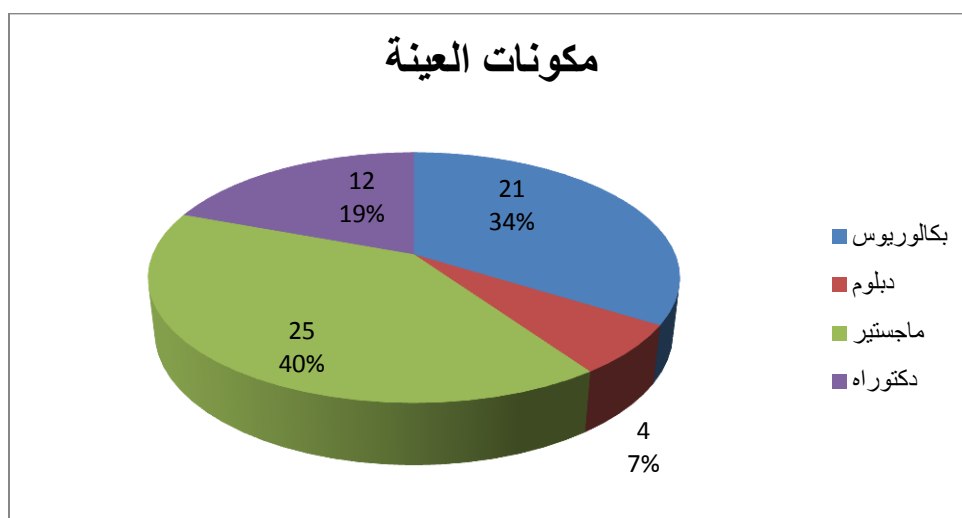
الشكل رقم (5): مكونات العينة الإحصائية موزعة وفق الموقع الوظيفي

¹ ملاحظة: يتضمن بند المواقع الوظيفية الأخرى 9 استبانات (نسبة 37.5%) تم الحصول عليها من موظفين من ذوي الاختصاص في "هيئة الأوراق والأسواق المالية"، و 15 استبانة أخرى (نسبة 62.5%) تم الحصول عليها من موظفين من ذوي الاختصاص في المؤسسات المالية من بنوك وشركات تأمين، بمجموع كلي 24.

أما توزيع العينة القابلة للتحليل وفق المؤهل العلمي الأعلى فهي كما يلي:

النسبة المئوية	التكرارات	المؤهل العلمي
33.87 %	21	بكالوريوس
6.45 %	4	دبلوم
40.32 %	25	ماجستير
19.35 %	12	دكتوراه
100 %	62	الإجمالي

الجدول رقم (11): توزيع عينة البحث وفق المؤهل العلمي



الشكل رقم (6): مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق المؤهل العلمي

يُلاحظ أن أغلبية العينة هم شريحة حملة شهادة الماجستير (تمثل النسبة الأكبر)، تليها شريحة حملة شهادة البكالوريوس (حوالي ثلث العينة)، ثم تليها شريحة حملة شهادة الدكتوراه (نحو خمس العينة المدروسة) مما يعطي مصداقية أكبر لنتائج الدراسة لكونها تبني على آراء أفراد لديها تأهيل أكاديمي عالٍ.

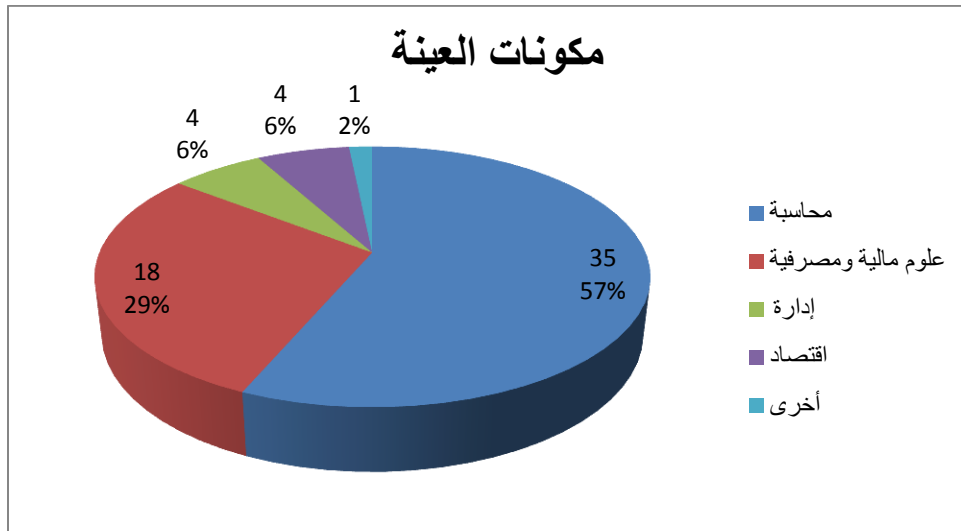
أما توزع العينة القابلة للتحليل وفق التخصص العلمي، فهي كما يلي:

النسبة المئوية	التكرارات	التخصص العلمي
56.45 %	35	محاسبة
29.03 %	18	علوم مالية ومصرفية
6.45 %	4	إدارة
6.45 %	4	اقتصاد
1.61 %	1	أخرى ¹
100 %	62	الإجمالي

الجدول رقم (12) : توزيع عينة البحث وفق التخصص العلمي

يُلاحظ أن معظم أفراد العينة المدروسة هم شريحة المختصين في المحاسبة وبنسبة تتجاوز نصف العينة المدروسة تليها شريحة المختصين في العلوم المالية والمصرفية بما يقارب ثلث العينة.

هذه المشاهدات تعطي أيضاً موثوقية أكبر لنتائج البحث لأن نتائج الدراسة الناتجة عن تحليل الاستبانات ناجمة عن آراء أصحاب الاختصاص الأقرب لأعمال التقييم والأقرب لممارسة أنشطة التقييم وتداول الأسهم ومتابعتها مقارنة مع أصحاب الاختصاصات الأخرى.



الشكل رقم (7): مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق التخصص العلمي

بالإضافة إلى وجود عدد من أفراد العينة يحملون شهادات مهنية بجانب اختصاصهم العلمي مثل:

محاسب إداري معتمد (CMA) - محاسب قانوني سوري معتمد (SCPA) - محاسب قانوني عربي معتمد (ACPA) - مراجع داخلي معتمد (CIA) - محاسب قانوني أمريكي معتمد (CPA).

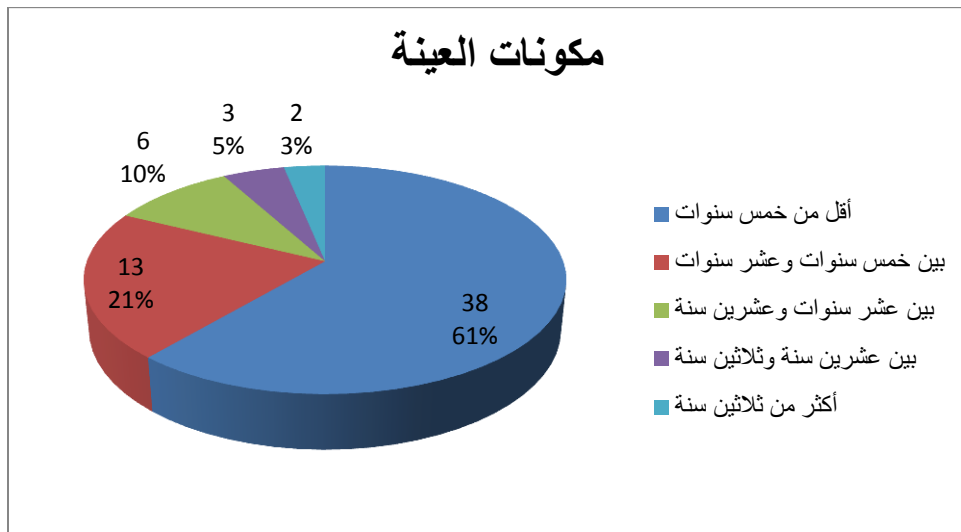
¹ لم يحدد نوع الاختصاص في احد الاستبيانات.

أما توزيع العينة القابلة للتحليل وفق فترة الخبرة، فهي كما يلي:

فترة الخبرة	التكرارات	النسبة المئوية
أقل من خمس سنوات	38	61.29 %
بين خمس سنوات وعشر سنوات	13	20.97 %
بين عشر سنوات وعشرين سنة	6	9.68 %
بين عشرين سنة وثلاثين سنة	3	4.84 %
أكثر من ثلاثين سنة	2	3.23 %
الإجمالي	62	100.00 %

الجدول رقم (13): توزيع عينة البحث وفق عدد سنوات الخبرة

يُلاحظ من الجدول السابق أن أغلبية العينة المدروسة هي من فئة أقل من خمس سنوات أما ما يقارب خمس العينة فهي من فئة أصحاب الخبرة المتراوحة بين الخمس سنوات والعشر سنوات. فالخبرة للعينة المدروسة مقبولة ويمكن الاعتماد عليها للوصول إلى نتائج الدراسة.



الشكل رقم (8): مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق عدد سنوات الخبرة

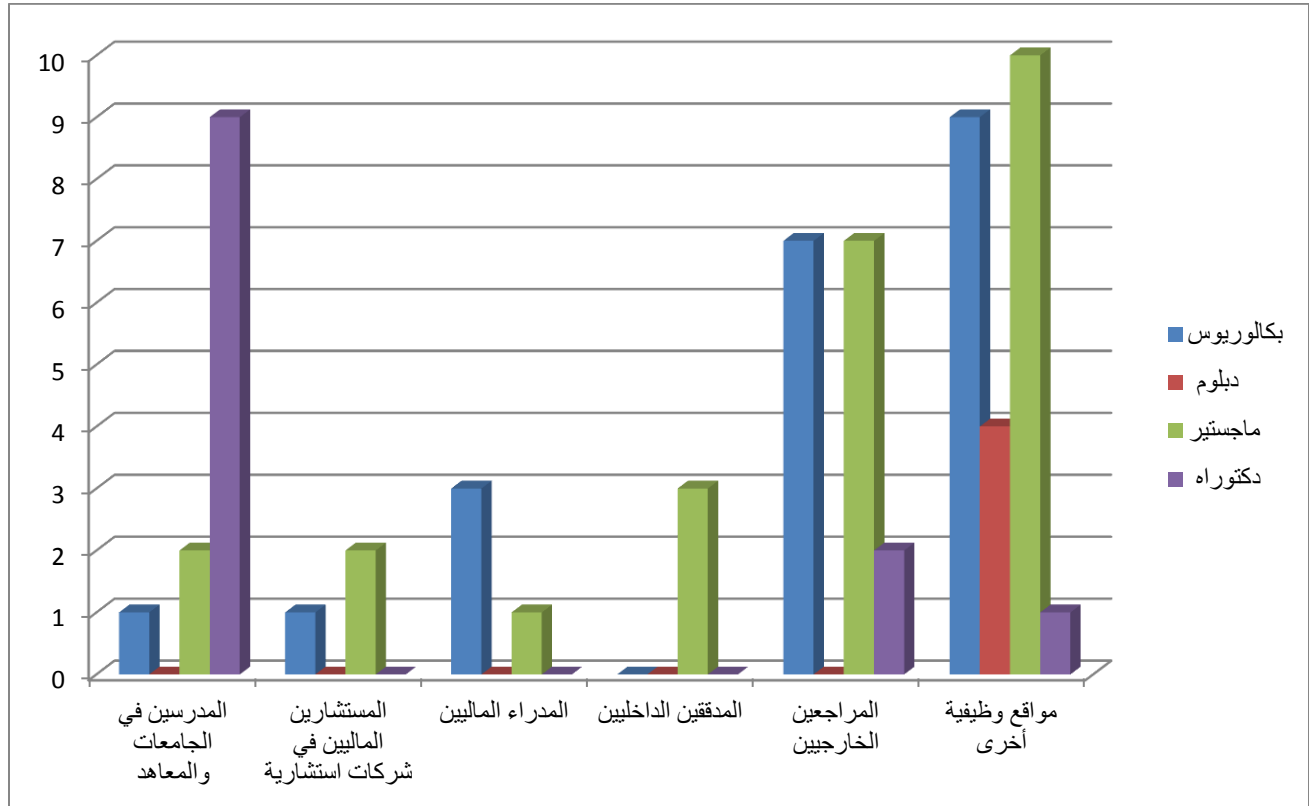
- وصف عينة الدراسة باستخدام *Cross tabulation*:

يهدف هذا الأسلوب الوصفي إلى مقاطعة أكثر من صفة لعينة البحث محل الدراسة بغية الوصول إلى فهم أوسع لصفات العينة.

➤ عند إجراء تقاطع بين الموقع الوظيفي والتخصص العلمي يمكن مشاهدة النتائج التالية:

المؤهل العلمي					الموقع الوظيفي
الإجمالي	دكتوراه	ماجستير	دبلوم	بكالوريوس	
12	9	2	-	1	المدرسون في الجامعات والمعاهد
3	0	2	-	1	المستشارون الماليون في شركات استشارية
4	0	1	-	3	المدراء الماليون
3	0	3	-	0	المدققون الداخليون
16	2	7	-	7	المراجعون الخارجيون
24	1	10	4	9	مواقع وظيفية أخرى
62	12	25	4	21	الإجمالي

الجدول رقم (14): توزيع عينة البحث وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع المؤهل العلمي

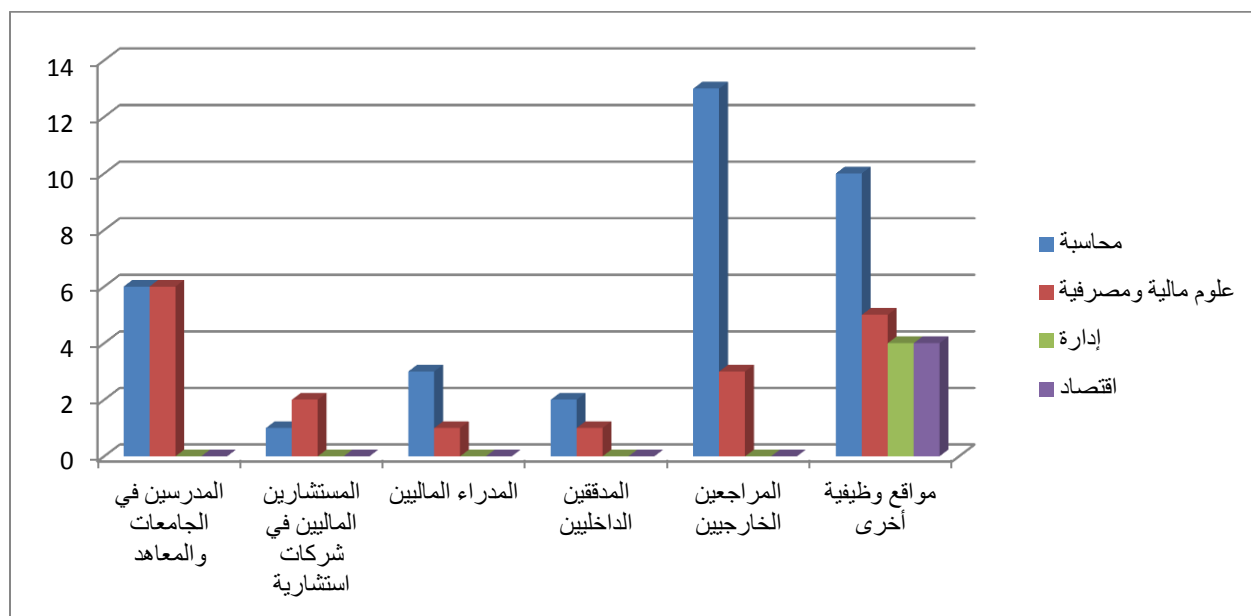


الشكل رقم (9): مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع المؤهل العلمي

➤ أما عند إجراء تقاطع بين الموقع الوظيفي والتخصص العلمي فيمكن مشاهدة النتائج التالية التي يظهرها الجدول التالي:

الموقع الوظيفي	التخصص العلمي				
	محاسبة	علوم مالية ومصرفية	إدارة	اقتصاد	أخرى
المدرسون في الجامعات والمعاهد	6	6	-	-	-
المستشارون الماليون بشركات استشارية	1	2	-	-	-
المدراء الماليون	3	1	-	-	-
المدققون الداخليون	2	1	-	-	-
المراجعون الخارجيون	13	3	-	-	-
مواقع وظيفية أخرى	10	5	4	4	1
الإجمالي	35	18	4	4	1

الجدول رقم (15): توزيع عينة البحث وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع التخصص العلمي.

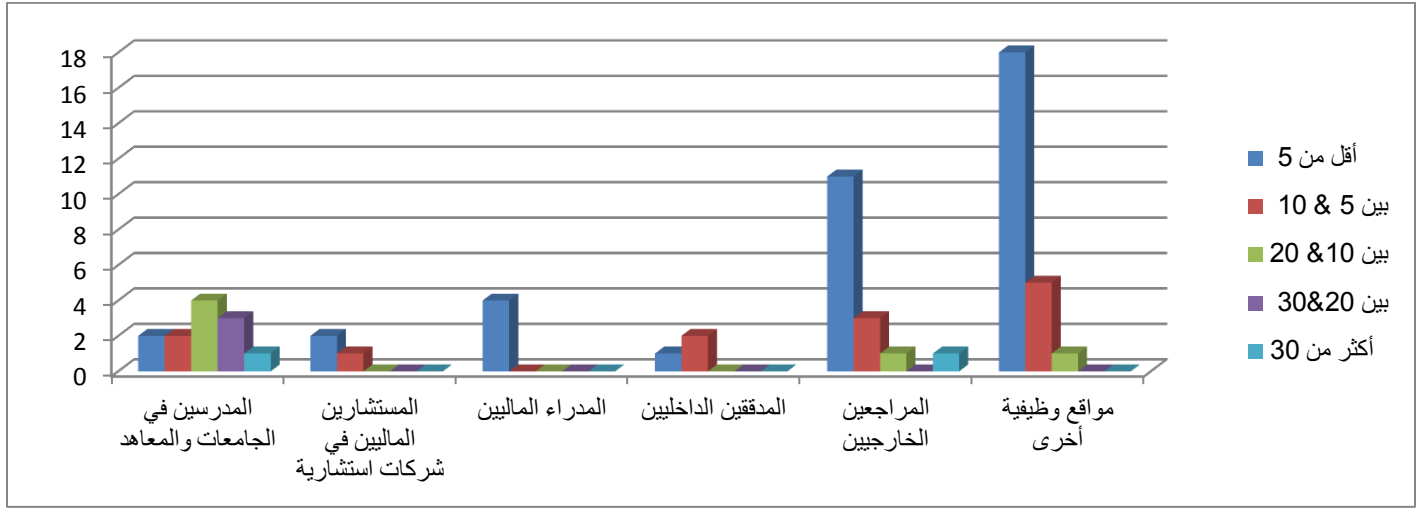


الشكل رقم (10): مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع التخصص العلمي

➤ عند إجراء التقاطع بين الموقع الوظيفي وعدد سنوات الخبرة يمكن مشاهدة النتائج التالية:

الموقع الوظيفي	عدد سنوات الخبرة					الإجمالي
	أقل من 5	5 - 10	10 - 20	20 - 30	أكثر من 30	
المدرسون في الجامعات والمعاهد	2	2	4	3	1	12
المستشارون الماليون بشركات استشارية	2	1	-	-	-	3
المدراء الماليون	4	-	-	-	-	4
المدققون الداخليون	1	2	-	-	-	3
المراجعون الخارجيون	11	3	1	-	1	16
مواقع وظيفية أخرى	18	5	1	-	-	24
الإجمالي	38	13	6	3	2	62

الجدول رقم (16) : توزيع عينة البحث وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع عدد سنوات الخبرة



الشكل رقم (11): مكونات العينة الاحصائية موزعة وفق تقاطع الموقع الوظيفي مع عدد سنوات الخبرة.

المبحث الثالث: اختبار الفروض ومناقشة النتائج وتحليلها

لتحقيق أغراض البحث واختبار الفروض تم استخدام مقياس ليكرت حيث تم إعطاء كل فئة من فئات إجابات الاستبيان المستخدم في عينة البحث قيمة متزايدة تصاعدياً وفقاً لدرجة الموافقة أو الأهمية وذلك على خمس درجات كما في الجدول التالي:

الإجابات	البند
موافق جداً - مهم جداً	5
موافق - مهم	4
محايد - معتدل الأهمية	3
غير موافق - قليل الأهمية	2
غير موافق أبداً - غير مهم	1

الجدول رقم (17): فئات الإجابات المستخدمة في الاستبيان.

وقد احتُسبت المتوسطات الحسابية والانحراف المعياري لكل بند من بنود الاستبيان، كما استُخدمت الدراسات الوصفية ودراسة الارتباط واختبار ANOVA لدراسة دلالة الفروق، وقد أخذت الدراسة النتائج بمستوى دلالة 5% أي ما يعادل مستوى ثقة 95%، وفي بعض النتائج تم اعتماد مستوى دلالة 1% أي ما يعادل مستوى ثقة 99%.

قُسمت الدراسة الميدانية للبحث لتتناول المحاور الثلاثة التالية:

1. أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
2. مدى ملائمة بيئة الأعمال السوريه لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
3. دراسة العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

أولاً: أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي:

دُرِسَ هذا المحور من خلال اختبار الفرضية التالية:

- H_0 : لا يوجد اختلاف جوهري في أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي
- H_1 : يوجد اختلاف جوهري في أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي

حيث اختُبرت الفرضية من خلال استخدام مقياس ANOVA وذلك ضمن مستوى ثقة 95% ، وقد شمل هذا المحور القسم الرابع من الاستبيان وأسئلته الفرعية.

الجدول التالي يعرض التكرارات والنسب المئوية للأسئلة الموجهة لدراسة أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي بالمقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة:

الرقم التسلسلي	طريقة التقييم	التكرارات					النسب المئوية %			
		موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق أبداً
1	طريقة المقارنة	7	29	9	16	1	11.3 %	46.8 %	14.5 %	25.8 %
2	طريقة التوزيعات النقدية المخصصة	2	25	24	9	2	3.2 %	40.3 %	38.7 %	14.5 %
3	طريقة التدفقات النقدية المخصصة	14	30	14	0	4	22.6 %	48.4 %	22.6 %	6.5 %
4	طريقة تقييم الأصول	9	26	14	11	2	14.5 %	41.9 %	22.6 %	17.7 %
5	طريقة الأرباح المتبقية	20	26	10	4	2	32.3 %	41.9 %	16.1 %	6.5 %

الجدول رقم (18): التكرارات والنسب المئوية لأهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية بالمقارنة بالطرق الأخرى

والجدول التالي يبين متوسط الإجابات لأهمية استخدام كل طريقة مقارنة مع الطرق الأخرى:

الرقم التسلسلي	طريقة التقييم	التحليل الوصفي	
		المتوسط	الانحراف المعياري
1	طريقة المقارنة	3.4	1.04
2	طريقة التوزيعات النقدية المخصصة	3.26	0.87
3	طريقة التدفقات النقدية المخصصة	3.87	0.84
4	طريقة تقييم الأصول	3.47	1.05
5	طريقة الأرباح المتبقية	3.94	1.02
الإجمالي		17.94	4.82

الجدول رقم (19): متوسط إجابات العينة بالنسبة لأهمية استخدام كل طريقة مقارنة مع الطرق الأخرى.

يُلاحظ من الجدولين السابقين أن التحليل الوصفي¹ يظهر الطرق من حيث أهمية الاستخدام في التقييم على الترتيب التالي:

1. طريقة الأرباح المتبقية.
2. طريقة التدفقات النقدية المخصصة.
3. طريقة تقييم الأصول.
4. طريقة المقارنة.
5. طريقة التوزيعات النقدية المخصصة.

وقد تم استخدام تحليل ANOVA لدراسة وجود اختلاف جوهري في أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع طرق التقييم الشائعة والجدول التالي يبين نتائج هذه الدراسة:

الرقم التسلسلي	طريقة التقييم	دراسة الفروقات بالمقارنة مع طريقة الأرباح المتبقية		
		الفروقات	الانحراف المعياري	الأهمية الإحصائية
1	طريقة المقارنة	0.532*	0.173	0.027
2	طريقة التوزيعات النقدية المخصصة	0.677*	0.173	0.001
3	طريقة التدفقات النقدية المخصصة	0.065	0.173	0.99
4	طريقة تقييم الأصول	0.467	0.173	0.077
الإجمالي		0.532	0.692	1.095

الجدول رقم (20): تحليل ANOVA لدراسة وجود اختلاف جوهري في أهمية استخدام طرق التقييم

¹ متوسط مقياس ليكرت يساوي (3)

يُلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

هناك فروقات جوهرية بين أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية من جهة وطريقة المقارنة والتوزيعات النقدية المخصومة من جهة أخرى وبالتالي:

نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقول بوجود اختلاف جوهري في أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع هاتين الطريقتين لتقييم أسهم الإصدار الأولي، وبالعودة إلى الجدول رقم (19) يتبين لنا أن طريقة الأرباح المتبقية هي أكثر أهمية مقارنة مع هاتين الطريقتين.

أما بالنسبة لطريقتي التدفقات النقدية المخصومة وطريقة تقييم الأصول فلا يوجد اختلاف جوهري بينها وبين طريقة الأرباح المتبقية من حيث أهمية الاستخدام، وبالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، ولا توجد فروقات جوهرية في أهمية استخدامها.

ثانياً: دراسة مدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي:

دُرِسَ هذا المحور من خلال اختبار الفرضية التالية:

- H_0 : لا تُعد بيئة الأعمال السورية ملائمة لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي.
- H_1 : تُعد بيئة الأعمال السورية ملائمة لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

حيث اختُبرت الفرضية من خلال دراسة الارتباط بين العوامل المتعلقة بمدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها في تقييم أسهم الإصدار الأولي حيث استُخدم مقياس الارتباط *Correlation*، وذلك ضمن مستوى ثقة 95% ومستوى ثقة 99% لاختبار هذه الفرضية وقد شمل هذا المحور أسئلة القسم الثالث من الاستبيان، وتم ربطها مع السؤال السادس من القسم الرابع للاستبيان والمتعلق بأهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

يَعْرِض الجدول التالي التكرارات والنسب المئوية لإجابات الأسئلة المتعلقة بمدى ملاءمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي:

تسلسل	العامل	التكرارات					النسب المئوية%			
		موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً	موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق
1	تتمتع بيئة الأعمال السورية بوعي حول الاستثمار في أسهم الإصدار الأولي	1	9	9	30	13	1.6 %	14.5 %	14.5 %	21.0 %
2	يهتم المستثمر السوري بالقيمة الحقيقية للسهم عند اتخاذ قرار الشراء	5	13	13	20	11	8.1 %	21.0 %	21.0 %	17.7 %
3	توجد شفافية في الإفصاح لدى الشركات	4	5	18	23	12	6.5 %	8.1 %	29.0 %	19.4 %
4	توجد جهات عامة وخاصة كافية تعطي التحليلات المالية اللازمة لتطبيق طريقة الأرباح المتبقية	2	6	14	28	12	3.2 %	9.7 %	22.6 %	19.4 %
5	وجود جهات مختصة كافية بدراسة مخاطر الصناعات الاقتصادية ومعدلات النمو للصناعة ومعرفة اتجاهاتها وفق أسس علمية متطورة	3	8	13	26	12	4.8 %	12.9 %	21.0 %	19.4 %
6	تلتزم الشركات السورية بتطبيق المعايير الدولية بكفاءة	2	7	19	28	6	3.2 %	11.3 %	30.6 %	45.2 %
7	يقوم المراجعون الخارجيون للشركات بالقيام بأعمال المراجعة بالجودة اللازمة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية	4	16	20	18	4	6.5 %	25.8 %	32.3 %	29.0 %
8	لا تقوم إدارة الشركات باستغلال المرونة في المعايير الدولية لمصالحها الخاصة	4	9	22	21	6	6.5 %	14.5 %	35.5 %	33.9 %

9	إن الإفصاح الذي يتم وفق المعايير الدولية غير كافٍ للقيام بأعمال التنبؤ المستقبلي	9	14	16	18	5	14.5 %	22.6 %	25.8 %	29.0 %	8.1 %
10	توفر التشريعات والقوانين المتعلقة بتقييم وتسعير أسهم الإصدار الأولي إطاراً كافياً لحماية المستثمر وحصوله على معلومات صحيحة تساعد على اتخاذ القرار الصحيح	6	15	21	17	3	9.7 %	24.2 %	33.9 %	27.4 %	4.8 %
11	اعتماد معايير المحاسبة والمراجعة الدولية له دور هام في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية	17	28	6	7	4	27.4 %	45.2 %	9.7 %	11.3 %	6.5 %

الجدول رقم (21): التكرارات والنسب المئوية للأسئلة الموجهة لدراسة ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة

و يعرض الجدول التالي متوسط الإجابات بالنسبة للعوامل المتعلقة بمدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة:

الرقم التسلسلي	العامل	التحليل الوصفي	
		الانحراف المعياري	المتوسط
1	تتمتع بيئة الأعمال السورية بوعي حول الاستثمار في أسهم الإصدار الأولي	1.01	2.27
2	يهتم المستثمر السوري بالقيمة الحقيقية للسهم عند اتخاذ قرار الشراء	1.22	2.69
3	توجد شفافية في الإفصاح لدى الشركات	1.09	2.45
4	توجد جهات عامة وخاصة كافية تعطي التحليلات المالية اللازمة لتطبيق طريقة الأرباح المتبقية	1	2.32
5	وجود جهات مختصة كافية بدراسة مخاطر الصناعات الاقتصادية ومعدلات النمو للصناعة ومعرفة اتجاهاتها وفق أسس علمية متطورة	1.09	2.41
6	تلتزم الشركات السورية بتطبيق المعايير الدولية بكفاءة	0.94	2.53

7	يقوم المراجعون الخارجيون للشركات بالقيام بأعمال المراجعة بالجودة اللازمة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية	2.97	1.04
8	لا تقوم إدارة الشركات باستغلال المرونة في المعايير الدولية لمصالحها الخاصة	2.74	1.04
9	إن الإفصاح الذي يتم وفق المعايير الدولية غير كافٍ للقيام بأعمال التنبؤ المستقبلي	3.06	1.11
10	توفر التشريعات والقوانين المتعلقة بتقييم وتسعير أسهم الإصدار الأولي إطاراً كافياً لحماية المستثمر وحصوله على معلومات صحيحة تساعد على اتخاذ القرار الصحيح	3.06	1.05
11	اعتماد معايير المحاسبة والمراجعة الدولية له دور هام في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية	3.75	1.17

الجدول رقم (22): متوسط الإجابات بالنسبة للعوامل المتعلقة بمدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة.

يُلاحظ من الجدول السابق وفق مقياس ليكرت أن التحليل الوصفي يُظهر وجود العوامل التالية في بيئة الأعمال السورية والتي قد تؤثر على ملائمتها لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي:

- لا تتمتع بيئة الأعمال السورية بوعي حول الاستثمار في أسهم الإصدار الأولي.
- لا يهتم المستثمر السوري بالقيمة الحقيقية للسهم عند اتخاذ قرار الشراء
- عدم وجود شفافية في الإفصاح لدى الشركات.
- عدم توفر جهات عامة وخاصة كافية تعطي التحليلات المالية اللازمة لتطبيق طريقة الأرباح المتبقية.
- عدم وجود جهات مختصة كافية بدراسة مخاطر الصناعات الاقتصادية ومعدلات النمو للصناعة ومعرفة اتجاهاتها وفق أسس علمية متطورة.
- لا تلتزم الشركات السورية بتطبيق المعايير الدولية بكفاءة.
- عدم قيام المراجعين الخارجيين للشركات بالقيام بأعمال المراجعة بالجودة اللازمة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية.
- تقوم إدارة الشركات باستغلال المرونة في المعايير الدولية لمصالحها الخاصة.

وبدراسة الارتباط بين الظروف المتعلقة بمدى ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة وأهمية استخدام الطريقة مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة، فقد تم التوصل إلى ما يلي:

الرقم التسلسلي	العوامل المتعلقة بمدى ملاءمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة	درجة الارتباط مع أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية
1	تتمتع بيئة الأعمال السورية بوعي حول الاستثمار في أسهم الإصدار الأولي	0.113
2	يهتم المستثمر السوري بالقيمة الحقيقية للسهم عند اتخاذ قرار الشراء	0.246
3	توجد شفافية في الإفصاح لدى الشركات	0.26*
4	توجد جهات عامة وخاصة كافية تعطي التحليلات المالية اللازمة لتطبيق طريقة الأرباح المتبقية	0.132
5	وجود جهات مختصة كافية بدراسة مخاطر الصناعات الاقتصادية ومعدلات النمو للصناعة ومعرفة اتجاهاتها وفق أسس علمية متطورة	0.083
6	تلتزم الشركات السورية بتطبيق المعايير الدولية بكفاءة	0.225
7	يقوم المراجعون الخارجيون للشركات بالقيام بأعمال المراجعة بالجودة اللازمة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية	0.276*
8	لا تقوم إدارة الشركات باستغلال المرونة في المعايير الدولية لمصالحها الخاصة	0.293*
9	إن الإفصاح الذي يتم وفق المعايير الدولية غير كافٍ للقيام بأعمال التنبؤ المستقبلي	0.177
10	توفر التشريعات والقوانين المتعلقة بتقييم وتسعير أسهم الإصدار الأولي إطاراً كافياً لحماية المستثمر وحصوله على معلومات صحيحة تساعد على اتخاذ القرار الصحيح	0.171
11	اعتماد معايير المحاسبة والمراجعة الدولية له دور هام في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية	0.247

الجدول رقم (23): الارتباط بين العوامل المتعلقة بمدى ملاءمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام الطريقة وأهمية استخدامها.

- الإشارة (*) تفيد بأن الارتباط مهم وجوهري عند مستوى دلالة 5% ومستوى ثقة 95%.
- الإشارة (**) تفيد بأن الارتباط مهم وجوهري عند مستوى دلالة 1% ومستوى ثقة 99%.

يُلاحظ من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط جوهريّة بين أهمية استخدام الطريقة والعوامل التالية المتعلقة بمدى ملائمة الاستخدام في بيئة الأعمال السورية و بالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة من حيث العوامل التالية:

- عدم وجود شفافية في الإفصاح لدى الشركات السورية.
- لا يقوم المراجعون الخارجيون للشركات بالقيام بأعمال المراجعة بالجودة اللازمة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية.
- تقوم إدارة الشركات باستغلال المرونة في المعايير الدولية لمصالحها الخاصة (إدارة الأرباح).

ثالثاً : دراسة العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي:

دُرِسَ هذا المحور من خلال دراسة المنحيين التاليين:

- المنحى الأول: دراسة وجود اختلافات جوهريّة في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.
- المنحى الثاني: دراسة الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

❖ المنحى الأول: دراسة وجود اختلافات جوهريّة في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي:

دُرِسَ هذا المنحى من خلال اختبار الفرضية التالية :

- H_0 : لا يوجد اختلاف في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي.
- H_1 : يوجد اختلاف في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

حيث اختُبرت هذه الفرضية من خلال استخدام مقياس ANOVA وذلك ضمن مستوى ثقة 95%.

وقد شمل هذا المنحى أسئلة الاستبيان الستة والأسئلة الفرعية التابعة لها من القسم الأول للاستبيان، وقد تم تقسيم البنود المتعلقة بالقسم الأول من الاستبيان إلى العوامل التالية:

- عوامل مالية داخلية: تضم الأسئلة الفرعية من 1-8 من السؤال الأول.
- عوامل مالية خارجية: تضم السؤالين الفرعيين 9-10 من السؤال الأول.
- معدل النمو: السؤال رقم 2 .
- العوامل المرتبطة بالمخاطر: السؤال رقم 3.
- العائد المطلوب: السؤال رقم 4.
- العوامل المتعلقة بجودة القوائم المالية: السؤال رقم 5-6.

يبين الجدول التالي التكرارات والنسب المئوية للعوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية التي تمت دراستها:

	العامل	التكرارات					النسب المئوية %				
		مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم	مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
1	يرجى تحديد درجة أهمية البنود التالية في التنبؤ بالدخل المستقبلي للقيام بعملية التقييم										
	1-1) التمييز بين الأنشطة التشغيلية المستمرة والمؤقتة	21	17	9	9	6	33.9%	27.4%	14.5%	14.5%	9.7%
	2-1) درجة استخدام الرافعة التشغيلية للمنشأة	19	30	5	4	4	30.6%	48.4%	8.1%	6.5%	6.5%
	3-1) درجة استخدام الرافعة التمويلية للمنشأة	21	29	4	5	3	33.9%	46.8%	6.5%	8.1%	4.8%
	4-1) معدل دوران الأصول	21	28	4	8	1	33.9%	45.2%	6.5%	12.9%	1.6%
	5-1) حجم النشاط التشغيلي الأساسي للمنشأة	31	20	8	1	2	50%	32.3%	12.9%	1.6%	3.2%
	6-1) حجم النشاط الاستثماري للمنشأة	24	24	7	3	4	38.7%	38.7%	11.3%	4.8%	6.5%
	7-1) التركيز على الدخل التشغيلي	26	28	6	1	1	41.9%	45.2%	9.7%	1.6%	1.6%
	8-1) التركيز على العوامل الأساسية التي تؤثر على القيمة للمنشأة (منتج مميز - الاسم التجاري للمنشأة...)	21	25	16	0	0	33.9%	40.3%	25.8%	0%	0%
	9-1) القرارات الاستراتيجية المتخذة من قبل الإدارة (قرارات الاندماج- دخول سوق جديدة...)	26	27	7	2	0	41.9%	43.5%	11.3%	3.2%	0%
	10-1) التحولات الهامة على الصناعة للمنشأة المراد تقييمها	21	27	13	1	0	33.9%	43.5%	21%	1.6%	0%
2	يرجى تحديد درجة أهمية الطريقة المستخدمة في تقدير معدل النمو على عملية التقييم	10	23	24	0	0	16.1%	45.2%	38.7%	0%	0%

النسب المئوية %					التكرارات						
غير مهم	قليل الأهمية	معتدل الأهمية	مهم	مهم جداً	غير مهم	قليل الأهمية	معتدل الأهمية	مهم	مهم جداً	العامل	
										يرجى تحديد درجة أهمية المخاطر التالية المتعلقة بحساب العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) عند التنبؤ في عملية التقييم	3
%0	%3.2	%8.1	%46.8	%41.9	0	2	5	29	26	1-3) المخاطر المتعلقة ببيئة الأعمال لنشاط المنشأة	
%0	%9.7	%12.9	%61.3	%16.1	0	6	8	38	10	2-3) المخاطر المتعلقة بالمصاريف التشغيلية	
%1.6	%9.7	%17.7	%46.8	%24.4	1	6	11	29	15	3-3) المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية	
%1.6	%6.5	%16.1	%54.8	%21	1	4	10	34	13	4-3) المخاطر المرتبطة بمعدل دوران الأصول	
%1.6	%6.5	%16.1	%64.5	%11.3	1	4	10	40	7	5-3) المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية للالتزامات	
%1.6	%9.7	%8.1	%56.5	%24.2	1	6	5	35	15	6-3) المخاطر المرتبطة بالرافعة المالية	
%1.6	%8.1	%8.1	%43.5	%38.7	1	5	5	27	24	7-3) المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض	
%1.6	%0	%27.4	%59.7	%11.3	1	0	17	37	7	8-3) المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية	
%0	%0	%16.1	%54.8	%29	0	0	10	34	18	ما هي درجة أهمية طريقة حساب العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) على عملية التقييم وفق الأرباح المتبقية.	4
										حدد أهمية البنود التالية على حساب الدخل الشامل المستخدم في عملية التقييم وفق الأرباح المتبقية	5
%3.2	%12.9	%24.2	%46.8	%12.9	2	8	15	29	8	1-5) محاسبة الفائض غير الصافي (معالجة بنود الدخل	

النسب المئوية %					التكرارات					
غير مهم	قليل الأهمية	معتدل الأهمية	مهم	مهم جداً	غير مهم	قليل الأهمية	معتدل الأهمية	مهم	مهم جداً	العامل
										كجزء من حقوق الملكية بدلاً من الاعتراف بها ضمن دخل الفترة)
4.8%	19.4%	25.8%	32.3%	17.7%	3	12	16	20	11	5-2) محاسبة الفائض الخفي (العمليات التي تتم بين المنشأة والمساهمين أو الموظفين ولا يظهر أثرها في القوائم المالية)
										6 حدد أهمية النقاط التالية المؤثرة على جودة القوائم المالية للقيام بعملية التقييم وفق طريقة الأرباح المتبقية.
0%	8.1%	8.1%	24.2%	59.7%	0	5	5	15	37	6-1) التلاعب بالبيانات المالية
0%	9.7%	9.7%	46.8%	33.9%	0	6	6	29	21	6-2) عدم التقدير الصحيح للإدارة لبعض الأمور المالية التقديرية (مخصصات الديون - مخصصات الاهتلاك...)
1.6%	3.2%	9.7%	56.5%	29%	1	2	6	35	18	6.3. استخدام إدارة الأرباح
1.6%	14.5%	6.5%	46.8%	30.6%	1	9	4	29	19	6-4) مدى شمولية المعايير المتبعة ومعالجتها الصحيحة للأحداث المالية وبما يظهر القيم بدقة
3.2%	17.7%	11.3%	32.3%	35.5%	2	11	7	20	22	6-5) جودة عملية المراجعة الخارجية
3.2%	12.9%	12.9%	37.1%	33.9%	2	8	8	23	21	6-6) جودة تطبيق المعايير
3.2%	11.3%	9.7%	43.5%	32.3%	2	7	6	27	20	6-7) جودة أعمال التسجيل المحاسبية
3.2%	8.1%	6.5%	40.3%	41.9%	2	5	4	25	26	6-8) جودة الإفصاح المحاسبي

الجدول رقم (24): التكرارات و النسب المئوية للعوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

ويعرض الجدول التالي متوسط الإجابات بالنسبة للعوامل الستة المذكورة أعلاه:

التحليل الوصفي		العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة
الانحراف المعياري	المتوسط	
0.65	4	العوامل المالية الداخلية
0.7	4.16	العوامل المالية الخارجية
0.71	3.77	مدخل حساب معدل النمو
0.57	3.92	العوامل المرتبطة بالمخاطر
0.66	4.13	مدخل حساب العائد المطلوب
0.76	3.9	جودة القوائم المالية
4.05	23.88	الإجمالي

الجدول رقم (25): متوسطات الإجابات المتعلقة بالعوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

يُلاحظ من الجدول السابق أن المتوسط يقارب 4 بالنسبة لجميع العوامل، وهو أعلى من متوسط المقياس البالغ 3، وبالتالي فإن التحليل الوصفي يُظهر وجود أهمية لهذه العوامل في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

يعرض الجدول التالي تحليل ANOVA لمعرفة فيما إذا كان هناك اختلاف جوهري في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي:

العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة	العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة	درجة اختلاف المتوسط	الانحراف المعياري	الأهمية النسبية
العوامل المالية الداخلية	العوامل المالية الخارجية	-0.169	0.122	0.735
	العوامل المرتبطة بالمخاطر	0.077	0.122	0.989
	جودة القوائم المالية	0.105	0.122	0.956
	مدخل حساب معدل النمو	0.226	0.122	0.435
	مدخل حساب العائد المطلوب	-0.129	0.122	0.898
العوامل المالية الخارجية	العوامل المالية الداخلية	0.169	0.122	0.735
	العوامل المرتبطة بالمخاطر	0.246	0.122	0.336
	جودة القوائم المالية	0.274	0.122	0.220
	مدخل حساب معدل النمو	*0.395	0.122	0.017
	مدخل حساب العائد المطلوب	0.040	0.122	0.999
مدخل حساب معدل النمو	العوامل المالية الداخلية	-0.226	0.122	0.4\35
	العوامل المالية الخارجية	*-0.395	0.122	0.017
	العوامل المرتبطة بالمخاطر	-0.149	0.122	0.826

0.921	0.122	-0.121	جودة القوائم المالية	العوامل المرتبطة بالمخاطر
0.045	0.122	*-0.354	مدخل حساب العائد المطلوب	
0.989	0.122	-0.077	العوامل المالية الداخلية	
0.336	0.122	-0.246	العوامل المالية الخارجية	
1.000	0.122	0.028	جودة القوائم المالية	
0.826	0.122	0.149	مدخل حساب معدل النمو	
0.543	0.122	-0.206	مدخل حساب العائد المطلوب	مدخل حساب العائد المطلوب
0.898	0.122	0.129	العوامل المالية الداخلية	
0.999	0.122	-0.040	العوامل المالية الخارجية	
0.543	0.122	0.206	العوامل المرتبطة بالمخاطر	
0.394	0.122	0.234	جودة القوائم المالية	
0.045	0.122	*-0.354	مدخل حساب معدل النمو	
0.956	0.122	-0.105	العوامل المالية الداخلية	جودة القوائم المالية
0.220	0.122	-0.274	العوامل المالية الخارجية	
1.000	0.122	-0.028	العوامل المرتبطة بالمخاطر	
0.921	0.122	0.121	مدخل حساب معدل النمو	
0.394	0.122	-0.234	مدخل حساب العائد المطلوب	

الجدول رقم (26): تحليل ANOVA لأهمية العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة.

يُلاحظ من الجدول السابق (ضمن مستوى ثقة 95%) أن هناك اختلافاً جوهرياً في أهمية بعض العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بالنسبة لهذه العوامل كما يلي:

- يوجد اختلاف جوهري بين أهمية العوامل المالية الخارجية وأهمية مدخل حساب معدل النمو.
- يوجد اختلاف جوهري بين أهمية معدل النمو وأهمية مدخل حساب معدل العائد المطلوب.

وبالعودة إلى الجدول رقم (25) يُلاحظ أن:

- إن درجة المتوسط للعوامل المالية الخارجية تبلغ 4.16 بينما درجة المتوسط لمدخل حساب معدل النمو يبلغ 3.77، وهذا يدل أن العوامل المالية الخارجية هي أكثر أهمية وبشكل جوهري في استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع المدخل المعتمد في احتساب معدل النمو، وذلك عند مستوى ثقة 95% وكما تشير إليه نتائج اختبار ANOVA المبينة في الجدول.
- إن درجة المتوسط لمدخل حساب معدل النمو تبلغ 3.77 بينما درجة المتوسط للمدخل المعتمد في حساب العائد المطلوب 4.13، وهذا يدل أن المدخل المعتمد في حساب العائد المطلوب هو أكثر أهمية في استخدام طريقة الأرباح المتبقية مقارنة مع المدخل المعتمد في احتساب معدل النمو عند مستوى ثقة 95%.

أما بالنسبة للعوامل الأخرى، فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، وبالتالي لا يوجد اختلاف جوهري في أهمية العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

❖ المنحى الثاني: دراسة الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

دُرِسَ هذا المنحى من خلال اختبار الفرضية التالية:

H_0 : لا يوجد ارتباط جوهري بين العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهمية استخدامها.

H_1 : يوجد ارتباط جوهري بين العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهمية استخدامها.

اختُبرت الفرضية من خلال دراسة الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها لتقييم أسهم الإصدار الأولي، وذلك باستخدام مقياس الارتباط *Correlation* ضمن مستوى ثقة 95% ومستوى ثقة 99%، وقد شمل هذا المنحى أسئلة الاستبيان الستة والأسئلة الفرعية التابعة لها من القسم الأول للاستبيان والمتعلق بالعوامل المؤثرة في الاستخدام مع السؤال السادس من القسم الرابع للاستبيان والمتعلق بأهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية.

ويبين الجدول التالي تكرارات الإجابة على أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي:

التكرارات		درجة الموافقة
النسبة المئوية	التكرارات	
3.23 %	2	غير موافق أبداً
6.45 %	4	غير موافق
16.13 %	10	محايد
41.94 %	26	موافق
32.26 %	20	موافق جداً
100 %	62	الإجمالي

الجدول رقم (27): تكرارات أهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي

والجدول التالي يبين الوصف الإحصائي للطريقة:

الوصف الإحصائي		طريقة التقييم المستخدمة
الانحراف المعياري	المتوسط	
1.022	3.94	طريقة الأرباح المتبقية

الجدول رقم (28): الوصف الإحصائي لأهمية استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي.

ومن الجدولين السابقين نجد أن متوسط الإجابات يقارب 4 وفق مقياس ليكرت، وهو أعلى من متوسط المقياس، والنسب المئوية للموافقة تقارب 74٪. وبالتالي فإن التحليل الوصفي يظهر أن طريقة الأرباح المتبقية مهمة الاستخدام.

يبين الجدول التالي الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها في التقييم:

العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة	درجة الارتباط
العوامل المالية الداخلية	0.319*
العوامل المالية الخارجية	-0.146
مدخل حساب معدل النمو	-0.2
العوامل المرتبطة بالمخاطر	0.427**
مدخل حساب العائد المطلوب	0.12
جودة القوائم المالية	0.477**

الجدول رقم (29): الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية وأهمية استخدامها في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

- الإشارة (*) تفيد بأن الارتباط مهم وجوهري عند مستوى دلالة 5٪ ومستوى ثقة 95٪.
- الإشارة (**) تفيد بأن الارتباط مهم وجوهري عند مستوى دلالة 1٪ ومستوى ثقة 99٪.

يُلاحظ من الجدول السابق أن هناك ارتباط جوهري بين أهمية استخدام الطريقة والعوامل التالية:

- العوامل المالية الداخلية
- العوامل المرتبطة بالمخاطر
- العوامل المرتبطة بجودة القوائم المالية.

وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تقول بوجود ارتباط جوهري بين أهمية العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهميتها.

ويبين الجدول التالي الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية مفصلة كما هي في الاستبيان و أهمية استخدامها:

تسلسل	العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية	درجة الارتباط
1	التمييز بين الأنشطة التشغيلية المستمرة و المؤقتة	0.398**
2	درجة استخدام الرافعة التشغيلية للمنشأة	0.384**
3	درجة استخدام الرافعة التمويلية للمنشأة	0.279*
4	معدل دوران الأصول	0.245
5	حجم النشاط التشغيلي الأساسي للمنشأة	-0.083
6	حجم النشاط الاستثماري للمنشأة	0.225
7	التركيز على الدخل التشغيلي	0.038
8	التركيز على العوامل الأساسية التي تؤثر على القيمة للمنشأة (منتج مميز - الاسم التجاري للمنشأة....)	-0.097
9	القرارات الاستراتيجية المتخذة من قبل الإدارة (قرارات الاندماج - دخول سوق جديدة)	-0.001
10	التحولات الهامة على الصناعة للمنشأة المراد تقييمها	(0.258*)
11	أهمية الطريقة المستخدمة في تقدير معدل النمو على عملية التقييم	-0.02
12	المخاطر المتعلقة ببيئة الأعمال لنشاط المنشأة	-0.83
13	المخاطر المتعلقة بالمصاريف التشغيلية	0.165
14	المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية	0.386**
15	المخاطر المرتبطة بمعدل دوران الأصول	0.283*
16	المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية للالتزامات	0.364**
17	المخاطر المرتبطة بالرافعة المالية	0.478**
18	المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض	0.354**
19	المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية	0.277*

0.012	أهمية طريقة حساب العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) على عملية التقييم وفق الأرباح المتبقية.	20
0.327**	محاسبة الفائض غير الصافي (معالجة بنود الدخل كجزء من حقوق الملكية بدلاً من الاعتراف بها ضمن دخل الفترة)	21
0.248	محاسبة الفائض الخفي (العمليات التي تتم بين المنشأة والمساهمين أو الموظفين، ولا يظهر أثرها في القوائم المالية)	22
0.092	التلاعب بالبيانات المالية	23
0.144	عدم التقدير الإدارة الصحيح لبعض الأمور المالية التقديرية (مخصصات الديون - مخصصات الاهتلاك ...)	24
0.4**	استخدام إدارة الأرباح	25
0.375**	مدى شمولية المعايير المتبعة ومعالجتها الصحيحة للأحداث المالية وبما يظهر القيم بدقة	26
0.402**	جودة عملية المراجعة الخارجية	27
0.503**	جودة تطبيق المعايير	28
0.513**	جودة أعمال التسجيل المحاسبية	29
0.494**	جودة الإفصاح المحاسبي	30

الجدول رقم (30): الارتباط بين العوامل المؤثرة في استخدام الطريقة وأهميتها (مفصلة وفق الاستبيان)

- الإشارة (*) تفيد بأن الارتباط مهم وجوهري عند مستوى دلالة 5% ومستوى ثقة 95%.
- الإشارة (**) تفيد بأن الارتباط مهم وجوهري عند مستوى دلالة 1% ومستوى ثقة 99%.

يُلاحظ من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباطٍ جوهريٍّ بين أهمية استخدام الطريقة والعوامل التالية المؤثرة في استخدامها:

- التمييز بين الأنشطة التشغيلية المستمرة والمؤقتة
- درجة استخدام الرافعة التشغيلية للمنشأة
- درجة استخدام الرافعة التمويلية للمنشأة
- التحولات الهامة على الصناعة للمنشأة المراد تقييمها (ارتباط عكسي)
- المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية
- المخاطر المرتبطة بمعدل دوران الأصول
- المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية للالتزامات
- المخاطر المرتبطة بالرافعة المالية
- المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض
- المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية
- محاسبة الفائض غير الصافي.
- استخدام إدارة الأرباح
- مدى شمولية المعايير المتبعة ومعالجتها الصحيحة للأحداث المالية وبما يظهر القيم بدقة
- جودة عملية المراجعة الخارجية
- جودة تطبيق المعايير
- جودة أعمال التسجيل و الإفصاح المحاسبي

ويُلاحظ من الجدول رقم (30) بند (10) وجود ارتباط عكسي بين أهمية استخدام الطريقة والتحويلات الهامة على الصناعة، مما يدل على أنه كلما ازدادت التحويلات الهامة على الصناعة أصبحت طريقة الأرباح المتبقية أقل أهمية من حيث الاستخدام.

وبالعودة إلى الفرضية المتعلقة بهذا الاختبار نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بالنسبة للعوامل المذكورة أعلاه حيث هناك ارتباط جوهري بين العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية آنفة الذكر وأهمية استخدامها في تقييم أسهم الإصدار الأولي.

نتائج البحث

يمكن عرض النتائج كما يلي:

1. أظهرت الدراسة الميدانية أن "طريقة الأرباح المتبقية" هي أكثر أهمية مقارنة بـ "طريقة المقارنة" و "طريقة التوزيعات النقدية المخصومة" لتقييم أسهم الإصدار الأولي وقد أبرزت الأدبيات السابقة مزايا وسلبيات هذه الطرق مقارنة بـ "طريقة الأرباح المتبقية" في الفصل الأول، وتتوافق النتيجة مع هذه الدراسات التي تم عرضها في الإطار النظري للدراسة.

أما بالنسبة لطريقتي "التدفقات النقدية المخصومة" و "طريقة تقييم الأصول"، فلا يوجد اختلاف جوهري بينهما وبين "طريقة الأرباح المتبقية" من حيث أهمية الاستخدام، وهذه النتيجة تخالف ما تم ذكره في الدراسات السابقة التي تم عرضها في الفصل الأول، والتي وجدت أن "طريقة الأرباح المتبقية" تعطي نتيجة أكثر دقة مقارنة بهاتين الطريقتين فضلاً عن كونها أكثر ملائمة لتقييم أسهم الإصدار الأولي حيث إن طريقة التقييم على أساس الأصول تُعد من الطرق البسيطة التي تنظر إلى القيمة السوقية الحالية دون النظر إلى ما سيكون عليه وضع المنشأة في المستقبل بالإضافة إلى صعوبة توافر الشروط اللازمة لتطبيقها، والتي تم تبيانها ضمن المبحث الأول من الفصل الأول، فضلاً عن عدم وجود دراسات سابقة تطرح هذه الطريقة لتقييم أسهم الإصدار الأولي، أما بالنسبة لـ "طريقة التدفقات النقدية المخصومة" فهي من طرق التحليل الأساسي، ومن أكثر الطرق شيوعاً إلا أن هناك العديد من السلبيات التي تعترض هذه الطريقة كما تم ذكره في المبحث الثاني من الفصل الأول فضلاً عن أن قلة من الدراسات اعتمدت عليها في تقييم أسهم الإصدار الأولي لخصوصيته كون هذه الدراسات ركزت على "طريقة المقارنة" و "طريقة الأرباح المتبقية" لأعمال تقييم أسهم الإصدار الأولي.

2. أظهرت الدراسة الميدانية أن هناك ثلاثة عوامل سلبية تؤثر على ملائمة بيئة الأعمال السورية لاستخدام طريقة الأرباح المتبقية في تقييم أسهم الإصدار الأولي وهي:

- قصور شفافية الإفصاح لدى الشركات السورية.
- لا يقوم بعض المراجعين الخارجيين للشركات بالقيام بأعمال المراجعة بالجودة اللازمة وفقاً لمعايير المراجعة الدولية.
- تقوم إدارة الشركات باستغلال المرونة في المعايير الدولية لمصالحها الخاصة "إدارة الأرباح".

يُلاحظ من العوامل الثلاثة السابقة أن المشكلة الأساسية التي تواجه مدى ملائمة بيئة الأعمال السورية للاستخدام تتعلق بجودة القوائم المالية مما يحول دون الحصول على مدخلات صحيحة لعملية التقييم لكي يتم الحصول على نتائج دقيقة، وهنا لا بد من توافر أبحاث تدرس أسباب عدم الشفافية في البيئة السورية، وتعطي الحلول لتجاوز هذه الأسباب، وقد تمت دراسة جودة الإفصاح في الفصل الثالث.

تزيد النتيجة السابقة من أهمية دور المراجع الخارجي عند القيام بأعمال المراجعة والتزامه بالجودة اللازمة والتزامه بقواعد وآداب السلوك المهني من جهة ومعايير المراجعة الدولية من جهة أخرى، وذلك للحصول على مدخلاتٍ صحيحةٍ لعملية التقييم وقد تمت دراسة جودة عملية المراجعة وأهميتها في (الفصل الثالث)، وقد عرضت دراسة (Beatty, 1989)¹ العلاقة بين جودة أعمال التدقيق وعوامل الخطر على أسهم الإصدار الأولي، حيث توصلت إلى أن المنشأة التي توظف مدققاً ذا جودة منخفضة يعرض عملية الإصدار الأولي إلى خطرٍ أكبر.

ومما لا شك فيه أن إدارة المنشأة تتحمل جزءاً كبيراً من المسؤولية في الوصول إلى الشفافية حيث إن ممارسة الإدارة لإدارة الأرباح والتي ترتبط بالاختيار المحاسبي من خلال الحرية المتاحة للإدارة في اختيار الإجراءات المحاسبية واستخدام التقديرات المحاسبية المحددة وفقاً لأساس الاستحقاق، بحيث يؤدي تدخل الإدارة إلى التقرير عن الأرباح بشكل مختلف في حال عدم تدخلها واستغلال المرونة في المعايير لمصالحها الخاصة تزيد من التضليل في البيانات المالية، وهي النتيجة التي تتوافق مع دراسة (Siew Hong Teoh and Other, 1998)²، وقد عرضت دراسة (B. Lachlan Tuite, 2007)³ أهمية التنبؤ بإدارة الأرباح المستخدم من قبل الإدارة، ومقارنته مع الإيراد الحالي والتنبؤ السابق مهم جداً عند القيام بعملية التقييم، وقد تمت دراسة أثر "إدارة الأرباح" في الفصل الثالث.

3. أظهرت الدراسة الميدانية أن العوامل المالية الخارجية هي أكثر أهمية وبشكل جوهري في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" مقارنة بالمدخل المعتمد في احتساب معدل النمو، ومن ثم فإن القرارات الاستراتيجية التي تتخذ من قبل إدارة المنشأة (قرارات الاندماج – دخول أسواق جديدة...)، والتحويلات الهامة على الصناعة هي أكثر أهمية للمنشأة المراد تقييمها من تحديد المدخل الذي سيعتمد في احتساب معدل النمو.

ويعود تفسير ذلك إلى أن تقدير معدل النمو مهما كان المدخل المعتمد في احتسابه على مدى سنوات التنبؤ يعتمد بشكل أساسي على هذين العاملين (أي القرارات الاستراتيجية والتحويلات الهامة الطارئة على الصناعة) في تحديده.

إن اتخاذ منشأة ما قراراً بإيقاف أعمالها في منطقة معينة يكون سبباً للتوقع أن إيراداتها سينخفض في حال عدم توافر سوق بديل، وبالتالي انخفاض معدل النمو، وبالمقابل فدخل المنشأة سوفاً جديداً سبباً للتوقع أن إيراداتها سيرتفع، وبالتالي ارتفاع معدل النمو.

وأثر الإدارة وقراراتها على التقييم يتوافق مع ما تم ذكره في (المبحث الثاني- الفصل الأول) عند ذكر ما أتى به Porter عن الاستراتيجيات التنافسية للمنشأة الجديدة التي تؤثر على أعمال التقييم عند تحليل

¹) Beatty, R. (1989), op. cit., PP 693–709.

²) Hong Teoh, S, wong. T.j & Rao, G, 1998, op. cit., PP 175-208.

3) Tuite, B, 2007, op. cit.

البيانات، وكذلك ما تم ذكره في (المبحث الأول - الفصل الثاني) عن المزايا التي تؤثر على القيمة وهي خبرة الإدارة، وأيضاً ما تم ذكره في (الفصل الثالث) عن مخاطر الربحية حيث إن تقييم أداء الإدارة من أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار لدى تقييم مخاطر المنشأة، وكذلك ما تم ذكره في الفصل الثالث عما يجب التركيز عليه ضمن "طريقة الأرباح المتبقية" للتنبؤ من حيث إن الخيارات الاستراتيجية التي تتخذ من قبل إدارة المنشأة لها دور أساسي عند إجراء التنبؤ.

أما بالنسبة للتحويلات الهامة على الصناعة للمنشأة المراد تقييمها فهي أيضاً ذات أثر كبير على معدل النمو. إن ارتفاع سعر برميل النفط -على سبيل المثال- إلى 300 دولار للبرميل سيكون ذا أثر بالغ على الطلب على السيارات عالمياً مما سيؤثر على قطاع صناعة السيارات في العالم، وبالتالي يؤثر على معدل نمو مستقبلي منخفض، ومن الممكن أن يصل في تدنيّه إلى ما دون معدل النمو في الناتج المحلي أو حتى أن يصبح سالباً.

وبالمقابل فإن اكتشاف مصدر جديد للطاقة ذي تكاليف قليلة سيدفع بأسعار النفط إلى الانخفاض ويؤدي إلى زيادة الطلب على السيارات، كما تمت الإشارة في المبحث الثاني من الفصل الثاني إلى أهمية متابعة أخبار الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة عند الإصدار إذ انتشر أخبار سيئة عن الصناعة قد يفشل الاكتتاب برمته، وقد عرضت دراسة (S. Froidevaux, P, 2004)¹ في الفصل الثالث لمخاطر الأعمال معتبرة الظروف التي قد تؤثر على الصناعة من مخاطر الأعمال الواجب دراستها عند دراسة معدل العائد المطلوب، كما تجب دراسة هذه التحويلات وأثرها على التنبؤ عند إجراء عملية التقييم.

إن المدخل الذي يتم اختياره لحساب معدل النمو إنما هو انعكاس لرؤية الجهة التي تقوم بعملية التقييم بالنسبة إلى نمو المنشأة في المستقبل وما يؤثر به من عوامل، فمثلاً يعكس اختيار "طريقة معدل النمو المتناقص خطياً إلى متوسط الصناعة" رؤية المحلل المالي بأن هذه المنشأة لديها من الأسباب ما يكفي للتنبؤ بأن معدل النمو سيتناقص بشكل تدريجي حتى يصل إلى معدل النمو للصناعة ككل فقد تكون وجهة نظر المحلل المالي أن المنشأة تتمتع بميزة معينة جعلتها تحقق هذه الزيادة غير الاعتيادية في معدل النمو، ولكن هذه الميزة لن تدوم إلا لفترة محدودة من الزمن وستعود لتحقيق ما تحققه بقيت الشركات المماثلة (كأن تفتتح المنشأة سوقاً جديداً من دون أية منافسة، ثم يدخل المنافسون إلى السوق تدريجياً، لتعود المنشأة وتأخذ حصتها الطبيعية من السوق بحسب حجمها).

وتلخيصاً لما سبق، فإن الأهمية الكبيرة للعوامل المالية الخارجية مقارنة بأهمية المدخل المعتمد في احتساب معدل النمو تعود لكون اختيار مدخل احتساب معدل النمو إنما هو انعكاس لرؤية المحلل المالي للعوامل المالية الخارجية المؤثرة على المنشأة، وقد ذكر في الفصل الثالث عند دراسة معدل النمو المتوقع أن مداخل استخدامه تعكس افتراضات لما قد تكون عليه المنشأة في المستقبل.

4. أظهرت الدراسة الميدانية أن المدخل المعتمد في حساب العائد المطلوب هو أكثر أهمية في استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" مقارنة بالمدخل المعتمد في احتساب معدل النمو.

ويعود السبب في هذه الأهمية إلى أن المداخل المعتمدة في احتساب معدل العائد المطلوب تعتمد بشكل كبير على الاحتمالات بالإضافة إلى صعوبة الحصول على البيانات اللازمة لاحتسابها وقد ذكرت الدراسات

1) S. Froidevaux, P, op. cit., PP 41-45.

السابقة أن تقدير العائد المطلوب كثيراً ما يكون غير واقعي¹، كما تم ذكره في الفصل الثالث، بخلاف احتساب معدل النمو الذي يمكن أن يبنى من خلال توجه المنشأة والسوق. وبالتالي اتخذ المدخل المعتمد في احتساب العائد المطلوب هذه الأهمية نتيجة لكونه ينطوي على درجة مخاطرة كبيرة وله احتمال كبير ألا يكون مبنياً على أسس علمية مما يُعرض نتيجة التقييم إلى الخطأ، وقد جرى ذكر المخاطر المتعددة المرتبطة بالعائد المطلوب بشكل موسع في الفصل الثالث.

5. أظهرت الدراسة الميدانية أن هناك علاقة ارتباط جوهريّة بين أهمية استخدام “طريقة الأرباح المتبقية” والعوامل التالية المؤثرة في استخدام الطريقة:

- التمييز بين الأنشطة التشغيلية المستمرة والمؤقتة
- درجة استخدام الرافعة التشغيلية للمنشأة
- درجة استخدام الرافعة التمويلية للمنشأة
- المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية
- المخاطر المرتبطة بمعدل دوران الأصول
- المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية للالتزامات
- المخاطر المرتبطة بالرافعة المالية
- المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض
- المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية
- بنود الدخل غير الاعتيادية والتي يفصح عنها في حقوق الملكية بدلاً من ضمها في قائمة الدخل (محاسبة الفائض غير الصافي)
- استخدام إدارة الأرباح
- مدى شمولية المعايير المتبعة ومعالجتها الصحيحة للأحداث المالية وبما يظهر القيم بدقة
- جودة عملية المراجعة الخارجية
- جودة تطبيق المعايير
- جودة أعمال التسجيل و الإفصاح المحاسبي

تدل النتيجة السابقة على وجود علاقة ارتباط طردية قوية بين أهمية استخدام “طريقة الأرباح المتبقية” مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة في تقييم أسهم الإصدار الأولي، وأثر العوامل المذكورة أعلاه، أي إن زيادة المقدرة على التمييز بين أنواع الأنشطة التشغيلية، أو استخدام الروافع وزيادة مخاطرها، أو زيادة المخاطر المتعلقة بدوران الأصول، أو زيادة المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية، أو زيادة محاسبة الفائض غير الصافي وكذا المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض وزيادة جودة القوائم المالية (الزيادة في أثر هذه العوامل منفردة أو مجتمعة بعضها أو جميعها ستزيد من أهمية استخدام الطريقة في تقييم أسهم الإصدار الأولي مقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة).

وبالتالي فإن “طريقة الأرباح المتبقية” تصبح أكثر أهمية من حيث الاستخدام عند ازدياد أثر العوامل آنفة الذكر على قيمة المنشأة كونها تأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل عند احتسابها للقيمة الأمر الذي يميزها عن

¹) H. Penman , S, 2007, op. cit., P 116.

الطرق الأخرى التي قد تُغفل بعضاً من هذه العوامل مما يعرضها لقياسٍ خاطئٍ للقيمة كما ذُكر سابقاً (المبحث الثاني من الفصل الأول) وقد وافقت هذه النتيجة الدراسات السابقة مثل دراسة (Frankel and Lee, 1998)¹ التي اقترحت طريقة الأرباح المتبقية كأحد الحلول للمشاكل المتعلقة بتنوع المحاسبة الدولية واختلاف المعايير، وأثر ذلك على عملية التقييم الدولي ويمكن العودة لهذه الدراسات في الفصل الثالث، والمبحث الثاني من الفصل الأول.

كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية قوية بين أهمية استخدام الطريقة والتحويلات الهامة على الصناعة مما يدل على أنه عند كلما ازدادت التحويلات الهامة على الصناعة أصبح استخدام "طريقة الأرباح المتبقية" أقل أهمية في تقييم أسهم الإصدار الأولي بالمقارنة مع الطرق الأخرى الشائعة.

ويعود تفسير ذلك إلى أن الكثير من التحويلات الهامة على الصناعة تزيد من صعوبة الحصول على القيمة الحقيقية من عملية التقييم لكونها تحول دون تقدير العوائد والمخاطر ومعدل النمو بشكل دقيق، وبالتالي عدم المقدرة على إجراء التنبؤ الدقيق مما يعطي قيمة غير دقيقة لسهم المنشأة باستخدام طريقة الأرباح المتبقية.

من ناحية أخرى، يعطي انخفاض هذه التحويلات استقراراً للصناعة وبالتالي زيادة أهمية استخدام الطريقة، وتعد دراسة تحولات الصناعة ومراقبتها من أهم النقاط الواجب على المحلل المالي أخذها بعين الاعتبار كما تم ذكره سابقاً (المبحث الثاني من الفصل الأول) عند دراسة التحليل الأساسي ودراسة مخاطر الأعمال المشار إليها في الفصل الثالث.

¹) Pirie. S, Smith. M , op. cit., PP 12-13.

توصيات البحث

بالرجوع لنتائج البحث يوصى بما يلي:

1. التوجه في عملية تقييم سهم الإصدار الأولي نحو استخدام طريقة الأرباح المتبقية كبديل عن "طريقة المقارنة" و"طريقة التوزيعات النقدية المخصومة"، وذلك لإعطاء قيمة أكثر موثوقية لهذا السهم.
2. متابعة طرق التقييم وتطوراتها والأبحاث المتعلقة بها، وذلك لدراسة مثالب كل طريقة وإمكانية استخدامها خاصة بالنسبة لأسهم الإصدار الأولي.
3. القيام بدراسات تُعنى بمدى شفافية الإفصاح في بيئة الأعمال السورية والوقوف على الأسباب المتعلقة بضعف وجودها لإيجاد الحلول اللازمة لتلافي هذه المشكلة في المستقبل.
4. تكثيف الجهود باتجاه تحسين جودة أعمال المراجعة الخارجية والتواصل مع التقارير والنشرات والتحديثات المتعلقة بمعايير المحاسبة الدولية ومعايير المراجعة الدولية وإجراء دورات مستمرة لإبقاء فئات المجتمع المالي على تواصل مع آخر التطورات في هذا المجال.
5. دراسة ممارسات إدارة المنشأة لإدارة الأرباح قبل القيام بالإصدار الأولي لأسهمها لما لذلك من أثر على قيمة السهم وإيجاد الحلول لتلافي أثر هذه الممارسات.
6. التوجيه لبناء قاعدة بيانات اقتصادية قوية تدرس كل صناعة ومخاطرها وعوائدها ومعدل نموها ومعرفة اتجاهها ووضع النسب المالية والاقتصادية التي تساعد المحللين الماليين في أعمال التقييم.
7. توجيه إدارة المنشآت لتضمين كافة القرارات الاستراتيجية المخطط لها مستقبلاً في تقاريرها الدورية ونشرة الإصدار لضمان أن تكون هذه المعلومات متوافرة عند القيام بأعمال التقييم.
8. دراسة كيفية الوصول إلى تقدير ملائم لمعدل العائد المطلوب يزيد من موثوقية تقييم أسهم الإصدار الأولي.
9. التوجه في عملية تقييم أسهم الإصدار الأولي نحو استخدام طريقة الأرباح المتبقية عند زيادة المقدرة على التمييز بين أنواع الأنشطة التشغيلية، أو استخدام الروافع وزيادة مخاطرها، أو زيادة المخاطر المتعلقة بدوران الأصول، أو زيادة المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية، أو زيادة محاسبة الفائض غير الصافي وكذا المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض وزيادة جودة القوائم المالية (الزيادة في أثر هذه العوامل منفردة أو مجتمعة بعضها أو جميعها).
10. إجراء دراسات تُعنى بدراسة أعمال الإصدار الأولي ومراحلها وخصائصه وطرق التسعير لهذا النوع من الأسهم ومدى إمكانية تطبيق طريقة تسعير بناء سجل أوامر (*book building*) المطبقة عالمياً وإيجابياتها وسلبياتها على أعمال الاكتتاب في بيئة الأعمال السورية، والبحث عن إجراءات تساهم في التخفيف من اندفاع المستثمرين للمضاربة بهذه الأسهم.

11. تضمين القوانين والمراسيم المعنية بأعمال تسعير أسهم الإصدار الأولي إلزام مؤسسة الإصدار استخدام عدة طرق للتقييم وعرضها في نشرة الإصدار، وذلك لتفادي مساوئ هذه الطرق والحصول على قيمة أكثر دقة لكي يبنى عليها قرار التسعير.

ملاحق البحث

- استمارة الاستبيان

الملحق الأول

استمارة الاستبيان

قسم المحاسبة

كلية الاقتصاد

جامعة دمشق

تحية طيبة وبعد،

يقوم الباحث بإجراء بحث بعنوان "العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي"، لنيل درجة الماجستير. من المتوقع أن تفيد نتائج البحث برفع قدرة المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح (حول الأسهم التي تصدر للمرة الأولى) من خلال مده بإشارات حول أعمال التقييم لأسهم الإصدار الأولي و إمكانية استخدام طرق التقييم المختلفة خاصة طريقة الأرباح المتبقية*. و هذا الهدف سوف لن يتحقق دون مشاركتكم الفعالة لذا أرجو التكرم بتعبئة هذه الإستبانة وبما يعكس وجهة نظركم وخبرتكم في بيئة الأعمال السورية وذلك تسهيلاً للوصول إلى النتائج.

إن مشاركتكم بالبحث لها أهمية كبيرة في إتمام هذا البحث، ومن دونها سوف لن يكتمل البحث و من غير الممكن للبحث العلمي التوصل إلى نتائج و توصيات. ويؤكد الباحث بأن المعلومات التي سوف يتم الحصول عليها من هذه الإستبانة سيتم التعامل معها بسرية تامة ولن تستعمل إلا لغايات البحث العلمي. وسيتم إرسال نسخة من نتائج البحث الإجمالية لمن يرغب تقديراً لمساعدتكم. مع خالص شكري وتقديري لتعاونكم.

* تقوم طريقة الأرباح المتبقية على أن قيمة السهم الحقيقية تكون أعلى من قيمته الدفترية إذا كان من المتوقع أن تحقق المنشأة دخلاً أعلى من تكلفة رأس مالها، ولاتخاذ قرار الاستثمار وفق هذه الطريقة تحسب القيمة الحقيقية للسهم المصدر بأنها قيمته الدفترية مضافاً إليها الدخل المستقبلي للمنشأة مطروحاً منه تكلفة رأس المال (الأرباح المتبقية) و من ثم مقارنتها مع سعر السهم لإتخاذ القرار الاستثماري.

لاستخدام هذه الطريقة لابد من توافر المعلومات التالية:

9. دخل المنشأة و معدل نموه.

10. العائد المطلوب (تكلفة رأس المال أو العائد الطبيعي) و الأخطار (التشغيلية - الاستثمارية - التمويلية)

المؤثرة على حسابه.

11. معلومات عن الصناعة و المنافسين لسنوات سابقة للتنبؤ بالدخل.

12. جودة القوائم المالية

الباحث نورس عبد الحق

أولاً: - الأسئلة التالية موجهة لاختبار أهمية العوامل المؤثرة في استخدام طريقة الأرباح المتبقية لتقييم أسهم الإصدار الأولي .

يرجى التكرم بوضع إشارة (√) في الحقل الذي تراه مناسباً:

	مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
1					
					يرجى تحديد درجة أهمية البنود التالية في التنبؤ بالدخل المستقبلي للقيام بعملية التقييم
					1.1 التمييز بين الأنشطة التشغيلية المستمرة و المؤقتة
					1.2 درجة استخدام الرافعة التشغيلية للمنشأة
					1.3 درجة استخدام الرافعة التمويلية للمنشأة
					1.4 معدل دوران الأصول
					1.5 حجم النشاط التشغيلي الأساسي للمنشأة
					1.6 حجم النشاط الاستثماري للمنشأة
					1.7 التركيز على الدخل التشغيلي
					1.8 التركيز على العوامل الأساسية التي تؤثر على القيمة للمنشأة (منتج مميز - الاسم التجاري للمنشأة....)
					1.9 القرارات الاستراتيجية المتخذة من قبل الإدارة (قرارات الاندماج - دخول سوق جديدة)
					1.10 التحولات الهامة على الصناعة للمنشأة المراد تقييمها
					يرجى تحديد درجة أهمية الطريقة المستخدمة في تقدير معدل النمو على عملية التقييم
2					يرجى تحديد درجة أهمية المخاطر التالية المتعلقة بحساب العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) عند التنبؤ في عملية التقييم
3					3.1 المخاطر المتعلقة ببيئة الأعمال لنشاط المنشأة
					3.2 المخاطر المتعلقة بالمصاريف التشغيلية
					3.3 المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية
					3.4 المخاطر المرتبطة بمعدل دوران الأصول
					3.5 المخاطر المرتبطة بالرافعة التشغيلية

		مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
	للتزامات					
	3.6. المخاطر المرتبطة بالرافعة المالية					
	3.7. المخاطر المرتبطة بتكلفة الاقتراض					
	3.8. المخاطر المرتبطة بالطلب و العرض في السوق المالي للبلد التي تعمل به المنشأة					
	3.9. المخاطر المرتبطة بصافي الأصول التشغيلية					
4	ما هي درجة أهمية طريقة حساب العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) على عملية التقييم وفق الأرباح المتبقية.					
	حدد أهمية البنود التالية على حساب الدخل الشامل المستخدم في عملية التقييم وفق الأرباح المتبقية					
5	5.1. محاسبة الفائض غير الصافي (معالجة بنود الدخل كجزء من حقوق الملكية بدلاً من الاعتراف بها ضمن دخل الفترة)					
	5.2. محاسبة الفائض الخفي (عمليات التي تتم بين المنشأة و المساهمين أو الموظفين ولا يظهر أثرها في القوائم المالية)					
	حدد أهمية النقاط التالية المؤثرة على جودة القوائم المالية للقيام بعملية التقييم وفق الأرباح المتبقية.					
6	6.1. التلاعب بالبيانات المالية					
	6.2. عدم التقدير الصحيح للإدارة لبعض الأمور المالية التقديرية (مخصصات الديون – مخصصات الاهتلاك)					
	6.3. استخدام إدارة الأرباح					
	6.4. مدى شمولية المعايير المتبعة ومعالجتها الصحيحة للأحداث المالية وبما يظهر القيم بدقة					
	6.5. جودة عملية المراجعة الخارجية					
	6.6. جودة تطبيق المعايير					
	6.7. جودة أعمال التسجيل المحاسبية					

		مهم جداً	مهم	معتدل الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
	6.8. جودة الإفصاح المحاسبي					

ثانياً: الأسئلة التالية موجهة لمعرفة أثر الأمور التي تدفع المستثمر لشراء أسهم الإصدار الأولي بغض النظر عن القيمة الحقيقية لها.

يرجى التكرم بوضع إشارة (√) في الحقل الذي تراه مناسباً:

		موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً
1-	سمعة المؤسسين الذين يديرون المنشأة					
2-	خبرة الإدارة العليا وسمعتها					
3-	اسم مؤسسة الإصدار وخبرتها في السوق					
4-	إذا كانت مؤسسة الإصدار تلتزم بشراء كافة الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها					
5-	إذا كانت مؤسسة الإصدار تتعهد ببذل جهدها فقط في أعمال الاكتتاب دون ضمان شراء الأسهم غير المكتتب بها					
6-	إذا تم تحديد سعر إصدار ثابت كسعر للسهم					
7-	إذا تم تحديد السعر وفق طريقة بناء السعر التي تأخذ بالاعتبار العرض و الطلب على السهم					
8-	إذا كان السعر الذي تم تحديده أقل من القيمة المحددة وفق دراسات التقييم					
9-	ثقافة المستثمر وتوجهه نحو المضاربة والربح السريع بدلاً من الاستثمار					

ثالثاً: الأسئلة التالية موجهة لمعرفة مدى ملائمة طريقة الأرباح المتبقية للتقييم في بيئة الأعمال السورية

يرجى التكرم بوضع إشارة (√) في الحقل الذي تراه مناسباً:

		موافق جداً	موافق	محايد	غير موافق	غير موافق أبداً
1-	تتمتع بيئة الأعمال السورية بوعي حول الاستثمار في أسهم الإصدار الأولي					
2-	يهتم المستثمر السوري بالقيمة الحقيقية للسهم عند اتخاذ قرار الشراء					

					القيم السوقية لأصول المنشأة ثم طرح مطالبيها	
					1.5 طريقة عرض الاسهم : تقوم على ترتيب الأسهم للشراء أو البيع وفق النسب الأساسية (المضاعفات) لهذه الأسهم	
					1.6 طريقة الأرباح المتبقية	

- المؤهل العلمي:

- ☐ بكالوريوس ☐ دبلوم دراسات عليا
☐ ماجستير ☐ دكتوراه
☐ شهادات مهنية أخرى - يرجى ذكرها

- التخصص العلمي:

- ☐ محاسبة ☐ علوم مالية ومصرفية ☐ إدارة أعمال
☐ اقتصاد ☐ أخرى - يرجى ذكرها

- الموقع الوظيفي الحالي :

- ☐ مدرس في الجامعات والمعاهد ☐ مستشار مالي في شركات استشارية
☐ مدير مالي ☐ مدقق داخلي
☐ مدقق خارجي ☐ أخرى

- سنوات الخبرة العملية :

- ☐ أقل من خمس سنوات ☐ بين خمس وعشر سنوات ☐ بين عشر سنوات وعشرين سنة
☐ بين عشرين سنة وثلاثين سنة ☐ أكثر من ثلاثين سنة.

- هل ترغب بالحصول على نسخة من نتائج البحث الإجمالية عند انتهاء البحث؟

- ☐ نعم ☐ لا

أرجو إضافة بريدك الإلكتروني في حال الإجابة بـ نعم :

ولكم مني جزيل الشكر على معونتك .

مراجع البحث أولاً : المراجع باللغة العربية

أ. الكتب:

1. أركباور، بي جيمس، شولتز، رون، "الاكتتاب (دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام)"، الطبعة الأولى، ترجمة ليلى زيدان، الدار الأولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
2. الدهراوي، كمال الدين، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
3. المصري، تيسير، الرضا، عقبة، فخر، نواف، "مشكلات محاسبية معاصرة"، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2007.
4. حسني، صادق، "التحليل المالي والمحاسبي: دراسة معاصرة في الأصول العلمية وتطبيقاتها"، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 1998.
5. عبد العال حماد، طارق، "التقييم وإعادة هيكلة الشركات"، الدار الجامعية، جامعة عين شمس، القاهرة، 2008.

ب. الدوريات:

1. سويس، هوري، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007.

ت. المراسيم و القوانين والأنظمة:

1. المرسوم التشريعي رقم 55/ الصادر في عام 2006، قانون سوق الأوراق المالية.
2. المرسوم التشريعي رقم 61 الصادر بتاريخ 2007/10/1 المتعلق بإعادة تقييم الأصول.
3. قانون إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم 22/ لعام 2005.
4. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 3943/ بتاريخ 2008/08/28، نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
5. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 3945/ بتاريخ 2006/06/28، نظام إصدار وطرح الأوراق المالية.

ث. الرسائل العلمية:

1. جديني، جهان، مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009.
2. زكريا، نائلة، أثر العائد والمخاطرة على قرار الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009.
3. طجها، محمد أمين، دور حوكمة الشركات في تفعيل لجان المراجعة وإمكانية التطبيق في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009.

ج. أخرى:

1. حمدان، مأمون، محاضرات المعايير الدولية بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية و جمعية المحاسبين القانونيين السوريين، المحاضرة الأولى، دمشق، 2009.
2. محمد الجرف، أحمد السيد، مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرون، ندوة تطوير المحاسبة في المملكة، الرياض، 2010.
3. مجلة الخليج الاقتصادية، عدد الصادر بتاريخ 20-07-2008

ثانياً: المراجع باللغة الإنكليزية

A- **Books:**

1. Brealey, Myers & Allen, (2006), Corporate Finance, 8TH Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York.
2. D. Lipman, Frederick, 2009, International and U.S IPO Planning, Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
3. H. Penman, S, (2007), Financial Statement Analysis and Security valuation, 3th Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York.
4. Kellehe. J, 2010, A Uniq Stock Valuation Tool for Financial statement analysis and Model – Building, McGraw-Hill Companies, Inc. New York.
5. N. Gregoriious, Greg, (2006), Initial public offerings (An International prospective), Elsevier Incm, USA.
6. Review for the CFA Exam, 2010 Edition, Level 2, Equity investments (Alternative Asset Valuation), Becker professional Education, **Study session 12.**
7. R. Hitchner, James, (2006), Financial Valuation, (Second Edition), John Wiley & Sons, Inc.
8. Ryals, Lynette, (2008), Managing Customers profitably, John Wiley & Sons Ltd, UK.
9. Subrmanyam, KR and J. Wild, John, (2009), Financial Statement Analysis, 10TH Edition, McGraw-Hill Companies, Inc. New York.
10. Thomas. R, E. Gup. B, (2010), The Valuation Handbook, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

B- **Periodicals:**

1. Atiase, R. (1985), "Pre-disclosure information, firm capitalisation, and security price behavior around earnings announcements", Journal of Accounting Research.
2. Beatty, R. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. Accounting Review, 64(4).

3. Brown, P., A. Clarke, J. How and K. Lim (2000), "The accuracy of management dividend forecasts in Australia", *Pacific-Basin Finance Journal*, **3–4**.
4. Chen, G., M. Firth and G. Krishnan (2001), "Earnings Forecast Errors in IPO Prospectuses and Their Associations with Initial Stock Returns". *Journal of Multinational Financial Management*, **(April 2001)**.
5. Eddy, A. and B. Seifert (1992), "An examination of hypotheses concerning earnings forecast error", *Quarterly Journal of Business and Economics*, **31**.
6. Hagerman, R. and W. Ruland (1979), "The accuracy of management forecasts and forecasts of simple alternative models", *Journal of Economics and Business*.
7. Hong Teoh, S, wong. T.j & Rao, G ,1998, Are Accrual during Initial offerings opportunistic?, *Review of Accounting Studies*, 3, Boston-Netherlands.
8. Isidor. H, Ohanlon. J, Young. S, (2006), Dirty Surplus Accounting Flows and Valuation Errors, *Journal of Accounting, finance and Business studies*, Volum 42, issues 3-4.
9. Jog, V. and B. McConomy (2003), "Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses", *Journal of Business Finance and Accounting*, **31**.
10. Kim, M & R. Ritter, J, September 1999, Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics*, Volume 53, Issue3.
11. P. Asquith and D. W. Mullins, (1986), "Equity issues and offering Dilution", *Journal of Financial Economice* **15**.
12. R. G. Ibbostson, J. L. Sindelar, and J. R. Ritter, (1994), "the market's Problems with the pricing of Initial Puplic offering", *Journal of Applied corporate Finance* **7**.
13. S. Sundaaresan, (1996), "Discriminatory versus Uniform Treasury Auction: Evidence from when-issued Transaction", *Journal of Financial Economics* **42**
14. T. Loughran and J. Ritter, (2002), "Why don't issuer get upset about Leaving Money on the table in IPOs?",*Review of financial studied* **15**.
15. X. Zheng, S, June 2007, Are IPOs really over price?, *Journal of Empirical Finance*, Volume14, Issue 3.

C- Reserches :

1. Bhagat, S, Rangan, S, (2004), Determinates IPO Valuation, Leeds School of Business, Colorado.
2. Boden, M & Hallert, E, 2006, Quality of Implied Forecasts in Swedish IPO Prospectuses: A Case of Systematic Overoptimisim, Academicnetwork.se, Handelshogskolan I Stockholm University.
3. Curtis A, L Fargher, Neil, 2003, A comparison of Residual Income and comparable firm Valuation of Initial public offering, School of Accounting the University of new south wales, Sydney, NSW, Australia.
4. Gelman. D , 2006, Examing IPO valuation methods – Market comparable and Discount Cash Flow, Leonardo N.Stren School of Business, New york University, USA.
5. H. Penman, S, (2007), The Quality of financial statement: perspectives from the recent Stock Market Bubbel, Morgan Stanley Research Scholar Fund, Columbia University, USA.
6. Indarto. A., others. (1995),Equity Valuation in public stock offering, Faculty of Economics & Business, Gadjah Mada university, Jagjakarta.
7. S. Froidevaux, P, 2004, fundamental Equity valuation, university of Fribourg , Switzerland.
8. Tuite, B, 2007, An Analysis of Accounting-based valuation models Using Australian Initial public offerings, Faulty of Economics and Business, Sydney University, Ausralia.

D- Working Paper:

1. DE Maeseneire, W, Deloof, M & Inghelbrecht, K, January 2002,The valuation of IPOs by Investment Banks and the stock Market: Empirical Evidence, EFMA 2002 London meeting, EFA2002 Berlin Meeting Discussion paper, SSRN.
2. K. Purnananadm, A,Swaminathan, B, May - 2002, Are IPOs Underpriced?, Jonson Graduate School of Management Working Paper, SSRN.
3. Pirie. S, Smith. M, 2005, Relation between Stock prices and Accounting information: Review of the Residual Income and Ohlson Models,

- Working Paper, International Graduate School of Management, Australia.
4. Sherman, A. E. (2002), Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions, Working Paper, University of Notre Dame, Notre Dame, IN.

E- Thesis:

1. I. Michael E. Dillon, Jr, (2006), A Comparison of IPO Issuers' Perceptions and Academic Theories about IPOs , PHD dissertation, University of Cincinnati, USA.

F- Others:

1. Aggarwal. R Bhagat. S, Rangan. S, 2009, the impact of Fundamental of IPO valuation, Financial Management association, USA.
2. Aswath Damodaran, Dark side of Valuation.
3. Journal of Public Company Management Corporation, Going public disadvantages , 2009, Go public today.com.
4. McClure, B,(2010), Investopedia.com.
5. W. Mills,R, August - 2003, Jordan Telecom - a Case Study of IPO valuation.

ثالثاً : المواقع الإلكترونية

1. www.damodaran.com.
2. www.scfms.sy
3. <http://www.dse.sy>
4. www.SSRN.com
5. www.isoc.org
6. www.bnet.co.uk
7. www.icann.org
8. <http://www3.org>
9. www.businessweek.com
10. www.ecommercetimes.com
11. www.zdnet.com
12. www.ecademy.com
13. www.ecommerce.internet.com
14. www.e-envoy.gov.uk
15. www.sciencedirect.com
16. www.emeraldinsight.com
17. www.google scholar.com
18. www.syrianfinance.org