



جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

تقييم الأداء المالي للمصارف وأثره على أسعار الأسهم: دراسة في سوق دمشق للأوراق المالية

قُدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في كلية
الاقتصاد - قسم المصارف والتأمين

إعداد
بشينة محمد ربيع طالب

إشراف الدكتور
عبد الرزاق قاسم

دمشق 2013

شكر وتقدير

أحمد الله عز وجل حمداً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه على عظيم نعمه وعونه أن أكرم مني لإتمام

هذا البحث، والصلاة والسلام على

خير خلق الله معلّم البشرية وقائد الأمة محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين.

وبعد، فمن لم يشكر الناس لم يشكر الله:

في البداية يطيب لي أن أقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أستاذي الفاضل الدكتور عبد الرزاق

قاسم لتفضله بالإشراف على هذا البحث والذي لم يألُ جهداً في مساعدتي بإرشاداته ونصائحه

وتوجيهه المستمر حتى إتمام هذا البحث، فجزاه الله عني كل خير.

كما أقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أساتذتي الكرام السادة أعضاء لجنة الحكم

الدكتور أكرم حوراني والدكتور مرغيد قصوعة وذلك لتفضلهم بالاشتراك في

الحكم على هذا البحث وعلى ما بذلوه من جهد في قراءته لمناقشته وإغنائه بالملاحظات العلمية الدقيقة

للامرتقاء به إلى المستوى العلمي المطلوب.

وأخيراً أتوجه بأسمى آيات الشكر إلى كل من قدّم لي العون والمساعدة والتحفيز لإتمام هذا البحث.

الباحثة

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
4	فهرس المحتويات
7	قائمة الجداول
8	قائمة الأشكال
9	الملخص
11	الفصل التمهيدي: الإطار العام للبحث
12	مقدمة
12	مشكلة البحث
13	أهمية البحث
13	أهداف البحث
14	الدراسات السابقة
20	فرضيات البحث
21	منهج البحث
21	مجتمع وعينة البحث
21	محددات البحث
22	مخطط البحث
23	الفصل الأول: تقييم الأداء المالي للمصارف
24	المبحث الأول: الأداء المصرفي
24	1. المفهوم العام لتقييم الأداء.
25	2. أنواع تقييم الأداء.
26	3. تقييم الأداء المصرفي.
35	المبحث الثاني: نماذج تقييم الأداء المالي للمصارف
35	1. نموذج العائد على حقوق الملكية.
41	2. نموذج تصنيف السمات.
47	3. المؤشرات الحديثة لقياس الأداء من منظور خلق القيمة.
60	المبحث الثالث: الإفصاح المحاسبي في المصارف
60	1. مفهوم الإفصاح المحاسبي.
61	2. متطلبات الإفصاح المحاسبي في المصارف وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية.
67	3. أهمية الإفصاح والشفافية لدى المصارف.
70	الفصل الثاني: العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري في الأسواق المالية
71	المبحث الأول: الأسواق المالية وكفاءتها
72	1. أهمية الأسواق المالية.
73	2. تقسيمات الأسواق المالية.

74	3. مؤشرات الأسواق المالية.
75	4. كفاءة الأسواق المالية.
81	5. قياس درجة تطور الأسواق المالية.
86	المبحث الثاني: القرار الاستثماري في الأوراق المالية
86	1. مفهوم القرار الاستثماري.
87	2. خطورة القرار الاستثماري.
87	3. مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام.
88	4. آلية اتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية.
89	5. مقومات القرار الاستثماري في الأوراق المالية.
90	6. أسس اتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية.
96	المبحث الثالث: الأسهم العادية والعوامل المؤثرة في أسعارها
96	1. تعريف الأسهم العادية.
97	2. أنواع الأسهم العادية.
98	3. اتجاهات جديدة في الأسهم العادية.
99	4. خصائص الأسهم العادية.
99	5. إيجابيات وسلبيات إصدار الأسهم.
100	6. تقييم الأسهم العادية.
101	7. محددات القيمة السوقية للسهم.
103	8. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم العادية.
115	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية
116	المبحث الأول: أداء القطاع المصرفي في سورية
118	1. بنية القطاع المصرفي.
119	2. حجم القطاع المصرفي.
127	3. مؤشرات أداء القطاع المصرفي الخاص التقليدي.
130	4. الدور التنموي للقطاع المصرفي الخاص التقليدي.
135	المبحث الثاني: نشأة وتطور سوق دمشق للأوراق المالية
135	1. التأسيس.
136	2. الإدارة.
136	3. الجهة المشرفة على سوق دمشق للأوراق المالية.
137	4. الموارد المالية.
137	5. العضوية.
137	6. الأوراق المالية.
138	7. تقسيمات السوق.
138	8. مؤشر السوق DWX.

139	9. التداول في السوق.
139	10. الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين.
140	11. الشركات المدرجة في السوق وتوزعها على القطاعات المختلفة.
141	12. أداء السوق في عام 2011 .
143	المبحث الثالث: الحالة العملية
143	1. منهج البحث ومصادر جمع البيانات.
144	2. أداة الدراسة.
144	3. مجتمع وعينة البحث.
145	4. البيانات التي تم استخدامها في البحث.
145	5. خطوات البحث.
148	6. اختبار الفرضيات.
161	النتائج والتوصيات
161	أولاً - النتائج.
163	ثانياً - التوصيات.
168	قائمة المراجع.
180	الملاحق.

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
39	أنواع المخاطر المصرفية ومؤشرات احتسابها.	(1-1)
45	نتائج التصنيف وفقاً لنموذج (CAMEL)	(2-1)
120	حصة المصارف العامة والخاصة من إجمالي موجودات القطاع المصرفي خلال الفترة.	(1-3)
138	شروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية.	(2-3)
140	التوزيع القطاعي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.	(3-3)
141	مقارنة سنوية للمؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط السوق.	(4-3)
142	قيم التداول حسب القطاعات في سوق دمشق للأوراق المالية.	(5-3)
145	المصارف الخاصة وتاريخ إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية.	(6-3)
149	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المدروسة.	(7-3)
150	ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).	(8-3)
150	ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل)	(9-3)
151	ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).	(10-3)
152	ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).	(11-3)
152	ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).	(12-3)
153	تحليل التباين.	(13-3)
153	المعاملات.	(14-3)
154	ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).	(15-3)
154	تحليل التباين.	(16-3)
154	المعاملات.	(17-3)
159	مصفوفة الارتباط بين أسعار الأسهم المدروسة.	(18-3)

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
(1-1)	تحليل العائد على حقوق الملكية.	38
(1-3)	هيكل القطاع المصرفي في سورية.	117
(2-3)	التوزيع النسبي للودائع بين المصارف العاملة.	121
(3-3)	التوزيع النسبي للودائع حسب العملة.	122
(4-3)	تطور الودائع حسب العملة، ملايين الليرات السورية.	122
(5-3)	التوزيع النسبي للودائع حسب الجهة المودعة.	122
(6-3)	تطور الودائع حسب الجهة المودعة، ملايين الليرات السورية	122
(7-3)	تطور حصص شرائح الودائع حسب الآجال.	123
(8-3)	التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف العاملة.	124
(9-3)	التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من المصارف حسب العملة.	125
(10-3)	التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية حسب الجهة المقترضة.	126
(11-3)	التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية وفقاً للنشاط الاقتصادي.	126
(12-3)	توزيع قيم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية حسب القطاعات.	142
(13-3)	العلاقة بين القيم الاحتمالية التراكمية للبواقي والقيم التراكمية المتوقعة للبواقي.	157
(14-3)	انتشار البواقي المعيارية مع القيم الاتجاهية للمتغير التابع.	158

تقييم الأداء المالي للمصارف وأثره على أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

الملخص (Abstract)

ينطلق البحث من أهمية الدور الذي يلعبه كل من القطاع المصرفي وسوق رأس المال على حدٍ سواء في الحياة الاقتصادية بشكل عام، وذلك لما يقوم به من دور هام من خلال حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية بما يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، وما من شك في أن النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواء تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال، وذلك من خلال تحقيق تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة للمصارف أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار.

وقد شهد القطاع المصرفي في سورية تطوراً هاماً خلال السنوات الأخيرة وتعاضم دوره في الاقتصاد الوطني، وترافق ذلك مع افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية التي شكلت نقلة نوعية في عالم الاستثمار في سورية، لذا هدفت الباحثة من خلال هذا البحث إلى تقييم الأداء المالي للقطاع المصرفي في سورية من خلال الاعتماد على نماذج تقييم الأداء من منظور خلق القيمة في محاولة للكشف عن العلاقة المحتملة بين مؤشرات تقييم الأداء المالي للمصارف وبين أسعار أسهمها في السوق المالية، سعياً للوصول إلى نموذج كمي مقترح للتنبؤ بسعر السهم وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذهم القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية. وقد استخدمت الباحثة الأسلوب الإحصائي وهو الانحدار الخطي المتعدد باستخدام البرنامج الإحصائي (Statistical Package For Social Sciences, SPSS) للوصول إلى النموذج المنشود. وقد خلص البحث إلى جملة من النتائج أهمها:

- أهمية أن تقوم المصارف بإعداد قائمة القيمة الاقتصادية المضافة بالإضافة إلى القوائم المالية الأخرى التي تقوم بإعدادها ونشرها في تقاريرها، وذلك نظراً لما توفره هذه

القائمة من بيانات، ومن أهمها تكلفة رأس المال، والتي من شأنها أن تؤثر على النتيجة النهائية للأداء المالي للمصارف.

- تمكنت الباحثة من توفير نموذج كمي للتنبؤ بأسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وقد اعتمد النموذج بشكل أساسي على القيمة السوقية المضافة للمصارف.

وأخيراً خلص البحث إلى العديد من التوصيات الرامية إلى بذل مزيد من الجهود لتطوير القطاع المصرفي السوري وسوق دمشق للأوراق المالية لتفعيل دورهما بشكل أكثر فعالية في الاقتصاد الوطني.

الكلمات المفتاحية: تقييم الأداء المالي، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، القيمة الدفترية، عائد السهم، سعر السهم.

الفصل التمهيدي

الإطار العام للبحث

يتضمن هذا الفصل الإطار العام للبحث وفقاً لما يلي:

- § مقدمة
- § مشكلة البحث
- § أهمية البحث
- § أهداف البحث
- § الدراسات السابقة
- § فرضيات البحث
- § منهج البحث
- § مجتمع وعينة البحث
- § محددات البحث
- § مخطط البحث

v مقدمة (Introduction)

أثمرت عملية الإصلاح الاقتصادي والإداري التشريعي والمالي والمصرفي التي بدأتها الحكومة السورية في عام 2000 عن تدعيم قوة الاقتصاد الوطني وتوفير البيئة الاستثمارية المناسبة وزيادة معدلات النمو الاقتصادي. وكان أحد أهم ثمار هذا الإصلاح هو صدور المرسوم التشريعي رقم 55 بتاريخ 2006/10/1 والقاضي بإحداث سوق دمشق للأوراق المالية.

وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال وتوظيفها في توسيع النشاط الاقتصادي والتشجيع على الادخار والمساعدة في تحسين مستوى المعيشة لكل فئات المجتمع والمساهمة في تمويل خطط التنمية.

وفي سوق بكرٍ ومجتمعٍ يفتقد الثقافة المصرفية والاستثمارية لحدٍ بعيد، تعمل السوق بين اتجاهين متضاربين محاولةً التوفيق بينهما ما استطاعت، فهي من جهةٍ تحتُ صغار المستثمرين على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية المحلية لزيادة حجم الاستثمارات وما ينجم عن هذا من تطورٍ في الاقتصاد المحلي، ومن جهةٍ أخرى تلعب دور الراعي لمصالح المستثمر ولا تدّخر جهداً في حمايته من المتلاعبين والمضاربين لبناء جسور الثقة بين المستثمر والسوق المالية.

لذا لا بدّ أن تتضافر الجهود ونعمل معاً لتكون سوق دمشق سوقاً، عادلةً، شفافةً، وفعّالةً، قادرةً على تلبية متطلبات كافة الأطراف ذات العلاقة بمهنية واحتراف لتكون قادرةً على فرض نفسها في سوق شديدة التنافس وجذب وتوطيد الاستثمارات المحلية والأجنبية.

انطلاقاً من ذلك يأتي هذا البحث المتواضع بهدف توفير الحد الأدنى من التحليلات والمعلومات التي تفيد المستثمر السوري عند اتخاذ قراراته الاستثمارية بعيداً عن المضاربة أو الشائعات.

v مشكلة البحث (Research Problem Definition)

لما كان هناك تفاوت كبير بين الباحثين في الأدبيات المالية والمصرفية لمعرفة أي من المحددات (العوامل) التي تؤثر بشكل أكبر في تعظيم أسعار الأسهم - والذي ربما مرده لتفاوت العوامل والمتغيرات البيئية الخاصة بكل دراسة - جاءت هذه الدراسة لتبحث في مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي للمصارف السورية على أسعار أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية. وعليه تتحدد مشكلة البحث في سؤال رئيسي هو:

ما مدى مساهمة مؤشرات الأداء المالي للمصارف السورية في التنبؤ بأسعار أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ويشتق من هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

§ ما مدى مساهمة القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف في التنبؤ بأسعار أسهمها.

§ ما مدى مساهمة القيمة السوقية المضافة للمصارف في التنبؤ بأسعار أسهمها.

§ ما مدى مساهمة عائد السهم للمصارف في التنبؤ بأسعار أسهمها.

§ ما مدى مساهمة القيمة الدفترية لأسهم المصارف في التنبؤ بأسعار أسهمها.

٧ أهمية البحث (Importance of Research)

تكمن أهمية هذا البحث في كونه من أوائل الأبحاث التي اعتمدت على نماذج حديثة (القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة) في تقييمها للأداء المالي للمصارف السورية، بالإضافة إلى كونه من الأبحاث المحدودة-حسب علم الباحثة- التي تمت على أسعار أسهم المصارف الخاصة السورية في سوق دمشق للأوراق المالية، إضافة إلى ما سوف يساهم به هذا البحث من رفع لدرجة الوعي المالي والاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات المالية وخاصةً في مجال حتمية الربط بين الأداء المالي للمصارف وتحديد أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، الأمر الذي يرتبط تحقيقه بضرورة توفير الرقابة الفعالة وسرعة نشر البيانات والمعلومات العامة والخاصة عن المصارف المدرجة.

٧ أهداف البحث (Purposes of Research)

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في التوصل إلى نموذج كمي مقترح يمكن الاسترشاد به لتحديد أسعار الأسهم العادية لمساعد المستثمر من اتخاذ القرار السليم في شأن الاستثمار في أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

§ تسليط الضوء على أهمية بعض المداخل الجديدة المقترحة (مداخل القيمة) في تقييم

الأداء المالي للمصارف.

§ التعرف على أداء القطاع المصرفي في سورية خلال السنوات الأخيرة مع التركيز

على أداء المصارف الخاصة التقليدية محل البحث.

§ تحديد مدى وطبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي للمصارف وبين أسعار أسهم هذه المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية.

v الدراسات السابقة (Literature Review)

تنوعت الدراسات التي تناولت موضوع تقييم الأداء المالي للمصارف، وقد توصلت إلى نتائج اختلفت باختلاف اتجاه وهدف الدراسة، وكذلك أيضاً تعددت الأبحاث التي درست العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم كون موضوع الأسهم من الموضوعات الحيوية وذات التأثير الهام على القرارات التي يتخذها المساهمون للاطمئنان على استثماراتهم. من هنا جاءت ضرورة مراجعة هذه الدراسات والأبحاث بغية الكشف عن مدى ما توصلت إليه في معالجة هذه المواضيع للاستفادة منها في تحديد الأبحاث القادمة التي تحاول الخوض في هذا المجال، لذا رجعت الباحثة إلى العديد من الدراسات العربية والأجنبية التي تخص موضوع البحث للاستفادة منها في تعزيز الإطار النظري للبحث الحالي والنماذج التي استخدمتها والنتائج التي توصلت إليها.

وقد وجدت الباحثة صعوبة في العثور على دراسات بحثية عربية تناولت تطبيق نموذج القيم المضافة في تقييم الأداء المالي للمصارف، وذلك من خلال عملية المسح التي قامت بها لمختلف الدراسات والأبحاث العربية، لذا اعتمدت على مجموعة من الدراسات الأجنبية التي ساهمت في تدعيم البحث، وفيما يلي عرض لأهم الدراسات التي أمكن العثور عليها وذات صلة بالموضوع المدروس:

الدراسات العربية:

1. دراسة (كعدان، 1997)، بعنوان "الرقابة وتقييم الأداء في القطاع المصرفي".

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على عملية الرقابة وتقييم الأداء في المصرف التجاري السوري، وقد اعتمد الباحث على العديد من الأدوات المستخدمة في عملية الرقابة وتقييم الأداء.

وخلص الباحث إلى نتيجة مفادها أن عملية الرقابة وتقييم الأداء في القطاع المصرفي تعتبر أداة منهجية لتحليل نشاط هذا القطاع واكتشاف مواطن الضعف والخلل فيه ووضع الأسس الملائمة لرفع كفاءة أدائه بشكل مستمر.

2. دراسة (الظاهر، 2003) بعنوان "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي: دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمّان المالي".

هدفت الدراسة إلى محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة ما بين توزيع الأرباح في البنوك التجارية ومتوسط سعر السهم السوقي لهذه البنوك، وذلك من خلال إيجاد العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة ومتوسط سعر السهم السوقي، وكذلك إيجاد علاقة بين متوسط سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة، ومن ثم إيجاد العامل الأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقي. وقد اشتمل مجتمع الدراسة على البنوك التجارية الأردنية، وكانت عينة الدراسة مكونة من سبعة بنوك وتمثل حوالي (90%) من مجتمع الدراسة، وتمّ استخدام العديد من الأساليب الإحصائية ومنها تحليل الانحدار الخطي المتعدد لتحقيق هدف البحث.

وقد أوضحت نتائج الدراسة عدم وجود سياسة موحدة تتبعها البنوك الأردنية لتوزيع الأرباح، كما أن العلاقة بين متوسط سعر السهم السوقي وكل من نصيب السهم من الأرباح الموزعة ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة ودلالاتها الإحصائية تختلف من بنك إلى آخر. ومن جهة أخرى توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح لكافة بنوك العينة وسعر السهم علاقة طردية، وأخيراً أثبتت الدراسة أن الأرباح الموزعة لها أثراً أكبر على سعر السهم من أثر الأرباح المحتجزة.

3. دراسة (الموعد، 2005)، بعنوان "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمّان للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى محاولة التعرف على العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمّان وذلك خلال الفترة ما بين (1998-2003)، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (42) شركة تمثل كافة القطاعات، حيث حاول الباحث الكشف عن وجود علاقة محتملة بين التغير في سعر السهم (المتغير التابع) والتغيرات في كل من المتغيرات المستقلة (معدل دوران السهم، ربحية السهم، نصيب السهم من الأرباح الموزعة، سعر الفائدة على الودائع لأجل سنة، معدل التضخم)، مستخدماً نموذج الانحدار الخطي المتعدد لإنجاز هذه الدراسة.

وقد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين معدل دوران السهم وبين سعر السهم.
- وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وبين سعر السهم.
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية السهم ونصيب السهم من الأرباح الموزعة ومعدل التضخم وبين سعر السهم.

4. دراسة (زيود، الأمين والمهندس، 2005)، بعنوان "تقويم أداء المصارف باستخدام أدوات التحليل المالي-دراسة ميدانية في المصرف الصناعي السوري".

هدفت الدراسة إلى تحليل القوائم المالية للمصرف الصناعي السوري للوصول إلى المؤشرات والنسب المالية اللازمة لتقييم أدائه والوقوف على حقيقة مركزه المالي لتحقيق المستوى الأمثل من الرقابة وإظهار مدى مساهمته في دعم وتطوير الاقتصاد الوطني. وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- سيطرة الجمود على النظام المصرفي السوري فيما يتعلق باستخدام التكنولوجيا وتطبيق معايير المحاسبة الدولية ومقررات لجنة بازل بالرغم من مضي زمن طويل على صدورها.
- عدم الإفصاح الكافي عن البيانات والمعلومات المحاسبية بشكل سليم موافق للمعايير المحاسبية الدولية.

5. دراسة (شراب، 2006)، بعنوان "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة الكشف عن العلاقة المحتملة ما بين الإعلان عن توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وسعر السهم السوقي لهذه الشركات، وشملت عينة الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية وعددها (28) شركة خلال الفترة (1997-2005)، وقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد لإنجاز هذه الدراسة والتي خلصت إلى النتائج التالية:

- هناك بصفة عامة علاقة عكسية بين نصيب السهم من الأرباح وبين سعر السهم السوقي، بينما لا توجد علاقة بين نصيب السهم من الأرباح وبين كل من حجم وقيم تداول السهم في السوق.

- عدم وجود علاقة بصفة عامة بين كل من تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية ونصيب السهم من الأرباح النقدية ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة ونصيب السهم من توزيع أسهم عينية وبين كل من سعر وحجم وقيم تداول السهم في السوق.

6. دراسة (طلبة، 2008)، بعنوان "أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم".

هدفت الدراسة إلى تبيان العوامل التي تحدد القيمة السوقية للسهم بالإضافة إلى إبراز دور الإفصاح المالي والمحاسبي في توجيه قرارات المستثمر نحو بيع أو شراء أسهم وما يخلفه غياب هذا العامل من فقدان الثقة من جهة، ومن اتخاذ قرار مغاير للأول من جهة أخرى. وقد قامت الباحثة بدراسة أثر الإفصاح على أسعار أسهم مجموعة شركات مسجلة في بورصة الجزائر، واحدة منها جزائرية "فندق الأوراسي" بالإضافة إلى ست شركات إماراتية، حيث تم استخراج ربحية السهم الواحد ونصيبه من التوزيعات من القوائم المالية السنوية ومقارنتها مع أسعار الأسهم العادية عند تاريخ وصول هذه التقارير.

ومن خلال النتائج التي توصلت إليها الباحثة تم استخلاص العلاقة الموجبة والقوية نسبياً بين الإفصاح عن المتغيرين السابقين وبين أسعار أسهم الشركات محل الدراسة، مع ملاحظة ميول الشركات للإفصاح عن المعلومات الإيجابية مقارنةً بالإفصاح عن السيئة منها.

7. دراسة (عبيدات، والحمود، 2010)، بعنوان "تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية-دراسة تطبيقية على بورصة عمان -".

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة لأسعار الأسهم وذلك بالتطبيق على البنوك التجارية الأردنية المساهمة في بورصة عمان، والتي تتكون من (16) بنك تجاري خلال فترة الدراسة الممتدة من (1992-2009)، وقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد لإنجاز الدراسة، واشتمل النموذج على عدد من المتغيرات المستقلة هي حجم التداول، عائد السهم، الربح الموزع، القيمة الدفترية، الرافعة المالية والسيولة النقدية. وتبين من نتائج هذه الدراسة ما يلي:

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم البنوك التجارية والعوامل المستقلة التالية: حجم التداول، السيولة النقدية، القيمة الدفترية، الرافعة المالية.

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم البنوك التجارية من جهة والربح الموزع وعائد السهم من جهة أخرى.

8. دراسة (رومية، 2012)، بعنوان "إمكانية تطبيق نموذج تصنيف السمات المعروف بـ

CAMEI في تقييم الأداء المصرفي في سورية (الواقع والتحديات):

هدفت الدراسة إلى البحث عن إمكانية تطبيق نموذج تصنيف السمات في تقييم أداء المصارف العامة وذلك بإجراء دراسة ميدانية لواقع التطبيق على هذه المصارف للكشف عن مدى أخذها بعين الاعتبار لأهم معايير وعوامل تقييم كل عنصر من عناصر النموذج المقترح بعد تحري نقاط الضعف وأوجه القصور التي تعاني منها الأدوات التقليدية المستخدمة في تقييم الأداء المصرفي في سورية.

وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أن واقع تطبيق النموذج على المصارف العامة ما زال يفتقر لمقومات ومتطلبات التقييم الشامل والمتكامل نظراً لما يواجهه من تحديات وما يعانيه من صعوبات في هذا المجال.

الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Lehn K, Makhija AK, 1996) بعنوان "القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة

السوقية المضافة كمقاييس للأداء وإشارات للتغيير الاستراتيجي".

"EVA and MVA as Performance Measures and Signals For Strategic Change".

هدفت الدراسة إلى اختبار فيما إذا كانت كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة تصلحان كمقاييس لأداء الشركة (أو عائد السهم للشركة).

وخلصت الدراسة إلى أن كلا من المقياسين (Economic Value Added, EVA) و (Market Value Added, MVA) يرتبطان ارتباطاً موجباً مع عائد السهم ومع المقاييس التقليدية الأخرى للأداء مثل العائد على الأصول (Return On Assets, ROA) والعائد على حقوق الملكية (Return On Equity, ROE) والعائد على المبيعات (Return On Sells, ROS). كما أثبتت الدراسة أن المقياسين السابقين هما مقياسان أكثر فعالية من المقاييس التقليدية الأخرى في تقييم الأداء وأنهما يتضمنان معلومات حول جودة القرارات الاستراتيجية ويمكن استخدامهما كإشارات للتغيير الاستراتيجي في الشركة.

2. دراسة (Al-Omar&Al-Mutairi, 2008) بعنوان "العلاقة بين أسعار أسهم البنوك الكويتية وأدائها الصناعي".

"The Relationship between the Kuwaiti Bank Share Prices and their Performance Industrial"

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على العلاقة بين أسعار أسهم البنوك التجارية الكويتية وخصائصها ممثلةً في عائد السهم، القيمة الدفترية، وحجم التداول، وذلك خلال الفترة (1980-2004) باستخدام بيانات سنوية وعينة من سبعة بنوك.

وخلصت الدراسة إلى أن المؤشرات الثلاثة السابقة تساهم بدرجات متفاوتة في تفسير سلوك أسعار أسهم العينة وذلك بنسب 39%، 32%، 12% على التوالي.

3. دراسة (Obeidat, 2009) بعنوان "المحددات المالية الداخلية للقيمة السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على سوق أبو ظبي للأوراق المالية".

"The Internal Financial Determinants of Common Stock Market Evidence from Abu Dhabi Securities Market"

هدف البحث إلى اختبار أثر كل من نصيب السهم من الأرباح المحققة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة الدفترية للسهم على القيمة السوقية للأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، وقد استخدم الباحث أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لإنجاز بحثه.

وخلص الباحث إلى أن هناك أثراً ذو دلالة منطقية لكل من نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم العادية، فيما لم يجد الباحث أي تأثير ذي دلالة منطقية لنصيب السهم من الأرباح الموزعة على القيمة السوقية للسهم.

4. دراسة (Issham Ismai, 2011)، بعنوان "قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على التنبؤ بأداء الشركة".

"The ability of EVA (Economic Value Added) attributes in predicting company performance".

هدف البحث إلى الإجابة على السؤال التالي: هل القيمة الاقتصادية الموجبة للسهم توفر معلومات أكثر من القيمة الاقتصادية السالبة للسهم في تفسير تغيرات الأداء للشركة (أو تغيرات عائد السهم؟

وللإجابة عن هذا التساؤل قام الباحث بتحليل الانحدار (دراسة الارتباط) بين كل من القيمة الاقتصادية الموجبة والقيمة الاقتصادية السالبة مع عائد السهم وذلك بالتطبيق على (750) شركة ولسلسلة زمنية مدتها (10) سنوات (1993 - 2002).

وقد خلص البحث إلى أن كل من القيمة الاقتصادية الموجبة والقيمة الاقتصادية السالبة لا تربطها علاقة ذات دلالة إحصائية مع عائد السهم. لكنه بيّن أنه عند دراسة الارتباط بين كل من القيمة الاقتصادية الموجبة والقيمة الاقتصادية السالبة مع الأرباح ممثلة بعائد السهم (Earning Per Share, EPS) فإن القيمة الاقتصادية الموجبة أظهرت ارتباطاً أكثر بالأرباح من القيمة الاقتصادية السالبة.

ما يميز هذا البحث عن الدراسات السابقة:

يظهر مما تقدم أن هناك عدة دراسات تطرقت إلى تحليل مؤشرات الأداء المالي وكذلك الكثير من الدراسات التي تناولت أسعار الأسهم من أكثر من جانب، ولكن وبالرغم من تعدد هذه الدراسات والأبحاث إلا أن ما يميز هذا البحث هو استخدامه لنماذج مداخل القيمة في تقييمه للأداء المالي للمصارف من جهة، وبيان أثره على أسعار الأسهم في سوق حديثة كسوق دمشق للأوراق المالية من جهة أخرى.

٧ فرضيات البحث (Hypotheses Of Research)

انسجماً مع ما سبق عرضه فيما يخص مشكلة البحث وبما يحقق الأهداف المرجوة منه يمكن صياغة فرضيات البحث على النحو التالي:

- 1- توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وسعر السهم في السوق المالية.
- 2- توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة وسعر السهم في السوق المالية.
- 3- توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم وسعر السهم في السوق المالية.
- 4- توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم وسعر السهم في السوق المالية.

٧ منهج البحث (Methodology Of Research)

بغرض تحقيق الهدف من البحث والوصول إلى نتائج هامة من إجراءاته تتبنى الباحثة المنهج الوصفي التحليلي لإنجاز البحث بالاعتماد على مختلف المصادر المتاحة من مراجع وكتب علمية متخصصة تتضمن آراء متعددة ذات صلة بموضوع البحث وذلك بهدف تغطية الجانب النظري من البحث، ومن ثم تنتقل إلى الجانب العملي لتبرهن على فرضيات البحث معتمدةً في تحقيق ذلك على دراسة علاقة الارتباط بين مؤشرات الأداء المالي (المتغيرات المستقلة) وبين السعر السوقي للسهم (المتغير التابع)، وقد استخدمت الباحثة أسلوب الانحدار الخطي المتعدد في الوصول إلى نموذج مقترح للتنبؤ بالسعر السوقي للسهم.

٧ مجتمع وعينة البحث (Community and Sample Of Research):

يتكون مجتمع البحث من كافة المصارف الخاصة التقليدية العاملة في سورية والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما عينة البحث فقد تمّ اختيارها من مجتمع البحث بواقع أربعة مصارف خاصة تقليدية شملت كل من بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك عودة-سورية، بنك سورية والمهجر والمصرف الدولي للتجارة والتمويل، وذلك كونها تحقق الشرطين التاليين:

- 1- توفر كافة بياناتها المالية منشورةً على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- 2- تمّ إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية (السوق النظامية) منذ انطلاقة السوق في عام 2009، وذلك للحصول على أطول سلسلة زمنية لإجراء الاختبار عليها وذلك لتتلاءم مع الأسلوب الإحصائي المستخدم في البحث (الانحدار الخطي المتعدد).

٧ محددات البحث (Limitations Of Research):

واجهت الباحثة صعوبات عند إجراء الحالة العملية تتمثل في قلة عدد الأبحاث والدراسات السابقة التي تتعلق بالظاهرة المدروسة، فضلاً عن عدم قيام المصارف محل البحث بإعداد قائمة القيمة الاقتصادية المضافة ونشرها ليتم الاعتماد عليها، لذا قامت الباحثة من خلال عرضها للجانب النظري بتسليط الضوء على أهمية القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء وضرورة إعداد قائمة لها، وفي الحالة العملية قامت الباحثة باحتساب تكلفة رأس المال وتعديل الدخل المحاسبي وفقاً لهذه التكلفة كونها تمثل أهم ما جاءت به نظرية القيمة الاقتصادية المضافة.

ومن محددات البحث أيضاً، اقتصره على سلسلة زمنية ليست طويلة كون الدراسة تمت على
على سوق حديثة العهد.

v مخطط البحث (Framework Of Research)

بغرض الإجابة على التساؤلات ولتحقيق الأهداف المرجوة من البحث، ارتأت الباحثة
عرض البحث ضمن ثلاثة فصول رئيسية **وفصل تمهيدي** يتناول الإطار العام للبحث متضمناً
طبيعة مشكلة البحث وأهميتها والهدف منها والدراسات السابقة وفرضيات البحث ومنهج
البحث وأخيراً التحليل والمعالجة الإحصائية التي ساهمت في الوصول إلى النتائج
والتوصيات.

ويتطرق **الفصل الأول** لتقييم الأداء المالي للمصارف في ثلاثة مباحث رئيسية يتضمن المبحث
الأول تقييم الأداء المصرفي وأهميته وأهدافه وركائزه ومقوماته والجهات المهمة بتقييم أداء
المصارف، في حين يتضمن المبحث الثاني نماذج تقييم الأداء المالي للمصارف مشتملةً على
نموذج العائد على الأصول ونموذج تصنيف السمات ونموذج القيمة المضافة، وأفردت الباحثة
للأهمية مبحثاً ثالثاً يتناول الإفصاح المحاسبي في المصارف وأهميته.

وبالنسبة **للفصل الثاني** فهو يتناول الإطار العام للأسواق المالية، حيث تمّ التركيز على ثلاثة
مواضيع رئيسية ضمن هذا الفصل سيتمّ دراستها ضمن ثلاثة مباحث رئيسية، إذ يتضمن
المبحث الأول منها الأسواق المالية وأهميتها والمستويات الثلاث لكفاءة السوق المالية، أما
المبحث الثاني فيتناول بشيء من التفصيل القرار الاستثماري في الأوراق المالية من حيث
أسسه ومقوماته وخطورته ومزاياه وعيوبه. أما المبحث الثالث والأخير ضمن هذا الفصل
فيتضمن تفصيلاً حول الأسهم العادية والعوامل المؤثرة على أسعارها في السوق المالية.

أما **الفصل الثالث** والأخير فقد خُصص لعرض الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات، إذ
يتناول هذا الفصل في مبحثه الأول أداء المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية
خلال السنوات الأخيرة بحيث يتم التركيز على أداء المصارف الخاصة التقليدية كونها تمثل
مجتمع البحث الحالي، بينما يتناول المبحث الثاني نشأة وتطور سوق دمشق للأوراق المالية،
وأخيراً يعرض المبحث الثالث وبشكل مفصل الدراسة التطبيقية لاختبار فرضيات البحث
وصولاً للنتائج والتوصيات.

الفصل الأول

تقييم الأداء المالي للمصارف

المبحث الأول: الأداء المصرفي.

المبحث الثاني: نماذج تقييم الأداء المالي للمصارف.

المبحث الثالث: الإفصاح المحاسبي في المصارف.

المبحث الأول

الأداء المصرفي

تمهيد

تكتسب عملية تقييم الأداء في المصارف أهمية بالغة ومتزايدة لما تحظى به المصارف من مكانة متميزة على الساحة الاقتصادية من خلال دورها المتميز في توفير الموارد التمويلية، وتأدية مختلف الخدمات المصرفية لقطاعات الاقتصاد القومي كافةً لدفع عملية التنمية الاقتصادية أولاً، وثانياً لدور عملية تقييم الأداء الرائد في تحقيق الكفاءة باستخدام الموارد المتاحة للمصرف، والحكم على مدى نجاحه في تحقيق الأهداف المخططة له والتي يجب أن تتسق تماماً مع متطلبات السياسة النقدية والائتمانية المستهدفة لتحقيق الاستقرار النقدي بوصفه من العناصر الأساسية اللازمة لضمان استمرار التنمية الاقتصادية بالمعدلات المنشودة.

1. المفهوم العام لتقييم الأداء:

استأثر موضوع تقييم الأداء باهتمام واسع من لدن الكتاب والباحثين في مجالات الدراسة العلمية الاقتصادية منها الإدارية والمحاسبية والمالية والمصرفية، وذلك لارتباطه بجوانب مهمة من حياة المنظمات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية على اختلاف أنواعها، وعلى الرغم من تطابق النظرة العامة لعملية تقييم الأداء وردت مفاهيم عدة ومختلفة لعملية تقييم الأداء، وسنحاول الاختصار على مجموعة منها لإيضاح معناه.

عرّف تقييم الأداء بأنه "تقديم حكم ذي قيمة على إدارة مختلف موارد المؤسسة، أو بتعبير آخر يتمثل تقييم الأداء في قياس نتائج المنظمة في ضوء معايير محددة سلفاً". (السعيد، 2000، ص 30).

وهناك من يرى بأن تقييم الأداء هو "جزء من عملية الرقابة، فهو يعمل على قياس نتائج المؤسسة باستخدام مجموعة من مؤشرات الكفاءة والفعالية، ومقارنتها بالمعايير المحددة سلفاً

في عملية التخطيط ومن ثمة إصدار أحكام تقييمية تساعد على اتخاذ القرارات". (عشي، 2001، ص 16).

وكذلك جاء في تقييم الأداء بأنه "نظام متكامل يعمل على قياس نتائج المؤسسة باستخدام مجموعة من مؤشرات الكفاءة والفعالية وذلك من خلال مقارنة النتائج الفعلية للمؤشرات المختارة أو المنتخبة بما يقابلها من المؤشرات المستهدفة، أو بتلك التي تعكس نتائج الأداء خلال مدة سابقة، أو نتائج الأداء في الوحدات الاقتصادية المماثلة مع مراعاة الظروف التاريخية والهيكلية وأساليب التنظيم والإدارة، أو بالمؤشرات المستتبطة معدلاتها وفقاً لمتوسط نتائج مجموعة من الوحدات الاقتصادية مع مراعاة تقارب حجوم هذه الوحدات". (فهد، 2009، ص 27)

2. أنواع تقييم الأداء:

يوجد العديد من أنواع تقييم الأداء، أهمها: (فهد، 2009، ص 27)

§ تقييم الأداء المخطط: ويُقصد به تقييم أداء الوحدات الاقتصادية من خلال مدى تحقيقها للأهداف المخططة، وذلك عن طريق مقارنة مؤشرات الأداء المخطط مع المؤشرات الفعلية في مدة زمنية محددة. إذ تظهر هذه المقارنات مدى التطور الحاصل في الأداء الفعلي لأنشطة الوحدة الاقتصادية وتوضيح الانحرافات والأخطاء التي حدثت في عملية التنفيذ مع تفسير المسببات والمعالجات اللازمة لها.

§ تقييم الأداء الفعلي: ويُراد به كفاءة الموارد المتاحة المادية منها والبشرية وذلك بمقارنة الأرقام الفعلية بعضها ببعض الآخر لأجل التعرف على الاختلالات التي حدثت وتحديد درجة مستوى الأداء في توظيف هذه الموارد، وهذا يتطلب تحليل المؤشرات الفعلية للسنة المالية المعنية ودراسة تطورها عبر مدة محددة خلال السنة، وفي ضوء ما تكشفه المؤشرات والنسب التحليلية المعتمدة في الوحدة الاقتصادية، يقتضي الأمر كذلك مقارنة هذه المؤشرات مع الأرقام الفعلية للسنوات السابقة في الوحدة الاقتصادية، إضافةً إلى مقارنتها مع ما حققته الوحدات الاقتصادية المماثلة من نتائج خلال السنة المالية المعنية والسنوات السابقة أيضاً.

§ تقييم الأداء المعياري أو القياسي: ويُقصد به مقارنة النتائج الفعلية مع القيم المعيارية أو النتائج المعيارية التي وضعت لتكون مقياساً للحكم فيما إذا كانت النتائج الفعلية مرضية أم لا.

وعادةً ما توضع الأرقام المعيارية المذكورة في ضوء مجموعة من الاعتبارات منها
الإمكانيات والقدرات للوحدة الاقتصادية والوحدات المشابهة في الداخل والخارج.

§ تقييم الأداء العام والشامل: ويقتصد بهذا النوع من تقييم الأداء شمول كل جوانب النشاط في
الوحدة الاقتصادية واستخدام جميع المؤشرات المخططة والفعلية والمعيارية في عملية القياس
والتقييم، والتميز بين أهمية نشاط وآخر عن طريق إعطاء أوزان لأنشطة الوحدة وكل وزن
يشير إلى مستوى الأرجحية لكل نوع من أنواع النشاط.

3. تقييم الأداء المصرفي:

1.3. تعريف الأداء المصرفي والأداء المالي للمصارف:

يتميز النشاط المصرفي عن الأنشطة الاقتصادية الأخرى بالتنوع والتعدد في المنتجات
والخدمات، لذا تُعرف المصارف بأنها مؤسسات متعددة المنتجات (Multi-Product
Institutions)، كما يتميز مجال نشاطها بالتغير والتجدد المستمر سواءً على مستوى آليات
العمل الداخلي (صنع تمويل جديدة، خدمات جديدة، تكنولوجيا جديدة... الخ) أو على مستوى
البيئة والمحيط (متعاملين جدد، أسواق مالية ناشئة، منافسين جدد... الخ)، لذا يُعتبر تقييم أداء
المؤسسات المصرفية عملية أساسية وضرورية لاستمرار نشاط المصرف ولمواجهته التغيرات
والتحديات المستمرة. ولا شك أن أهداف عملية تقييم الأداء تختلف حسب توقعات المستفيدين
من تقارير الأداء، إذ يركز المودعون مثلاً على إدارة السيولة ومدى ضمانها لودائعهم ومعدل
العائد الذي سيحصلون عليه، في حين يهتم المساهمون بمؤشرات الربحية. بينما تهتم إدارة
البنك بقدرة البنك على توفير الخدمات للمتعاملين دون تعريض أموال المودعين لأخطار غير
ضرورية فضلاً عن كونها تسعى أيضاً لتحقيق الذات والطموح الشخصي على الصعيدين
المادي والمعنوي.

وبغض النظر عن الأهداف الخاصة لكل مستفيد من هذه التقارير، فإن تقييم الأداء في
المصرف بشكل عام هو "عملية شاملة تُستخدم فيها جميع البيانات المحاسبية وغيرها للوقوف
على الحالة المالية للمصرف، وتحديد الكيفية التي أُدبرت بها موارده خلال فترة زمنية معينة".

(قريشي، 2004، ص 90)

وعلى المستوى الاستراتيجي فإن تقييم الأداء المصرفي هو "تشخيص لنقاط القوة ونقاط الضعف، بحيث يساهم هذا التشخيص في بناء وصياغة مخطط قرارات إدارة أصول وخصوم المصرف. (قريشي، 2004، ص 90)

وبالاستناد إلى مفهوم الأداء بشكل عام يُعرّف الأداء المصرفي بأنه "مجموعة الوسائل اللازمة وأوجه النشاط المختلفة والجهود المبذولة لقيام المصارف بدورها، وتنفيذ وظائفها في ظل البيئة المصرفية الخارجية المحيطة من أجل تقديم الخدمات المصرفية التي تحقق الأهداف". (الربيعي وراضي، 2011، ص 146)

وبالنسبة لمفهوم الأداء المالي للمصارف، فهو ينطوي على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز المصرف لأهدافه ومساهمته في إتاحة الموارد المالية وتزويده بفرص الاستثمار، ويتأثر الأداء المالي للمصرف بالعوامل الاقتصادية وهيكل الصناعة والقدرات التنظيمية والإدارية، وهو يعبر عن أداء المصرف من خلال تحقيق معدلات نمو مرتفعة وعوائد متحققة بعد خصم كلفة رأس المال من الأرباح بعد الضرائب ومواجهة المخاطر المالية الناجمة عن استخدام الديون وأموال الغير في تمويل استخدامات المصرف، ويتطلب القياس المالي لأداء المصارف النظر في بعدين أساسيين هما الربحية والمخاطرة. (عبادة، 2008، ص 161)

2.3. ماهية تقييم الأداء المصرفي:

بعد التعرف على مفهومي الأداء المصرفي والأداء المالي للمصارف لابدّ من التطرق إلى مفهوم تقييم الأداء المصرفي والذي يُعرّف بأنه "مجموعة من الإجراءات التي تُقارن بها النتائج المحققة للنشاط بأهدافه المقررة بقصد بيان انسجام تلك النتائج مع الأهداف المحددة لتقدير مستوى فعالية الأداء، كما يُقارن عناصر مدخلات النشاط بمخرجاته للتأكد من أن النشاط المصرفي قد تمّ بدرجة عالية من الكفاءة".

وبالتالي يسهم هذا التعريف في توضيح مظهرين هما:

الأول: يتعلق بقياس مدى تحقيق الأهداف المقررة أو المخططة ويعرف بتقييم فعالية الأداء.

الثاني: يتعلق بمدى ملائمة وكفاءة الأساليب التي أُتُبعت لتحقيق تلك الأهداف ويعرف بتقييم

كفاءة الأداء. (زيود، الأمين والمهندس، 2005، ص 163-164)

3.3. أهمية تقييم الأداء في المصارف:

إن أهمية تقييم أداء المصرف تتبع من النتائج التي تحققها هذه العملية والتي تدفع الإدارة المصرفية لوضع عملية التقييم على رأس قائمة أولويات العمل المصرفي. وتبرز أهمية تقييم الأداء في المصارف في جوانب ومستويات عدة ومختلفة يمكن تلخيصها في الآتي: (فهد، 2009، ص 27)، (الشعار، 2005، ص 271)

1- يبين تقييم الأداء في المصارف قدرة المصرف على تنفيذ ما هو مخطط له من أهداف من خلال مقارنة النتائج المتحققة مع المستهدف منها والكشف عن الانحرافات واقتراح المعالجات اللازمة لها، مما يعزز من أداء المصرف بمواصلة البقاء والاستمرار في العمل.

2- يساعد تقييم الأداء في الكشف عن التطور الذي حققه المصرف في مسيرته نحو الأفضل أو الأسوأ، وذلك عن طريق نتائج الأداء الفعلي زمانياً في المصرف من مدة إلى أخرى، ومكانياً بالمصارف المماثلة الأخرى.

3- يظهر تقييم الأداء المركز الاستراتيجي للمصرف ضمن إطار البيئة القطاعية التي يعمل فيها، ومن ثم تحديد الأولويات وحالات التغير المطلوبة لتحسين المركز الاستراتيجي للمصرف.

4- تساعد عملية تقييم الأداء في الإفصاح عن درجة المواءمة والانسجام بين الأهداف والاستراتيجيات المعتمدة وعلاقتها بالبيئة التنافسية للمصرف.

5- يقدم تقييم الأداء صورة شاملة لمختلف المستويات الإدارية عن أداء المصرف، وتحديد دوره في الاقتصاد الوطني وآليات تعزيزه.

6- يوضح تقييم الأداء كفاءة تخصيص واستخدام الموارد المتاحة للمصرف.

7- يساعد تقييم الأداء على تحقيق الأهداف المحددة في الخطط والعمل على إيجاد نظام سليم وفعال للاتصالات والحوافز.

8- يعمل تقييم الأداء على إيجاد نوع من المنافسة بين الأقسام المختلفة في المصرف، مما يساهم في تحسين مستوى الأداء فيه.

9- يكشف تقييم الأداء عن مدى إسهام المصرف في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال تحقيق أكبر قدر من العوائد بأقل التكاليف والتخلص من عوامل الهدر والضياح في الوقت والجهد والمال مما يعود على الاقتصاد والمجتمع بالفائدة.

10- يقدم تقييم الأداء إيضاحاً للعاملين في كيفية أداء مهامهم الوظيفية، ويعمل على توجيه الجهود لتحقيق الأداء الناجح الذي يمكن قياسه والحكم عليه.

11- تساعد حملة الأسهم في الوصول إلى قرارات دقيقة بشأن بيع أو شراء أسهم المصرف.

12- تمنح المحللين الاستثماريين القدرة على تقديم النصح والمشورة اللازمين للمستثمرين المستقبليين فيما يتعلق بالمصارف التي يستثمرون بها.

4.3. الجهات المهمة بتحليل وتقييم الأداء في المصارف: (الشماع، 2008، ص1170-1174)¹

1- إدارة المصرف:

تهتم إدارة المصرف بتحليل وتقييم أداء المصرف لأسباب عديدة، منها ضرورة ممارسة الوظائف الإدارية وبخاصة التخطيط والرقابة باعتبار أن التحليل والتقييم يمثل التغذية العكسية للمعلومات عن الأداء الذي يُقارن بالخطط لتأشير الابتعادات وتصحيحها. كما أن من هذه الأسباب ضرورة التوفيق بين هدفي سيولة المصرف وربحيته، إذ تهتم إدارة المصرف بمتابعة السيولة بسبب أهمية الودائع ومصادر الاقتراض الأخرى في هيكل تمويل المصرف وهي أموال الغير، إضافةً إلى أن الإدارة التنفيذية للمصرف مسؤولة عن تقديم مؤشرات مالية وائتمانية دورية لإدارة المجلس. ومن بين ما يطلبه مجلس الإدارة دورياً العلاقة بين الفقرات الفرعية للمركز المالي وقائمة الدخل مع مجموع تلك الفقرات ثم الفقرات المطلوب تحضيرها إلى المراقبين من المصرف المركزي والتوازن بين ربحية استخدام الأموال وسلامة العمليات المصرفية ومدى الوفاء بأهداف المصرف ومدى تطبيق سياسات استخدام الأموال وعلاقة الأداء الفعلي بالمخطط.

¹ للمزيد من المعلومات راجع (الشماع، 2008، ص 1170-1174).

وإذا كانت إدارة المصرف عموماً تهتم بالتحليل والتقييم فإن الإدارة النقدية تراقب نتائج التحليل المالي دورياً وعن كثب لأنها تُعنى بإدارة الاحتياطات الأولية والتحول منها إلى الاحتياطات الثانوية وبالعكس، ولذلك فهي بحاجة لمعرفة مدى وتوقيت الحاجة للاقتراض من المنشآت المالية الأخرى والحاجة لإعادة الخصم لدى المصرف المركزي أو شراء الاستثمارات لتعزيز السيولة أو لاستخدامها وجدولة استحقاقات الاستثمارات قصيرة الأجل والضغوط اليومية والموسمية والدورية على سيولة المصرف وكيفية استجابة المركز النقدي لها.

2- المودعون:

إن قبول الودائع هو الركن الأول في عمل المصرف وبسبب هذه الطبيعة الخاصة بهيكل تمويل المصرف فإن للمودعين مصلحة كبيرة في توافر السيولة بمستويات مناسبة وبدون أن تكون هناك احتياطات نقدية فائضة جداً عن حاجات المصرف وبالتالي تعرضه لخسائر تشغيلية تُضعف من متانة رأس المال. وهنا لابد من الإشارة على الاهتمام الخاص الذي يبديه المودعون تجاه تزايد حقوق المساهمين وبخاصة عن طريق احتجاز الأرباح سنوياً لأن رأس المال هو الأساس في إنجاز عمليات "الرافعة المالية". كما أن رأس المال المتين هو الذي يستطيع امتصاص الخسائر التشغيلية المحتملة بدون أن تنفد الودائع. ويهتم المودعون كذلك بطبيعة محفظة الموجودات في المصرف كما تنعكس في مكوناتها النسبية، وهي تعبير عن قدرة المصرف على التوفيق بين المخاطرة والعائد وقدرته كذلك على تحقيق درجة من التنوع في موجودات مختارة تمتاز بالجودة ومستندة إلى دراسة الجدارة الائتمانية للجهات المقترضة أو المصدرة للاستثمارات.

3- المساهمون:

تتحمل الجهة المالكة أو مجموعة المالكين أو المساهمين -حسب طبيعة الملكية- المخاطرة النهائية للمصرف، فالمالكون لا يحصلون على الأرباح الموزعة دورياً ما لم يحقق المصرف ربحاً سنوياً أو متراكماً. وهناك قيود تفرضها التشريعات أو تعليمات المصرف المركزي حول نسب توزيع الأرباح واحتجازها سنوياً. كما أن حقوق المساهمين هي آخر ما تسدد في حالة تعرض المصرف للصعوبات والتصفية، والجهة المالكة هي المسؤولة عن حسن إدارة المصرف على تطبيق إدارته للتشريعات التي تصدرها الدولة والتعليمات التي يصدرها

المصرف المركزي بشأن سياسات وعمليات المصرف تتحمل معها المسؤولية باعتبارها تتوب عن المالكين. ومن متطلبات استخدام الأموال في المصرف أن يعود بالعائد المناسب للمالكين وأن يكون الاستخدام أميناً من المخاطر قدر المستطاع.

هنا يحتل التحليل المالي موقعاً خاصاً من بين الأساليب المهمة التي تساعد المالكين في الرقابة على أعمال المصرف. ويفترض أن تعكس التقارير السنوية الموجهة للمالكين والمتضمنة الحسابات الختامية نتائج التحليل المالي على شكل نسب مالية وائتمانية دورية وجداول وأشكال إحصائية ومقارنات مع نتائج التحليل بالماضي ومع المصارف الأنداد والقطاع المصرفي ككل ومناقشة نتائج ذلك. كما أن التحليل المالي يعكس مدى قدرة إدارة المصرف على تنفيذ الخطط والموازنات التي أُقرت للمستقبل من قبل الجهة المالكة كأداء مستهدف وهو ما يُصطلح عليه برقابة التنفيذ، ثم من خلال هذه المؤشرات توجه المالكين نحو اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح الخلل في الأداء (رقابة الأداء).

5.3. أهداف تقييم الأداء في المصارف:

إن من الأهداف الرئيسية لتقييم الأداء في المصارف التأكد من وجود نظام سليم ومعافى قادر على تلبية احتياجات التنمية الإقتصادية والاجتماعية في إطار القوانين واللوائح التي تحكم العمل المصرفي بالبلاد، فتحقيق مبدأ السلامة المصرفية يتطلب أن تتمتع كل وحدة من وحدات النظام المصرفي بموقف مالي سليم ومعافى ولديها القدرة والكفاءة الإدارية التي تمكنها من إدارة مطلوباتها وموجوداتها بكفاءة والقيام بدورها في الوساطة المالية مع تمتعها بالملاءة المالية والقدرة على مقابلة متطلبات كفاية رأس المال والسيولة وتحقيق قدر مناسب من السيولة.

6.3. المقومات الأساسية لنظم تقييم الأداء في المصارف:

كي يتسنى لنظام تقييم الأداء المتبع في المصارف تحقيق أهدافه وبصورة كفوءة لابد أن تتوفر فيه عدة مقومات أهمها: (السيسي، 1998، ص 244)

1. الشمول بما يغطي كافة جوانب أداء المصرف، ويعطي في ذات الوقت انطباعاً ورؤية واضحة عن موقف المصرف التجاري محل التقييم من كافة جوانب الأداء.

2. الارتباط بنشاط المصرف محل التقييم وأهدافه، مع ضرورة تعرف القائمين والعاملين بهذه المصارف على المؤشرات وأهداف النظام بما يكفل توفير الرغبة في تقبل نتائجه.
3. أن يعكس النواحي الكيفية في الأداء بجانب النواحي الكمية، كما يجب أن يعكس الترابط بين الوظائف الإدارية المختلفة بالمصرف.
4. أن يتمكن من الوصول إلى نتائج إيجابية وإلى تحسين الأداء ورفع الكفاءة، بتوضيح المسارات السليمة للأداء فيما بعد، وألاً يقتصر على كشف أوجه الخلل والانحراف فقط.
5. التكامل مع أنواع الرقابة الأخرى، مع مراعاة السهولة والبساطة، وارتكازه على عدد قليل من النماذج والمؤشرات التفصيلية.
6. من المفضل اختيار معيار أو مؤشر رئيسي واحد أو عدد محدود جداً منها يقيم على أساسه أداء الإدارة، ويكون قادراً على استيعاب كفاءة أداء المصرف من كافة جوانبها، بما يمكن من قياس كفاءته الكلية.
7. الاستمرار في تطبيق النظام المقترح لتقييم الأداء، بمعنى عدم الاقتصار على مدة زمنية معينة بل يجب أن يتسم هذا النظام بالدورية والانتظام في فترات قصيرة، لمواجهة الانحرافات قبل استفحال آثارها في الاتجاهات غير المرغوبة، وتوجيهها نحو خطوط السير المرسومة.
8. توافر نظام واضح ومستقر للحوافز المادية، مع ضرورة مراعاة الارتباط بين حجم الحوافز والمعيار أو المؤشر الأساسي للتقييم، بما يمكن من تشجيع العاملين على زيادة الإنتاجية والاستخدام الكفء للموارد المتاحة.

7.3. العوامل المؤثرة في اختيار نظام سليم لتقييم الأداء في المصارف:

إن اختيار نظام سليم ومتكامل لتقييم الأداء في المصارف يتأثر بثلاث مجموعات من العوامل هي: (فهد، 2009، ص35)

- 1- العوامل الداخلية، إذ تمارس المصارف نشاطاً اقتصادياً متميزاً يتمثل في تجميع الأموال من مصادر ادخارها المختلفة وذلك على وفق أساليب وقواعد وأصول معينة في تجميع الأموال وتوزيعها. وتقوم هذه المصارف على قاعدة أساسية هي أن المصارف لا تمتلك تلك الأموال المودعة لديها وإنما هي مؤتمنة عليها.

ويتوقف نجاح المصرف في تحقيق أغراضه وأهدافه على حسن إدارته لمصادر أمواله واستخدامها، أو بمعنى آخر المواءمة بين أمواله واستخدامها حتى يتحقق أكبر نفع في ظل الظروف السائدة.

لذلك فإن اختيار نظام سليم لتقييم الأداء في المصارف يتطلب الأخذ بنظر الاعتبار طبيعة العوامل الداخلية للمصرف وانعكاساتها المختلفة على جوانب الأداء في المصرف.

2- العوامل التاريخية: يقتضي توفير نظام متكامل وسليم لتقييم أداء المصارف أن يأخذ في الاعتبار التطور التاريخي لهذه المصارف، لتوضيح مدى التأثير الذي ألحقته تلك التطورات الحاصلة في النشاط المصرفي، ويرتبط بذلك ما صدر من تشريعات وقرارات كان لها أثر ملموس على أنشطتها وأحجامها ومجالات أعمالها المصرفية.

3- العوامل الاقتصادية: يتأثر أداء المصارف بمجموعة من العوامل الاقتصادية من أبرزها، ماهية طبيعة الجهاز المصرفي ودوره في خطط التنمية الاقتصادية والهيكل السائد لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة والإمكانات المتاحة لمنح الائتمان، والاتجاهات والأسلوب المتوقع تطبيقه في أداء المصارف خلال المرحلة المقبلة لضمان تحقيق ظروف تنافسية عادلة مع المصارف الأجنبية.

وبذلك تتحدد شرائط قيام نظام متكامل وسليم لتقييم أداء المصارف يركز على نسب أو مؤشرات مختارة بدقة وموضوعية بالعوامل الثلاثة أعلاه، بما يضمن إجراء تقييم موضوعي مستند إلى الأسلوب العلمي الرصين المحقق للأهداف بكافة مستوياتها لغرض الحكم على مدى نجاح أداء المصرف أو إخفاقه وبيان أوجه الخلل أو القصور في أدائه، إن وجدت، وإبراز الخيارات الموضوعية السليمة والعلمية لمجابهة أوجه الخلل تلك بما يضمن تحقيق أداء سليم للمصرف.

وأخيراً تؤكد الباحثة على أهمية ضرورة تقييم الأداء المصرفي بشكل دوري كون هذه العملية هي الأساس لتحديد كفاءة المصارف في إدارة أصولها بالشكل الأمثل وإظهار قدرتها على تحسين وتطوير نوعية الخدمات التي تقدمها، إضافةً إلى وضع الخطط المستقبلية

للنهوض بالعمل المصرفي إلى المستوى المطلوب الذي يتناسب مع التقدم الاقتصادي والتطور التكنولوجي الحاصل في البلاد.

المبحث الثاني

نماذج تقييم الأداء المالي للمصارف

تمهيد

تتعدد مؤشرات قياس الأداء في المؤسسات والتي تهدف في مجملها إلى رفع أداء المؤسسات من خلال الكشف عن مستواه، ومن ثم المساعدة على اتخاذ القرارات المناسبة. وعلى هذا الأساس نحاول من خلال هذا المبحث أن نقدم إسهاماً باستعراض نماذج قياس الأداء في المصارف وتحليل ونقد مختلف هذه النماذج، بما فيها الحديثة منها المعتمدة على مفهوم خلق القيمة والتي لاقت شهرة كبيرة من خلال استعمالها وتسويقها من طرف مكاتب الاستشارة الدولية المتبنية لها، لنخلص لإيجابيات وحدود كل نموذج، الأمر الذي يساعد في تبني النموذج المناسب لقياس أداء المصرف.

وكما هو معلوم فإن مؤشرات قياس أداء المصارف تختلف باختلاف المستفيدين من تقارير الأداء، وكون تقييم أداء المصرف عملية شاملة تستفيد منها إدارة المصرف وجميع الجهات المراقبة، استخدمت عدة نماذج، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، لقياس أداء المصارف منها ما يعرف بنظام (CAMELS) لترتيب المصارف من حيث الأداء، ونموذج العائد على حقوق الملكية (ROE)، كما تم في الفترة الحالية اعتماد مؤشر جديد بديل عن مؤشر (ROE) لقياس أداء المصارف وهو مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA). لذا تم تخصيص هذا المبحث للحديث عن هذه النماذج بشيء من التفصيل.

1. نموذج العائد على حقوق الملكية (Return On Equity Model, ROE)

1.1. لمحة تعريفية بنموذج العائد على حقوق الملكية:

اعتُبر نموذج العائد على حقوق الملكية لفترة طويلة مؤشراً متكاملًا لوصف وقياس العلاقة المتبادلة بين العائد والمخاطرة، وقد استخدم هذا النموذج منذ بداية السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف دايفيد كول، كإجراء لتقييم أداء المصارف، وذلك من

خلال تحليل مجموعة من النسب يتم تلخيصها في عدة أشكال تمكّن المحلل من تقييم مصدر وحجم أرباح المصرف الخاصة بمخاطر تمّ اختيارها، تتمثل أساساً في مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر معدل الفائدة، مخاطر رأس المال ومخاطر التشغيل. (حماد، 1999، ص 77)

2.1. آلية التقييم وفق نموذج العائد على حقوق الملكية:

يعتمد النموذج على مجموعة من المؤشرات يمكن تلخيصها في مجموعتين من النسب، مجموعة تتعلق بقياس العائد والربحية ومجموعة تقيس المخاطر المختارة. (قريشي، 2004، ص 91)

أ- مجموعة النسب الأولى: وتشتمل هذه المجموعة على عدد من المؤشرات التي يمكن من خلالها توضيح العلاقة بين مؤشري العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وذلك وفقاً للآتي:

§ يتحدد مؤشر العائد على الأصول (ROA) بمؤشرين هما:

1- هامش الربح (Profit Margin, PM)، حيث يعكس هذا المؤشر مدى الكفاءة في إدارة ومراقبة التكاليف. ويقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{هامش الربح} = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{إجمالي الإيرادات}}$$

2- منفعة الأصول أو استخدام الأصول (Assets Utilization, AU)، حيث يدل هذا المؤشر على الاستغلال أو الاستعمال الأفضل للأصول أي إنتاجية الأصول. ويقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{استخدام الأصول} = \frac{\text{إجمالي الإيرادات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وعليه نجد أن:

$$\text{العائد على الأصول} = \text{هامش الربح} * \text{استخدام الأصول}$$

وتأتي أهمية هذه العلاقة لمؤشر العائد على الأصول إلى بيان مصدر التغير (الارتفاع أو الانخفاض) في العائد على الأصول، أي أن ارتفاع العائد على الأصول يمكن إرجاعه وفق العلاقة السابقة إلى إما ارتفاع هامش الربح، الأمر الذي يعكس كفاءة الإدارة في التحكم ومراقبة التكاليف أو إلى ارتفاع في مؤشر منفعة الأصول، الأمر الذي يعكس استخدام أفضل للأصول من قبل البنك أو إلى ارتفاع كلا المؤشرين معاً، والعكس صحيح في حال انخفاض في مؤشر العائد على الأصول.

§ ينبع الفرق بين العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية من استخدام مضاعف حقوق الملكية (EM) أو ما يُسمى بالرافعة المالية، وبالتالي تصبح علاقة العائد على حقوق الملكية بالشكل التالي:

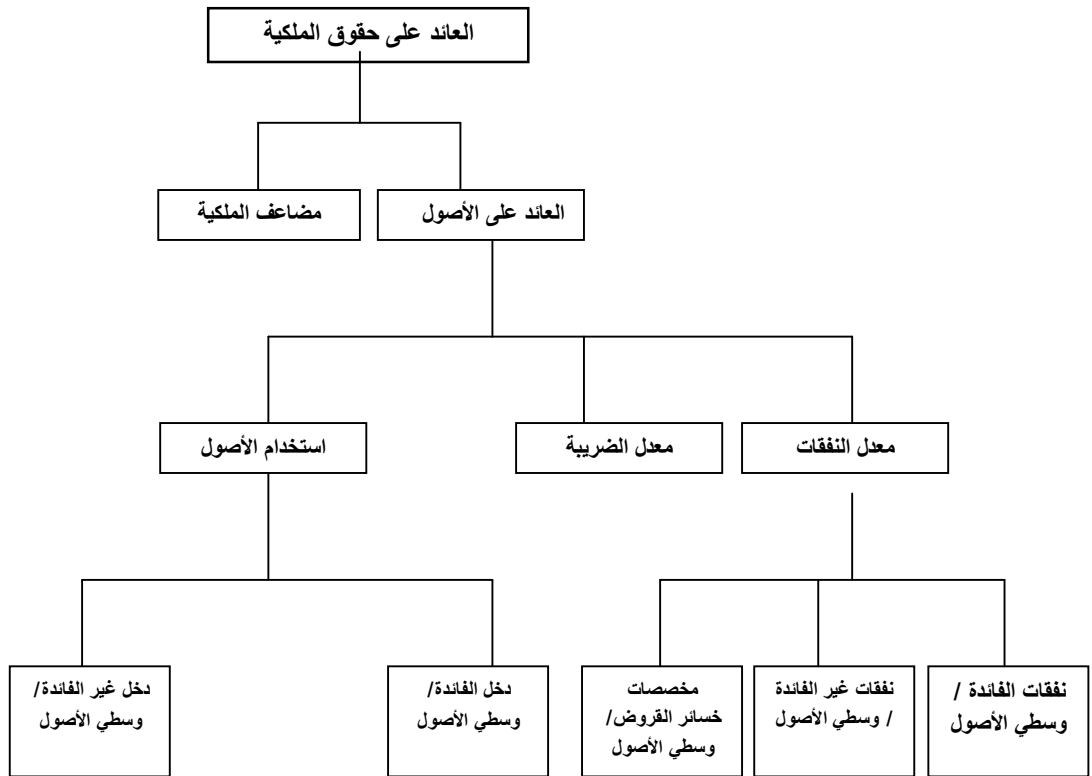
العائد على حقوق الملكية = مضاعف حقوق الملكية * هامش الربح * استخدام الأصول العائد على حقوق الملكية = مضاعف حقوق الملكية * العائد على الأصول

وتأتي أهمية هذه الصيغة كونها تفسر الأداء بشكل أوضح وذلك كونها تبين مصدر التغير (الارتفاع أو الانخفاض) في العائد على حقوق الملكية، أي أن ارتفاع العائد على حقوق الملكية يمكن إرجاعه وفق العلاقة السابقة إلى إما ارتفاع الرافعة المالية وبالتالي فإن المساهمين والمحللين يتعرفون من ذلك إلى مستوى الخطر الذي يتطلبه المستوى من العائد والأداء، أو إلى ارتفاع في مؤشر العائد على الأصول، الأمر الذي يُوجه رسالة أخرى للمساهمين والمحللين عن كفاءة البنك في إدارة أصوله، أو يمكن إرجاع ذلك إلى ارتفاع كلا المؤشرين معاً (العائد على الأصول والرافعة المالية)، والعكس صحيح في حال انخفاض في مؤشر العائد على حقوق الملكية.

ويتميز نموذج العائد على حقوق الملكية بمرونة أكبر حيث يمكن تحليل كل مؤشر إلى مؤشرات جزئية يمكن من خلالها لإدارة البنك تتبع أكثر تحديداً لمصدر التغير في أي مؤشر. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (1-1). (Koch and macdonald, 2010,)

(P 97

شكل رقم (1-1)، تحليل العائد على حقوق الملكية



بـ المجموعة الثانية من المؤشرات: وهي مؤشرات لقياس المخاطر الرئيسية التي تواجه أي مصرف، ويمكن التعبير عن هذه المؤشرات بنسبة واحدة أو عدة نسب وذلك حسب العناصر المكونة أو المرتبطة بمخاطر معينة، ويمكن عرض تلخيص موجز لأهم المخاطر المصرفية وأهم المؤشرات المقابلة لاحتسابها بالتالي:

§ المخاطر الائتمانية (Credit Risk): تُعرف المخاطر الائتمانية بأنها "احتمال تعثر أو إخفاق المقترضين أو نظرائهم عن دفع ما هو متوجب عليهم تجاه المصرف بموجب المواعيد المتفق عليها مسبقاً". (Roger Cole, 2000, P1)، ويعتقد معظم خبراء المصارف أن المخاطرة والائتمان توءمان بمعنى ارتباط كل منهما بالآخر.

§ مخاطر السيولة (Liquidity Risk): وهي احتمال عدم قدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته عند استحقاقها بسبب عدم قدرته على توفير التمويل اللازم أو الأصول السائلة. (حشاد، 2005، ص 37). وهو ما يؤدي إلى التأثير السلبي على

ربحية المصرف وخاصةً عند عدم القدرة على التسييل الفوري للأصول بتكلفة مقبولة. (بنك الاسكندرية، 2003، ص 66)

§ مخاطر سعر الفائدة (Interest Rate Risk): تنشأ هذه المخاطر عن تقلبات أسعار الفائدة في السوق بما يؤدي إلى تحقيق خسائر ملموسة للمصرف في حالة عدم اتساق أسعار الفائدة على كل من الالتزامات والأصول، وتتصاعد هذه المخاطر في حالة عدم توافر نظام معلومات لدى المصرف يمكنه من الوقوف على معدلات تكلفة الالتزامات ومعدلات العائد على الأصول أو يساعده على تحديد مقدار الفجوة بين الأصول والالتزامات لكل عملة من حيث إعادة التسعير ومدى الحساسية لمتغيرات أسعار الفائدة. (ناصر، 2009، ص 80)

§ مخاطر كفاية رأس المال (Capital Adequacy Risk): وتنشأ نتيجة عدم كفاية رأس المال في مواجهة المخاطر المحتملة التي قد تتعرض لها الأصول المصرفية. لذا أصبح موضوع كفاية (ملاءة) رأس المال واتجاه المصارف نحو تدعيم مراكزها المالية أحد الاتجاهات الحديثة في إدارة المصارف في ظل الاتجاه المتصاعد نحو تطبيق عولمة النشاط الاقتصادي وما يرتبط به من إزالة كافة القيود أمام تحركات رؤوس الأموال والاستثمارات عبر الحدود.

§ مخاطر التشغيل (Operational Risk): تشير مخاطر التشغيل إلى مخاطر الخسارة الناتجة عن عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية (الأشخاص والنظام)، أو الأحداث الخارجة عن سيطرة المصرف. (Hurbner, 2005, P3)

جدول رقم (1-1)، أنواع المخاطر المصرفية ومؤشرات احتسابها.

المؤشر	المخاطرة
مخصصات خسائر القروض/إجمالي القروض	مخاطر الائتمان
الودائع الأساسية / إجمالي الأصول	مخاطر السيولة
الأصول الحساسة للفائدة / إجمالي الأصول الخصوم الحساسة للفائدة / إجمالي الخصوم	مخاطر سعر الفائدة
الأموال الخاصة / الأصول الخطرة	مخاطر رأس المال
إجمالي المصاريف / عدد العمال	مخاطر التشغيل

المصدر: قريشي، 2004، ص 92.

3.1. أهمية نموذج العائد على حقوق الملكية:

يعد نموذج العائد على حقوق الملكية من أكثر المقاييس المستخدمة لتقييم أداء المصارف وذلك للأسباب التالية: (European Central Bank, 2010, P 8)

- 1- يقدم نموذج العائد على حقوق الملكية تقييم مباشر للعائد المالي للأموال المستثمرة من قبل المساهمين.
- 2- نموذج العائد على حقوق الملكية مقياس سهل ومتوافر للمحللين حيث يعتمد حسابه على المعلومات العامة.
- 3- يتيح نموذج العائد على حقوق الملكية المقارنة بين شركات مختلفة أو قطاعات مختلفة من الاقتصاد.

4.1. محددات نموذج العائد على حقوق الملكية:

يمكن إيجاز أوجه القصور في نموذج العائد على حقوق الملكية بالنقاط التالية:

(European Central Bank, 2010, P 6)

- 1- أثبتت الأزمة المالية الأخيرة أن نموذج العائد على حقوق الملكية قد فشل في تمييز المصارف الأفضل أداءً من حيث استمرارية النتائج لهذه المصارف. لذا فإن نموذج العائد على حقوق الملكية هو مؤشر على المدى القصير ويعكس الحالة الآنية للمصرف وبالتالي فهو لا يأخذ بعين الاعتبار استراتيجية المصرف على المدى الطويل أو الأضرار على المدى الطويل التي سببتها الأزمة. وتظهر نقاط ضعفه واضحة في أوقات الشدة عندما يسود حالة عدم التأكد حول ربحية المصرف على المدى المتوسط.
- 2- في أوقات الأزمات فإن العناصر الاستثنائية تصبح في غاية الأهمية ومعدل العائد على حقوق الملكية يفشل في إظهار ذلك، أي أن العائد على حقوق الملكية لا يعكس استمرارية الأداء للمصرف إذا ما حصل تغيير (صدمة) في أحد مكوناته.
- 3- نموذج العائد على حقوق الملكية غالباً ما يفشل في الأخذ بعين الاعتبار الإجراءات التي لها تأثير على المدى الطويل مثل الدمج، وهذا يعد أحد التحديات التي تقف أمام استخدامه كنموذج لتقييم أداء المصارف.

4- يمكن أن يكون نموذج العائد على حقوق الملكية مضللاً ويمكن التلاعب به ويمكن أن يقدم محركاً خاطئاً من خلال عوامل موسمية قوية جداً.

2. نموذج تصنيف السمات (CAMELS Model):

1.2. لمحة تعريفية بنموذج تصنيف السمات:

تبنى مجلس الرقابة على المؤسسات المالية الفيدرالية (Federal Financial Institution Examination Council, FFIEC) في الثالث عشر من تشرين الثاني من عام 1979 نظاماً موحداً لتصنيف المؤسسات المالية (Uniform Financial Institutions Rating System) ويُطلق عليه اختصاراً (UFIRS)، وقد أثبت هذا النظام على مرّ السنوات التي تمّ تطبيقه بها أنه أداة رقابية فعالة لتقييم مدى سلامة ومتانة المؤسسات المالية وفق أساس موحد وشامل وتحديد تلك المؤسسات التي تعاني من نقاط ضعف مالية وتشغيلية واتجاهات سلبية في عملياتها مما يجعلها تتطلب اهتماماً خاصاً من قبل السلطات الرقابية وهذا ما يستدعي الاهتمام الرقابي عليها. (Schemering, 2001, p 3)

وعليه تُعد السلطات الرقابية الأمريكية من خلال استخدامها لنظام (UFIRS) الأولى في إدخال التصنيفات الخاصة بالرقابة الميدانية للمؤسسات المصرفية في الثمانينات، فقد كانت ثمرة هذا الجهد نظاماً موحداً لتصنيف المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية يركز على تقييم المفتش لها في ضوء معايير رقابية محددة ومتبعة من قبل ثلاث وكالات رقابية أمريكية متمثلة في البنك الاحتياطي الأمريكي (Federal Reserve)، ومكتب مراقب حسابات النقد (Office Of Currency Comptroller, OCC)، ومؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)، بحيث يتم تقييم أداء كل مؤسسة مصرفية خاضعة للرقابة الميدانية على أساس خمسة مرتكزات أساسية (ستة حالياً) تخص أدائها وعملياتها المصرفية يُشار إليها بالعوامل المركبة (Component Factors) وتشكل ما يسمى بنموذج تصنيف (CAMEL) الذي يحدد تصنيفاً مركباً للمصرف الخاضع للتقييم بناءً على تصنيفات تمّ تحديدها لكل عامل من العوامل المركبة بحيث

تعكس أداء المؤسسة المصرفية ووضعها المالي وسلامتها التشغيلية ومدى التزامها الرقابي بالقوانين والأنظمة النافذة.

وفي عام 1996 وفي محاولة لجعل نظام التقييم أكثر تركيزاً على المخاطرة ونتيجة لحدوث عدد من التغيرات في الصناعة المصرفية وفي سياسات وعمليات الوكالات الرقابية الفيدرالية كان لابد من إعادة النظر في نموذج 1979 ومراجعته وتعديله وذلك بإضافة عنصر سادس يطلق عليه الحساسية لمخاطرة السوق ليصبح النموذج (CAMELS). (Sahajwala, 2000, p 7)

وبعد عرض التطور التاريخي لنموذج تصنيف السمات يمكن تعريفه بأنه "عبارة عن مؤشر سريع للإلمام بحقيقة الوضع المالي لأي مصرف ومعرفة درجة تصنيفه ويعتبر أحد الوسائل الرقابية المباشرة التي تتم عن طريق التفتيش الميداني". (أحمد، 2005، ص 3)

2.2. توصيف نموذج تصنيف السمات:

يدرس نموذج (CAMELS) ستة عناصر رئيسية تشير الأحرف المكونة له إلى اسم كل عنصر من هذه العناصر وهي: (أحمد، 2005، ص 3)

§ كفاية رأس المال C: ويشير إلى مدى كفاية رأس المال في حماية المودعين وتغطية المخاطر المصرفية.

§ جودة الأصول A: ويرمز إلى جودة الأصول وما يتوقع تحصيله من قيمتها الصافية داخل وخارج الميزانية، ومدى وجود مخصصات لمقابلة الأصول الرديئة أو المشكوك في تحصيلها.

§ كفاءة الإدارة M: ويرمز إلى مستوى كفاءة الإدارة ومدى التزامها بالقوانين المنظمة للعمل المصرفي، ومدى كفاءة أجهزة الضبط الداخلي والمؤسسي لديها إضافة إلى وجود سياسات وتخطيط مستقبلي.

§ الربحية E: ويرمز إلى مستوى الربحية ومدى مساهمتها في نمو المصرف وزيادة رأس المال.

§ السيولة L: ويرمز لقياس سلامة موقف السيولة وقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته الحالية والمستقبلية والمتوقعة.

§ الحساسية لمخاطر السوق S: ويرمز إلى درجة حساسية المحافظ الاستثمارية التي تشكلها المصارف للمخاطر السوقية.

3.2. أسس تقييم الأداء المالي للمصارف وفق نموذج تصنيف السمات:

تكمن أهمية استخدام نموذج (CAMELS) في تقييم أداء المصارف من كونه يلخص وضع المصرف برقم واحد وذلك بعد دراسة أوضاعه المختلفة بالاعتماد على أسلوب الرقابة المكتبية والميدانية والمعايير النوعية والكمية لتقييم الأداء مع تدخل الخبرة المهنية والرؤية الشخصية للمفتش في التصنيف. وبالتالي يُعطى المصرف نتيجة تقييمه وفق النموذج المذكور درجة واحدة، من واحد إلى خمسة، بحيث يشير الرقم (1) إلى أفضل أداء والرقم (5) إلى أسوأ أداء. (أحمد، 2005، ص 4)

ويرتبط التصنيف الإجمالي (النهائي) للمصرف بعلاقة وثيقة بالتصنيفات الخاصة بكل عنصر من عناصر النموذج على حده، والتي تقوم على دراسة كل عنصر من عناصر التقييم وتثقلها بأوزان معينة تعتمد على الأهمية النسبية لكل منها، وهذا يعني أنه قد تُمنح بعض العناصر المدروسة وزناً أعلى من عناصر أخرى بالاعتماد على وضع المصرف وحالته. (Schemering, 2001, p 3-4)

ويمكن تحديد الأوزان الممنوحة لعناصر نموذج التصنيف التي تأخذها السلطات النقدية بعين الاعتبار على النحو التالي مع التأكيد على أن تقدير هذه الأوزان يُبنى على النظرة الذاتية للمفتش وخبرته السابقة. (Sarker, 2012, p10)

1. كفاية رأس المال 20%.
2. جودة الأصول 20%.
3. الإدارة 25%.
4. الربحية 15%.
5. السيولة 10%.
6. الحساسية لمخاطر السوق 10%.

4.2. التصنيف الكلي (النهائي) للمصرف وفق نموذج تصنيف السمات:

بموجب نظام التقييم الموحد للمؤسسات المالية يُخصص لكل مؤسسة مالية تصنيف كلي (مركب) يعتمد على التقييم الدقيق لأدائها على كافة المستويات الإدارية والتشغيلية والمالية والتنفيذية من خلال تصنيف المكونات الأساسية الستة لعملياتها ووضعها المالي والتي تتحدد بكفاية رأس المال وجودة الأصول وكفاءة الإدارة ونوعية ومستوى الربحية وكفاية السيولة والحساسية لمخاطرة السوق. ومن الجدير ذكره أن تقييم هذه العناصر يأخذ بعين الاعتبار حجم المصرف ودرجة تطوره وطبيعة ومستوى تعقيد نشاطه وأعماله ودرجة مخاطرته. (الكراسنة، 2006، ص 19)

ويمكن ذكر التصنيفات المركبة للمؤسسات المالية وفق النموذج المذكور على النحو التالي: (أحمد 2005، ص 3)

1. التصنيف رقم 1 قوي (Strong): وفي هذا التصنيف تأخذ عناصر (CAMELS) بشكل عام التصنيف رقم 1 أو 2.
2. التصنيف رقم 2 مرضي (Satisfactory): وفي هذا التصنيف لا يتجاوز التصنيف الأفرادي لكل عنصر من عناصر أدائها الرقم 3.
3. التصنيف رقم 3 معقول أو عادل (Fair): وفي هذا التصنيف لا يتم منح أي عنصر من عناصر أدائها تصنيفاً يتجاوز الرقم 4.
4. التصنيف رقم 4 هامشي أو خطر (Marginal).
5. التصنيف رقم 5 غير مرضي (Unsatisfactory).

ويمكن بيان التصنيفات الرقمية المركبة ومداها والدلالة الخاصة بكل منها في الجدول التالي والذي يلخص النتيجة النهائية التي يتوصل إليها نموذج (CAMELS) لكل تصنيف:

جدول رقم (1-2)، نتائج التصنيف وفقاً لنموذج (CAMELS)

مقياس التصنيف Rating Scale	مدى التصنيف Rating Range	تحليل التصنيف Rating Analysis
1	1.0-1.4	قوي
2	1.5-2.4	مرضي
3	2.5-3.4	معقول
4	3.5-4.4	هامشي
5	4.5-5.0	غير مرضي

المصدر: أحمد، 2005، ص 7

5.2. ميزات نموذج تصنيف السمات:

يمكن إيجاز أهم ميزات نموذج (CAMELS) في النقاط الآتية: (أحمد، 2005، ص 4)

- أ - تصنيف المصارف وفق معيار موحد.
- ب - توحيد أسلوب كتابة تقارير التفتيش.
- ت - اختصار زمن التفتيش بالتركيز على ست بنود رئيسية وعدم تشتيت الجهود في تفتيش بنود غير ضرورية أو غير مؤثرة في سلامة الموقف المالي للمصرف.
- ث - الاعتماد على التقييم الرقمي أكثر من الأسلوب الإنشائي في كتابة التقارير مما يقلل من حجمها.
- ج - عمل تصنيف شامل للنظام المصرفي ككل وفق نهج موحد وتحليل النتائج أفقياً لكل مصرف على حده ولكل مجموعة متشابهة من المصارف، ورأسياً لكل عنصر من عناصر الأداء المصرفي الخمسة المشار إليها أعلاه للجهاز المصرفي ككل.
- ح - يُعتمد عليه في اتخاذ القرارات الرقابية والإجراءات التصحيحية التي تعقب التفتيش.
- خ - يُحدد درجة الشفافية في عكس البيانات المرسلّة بواسطة المصارف للمصرف المركزي ومدى مصداقية عمليات الفحص والتفتيش.

6.2. عيوب وانتقادات نموذج تصنيف السمات:

بالرغم من أن استخدام أي منهج من المناهج الرقابية في تقييم الأداء المصرفي ينطوي أساساً على تحقيق مجموعة من المزايا المستهدفة إلا أنه لا بدّ وأن يعاني من مجموعة من الانتقادات يمكن ذكرها على الشكل التالي: (أحمد، 2005، ص 6)

1. يقوم اختيار النسب المالية التي يُبنى عليها النموذج على التقدير الشخصي وليس على افتراضات مثبتة إحصائياً، إذ توصلت بعض البحوث العلمية إلى نسب مالية أخرى أكثر كفاءة ولها تأثير أكبر على الموقف المالي للمصرف مقارنةً بتأثير النسب المستخدمة حالياً في النموذج المذكور، لذلك يكون من المفيد استبدال النسب الحالية بالنسب الجديدة أو الاستعانة بالاثنتين معاً مما قد يحسن من كفاءة استخدام النموذج.

2. يعطي نموذج (CAMELS) أوزاناً ثابتة للعناصر المكونة له بغض النظر عن الأهمية النسبية لكل عنصر، وهذا يقلل من كفاءة النموذج ودقته في التحليل والاعتماد على النتائج التي يتم التوصل إليها.

3. بُنيت الأوزان المستخدمة في النموذج على التقدير الشخصي ولم يتم إثباتها إحصائياً.

4. من الصعوبة بمكان تثبيت الأوزان الخاصة بكل عنصر طوال فترات التقييم دون اعتبار للمتغيرات المحتمل حدوثها، وهذا يقلل أيضاً من دقة النموذج المستخدم وأهمية نتائجه حتى لو تمّ التوصل إلى أوزان مناسبة لكل عنصر.

5. يعتمد النموذج على تقسيم المصارف إلى مجموعات متماثلة حسب حجم الأصول باعتبار أن متوسط قيم النسب المستخدمة يعبر عن المجموعة ككل بالرغم من أن هذا المتوسط يختلف اختلافاً ملحوظاً من مصرف لآخر داخل المجموعة نفسها وبالتالي فهو لا يعبر عن حقيقة أوضاع المجموعة.

6. في حال حدوث تغيير كبير في حجم أصول مصرف معين مما قد يؤدي إلى ضمه لمجموعة مماثلة أخرى أكبر أو أصغر من مجموعته المماثلة السابقة، فقد يحدث تغيير ملحوظ في درجات أو أوزان تقييم وتصنيف المصرف المعني وفق نموذج

(CAMELS) بالرغم من أن مؤشرات موقفه المالي لم تتغير وإنما انحصر التغيير في حجم أصوله فقط.

3. المؤشرات الحديثة لقياس الأداء من منظور خلق القيمة: (Recent Indictors To Measure Performance From The Prospective Of Value Creature)

نظراً للأهمية التي تتمتع بها طرق مقاييس القيمة الاقتصادية، وبالأخص القيمة الاقتصادية المضافة سنفرد لها مجالاً واسعاً من هذا المبحث. غير أنه قبل الخوض في مفهوم هذا المؤشر والمؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة، لابد أن نتحدث عن التطور التاريخي لأدوات قياس المردودية التي يعتبر هذا المقياس امتداداً لها والشكل الأكثر تطوراً لها في سياق تطورها التاريخي، خاصة إذا ما علمنا أن معالم هذا التطور برزت بشكل كبير في الانتقال من المفهوم المحاسبي إلى المفهوم الاقتصادي من جهة، ومن جهة أخرى التحول أكثر من النظر لمردودية وقيمة الشركة من منظور داخلي فقط نحو المنظور الخارجي والمتمثل في وجهة نظر السوق المالي من خلال المساهمين الذين يمثلون عنصراً خارجياً على الشركة، حيث يستعمل المؤشر وفق ذلك كوسيلة اتصال تبين مستوى أداء الشركة المسعرة لجمهور المستثمرين في السوق المالي.

1.3. التطور التاريخي لتطور نماذج قياس الأداء:

1.1.3. مؤشر العائد على الاستثمار (Return On Investment Indicator, ROI): (سويس، 2009، ص 56-57)

يُعتبر مؤشر العائد على الاستثمار من المؤشرات الأساسية المستخدمة لقياس أداء الشركات مع بداية القرن العشرين، ويُقدّم هذا المؤشر على شكل نسبة محاسبية ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن الأموال المستثمرة في الشركة ككل وفي كل مركز مسؤولية على حده في الشركة وتحسب وفق الصيغة التالية:

مؤشر العائد على الأموال المستثمرة في مركز المسؤولية = الدخل الصافي لمركز
المسؤولية / رأس المال المستثمر في مركز المسؤولية.

3.1.1.1.3. مميزات مؤشر العائد على الاستثمار:

إن ما جعل هذا المؤشر يحوز على أهمية بالغة وصالحاً للاستعمال نتج عن ثلاثة أسباب رئيسية هي:

- § أخذه في الحسبان الأداء الكلي للشركة، ليعطي بذلك صورة عامة تتيح للمديرين عقد المقارنة في الأداء بين الشركات المتواجدة في نفس القطاع أو بين فرص استثمارية بديلة.
- § يسمح هذا المؤشر بتقييم أداء المديرين أنفسهم عبر السنوات الماضية ومن خلال التوقعات التي يعدونها. كما يمكن استعماله أيضاً في حساب مردودية كل قسم أو بشكل عام كل مركز مسؤولية على حده، حيث يتم من خلاله تقييم أداء المسؤولين عنها وعقد مقارنات بين مختلف مراكز المسؤولية وتتبع الأداء من خلال المقارنة مع السنوات الماضية.
- § يقدم معلومات تخص مردودية الأصول الموجودة بالشركة المتمثلة في البحث عن نقاط القوة والضعف لها، ليتم على إثرها اتخاذ القرارات الصائبة التشغيلية منها والاستراتيجية (كقرار التنازل). كما نجده يُستخدم كأحد أساليب اختيار الاستثمارات الجيدة عندما تريد الشركة اقتناء استثمارات جديدة، حيث يتم تقدير النتيجة التي يمكن أن يقدمها الاستثمار الجديد ليتم على إثرها حساب العائد المتوقع تقديره إذا ما تمّ اقتناؤه وتوظيفه داخل الشركة.

3.1.1.2. انتقادات نموذج العائد على الاستثمار:

- بالرغم من المزايا السابقة الذكر التي جعلت هذا المؤشر يحظى باستعمال واسع، نجد أنه يطرح عدة مشاكل وسلبيات يمكن أن تحدّ من مزاياه ومنها:
- § البساطة الكبيرة والسطحية لهذا المؤشر كأداة قياس تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات.
 - § لا يأخذ بالحسبان تكلفة رأس المال.
 - § القياس السنوي للعائد يدفع بالمديرين إلى تفضيل المشاريع ذات العوائد الآنية (فترة استرداد قصيرة)، أي أن عائد الأصول التي تتجاوز مدة تحقيقها السنة نجدها -وفق هذا المؤشر- تُحسب ويتم الحكم عليها من خلال سنة واحدة ويعتبر ذلك إجحافاً لكثير من الاستثمارات والتي في أغلبها تدرّ عوائد في فترة تفوق السنة، كما أن بعض الاستثمارات

نجد أن مدة إنجازها تتجاوز السنة، فباستعمال هذا المؤشر باعتباره مقياس أداء للمديرين سيعمل على دفعهم لاختيار استثمارات لا تتجاوز عوائدها ومدة إنجازها السنة، لغرض الحساب الدقيق للعائد؛ فإذا ما تمّ اختيار استثمار يحقق عوائد تتجاوز السنة، فإن العوائد التي تتحقق خارج السنة الأولى لا يتم احتسابها ضمن المؤشر، الأمر الذي يعطي عائداً على الاستثمار أقل من عائده الحقيقي، وبالتالي هذا التوجه سيؤدي بالشركة إلى تضييع فرص عدة تسمح بتحسين أوضاعها.

وقد بات أمر قصور هذا المؤشر وعدم صلاحيته في قياس المردودية الاقتصادية معروفاً لدى كثير من المهتمين بمقاييس أداء الشركات فأمام هذا الوضع، برزت طريقة جديدة في الإدارة تعتمد على مؤشر منافس لمؤشر "العائد على الاستثمار" يُسمى بـ "الربح المتبقي".

2.1.3. الربح المتبقي (Residual Income)

يُعرّف الربح المتبقي بأنه "عبارة عن الفرق بين الربح التشغيلي بعد الضرائب وكلفة التمويل المستخدم". (قدومي والكيلاني، 2011، ص 7)

ولعلّ إرجاع السبق والفضل في بروز هذا المؤشر وتطبيقه في الميدان يعود لمؤسسة "جنرال إلكتريك" التي اعتمدت على هذا المؤشر كوسيلة لقياس الأداء عقب نهاية الحرب العالمية الثانية التي بدأ يشهد فيها مؤشر العائد على الاستثمار انتقادات لاذعة ويعرف محدودية في تقييم الأداء. غير أن أول باحث اهتم بهذا المؤشر - تحت اسم الربح المتبقي وكوسيلة لقياس الأداء - هو (Preineich) وذلك في سنوات الثلاثينات من القرن الماضي. (سويسسي، 2009، ص 60،58)

1.2.1.3. مزايا مؤشر الربح المتبقي:

جاء مؤشر الربح المتبقي للتغلب على عيوب العائد على الاستثمار بحيث أنه يتضمن تحميلاً على الربح يمثل تكلفة رأس المال، في شكلها البدائي، والمتمثلة في تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في معدل عائد داخلي. إضافةً لذلك فهو يعطي رقماً مطلقاً للربح بعد استبعاد تلك التكلفة المحملة على الربح، وليس نسبة مئوية كما هو الحال لمؤشر العائد على الاستثمار. (الخولي، 2000، ص 101)

لقد كان الهدف من استعمال الربح المتبقي هو تنشيط وتفعيل مراكز المسؤولية داخل المؤسسة. لذلك فهو يمثل تغيير حقيقي في لغة الاتصال داخل المؤسسة، إذ سمح بالمرور من لغة

محاسبية إلى لغة أكثر اقتصادية، بحيث نجد أن اللغة الأولى تركز على النتيجة المحاسبية وتستعمل بشكل عام في المؤسسات المعتمدة على فكرة المركزية، بينما اللغة الثانية تركز على الربح المتبقي والذي ساهم في تغيير الشكل التنظيمي للمؤسسات كونه يستعمل في الشركات التي تعتمد على استقلالية أكبر لوحداتها وتعتمد على لا مركزية أكثر في الإدارة وعليه نجد أن هذا المؤشر يسمح بالمرور من قياس أداء إجمالي للشركة إلى قياس أداء بالوحدات، أي لكل مركز مسؤولية. (سويس، 2009، ص 60)

2.2.1.3. انتقادات مؤشر الربح المتبقي:

مما سبق يتضح أن للربح المتبقي خلفية نظرية في الفكر الاقتصادي وتفكير نظري ثري، ساهم في تطور مفهومه وفي استعماله بشكل أكثر ملاءمة لواقع الإدارة الداخلية للشركات المبنية على اللامركزية في تسيير الوحدات. غير أن ذلك لا يعني خلوه من السلبيات، فلهذا المؤشر أوجه قصور متعددة، أبرزها أنه يتضمن تحميلاً على الربح يتمثل بمعدل فائدة داخلي يمثل المردودية المطلوبة من طرف المؤسسة ممثلة في إدارتها العامة وهذا يتنافى مع مبدأ الرقابية، الأمر الذي يجعل المديرين مسؤولين عن عناصر غير قابلة للرقابة. لذلك يقترح مطبقو المنظور الأكثر تطوراً، ممثلاً في القيمة الاقتصادية المضافة، الأخذ في الحساب تكلفة رأس المال كبديل عن ذلك في مراكز المسؤولية.

3.1.3. القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added, EVA):

في ظل المنافسة الشديدة وعصر المعلوماتية والتي فرضت على المنظمات في مختلف القطاعات الاهتمام بضرورة خلق القيمة وزيادة ثروة المساهمين بجانب تحقيق المخرجات المرغوب فيها من قبل الزبائن والاهتمام بتقييم الأداء بمقاييس جديدة تربط مدخلي الكفاءة والفاعلية لمعرفة مدى النجاح المتحقق وإعطاء صورة شاملة للأداء من جهة أخرى.

تشكل مقاييس المحور المالي أحد أهم المحاور لتقويم الأداء الاستراتيجي للشركة وتمثل القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة نافذة غير تقليدية على النتائج المالية لشركات الأعمال فهي أدوات للأداء الداخلي والخارجي، وتساعد المدراء في كيفية خلق القيمة في الوقت الحاضر والمستقبل.

1.3.1.3. لمحة تعريفية بالقيمة الاقتصادية المضافة:

تُعتبر القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي، ويمكن الفرق بين المفهومين (القيمة الاقتصادية المضافة والربح المتبقي) في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر الربح المتبقي لخدمة مديري الشركات في سنوات الستينيات من القرن الماضي كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها (مؤشر داخلي)، بينما استعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينيات من القرن الماضي كأداة اتصال يستعملها المديرون لتمرير معلومات للمساهمين حول أداء الشركة، خاصةً المدرجة منها في البورصة. يُضاف إلى ذلك أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية - والتي كانت محل انتقاد كما سبق الإشارة لذلك - بينما تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة على مفهوم تكلفة رأس المال. (سويس، 2009، ص 61)

ويعود إطلاق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى شركة (Stern Stewart)، وهي شركة استشارات عالمية، وذلك في عام 1989. وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول من استخدم القيمة الاقتصادية المضافة كأداة من قبل المصرفيين لتقييم الأداء المالي للمصارف وذلك منذ عام 1994. وقد حددت الشركة طريقة احتساب هذا المؤشر وفقاً للصيغة التالية: (Fraker, 2006, p1)

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضرائب - (رأس المال * المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)

وبتطبيق هذه الصيغة سينتج إما قيمة اقتصادية موجبة وهذا يشير إلى أن الشركة تزيد قيمة ثروة المساهمين لديها، أو قيمة اقتصادية سالبة وهذا يشير إلى أن ثروة المساهمين في الشركة آخذة في التناقص. (Fraker, 2006, p 2).

2.3.1.3. آلية احتساب القيمة الاقتصادية المضافة:

هناك ثلاثة عوامل أساسية تدخل في حساب القيمة الاقتصادية المضافة وهي:

- أ - صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (Net Operating Profit After Tax).
- ب - مقدار الاستثمار المستخدم: وعادةً يُشار هنا إلى القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم في بداية السنة لاسيما الذي يتضمن كلفة واضحة، أي تستبعد المطلوبات المتداولة كونها لا تحمل

فائدة وهي عبارة عن مستحقات مؤجلة الدفع أو إيرادات مقبوضة مقدماً وتتمتع بصفة التصفية الذاتية خلال السنة. (النعمي، والتميمي، 2008، ص 139)

ت - المتوسط المرجح لكلفة رأس المال (Weighted Average Capital Cost): ويُقصد بالتكلفة المرجحة للأموال كلفة هيكل التمويل للمشروع، أي كلفة الأموال المستثمرة محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في هيكل رأس مال المشروع، وهنا يتطلب الأمر إعطاء وزن نسبي معين لكل مصدر من مصادر التمويل، وبعد احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمته في هيكل رأس المال ونجمع النتيجة لنحصل على الكلفة المرجحة لرأس المال. (آل شبيب، 2009، ص 334)

ويمكن إيجاد معدل العائد الذي يطلبه المساهمون وفق الافتراض أن المساهمين يطلبون عائداً على استثمار أموالهم بالإضافة إلى عائد لتعويضهم عن المخاطرة المصاحبة لاستثمارهم بأسهم شركة معينة دون غيرها (علاوة خطر) وذلك باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital (Asset Pricing Model, CAPM وفق الصيغة التالية، Fraker, 2006, P4). وسيتم الحديث عنها بشيء من التفصيل في الفصل الثاني من هذا البحث:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{العائد الخالي من المخاطر} + (\text{معامل بيتا} * \text{علاوة مخاطرة السوق})$$

ويعبر معامل بيتا عن حجم المخاطر النظامية الموجودة في السهم منسوبة إلى المخاطر الموجودة في محفظة تشمل جميع أسهم السوق وتساوي الواحد الصحيح، فكلما ارتفع معامل بيتا كلما ارتفعت المخاطر النظامية التي يحملها السهم، والعكس صحيح.

ومن الأهمية بمكان هنا تسليط الضوء على طرق احتساب كلفة الأسهم العادية، إذ يمكن استخدام طريقتين لحساب كلفة الأسهم العادية وهما: (آل شبيب، 2009، ص 316)

1- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية: وتقوم هذه الطريقة على قسمة

الأرباح الموزعة لكل سهم عادي على القيمة الصافية للسهم التي يتم استخراجها

بضرب القيمة السوقية للسهم بتكلفة الإصدار للسهم الواحد مضافاً إلى الناتج الزيادة المتوقعة في الأرباح لكل سهم وفق المعادلة التالية:

$$ك ع = \frac{ر}{ي(1-ص)} + ق$$

حيث:

ك ع: كلفة الأسهم العادية.

ر: الأرباح الموزعة لكل سهم.

ي: القيمة السوقية للسهم.

ص: نسبة تكلفة الإصدار للسهم.

ق: الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم الواحد.

2- طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم: وتقيس هذه الطريقة كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها الشركة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن كلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضاً بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يُعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته وذلك وفق المعادلة التالية:

$$ك ع = \frac{ر}{ي(1-ص)}$$

حيث:

ك ع: كلفة الأسهم العادية.

ر: الأرباح الحالية للسهم الواحد.

ي: القيمة السوقية للسهم.

ص: تكلفة الإصدار للسهم.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الباحثة اعتمدت على هذه الطريقة في الحالة العملية عند احتساب كلفة رأس المال (الأموال الخاصة).

3.3.1.3. أهمية القيمة الاقتصادية المضافة:

بالنظر إلى كون القيمة الاقتصادية المضافة تعد اليوم من الموضوعات الساخنة في الفكر المالي المعاصر لأغراض تقييم الأداء الداخلي والخارجي فإن أهمية هذا المعيار تكمن في الآتي (النعمي، والتميمي، 2008، ص 140):

- 1- يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين.
- 2- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري.
- 3- معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدراء الشركات.
- 4- مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق.
- 5- وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دولياً.
- 6- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم العادية.
- 7- أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة.
- 8- أداة للتقييم الشامل لعملية اتخاذ لقرارات الإدارية والمالية.
- 9- معيار يخلق لغة مشتركة لجميع العاملين في الشركة في إطار الرقابة والمتابعة.

4.3.1.3. القيمة الاقتصادية المضافة مقابل المؤشرات التقليدية الأخرى:

(MIHAILESCU and POPA, 2009, p171-172)، (شيلي، 2009، ص 144 - 145)

إن تضمين احتساب تكلفة رأس المال في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة جعل هذا المؤشر يتميز عن المؤشرات التقليدية الأخرى التي تُستخدم لتقييم الأداء المالي للمصارف مثل مؤشر العائد على الأصول (ROA) ومؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) ومؤشرات الكفاءة والتي لا تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال الموظف، وبالتالي هذه المؤشرات قد ينتج عن استخدامها أن أداء المصرف جيد وبينما في الحقيقة تكون ثروة المساهمين آخذة بالتناقص. لذا يُعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من أفضل المؤشرات التي تقيس التغيرات في قيمة حقوق المساهمين. ويمكن ذكر بعض عيوب المؤشرات الأخرى بالنقاط التالية:

§ تجاهل كلفة التمويل عن طريق الملكية أو الأسهم في احتساب الربح المحاسبي، إذ من المتعارف عليه أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان كلفة التمويل فقط عن طريق القروض والسندات ويتجاهل كلفة التمويل بالملكية تماماً مما قد يعطي الانطباع في

كثير من الأحيان بأن أداء الشركة مرضياً، مع العلم بأنه لو تم أخذ هذه الكلفة في الحسبان لتغيرت نتيجة التقييم.

§ الاعتماد بصفة أساسية على المعلومات المحاسبية التاريخية القائمة على مبدأ الاستحقاق، إذ قد تصبح هذه المعلومات قديمة وغير ذات قيمة في حالة التضخم، وأنها تعتمد على قياس الأرباح وليس التدفقات النقدية الأهم بالنسبة لبقاء الوحدة الاقتصادية ونجاحها والاستمرار في أعمالها وتحقيق أهدافها الإستراتيجية.

§ عدم فاعليتها في كشف حالات التعثر والإفلاس التي قد تتعرض لها الشركة، فضلاً عن عدم مقدرتها على مساعدة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في تحديد قراراتهم الاستثمارية السليمة، وذلك بسبب ارتكاز المقاييس التقليدية للأداء على المعلومات المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق والقيم التاريخية والطرائق المحاسبية البديلة.

§ عدم المقدرة على تحديد القيمة الاقتصادية الحقيقية لثروة الملاك والتي تنعكس على القيمة السوقية لأسهم الشركة.

وفي ضوء ذلك الخلل والقصور الذي تتسم فيه المقاييس التقليدية برز مدخل القيمة الاقتصادية المضافة كأحد المداخل أو المقاييس الضرورية التي يمكن الاعتماد عليها في توفير معلومات إضافية ملائمة وأكثر نفعاً من بقية المقاييس.

5.3.1.3. انتقادات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

بالرغم من المزايا والمنافع التي يقدمها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييمه للأداء إلا أن هذا المدخل واجه العديد من المحددات والانتقادات، وقد نُوقشت هذه الانتقادات والمحددات ولا تزال تُناقش من قبل الكتاب والمنظمات والمعاهد المحاسبية، ويمكن تلخيص أهم الانتقادات وأوجه القصور المرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة بالآتي: (سويس، 2009، ص 63-64)، (عشي، 2001، ص 82)

1- من الانتقادات الجوهرية التي توجه إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة -كغيرها من المقاييس المالية- أنه يركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجم عنه ما يُعرف بخطر الأجل القصير، ذلك أن الإدارة تحتاج إلى مقاييس طويلة الأجل خاصة عند تقييم المشاريع الاستثمارية، وبشكل عام العمليات

الاستراتيجية، فحساب القيمة الاقتصادية المضافة لا يأخذ في الحسبان آثار القرارات على السنوات المقبلة، ولذلك فإن تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة الحالية قد يتم على حساب الأجل الطويل.

2- صعوبة تحديد تكلفة الأموال الخاصة فتعديدها يتطلب الحصول على معلومات قد يصعب الحصول عليها أو حسابها، فهذه الصعوبة تؤدي إلى المبالغة في تحديد تكلفة الأموال الخاصة أو النقص في تعديدها، الأمر الذي ينعكس على قيمة المؤشر الحقيقية.

3- لا يأخذ مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في الحسبان الاختلافات في الحجم فقد يرجع السبب في انخفاض القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في الشركة بالمقارنة بقسم آخر لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما.

4.1.3. القيمة السوقية المضافة (Market Value Added, MVA):

1.4.1.3. لمحة تعريفية بالقيمة السوقية المضافة:

تعتبر القيمة السوقية المضافة من مؤشرات الأداء المالي للشركات، وهي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للأسهم وبين رأس المال المزود من قبل المساهمين، وهي تعمل على تعظيم القيمة السوقية للسهم ومن ثم تعظيم ثروة الملاك. (حمدان، 2012، ص 398)

إن الهدف الرئيسي من استعمال مؤشر القيمة السوقية المضافة هو تحفيز كل الفاعلين بالشركة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للشركة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للمؤسسة من خلال تأثيره على القيمة السوقية للشركة. فهذا التقييم من شأنه أن يحدث ربطاً وتوافقاً بين القيمة السوقية للشركة وقيمتها الدفترية، ويتضح ذلك من خلال استعمال مبتكري القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمفهوم القيمة السوقية المضافة (MVA). فإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تحسب لكل فترة (سنة) فإن القيمة السوقية المضافة (MVA) تُحسب لمجموعة من السنوات حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لخطة التقييم كما سنبين في الفقرة التالية. (سويسي، 2009، ص

2.4.1.3. آلية احتساب القيمة السوقية المضافة:

هناك طرق متعددة لاحتساب القيمة السوقية المضافة (MVA)، واختلاف الطرق يعتمد على الافتراضات المعتمدة في قياس (MVA). كما أن اختيار الطريقة المناسبة يعتمد بشكل أساسي على أهداف المستثمرين ومحلي الأوراق المالية وذلك وفق الآتي:

أ - طريقة صافي حقوق الملكية:

بموجب هذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة تكون مساوية للفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين وذلك وفق الصيغة التالية: (Vasilescu, (And Popa, 2009,P 516)

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لأسهم الشركة - القيمة الدفترية لحقوق المالكين

وتجد الإشارة هنا إلى اعتماد الباحثة على هذه الطريقة في احتساب القيمة السوقية المضافة في الحالة العملية للبحث.

ب - طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المتوقعة:

من الحقائق العلمية في أدبيات الفكر المالي المعاصر أن الشركة تحقق زيادة في ثروة المساهمين عندما يكون معدل العائد المتحقق أكبر من كلفة رأس المال، أي بمعنى أن الشركة التي يُباع سهمها في السوق بعلاوة يكون لها قيمة سوقية مضافة موجبة، والعكس صحيح. (النعمي، والتميمي ، 2008، ص 146)

وبموجب هذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة مستقبلاً وبمعدل خصم مساوياً إلى المتوسط المرجح لكلفة رأس المال وذلك وفق الصيغة التالية: (السعيد، وسمير، 2010، ص 20)

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{القيمة الاقتصادية المضافة}}{(1 + \text{المتوسط المرجح لكلفة رأس المال})^t}$$

حيث: n الفترات المالية (سنة)

3.4.1.3. العوامل المؤثرة على القيمة السوقية المضافة:

تتأثر القيمة السوقية المضافة بعدة عوامل، نذكر منها: (النعمي، والتميمي، 2008، ص 146).

- § معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لا بد أن تكون معدلات النمو هذه تفوق كلفة رأس المال.
- § إنتاجية الوحدة الواحدة من رأس المال المستثمر فكلما زادت الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال المستثمر أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية المضافة لاسيما في ظل انخفاض أو ثبات كلفة رأس المال.
- § الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب لخلق ثروة إضافية للمساهمين.

4.4.1.3. العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة:

ينبغي الإشارة إلى النقاط التالية: (فتوح، وعبد الكريم، 2010، ص 212)

- 1- تحسب القيمة الاقتصادية المضافة لفترة واحدة، بينما تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو قد تحسب إلى ما لانهاية. وعليه، فالقيمة الاقتصادية المضافة هي الفائض من القيمة الناتج عن مركز مسؤولية أو مؤسسة لفترة واحدة، بينما القيمة السوقية المضافة هي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة.
- 2- هناك علاقة بين شكلي القيمة المضافة ولكن علاقة غير مباشرة. فإذا كانت القيمة المضافة الاقتصادية للشركة سالبة على مدى سنوات متعددة فإن قيمتها المضافة السوقية ستكون على الأرجح سالبة أيضاً والعكس صحيح. غير أن سعر سهم الشركة الذي يعد المتغير الرئيسي في عملية حساب القيمة السوقية المضافة يتوقف على الأداء المستقبلي المتوقع للشركة أكثر من أدائها في الماضي، لهذا السبب قد تكون للشركة قيمة مضافة سوقية موجبة حتى لو كانت القيمة الاقتصادية المضافة لديها سالبة خلال السنوات السابقة ومرد ذلك أن المستثمرين يتوقعون أن تحسن الشركة أوضاعها.
- 3- يُستخدم شكلا القيمة المضافة لتقييم أداء المدراء كجزء من برامج التعويضات الخاصة بهم على أن القيمة الاقتصادية المضافة هي المقياس الأكثر شيوعاً والسبب في ذلك يعود إلى:

- أ - تبين القيمة الاقتصادية المضافة حجم القيمة التي تمت إضافتها خلال السنة المعينة على عكس القيمة السوقية المضافة التي تعكس الأداء الكلي للشركة منذ وُجدت.
- ب - يمكن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم أداء كل من أنشطة الشركة على حده، على عكس القيمة السوقية المضافة التي لا يمكن استخدامها إلا لتقييم أداء الشركة ككل.

وخلاصة القول أنه في ظل العدد الهائل من أدوات التحليل والتقييم المستخدمة في السوق، أو ما يطلق عليه البعض ثورة مقاييس التقييم، تبقى مشكلة التقييم المثالي الذي يراعي جميع الأحوال والعوامل أمراً ومراداً صعب التحقيق، وذلك لوجود نقائص تتعلق بالمقياس ذاته أو بعوامل خارجية مؤثرة على عملية التقييم، لذلك يُنصح باستعمال مؤشر رئيسي، وليكن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في إطار نظام إدارة مبني على القيمة، مزود بمؤشرات مالية أخرى وغير مالية لسد الثغرات (النقائص) التي لا يستطيع المؤشر الرئيسي الإجابة عنها.

المبحث الثالث

الإفصاح المحاسبي في المصارف

تمهيد

تعتبر المصارف من القطاعات المهمة في أي بلد حيث تشكل عاملاً هاماً في ازدهار الأعمال وتقوم بالمحافظة على الثقة في النظام المصرفي وذلك من خلال علاقتها الوثيقة مع الهيئات المشرعة والحكومية ومن خلال تقيدها بالتشريعات والأنظمة التي تنظم عملها، لذلك فإن البيانات المالية للمصارف تعتبر من المصادر الهامة للمعلومات بالنسبة لمتخذي القرارات الاقتصادية، وإن الإفصاح الكافي في هذه البيانات سوف يساعد متخذي القرارات الاقتصادية في تقييم المركز المالي ونتائج الأعمال والإنجازات التي تقوم بها المصارف وفهم المواصفات والميزات الخاصة لطبيعة أعمال المصارف.

1. مفهوم الإفصاح المحاسبي:

تناول كثير من الكتاب والباحثين مفهوم الإفصاح، وبالعودة إلى عدة مؤلفات يمكن تحديد جوهر الإفصاح بأنه "تلك المعلومات التي تنشرها الإدارة للجهات الخارجية من مستخدمي القوائم المالية بهدف مقابلة احتياجاتها المختلفة من المعلومات المتعلقة بأعمال الشركة، ويشمل الإفصاح أي معلومة محاسبية أو غير محاسبية، تاريخية ومستقبلية تصرح عنها الإدارة وتضمنها التقارير المالية. (خشارمة، 2003، ص 87).

في حين عرّف الإفصاح المحاسبي بأنه "إظهار كل المعلومات التي قد تؤثر في موقف متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية، وهذا يعني أن تظهر المعلومات في القوائم والتقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ دون لبس أو تضليل". (لايقة، 2007، ص 54)

ويحقق الإفصاح المحاسبي في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركات المتعاملة في السوق والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات، والتدخل لإزالة الغش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين.

2. متطلبات الإفصاح المحاسبي في المصارف وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية:

خلال السنوات الأخيرة تطورت الأساليب التي تستخدمها المنشآت لقياس وإدارة التعرض للمخاطر الناجمة عن الأدوات المالية، وتمّ قبول مفاهيم وأساليب جديدة لإدارة المخاطر، إلى جانب ذلك اقترحت عدة مبادرات من القطاع العام والقطاع الخاص تحسينات على إطار الإفصاح عن المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية.

ويعتقد مجلس معايير المحاسبة الدولية أن مستخدمي البيانات المالية بحاجة لمعلومات حول تعرض المنشأة للمخاطر وكيفية إدارة هذه المخاطر، حيث أن هذه المعلومات من الممكن أن تؤثر على تقييم المستخدم للمركز المالي والأداء المالي للمنشأة أو لمبلغ وتوقيت وتقلب تدفقاتها النقدية والمستقبلية ومزیداً من الشفافية يتيح للمستخدمين اتخاذ أحكام بناء على معلومات أفضل حول المخاطر والعوائد.

وتبعاً لذلك توصل المجلس إلى أن هناك حاجة لتعديل وتحسين الإفصاحات في معيار المحاسبة الدولي رقم (30) "الإفصاحات في البيانات المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهة" ومعيار المحاسبة الدولي رقم (32) "البيانات المالية الأدوات والإفصاح والعرض"، فأصدر المجلس المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم (7). (جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2006، ص 619)

1.2. الهدف من معيار الإبلاغ المالي الدولي رقم (7):

يهدف هذا المعيار إلى توحيد وتعزيز متطلبات الإفصاح فيما يتعلق بمخاطر الأدوات المالية والتي حالياً تقع ضمن مجال المعيار الدولي رقم (32) "الأدوات المالية الإفصاح والعرض" والمعيار الدولي رقم (30) "القوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهة" حيث تمّ استبدال متطلبات الإفصاح في هذين المعيارين بمتطلبات المعيار رقم (7).

أما الهدف الرئيسي للمعيار فهو أن يقوم معدو الإبلاغ المالي بتزويد المستخدمين بالإفصاح المناسب الذي من شأنه أن يعزز من فهم وإدراك المستخدمين لمدى تعرض المنشأة للمخاطر المالية وكيف تقوم المنشأة بإدارة هذه المخاطر. (القصاص، 2010، ص 114)

2.2. تاريخ نفاذ معيار الإبلاغ المالي الدولي رقم (7):

على المنشأة تطبيق هذا المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية للفترة السنوية التي تبدأ في 1 كانون الثاني 2007. (جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2006، ص 620)

3.2. نطاق معيار معيار الإبلاغ المالي الدولي رقم (7):

على جميع المنشآت تطبيق هذا المعيار على كافة أنواع الأدوات المالية. (جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2006، ص 621)

4.2. متطلبات الإفصاح في ظل معيار الإبلاغ المالي رقم (7) "الأدوات المالية": (القصص، 2010، ص 115-120)

• الإفصاح الأول: ويتضمن معلومات عن مدى أهمية الأدوات المالية بالنسبة لأداء المنشأة ومركزها المالي، وذلك من خلال الإفصاح عن مظاهر ومعالم هذه الأدوات مثل الإفصاح عن قيمة كل مجموعة من الأدوات المالية.

أولاً: قائمة المركز المالي (الميزانية العامة):

يجب الإفصاح عن الآتي:

1- الإفصاح عن مدى أهمية الأدوات المالية لأداء المنشأة ومركزها المالي، حيث يشمل

هذا الهدف الإفصاح عن كل واحدة من المجموعات التالية:

ü موجودات مالية تقاس بالقيمة العادلة وتعالج فروقات قياس القيمة

العادلة في قائمة الدخل.

ü موجودات مالية محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق.

ü القروض والذمم المدينة.

ü موجودات مالية متوافرة للبيع.

ü التزامات مالية تقاس بالقيمة العادلة وتعالج فروقات قياس القيمة العادلة

في قائمة الدخل.

ü التزامات مالية تقاس بالتكلفة المطفأة (At amortized cost).

- 2- إفصاح خاص بالموجودات والالتزامات المالية التي تُخصص لتقاس بالقيمة العادلة وتعالج فروقات القياس بقائمة الدخل، بحيث يشمل هذا الإفصاح عن مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومقدار التغيرات في القيمة العادلة.
- 3- الإفصاح عن إعادة تصنيف الأدوات المالية من إطار القيمة العادلة إلى إطار التكلفة المطفأة.
- 4- الإفصاح عن التنازلات (Derecognition)، والتي تشمل ملكية الموجودات المالية.
- 5- الإفصاح عن معلومات متعلقة بأية رهونات أو تعهدات إضافية على الموجودات المالية (Pledged as Collateral) وعن أي موجودات مالية أو غير مالية محتفظ بها كضمانة.
- 6- الإفصاح عن تسويات حسابات الديون المعدومة.
- 7- الإفصاح عن أية خروقات لشروط اتفاقية القرض.

ثانياً: قائمة الدخل وقائمة حقوق الملكية:

يجب الإفصاح عن الآتي:

- 1- كافة بنود قائمة الدخل، الدخل والمصاريف والأرباح، مع ضرورة الإفصاح المنفصل عن الأرباح والخسائر الناتجة عن:
- أ - فروقات قياس الموجودات المالية، الالتزامات المالية بالقيمة العادلة المصنفة تحت بند المتاجرة ضمن معيار IAS39¹.
- ب - استثمارات محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق.
- ت - القروض والذمم المدينة.
- ث - موجودات متوفرة للبيع.
- ج - فروقات قياس بالقيمة العادلة.
- ح - الالتزامات المالية التي تقاس بالتكلفة المطفأة.
- 2- الفوائد الدائنة والمدينة على الأدوات المالية التي لم تقس بالقيمة العادلة.
- 3- إيرادات ومصاريف الرسوم.

¹ معيار المحاسبة الدولي رقم 39: يقوم هذا المعيار بتحديد مبادئ الاعتراف بالمعلومات الخاصة للموجودات المالية والمطلوبات المالية وقياسها ومن ثم الإفصاح عنها بطبيعة الحال.

- 4- مقدار خسائر الانخفاض في قيم الموجودات المالية.
- 5- إيرادات الفوائد الناتجة عن انخفاض قيم الموجودات المالية.

ثالثاً: إفصاحات أخرى:

1- السياسات المحاسبية:

تعتمد البنوك أساليب مختلفة لإقرار وتقييم البنود المكونة للقوائم، لذلك يجب الالتزام بالمعيار المحاسبي الأول والمتعلق بالإفصاح عن السياسات المحاسبية والذي يسمح لمستخدمي المعلومات المالية بمعرفة الأسس المعتمدة لإعداد القوائم المالية. (العريبي، 2001، ص 233)

حيث نصّ هذا المعيار على وجوب الإفصاح عن أسس القياس المستخدمة في إعداد البيانات المالية والسياسات المحاسبية الأخرى المستخدمة المناسبة لفهم البيانات المالية. (جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2006، ص 635)

2- معلومات عن محاسبة التحوط: على المنشأة الإفصاح عما يلي بشكل منفصل لكل نوع من التحوط المبين في معيار المحاسبة الدولي رقم (39) "تحوطات القيمة العادلة وتحوطات التدفق النقدي وتحوطات صافي الاستثمارات في العمليات الأجنبية": (جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2006، ص 626)

- أ - وصف لكل نوع من التحوط.
- ب - وصف للأدوات المالية المحددة أنها أدوات تحوط وقيمتها العادلة في تاريخ إعداد التقرير.
- ت - طبيعة المخاطر التي يتم تحوطها.
- الإفصاح الثاني: حجم وطبيعة الخطر الذي تتعرض له المنشأة نتيجة تملكها للأدوات المالية. (القصاص، 2010، ص 119)

أولاً: الإفصاح النوعي: يجب أن يصف الإفصاح النوعي ما يلي:

- 1- مدى تعرض المنشأة للخطر من كل نوع من الأدوات المالية.
- 2- أهداف وسياسات وعمليات إجراءات الإدارة تجاه إدارة هذه المخاطر.

3- التغيرات المتأتية من الفترات السابقة.

ثانياً: الإفصاح الكمي: بحيث يزود المستخدم بمعلومات عن مدى تعرض المنشأة للمخاطر

بناء على معلومات تزود داخلياً للمدير المسؤول ويشمل هذا الإفصاح ما يلي:

1- ملخص على شكل بيانات كمية حول مدى تعرض المنشأة لكل نوع من المخاطر بتاريخ الإبلاغ المالي.

2- الإفصاح عن مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة وذلك على النحو التالي:

§ مخاطر الائتمان (Credit Risk) ويشمل الإفصاح هنا ما يلي:

1- الحد الأعلى المتوقع التعرض له من مخاطر (قبل تخفيض قيمة الرهونات) بحيث تشمل وصفاً للبند المرهون، ومعلومات عن جودة أدوات الائتمان التي تصنف في إطار الموجودات المالية، بحيث يوضح أي انخفاض سبق وأن حدث في قيمة هذه القروض أو استحقاقات لم تحصل أو أية تعديلات طرأت على بنود وشروط هذه القروض مع ضرورة إعداد إفصاح تحليلي عن هذه القروض وأية تعديلات أو تخفيضات طرأت عليها.

2- معلومات عن الرهونات الإضافية أو أي من معززات الائتمان تم طلبها.

§ مخاطر السيولة (Liquidity Risk): ويشمل الإفصاح هنا ما يلي:

1- جدول تحليلي لاستحقاقات الالتزامات المالية.

2- وصف لطريقة ومنهجية إدارة المخاطر.

§ مخاطر السوق (Market Risk): ونعني بهذا الخطر إمكانية تذبذب وتقلب القيمة

العادلة للأدوات المالية أو التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من هذه الأدوات نتيجة للتغيرات في أسعار السوق وتعكس مخاطر السوق، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر العملات ومخاطر أخرى.

ويشمل الإفصاح عن مخاطر السوق تحليل الحساسية لكل خطر من مخاطر السوق التي قد تتعرض لها المنشأة. مع الأخذ بعين الاعتبار تداخل بعض أنواع هذه المخاطر مع بعضها البعض مثل خطر أسعار الفائدة وتداخلها مع خطر العملات الأجنبية.

5.2. تعديلات المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم (7):

تم إصدار التعديلات على هذا المعيار في آذار 2009، وتطبق هذه التعديلات على الفترات السنوية التي تبدأ في أو بعد الأول من كانون الثاني 2009. وتهدف هذه التعديلات إلى تحسين الإفصاح حول منهجيات التقييم وحالات عدم التأكد المرتبطة بطرق قياس القيمة العادلة، كما تهدف هذه التعديلات إلى توضيح وتحسين متطلبات الإفصاح الحالية حول طبيعة ودرجة السيولة. وقد جاءت هذه التعديلات كاستجابة للأزمة المالية الأخيرة، وهي التالية: (International Accounting Standards Board, 2009)

(1) الإفصاحات الخاصة بمخاطر السيولة:

يتم تطبيق متطلبات هذا المعيار على الالتزامات المالية التي يتم تسويتها بالنقد أو بأية أصول مالية أخرى. ويتطلب هذا المعيار تقديم الإفصاحات التالية بخصوص مخاطر السيولة:

- بالنسبة للالتزامات المالية المرتبطة بالمشتقات المالية: يتوجب الإفصاح عن تحليل كمي للاستحقاقات، بحيث يستند إلى سياسة المنشأة في إدارة مخاطر السيولة المرتبطة بهذه الأدوات لديها.
- بالنسبة للالتزامات المالية من غير المشتقات فيتوجب على المنشأة الإفصاح عن تحليل كمي للاستحقاقات بالاستناد إلى الاستحقاقات التعاقدية الأقرب للأدوات المالية. وإن لم تكن المنشأة تقوم بإدارة مخاطر السيولة لديها لبعض البنود بالاستناد إلى الاستحقاقات التعاقدية فإنه يتوجب عليها الإفصاح عن تحليل كمي للاستحقاقات بالاستناد إلى الطريقة التي تدير بها مخاطر السيولة بالنسبة لهذه البنود.

(2) الإفصاح عن القيمة العادلة للأدوات المالية:

يتوجب على المنشأة أن تقوم بتصنيف والإفصاح عن القيمة العادلة للأدوات المالية باستخدام المستويات التالية:

المستوى الأول: القيمة العادلة المقاسة باستخدام أسعار السوق الحالية في سوق نشطة للأصول أو الالتزامات المماثلة.

المستوى الثاني: القيمة العادلة المقاسة باستخدام تقنيات التخمين المستندة إلى ملاحظة بيانات السوق.

المستوى الثالث: القيم العادلة المقاسة باستخدام تقنيات التخمين غير المستندة إلى ملاحظة بيانات السوق.

- ويتوجب تقديم الإفصاحات الكمية المذكورة على شكل جدول ما لم يكن هناك شكل آخر أكثر ملاءمة للظروف.
- في حال تمّ استخدام المستوى الثالث لقياس القيمة العادلة فيتوجب إجراء تسوية من فترة لأخرى، بالإضافة إلى تقديم وصف لأي تحويل بين المستويات وأسباب هذا التحويل.
- لا يتطلب المعيار تقديم إفصاحات حول مستويات القيمة العادلة بالنسبة للأدوات المالية غير المقاسة بالقيمة العادلة وتبقى الإفصاحات الحالية كما هي.
- التأكيد على المتطلبات الحالية لعرض بيانات ملخصة حول أنواع المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية بالاستناد إلى البيانات التي يتم تزويدها داخلياً إلى كبار موظفي الإدارة.

3. أهمية الإفصاح والشفافية لدى المصارف:

ينطوي دور الإفصاح في تحقيق ما يأتي: (الربيعي، وراضي، 2011، ص 94)

أ - انضباط السوق ومزايا الإفصاح:

§ يحقق المصرف ذو الإدارة الجيدة والسليمة بعض المكاسب المادية عندما يهيئ معلومات شاملة ودقيقة وموثقة تفصح عن أدائه ومركزه المالي وقدرته على إدارة ورقابة المخاطر تتمثل بقدرته على دخول أسواق رأس المال بكفاءة أكبر من كفاءة المصارف الأخرى التي لا تقدم إفصاحاً كافياً.

§ يحقق المشاركون في السوق فائدة من الإفصاح إذا ما تمكنوا من استخدام المعلومات أساساً في اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، فلا شك أن الإفصاح المحاسبي ذو الجودة العالية يحسن قدرات متخذي القرارات من خلال ما يأتي:

1- السماح لهم في إجراء تقييم دقيق للغاية لقوة المركز المالي للمصرف وأدائه المالي.

2- زيادة موثوقية المعلومات المفصح عنها من قبل المصارف.

3- يبرهن على قدرة المصرف في إدارة ورقابة تعرضات المخاطر وذلك من خلال الإفصاح عن المعلومات الكمية والنوعية عن منهجيات قياس مخاطرته.

4- تخفيض عدم ثقة السوق.

§ يساعد الإفصاح على تلافي الآثار العامة والشاملة لتمييز السوق، وذلك من خلال تعظيم قدرة السوق على التمييز (أو الفرز) بين تلك المصارف السريعة التأثير بالتقلبات والمصارف البعيدة عنها.

§ يسهم الإفصاح في تعزيز وتقوية رقابة المساهمين على إدارة المصرف من خلال تمكين مجموعة واسعة من المساهمين بالمشاركة في حوكمة المصارف بصورة كفوءة، وجعل حوكمة المصارف أكثر شفافية.

§ الإفصاح يفرض تطبيق معايير رقابة محددة ومصممة لتشجيع المصارف على التصرف بحذر شديد، والطلب من المصارف الإفصاح عن مدى إذعانها لتطبيق المعايير الرقابية من عدمه.

§ إن كفاية الإفصاح تسهل عملية تخصيص (توزيع) رأس المال بكفاءة أكبر بين المصارف طالما يساعد السوق على تقييم ومقارنة المخاطر والعائد المتوقعة للمصارف الخاصة بصورة دقيقة.

ب- أهمية الشفافية والإفصاح المحاسبي:

§ تتجلى أهمية الشفافية والإفصاح في تخفيض كلفة رأس المال حيث أن الإفصاح عن المعلومات الموثوقة في الوقت المناسب يشيع روح الثقة بين أوساط صناع القرارات داخل المصرف ويمكنهم من اتخاذ قرارات إدارية ذات تأثير مباشر على النمو والربحية.

§ إن المعلومات تؤثر أيضاً على صناع القرارات من خارج المنشأة المصرفية والمساهمين والمستثمرين عندما يقدمون على اتخاذ قرارات بشأن مقدار المخاطرة التي يقبلون بها عند استثمار أموالهم.

§ تعكس المعلومات التي يقدمها المصرف إلى صناع القرار من داخل المصرف وأصحاب المصالح الخاصة من خارج المصرف مدى قدرة المصرف على الإيفاء بالمتطلبات القانونية.

§ يسهم الإفصاح في مساعدة العامة (الجمهور) في فهم أنشطة المصرف وسياساته وأدائه ومدى انسجامها مع المعايير الأخلاقية والبيئية. بالإضافة إلى علاقة المصرف مع وحدات المجتمع المدني التي يعمل في محيطها المصرف.

§ تعمل الشفافية والإفصاح على منع حصول الغش والاحتيال والسرقة والفساد، وتسمح للمصارف من المنافسة على أسس عادلة ونزيهة، وأن تميز نفسها عن باقي المصارف التي لا تمارس الحوكمة الجيدة.

§ إن الشفافية والإفصاح يعززان أيضاً سيولة سوق الأسهم.

§ يشكل الإفصاح عنصراً مهماً في ضمان حوكمة شركات سليمة للمصارف وتعزيز الاستقرار المالي للنظام المصرفي.

ومن هذا المنطلق تؤكد الباحثة على ضرورة احتكام المصارف إلى متطلبات الإفصاح المالي والمحاسبي في إعداد تقاريرها وقوائمها المالية من خلال اتباع أسلوب الوضوح وإبراز المعلومات ذات الأهمية من خلال الكشف عن حساباتها وأنشطتها وتقديم كمّ مناسب من المعلومات المرتبطة بالسياسة المحاسبية المطبقة فيها، وكذلك التوجهات والشكوك حول استمرار المصارف والتزاماتها، وذلك باعتماد أساليب متنوعة لإظهار وشرح هذه المعلومات من استخدام الأقواس والبيانات والقوائم وغيرها من الأساليب التي تهدف في مجملها تقليص حالة عدم التأكد لدى المستثمرين من جهة، ومن جهة أخرى تضيق فجوة عدم تماثل المعلومات ومن ثم تمكينهم من تقييم المركز المالي للمصارف والتنبؤ بعوائدها والتي تنعكس في أسعار أسهمها.

الفصل الثاني

العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري في الأسواق المالية

المبحث الأول: الأسواق المالية وكفاءتها.

المبحث الثاني: القرار الاستثماري في الأوراق المالية.

المبحث الثالث: الأسهم العادية والعوامل المؤثرة على أسعارها.

المبحث الأول

الأسواق المالية وكفاءتها

تمهيد

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي. وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة، إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

وأدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، مما جعل الأسواق المالية تنصدر اهتمام الساسة والاقتصاديين، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد، فأنشئت أسواق رأس المال في العديد من الدول النامية، وتعتبر الدول العربية من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد أسواق رأس المال كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية من خلال توجيهها إلى تحرير اقتصادياتها.

وما من شك في أن النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواءً تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل ضروري لقطاعات الاقتصاد المختلفة، وإذا كانت المصارف قد شكلت -ولا زالت- أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم، فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه المصارف من أموال، إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة للمصارف أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار.

ومن البديهي بسبب الوظيفتين التي يقوم بها السوق المالي (تعبئة للمدخرات والتخصيص الأمتل للموارد) أن يكون له تأثير مباشر على النمو الاقتصادي.

1. أهمية الأسواق المالية:

تتجلى أهمية الأسواق المالية في النقاط الأساسية التالية: (معروف، 2003، ص 84)

1- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دوراً فاعلاً في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات. وهنا كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملاءمة فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر وخاصةً عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتيادي في الأجهزة المصرفية.

2- تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسة وذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن الى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز.

3- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يُلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللذين هما ضمن الأوراق الرأسمالية. كما يُلاحظ أيضاً وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانباً هاماً من الأسواق المالية، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية، وهذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال.

2. تقسيمات الأسواق المالية:

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين هما: (خلف، 2006، ص 38، 39، 42، 47، 48)

أ- الأسواق الحاضرة أو الفورية والتي يتم التعامل معها بها بصورة فورية، أي أن عمليات بيع وشراء الأوراق المالية تتم في الحال أي فوراً وبدون تأخير لأي منها. وتتضمن هذه الأسواق ما يلي:

§ الأسواق الأولية: وهي الأسواق التي تتم فيها بيع إصدارات الشركات والجهات الأخرى من الأسهم والسندات الجديدة أي التي تطرح للبيع لأول مرة.

§ الأسواق الثانوية (المنظمة): وهي الأسواق التي يتم فيها إعادة بيع وشراء الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتمّ التعامل فيها في الأسواق الأولية، أي أن التعامل في هذه الأسواق يتم بإصدارات سابقة.

§ السوق الثالثة: وهي جزء من السوق غير المنظمة، وتتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المنظمة، في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق (البورصة) بالأوراق المسجلة فيها.

§ السوق الرابعة: إن السوق الرابعة حالها في ذلك حال السوق الثالثة تعتبر شكل من أشكال السوق غير المنظمة، والتعاملات في هذه السوق يتم في الغالب بين المؤسسات الكبيرة الحجم والمشاريع وشركات الأعمال ذات الارتباطات والطبيعة العائلية.

ب- أسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، وهي التي لا يتم التعامل بها في الحال أو على الفور، وليس في وقت الاتفاق عليها، سواء ذلك بيع أو شراء أو الاثنين معاً.

3. مؤشرات الأسواق المالية:

يقيس مؤشر السوق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المالية المستهدف قياسها. ويوجد نوعين من المؤشرات، الأول: المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أند بور (S & P 500)، وهناك مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.

1.3. استخدامات المؤشر:

لمؤشرات السوق المالية، فضلاً عن أنها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو التنبؤ بما ستكون عليه مستقبلاً، استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية، وفي طليعة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة المحافظ في المؤسسات الاستثمارية المتخصصة. كما يمكن استخدام المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية. (خضر، 2004، ص 7)

2.3. بناء المؤشرات: (قبلان، 2011، ص 95)

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية:

– أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي.

– أن يراعي القواعد الإحصائية.

– أن يكون قابلاً للتسعير .

وتؤخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات وهي:

ملاءمة العينة، الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

أ- ملاءمة العينة: وتُعرف العينة بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب

ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم والاتساع

والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق. أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يُبنى عليها المؤشر حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.

ب- الأوزان النسبية: تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي:

§ مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى

مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

§ مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

§ مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر.

ت- إجراءات حساب قيمة المؤشر: تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تُحسب على أساسها قيمة المؤشر. فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تُحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

4. كفاءة الأسواق المالية:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافاً كبيراً بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناءً على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

1.4. مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

السوق الكفاء هي السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الإدعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماماً قيمته الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر. (هندي، 2006، ص 489-490)

2.4. أنواع الكفاءة في الأسواق المالية:

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما :

§ الكفاءة الكاملة: ويُقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي ورود معلومة جديدة إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف. (حنفي، 2004، ص 75)

ووفقاً لمفهوم كفاءة السوق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء: (مطاوع، 2001، ص 368)

ü يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشاد في اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية المتنوعة.

ü المعلومات متاحة للجميع من المقرضين والمستثمرين والإدارة والجهات الحكومية ومراقبي الحسابات دون أي تكلفة.

ü حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أية قيود ضريبية كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

ü وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدة قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

ü لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

§ الكفاءة الاقتصادية: وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت، نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم. (صالح، وفريدة، 2009، ص 183)

3.4. الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية:

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق:

§ الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق (The Weak Form Efficient Market Hypothesis): وهي صيغة تعتمد بشكل أساسي على التغيرات التي طرأت على أسعار الأوراق المالية في السنوات الماضية. وتعتبر كفاءة هذه الصيغة ضعيفة لتوافر المعلومات المختلفة حول تاريخ الشركة لدى جميع المستثمرين، مما يؤدي إلى عدم وجود سبق لأي منهم على الآخر. (مباركي، 2003، ص 72).

§ الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق (The Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis): يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجماهير أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يُتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك

المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين. (صالح، وفريدة، 2009، ص 185)

§ الصيغة القوية لكفاءة السوق (The Strong Form Efficient Market Hypothesis): وفقاً لهذه الصيغة فإن جميع المعلومات المتاحة للعامة أو الخاصة من المستثمرين تنعكس في أسعار الأوراق المالية، بحيث لا تؤثر درجة مهارة المحللين في الاستفادة من فروق التسعير. (Al-Batel, 1999, P 195)

4.4. شروط كفاءة الأسواق المالية:

لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق متطلبين أساسيين لتحقيق كفاءة السوق المالية هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية: (صالح، وفريدة، 2009، ص 186)

§ كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): ويُقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفوء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

§ كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): ويُقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسмсرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها

المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تُباع به الورقة المالية .

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين للأسواق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها: (صالح، وفريدة، 2009، ص187)

§ أن تسود السوق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار .

§ أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقلل من فرص المضاربة غير المأمونة.

§ أن يتوفر في السوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة.

§ توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام .

§ أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء .

§ أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ"هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية السوق المالية.

5.4. دور الإفصاح المحاسبي في تحقيق كفاءة السوق المالية:

يمكن بيان أهمية الإفصاح المحاسبي للسوق المالية من خلال النقاط التالية:

§ دور الإفصاح المحاسبي في زيادة التعاملات في السوق المالية:

يجب أن تعكس السوق المالية أسعار التوازن لأسهم رأس المال وهي الأسعار التي تجعل عائد تلك الأسهم يتناسب مع درجة المخاطرة الخاصة بها، ويتوقف ذلك على عاملين هما مدى توفر المعلومات وتمثلها لجميع المستثمرين في سوق رأس المال، ومدى فهم وتفسير المستثمرين واستيعابهم للمعلومات، ويلعب الإفصاح المحاسبي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالية من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطر لها والعائد الذي تحققه تلك الأسهم، من هنا يمكن القول بأن الإفصاح يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين وبالتالي كبر حجم سوق رأس المال متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء والبيع وكذلك زيادة حجم التعامل (عمليات الشراء والبيع لتلك الأسهم). (لطفى، 2008، ص 76)

§ دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحقيق كفاءة السوق المالية:

يؤدي عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية وبين الأطراف الخارجية (المستثمرين) إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية باستغلالهم لمعرفتهم المسبقة بالمعلومات الخاصة بالشركة، كما أن هنالك بعض المعلومات الخاصة التي تحجم الشركات عنها لأنها تضر بمركزها التنافسي وحيث أن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي فإن الأطراف بدون معلومات يمكنهم من حماية أنفسهم بواسطة تخفيض تعاملهم مع الأطراف ذوي المعلومات عن طريق تكوين محفظة متنوعة من الأسهم لفترة طويلة، كما أن الأطراف الخارجية يمكنهم منع الأطراف الداخلية من استغلال المعلومات

الخاصة بهم عن طريق التعاقد معهم على عدم الاتجار في أسهم الشركات التي يديرونها، كما يستطيع المستثمرون الانسحاب من الاتجار في أسهم شركات معينة أو من سوق رأس المال ككل ويلاحظ أن تلك الوسائل للحماية تعتبر مكلفة لكلا الطرفين ذوي المعلومات وبدون معلومات. ومن هنا يكون تحقيق التماثل أمراً ضرورياً حتى لا يلجأ المستثمرون للوسائل الدفاعية التي تضر بسوق رأس المال كله. ويعتبر الإفصاح المحاسبي العلاج الأمثل لأنه يلعب دوراً هاماً في تخفيض عدم التماثل في المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وبالتالي زيادة كفاءة السوق المالية متمثلاً في الوصول إلى الأسعار الحقيقية للأسهم وكذلك زيادة حجم العمليات لسوق رأس المال وتحقيق السيولة اللازمة التي تشجع على التعامل في السوق المالية، الأمر الذي سيؤدي بالتبعية إلى تخفيض تكلفة العمليات وبالتالي زيادة العائد منها وتحقيق المنفعة للاقتصاد القومي ككل. (لطفي، 2005، ص 191)

5. قياس درجة تطور الأسواق المالية:

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات به.

ونظراً لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

1 - مؤشرات الحجم:

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبةً إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. ويمكن تفصيل ذلك على النحو الآتي:

أ - حجم السوق قياساً بمعدل رسملة البورصة:

يعتبر معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة والذي يُعرف بمعدل رسملة البورصة أهم مؤشرات قياس حجم البورصة، إذ يسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال. ويتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبةً إلى الناتج المحلي الخام حسب الصيغة الآتية: (مباركي، 2003، ص 26)

$$\text{معدل رسملة البورصة} = \frac{\text{رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة)}}{\text{الناتج المحلي الخام}}$$

ولا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أن الفرضية المستخدمة حول هذا المؤشر هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجاباً مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد. (مباركي، 2003، ص 26، 28)

ب - حجم السوق قياساً بالشركات المدرجة:

أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، غير أن الاعتماد على عدد الشركات المدرجة كمعيار وحيد لتحديد حجم البورصة يكتنفه بعض الغموض، فقد تمتلك شركة واحدة في بورصة ما أسهماً بقيمة كبيرة تفوق ما تمتلكه عدة شركات في بورصات أخرى. فعلى سبيل المثال، كان عدد الشركات المدرجة في بورصتي نيويورك ولندن خلال النصف الثاني من القرن العشرين متقارباً إلا أن رسملة البورصة في

بورصة نيويورك تجاوزت أربع مرات رسملة البورصة في لندن خلال نفس الفترة.
(World Federation of Exchanges, 2002, p 78)

لذلك فإنه عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة. ويُعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب المحافظ المالية، لما يمنحه لهم من تنويع للمخاطر ويتم تحديد درجة تركيز القيمة السوقية للبورصة من خلال حساب هذه القيمة لأسهم أنشط عشر شركات في البورصة ومقارنتها بالقيمة السوقية الإجمالية للبورصة.

2 - مؤشرات السيولة:

تُعبّر سيولة السوق المالية عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة السوق المالية بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات المحافظ المالية لديهم.

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة السوق المالية رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد. وقد ساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في العالم، كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنويع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور السوق المالية في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في السوق المالية. وفيما يلي بعض التفصيل: (مباركي، 2003، ص 31 -

(32)

أ- معدل التداول (Value Traded Ratio): يمثل معدل التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، ويُحسب حسب الصيغة الآتية:

$$\text{معدل التداول} = \frac{\text{قيمة الأوراق المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الخام}}$$

ويعكس هذا المؤشر حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد. ويكمل مؤشر معدل التداول مؤشر القيمة السوقية، فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة، فقد يكون حجم السوق المالية كبيراً نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن السوق المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض، مما يعني أن وزن السوق المالية في اقتصاد البلد المعني منخفضاً، وبالتالي قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

ب- معدل الدوران (Turnover Ratio): يقيس هذا المؤشر قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للسوق المالية (رسملة البورصة) وذلك وفق الصيغة التالية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{قيمة الأوراق المتداولة}}{\text{رسملة البورصة}}$$

ويؤشر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات، ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فالسوق المالية ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران بها منخفض. كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبةً إلى الناتج المحلي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم السوق المالية فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالسوق المالية التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول.

وأخيراً تؤكد الباحثة على ضرورة توفير أسس وقواعد ومفاهيم محاسبية موحدة لكل بلد تتفق مع معايير المحاسبة الدولية باعتبارها تمثل الأداة الإيجابية للقضاء على المسببات التي تحول دون تعظيم القدرة الإخبارية للمعلومات المالية في تشجيع الاستثمار وزيادة كفاءة السوق المالية.

المبحث الثاني

القرار الاستثماري في الأوراق المالية

تمهيد

إن الاستثمار على اختلاف أشكاله يعتبر من الركائز الأساسية التي تدفع عجلة التنمية الاقتصادية إلى الأمام لاسيما وأن له دوراً فعالاً لا يمكن إغفاله في استخدام وإعادة توجيه الموارد المتاحة في المجتمع نحو المشاريع القائمة أو المزمع إقامتها بكفاءة عالية وبالتالي المساهمة في رفع مستوى الأداء الاقتصادي الوطني في مختلف القطاعات.

ويعد الاستثمار في الأوراق المالية (الاستثمار المالي) من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، إذ يستطيع المستثمر من خلال المفاضلة بين الأوراق المالية المختلفة تحقيق أهدافه الاستثمارية من حيث تحقيق تنمية مستمرة لثروته مع عائد مقبول وحماية أمواله من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم، فضلاً عن ما يتمتع به الاستثمار المالي من خصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى كوجود أسواق للأوراق المالية على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلماً تتوفر للأدوات الاستثمارية الأخرى، بالإضافة إلى كون تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، كما أن الاستثمار في الأوراق المالية لا يحتاج إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كذلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى.

1. مفهوم القرار الاستثماري:

يُعرف الاستثمار بمعناه الواسع بأنه "عبارة عن الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية أو إلى رأس المال، ويهدف المستثمر من وراء الاستثمار إلى تعظيم ثرواته والمحافظة عليها، وهذا يتطلب منه أن يقوم بدراسة أنواع الاستثمار التي تحقق له الهدف عن طريق تحديد العائد والمخاطر من كل نوع". (لطفي، 2005، ص 2)

وبما أن الاستثمار يُعتبر عملاً مستقبلياً لذلك من الضروري إن كان ممكناً معرفة إيرادات الشركة المستقبلية، حيث أنها تقدم نظرة مستقبلية عن الحالة التي ستكون عليها الشركة في المستقبل. (Cahill, 2003, P 81)

ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمار وفقاً لطبيعة الاستثمار: فهناك استثمار مادي يتمثل في الأراضي والمباني والآلات والمعدات وغيرها، وهناك استثمار مالي يتمثل في الأسهم والسندات وأذونات الخزنة، وقد يكون الأخير مصدر تمويل للأول والعكس صحيح. (الشواور، 2008، ص 35).

أما القرار الاستثماري فهو ذلك "الاختيار المدرك والواعي بين البدائل المتاحة في موقف معين، وهو اختيار بوعي يقوم على التدبير والحساب في الغاية والوسيلة". (آل شبيب، 2009، ص 35)

2. خطورة القرار الاستثماري:

إن قرارات الاستثمار تعتبر من أهم القرارات التي يتخذها الفرد أو الإدارة في المؤسسة أو المنشأة وذلك لما يترتب عليها من التزامات مالية كبيرة وطويلة الأمد نسبياً، بالإضافة إلى أنه (إذا شابها بعض الأخطاء) يصعب العودة عنها أو هناك حالة شبه استحالة في الرجوع عنها دون تحمل أية خسائر، ومن هنا فإنه يمكن القول بأن نجاح أو بقاء الأفراد والمؤسسات أو الشركات في دنيا الأعمال مستقبلاً يعتمد بشكل أساسي على مدى نجاح قرارات الاستثمار التي تم اتخاذها في الماضي، ولذلك فإنه لابد من توخي الدقة والحذر عند اتخاذ قرار الاستثمار، وإنشطة مسؤولية إصداره بأعلى المستويات الإدارية في الهيكل التنظيمي. (الشواور، 2008، ص 35).

3. مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية بشكل عام:

إن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يترتب عليه قيام المستثمر بحيازة أصل غير حقيقي يكون على شكل ورقة مالية تمثل حقاً مالياً يخول حامله المطالبة بأصل حقيقي إضافة إلى عائد ثابت أو غير محدد.

وللاستثمار في الأوراق المالية مزايا كثيرة نذكر منها: (الشواورة، 2008، ص 88)

1- يوجد للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم من النادر أن تتوفر للأدوات الاستثمارية الأخرى، فهناك سوق أولي وسوق ثانوية وكما يوجد أحياناً سوق ثالث ورابع.

2- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنةً مع تكاليف المتاجرة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.

3- سهولة عملية تقييمها واحتساب معدلات عوائدها وذلك لكونها تتمتع بخاصية التجانس من حيث قيمتها وثبات شروطها.

4- وجود المختصين والقادرين على تقديم الخبرة والمشورة للمستثمرين كالمستشارين والسماسرة.

أما عيوب الاستثمار في الأوراق المالية فيمكن عرضها كالتالي: (الشواورة، 2008، ص 88)

1- عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها، لكن هذا بالطبع لا يمنع وجود أوراق مالية غير الأسهم العادية كالسندات والأسهم الممتازة أو المشتقات يمكن لها أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات.

2- عرضة لتقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد خاصةً إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل كالسندات.

4. آلية اتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية:

تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد وأقل مخاطر، ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة، ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإنه على المستثمر أن يقوم بما يلي:

(شموط، وكنجو، 2008، ص 41)

1. وضع جميع البدائل المتاحة: حيث يحدد المستثمر، في مجال دراستنا هنا، فئة الأسهم التي يرغب الاستثمار فيها، فهل يستهدف أسهم النمو أم أسهم الدخل أم كليهما معاً، وفي أي من القطاعات يرغب بالاستثمار، ومستوى المخاطرة المرغوب فيه.

2. دراسة هذه البدائل وتحليلها: بناءً على الاختيارات التي اعتمدها كبديل يقوم المستثمر أو من يتولى عملية إدارة استثماراته بدراسة هذه الأسهم وتحليلها.

3. من خلال دراسة هذه البدائل واحتساب مؤشر ربحية السهم بأشكاله المتعددة يصبح بإمكان المستثمر أن يقارن بين هذه البدائل ومعرفة مصدر ربحية الشركة وفيما إذا كانت تلاقي رغباته أم لا.

4. اختيار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.

5. وضع البديل الأمثل موضع التطبيق: أي شراء السهم المختار من قبل المستثمر وضمه للمحفظة الخاصة به.

وبعد أن يتم تجميع البيانات والمعلومات عن هذه الأهداف، يتم في ضوء ذلك اتخاذ القرارات الدقيقة في هذا المجال، ومن المعلوم أنه أصبحت البيانات والمعلومات متاحة عن الاستثمارات المختلفة في الوقت الحاضر، وهنا يأتي دور المختصين لتحديد البيانات والمعلومات التي يتم الاستفادة منها، والتي توفر القاعدة الأساسية لمتخذ القرار وعلى إثر ذلك يتم تحديد العوامل الملائمة لاتخاذ القرار الاستثماري.

5. مقومات القرار الاستثماري في الأوراق المالية:

يقوم القرار الاستثماري على المقومات الأساسية التالية: (شموط، وكنجو، 2008، ص

(41

أ. تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار تقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله تجاه كل من الربحية والأمان اللذين يتحددان من خلال المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد.

ب. الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار مثل:

ü مبدأ الخبرة والتأهيل: حيث يتطلب الاستثمار عموماً وفي الأسواق المالية خصوصاً مستوى معيناً من المعرفة والدراية، فلا يتمكن المستثمر العادي من إجراء الدراسات والتحليل اللازمين والكافيين لاتخاذ القرار الاستثماري، لذلك من الأفضل اللجوء إلى جهات استثمارية مختصة أو الاستثمار بصناديق مشتركة تملك بدورها محفظة تناسب متطلبات المستثمر وتقوم هي بدراساتها وتحليلها وتقييمها.

ü مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: حيث يجد المستثمر نفسه أمام مجموعة واسعة من الأسهم التي تختلف عن بعضها من حيث القطاع الاستثماري أو من حيث نوعية السهم نفسه سواء كان سهم نمو أم سهم دخل.

ü مبدأ التنويع: حيث لابد للمستثمر من تحقيق مستوى معيناً من التنويع يتناسب مع حجم المحفظة وتكلفة إدارتها ومستوى المخاطر/العائد المستهدف من قبله.

ü مبدأ الملاءمة: حيث إذا كان هذا المستثمر يهدف إلى تشكيل محفظة من أسهم النمو، فمن غير المنطقي الاستثمار بأسهم شركة جديدة بغرض الاستفادة من توزيعات الأرباح التي تجريها سنوياً لاستقطاب مستثمرين جدد.

ت. مراعاة العلاقات بين المخاطر والعائد: حيث يرافق كل مستوى للعائد المطلوب من قبل المستثمر مستوى معيناً من المخاطر، ومن أجل الانتقال إلى مستوى أعلى من العوائد يجب أن يكون المستثمر على علم بأنه معرض لمستوى جديد من المخاطر أعلى من المستوى السابق، لذلك عليه أن يفاضل بين المنفعة الحدية المحققة من ارتفاع هذا العائد والمخاطر الجديدة الناشئة.

6. أسس اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية:

يتطلب قرار الاستثمار في الأوراق المالية أو تكوين محافظ الأوراق الاستثمارية (Portfolio) المقارنة بين الاستثمارات المتاحة بصورة مباشرة، حيث أن لكل استثمار (ورقة مالية) خصائصه مثل تكلفة الاستثمار والتدفقات النقدية المرتبطة وسعر السوق، ولا شك أن هناك علاقة وثيقة بين العوائد التي يحصل عليها المستثمرون والمخاطر التي يتعرضون إليها، وعادة ما يتطلع المستثمرون إلى الاستثمارات التي تقدم أعلى العوائد بأقل قدر ممكن من المخاطر. (نطفي، 2005، ص 9)

ومن الأهمية بمكان إلقاء الضوء على هذين المتغيرين (العائد والمخاطرة) كل على حده لفهم آلية اتخاذ القرار الاستثماري:

1- العائد: يهتم المستثمر اهتماماً خاصاً بربحية السهم على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصحبه زيادة فيما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات أو ارتفاع من قيمة السهم السوقية، ويختلف مستوى الربحية الذي يقبل به المستثمر حسب نوع

هذا المستثمر حيث يقع العائد على الاستثمار في الأوراق المالية في مجال بين العائد منخفض المخاطر الذي يطلبه المستثمر المتحفظ والعائد المرتفع الذي يطلبه المستثمر المضارب، و يأخذ العائد أحد الشكلين التاليين:

أ - العائد المنتظم (الدوري): وينشأ من خلال الاستثمار بأدوات الدخل الثابت حيث يرغب المستثمر بهذا النوع في الحصول على ربحية ثابتة كل فترة زمنية معينة حتى وإن كانت محدودة، وغالباً ما يلجأ إلى هذا النوع من الاستثمارات المستثمر المتحفظ من خلال الاستثمار بالسندات الحكومية والتي تُعتبر آمنة أي لا تكتنف سوى مخاطر البلد المصدر لها.

ب - العائد غير المنتظم (غير الدوري): ينتج عن الاستثمار بأدوات رأس المال والتي لا تعتمد سياسة توزيع ثابتة للأرباح وإنما تعتمد على عدة أسس أهمها حالة الشركة وسيولتها وتحقيق مستوى مناسب من الربحية للتوزيع، حيث تكتنف هذه الأدوات على مستوى عالٍ من المخاطر لذلك غالباً ما تكون أرباحها مرتفعة ويقبل عليها المستثمر المضارب.

بينما يسعى النوع الثالث من المستثمرين (الحصيف) إلى تشكيل مزيج من هذه الأدوات الاستثمارية من خلال محفظة استثمارية تحقق مستوى متوسطاً من العائد يرافقه مستوى مقبولاً من المخاطر، حيث ينتج هذا العائد من تفاعل عدة عوامل من أهمها الارتباط بين المجالات المستثمر فيها، فيتوجه المستثمر إلى الاستثمارات غير المرتبطة ببعضها البعض من أجل تحقيق التنويع المناسب والذي يزيل نسبة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة.

2- المخاطر المحيطة بالقرار الاستثماري:

في المقام الثاني تأتي المخاطرة المحتملة والتي تُعرّف بأنها "الاحتمال بأن يكون العائد المحقق مختلفاً عن العائد المتوقع". وكلما أراد المستثمر أن يحصل على عائد أعلى، يتوجب عليه أن يتحمل درجة أكبر من المخاطرة. وبالتالي تمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة أساس قرار الاستثمار. (دهال، 2003، ص 14)

وتُعرّف المخاطرة أيضاً بأنها "عدم التأكد فيما يخص العائد المستقبلي المحتمل للاستثمار ويمكن قياسها بالانحراف المعياري (Standard Deviation) للعوائد المحتملة أو بالقيمة المعرضة للخطر (Value At Risk)". (Cecchetti, 2008, P 113)

وتنقسم هذه المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:

§ المخاطرة المنتظمة (Systematic Risk): وهي ذلك الجزء من الخطر الذي يؤثر بشكل مباشر على السوق ككل، ويتعرض له أي مشروع كغيره من مجموع المشاريع الاستثمارية الأخرى في السوق، وبالتالي فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأسهم المتداولة، وتشمل المخاطر المتعلقة بالظروف الاقتصادية والسياسية والتي لها تأثير على السوق ككل، ولا يمكن التخلص من هذا النوع من المخاطر من خلال التنويع حتى وإن كانت المحفظة متنوعة بشكل جيد. (Van horne, 2005, P 103) ولا بدّ من التنويه بأنه قد يتمكن المستثمر من تجنب جزء كبير من هذه المخاطر عن طريق التوقيت الصحيح لقراره الاستثماري أو من خلال التنويع الدولي، وتشمل المخاطر المنتظمة ما يلي:

1- مخاطر أسعار الفائدة (Interest Rate Risk): وهي المخاطر الناجمة عن تغير أسعار الفائدة السوقية لما يترتب على ذلك من تغير في القيمة السوقية للأوراق المالية.

(Cecchetti, 2008, P144)

وتجدر الإشارة هنا إلى أن مخاطر أسعار الفائدة تنعكس على السندات أكثر من انعكاسها على أي نوع آخر من الأوراق المالية، ويرجع ذلك إلى كون السند يحمل سعر فائدة ثابت طوال فترة استحقاقه. (خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، 2007، ص 82).

وتتأثر أسعار الأسهم كغيرها من الأوراق المالية بشكل معاكس لتحركات أسعار الفائدة، حيث أن الارتفاع في أسعار الفائدة السوقية سيؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية يدفع بالكثير من المستثمرين إلى بيع الأسهم والاتجاه نحو سوق السندات للاستفادة من ارتفاع أسعار الفائدة للسندات وبالعكس. (حنفي، 2007، ص 203)

ويجدر التنويه هنا إلى أن تغير سعر الفائدة السوقي مرده إلى قيام البنوك المركزية بتغييره لضبط معدل النمو الاقتصادي، فمثلاً لكبح جماح التضخم تقوم البنوك المركزية برفع معدل الفائدة الرئيسي (المعدل الذي يُقرض بموجبه البنوك الأخرى) والذي يؤدي بدوره إلى قيام البنوك هي الأخرى برفع لمعدلات الفائدة التي تقرض بموجبها عملائها، الأمر الذي ينعكس سلباً على رغبة العملاء بالاقتراض. والسوق المالية عادةً ما تُفسر هذا الإجراء بكونه مسبب لانخفاض النشاط الاقتصادي، وبالتالي انخفاض في أرباح الشركات وبالتالي انخفاض في ربحية السهم وأخيراً ستؤدي هذه الحالة إلى انخفاض الأسعار السوقية للأسهم والذي يعكس انخفاض الطلب على السلع والخدمات. (Wyss, 2001, P 144)

2- مخاطر التضخم (Inflation Risk): ويُقصد بها ذلك الجزء من المخاطر الكلية والذي يرجع إلى التغير في المستوى العام للأسعار، ويظهر أثر التضخم في انخفاض القوة الشرائية للعوائد المتوقعة نتيجة ارتفاع معدل التضخم. إذ يترتب على وجود التضخم أن العائد الحقيقي للاستثمار (عائد هذا الاستثمار بعد الأخذ في الاعتبار أثر التضخم) يصبح أقل من العائد الظاهري للاستثمار (معدل العائد الذي يحققه الاستثمار). وهنا يجب ملاحظة أن أثر التضخم يظهر بوضوح في حالة الاستثمار السندات أو الأسهم الممتازة وذلك لأن العائد على هذه الأوراق ثابت ولا يتغير بتغير مستوى الأسعار. أما عائد الأسهم العادية فيعتبر أقل تأثراً بالتضخم لأنه غير محدد مسبقاً، وبالتالي فإن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يصحبه عادة ارتفاعاً في أسعار منتجات الشركة المصدرة للأسهم العادية، ويترتب على ذلك زيادة حجم أرباح هذه الشركة وبالتالي زيادة حجم الربح الموزع للأسهم العادية. (خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، 2007، ص 80-81)

3- مخاطر السوق (Market Risk): ويُقصد بها ذلك الجزء من المخاطر الكلية والذي ينتج عن هبوط أو صعود السوق، حيث يظهر هذا الهبوط والصعود من خلال مؤشرات السوق. (خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، 2007، ص 79)

وتتجم هذه المخاطر نتيجة لأحداث خارجية يصعب التنبؤ بها تؤدي إلى تدهور الطلب على الأسهم في البورصة، لذا فإن المستثمر لا يستطيع فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث. (حنفي، 2007، ص 201)

§ المخاطر غير المنتظمة (Unsystematic Risk): وهي ذلك الجزء من المخاطرة لورقة مالية الذي تسببه عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدته من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى. ومن بين عناصر المخاطرة غير المنتظمة، هناك إضراب العمال وسوء إدارة الشركة ومستوى عالي من الديون. (دهال، 2003، ص 17)

وبالتالي فهذه المخاطر لا تشمل بتأثيرها كل السوق وإنما تقتصر على أرباح وعوائد أسهم منشأة محددة، ومن هنا على المستثمر أن يكون دقيقاً في اختيار الأسهم التي يرغب بشرائها بحيث يتأكد من أنها أسهم لشركات تتمتع بقدر من النمو وتنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور، مع ضرورة التأكد من أن لمنتجات هذه الشركة سوقاً واسعاً ومستقراً بحيث لا يحدث اضطراباً في المبيعات أو تراجعاً في النشاط.

وتشمل المخاطر غير المنتظمة المكونات التالية:

1- مخاطر الصناعة (Industry risk): وهي المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة أو قطاع معين في الاقتصاد، فبعض الصناعات سوف ترتفع أو تنخفض مع دورات النشاط الاقتصادية، بينما صناعات أخرى ربما تكون أكثر صموداً ومقاومة لهذه التغيرات. (Wyss, 2001, P 145)

2- مخاطر الإدارة (Management Risk): وهي ذلك الجزء من مخاطر الاستثمار (المخاطر الكلية) والذي يرجع إلى قرارات القائمين على إدارة الشركات القائمين على إدارة الشركة المصدرة لهذه الأوراق، وتعتبر إدارة الشركة مصدر للمخاطرة نظراً للقرارات الخاطئة التي قد تتخذها أو المواقف السلبية التي قد تلجأ إليها، ومن أمثلة هذه القرارات والمواقف عدم الاحتياط للأحداث غير المتوقعة وتقادم المنتجات وغيرها. (خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة، 2007، ص 78)

3- المخاطر المالية (Financial risk): وتشير المخاطر المالية إلى حجم مديونية الشركة بالمقارنة مع حقوق الملكية، فالشركات ذات المديونية المنخفضة أو المنعدمة قد تواجه مخاطر مالية بسيطة أو قد لا تواجه هذه المخاطر على الإطلاق إذا لم تكن مقترضة، ويمكن للمستثمر تدنية هذه المخاطر بالاستثمار في الشركة ذات المديونية المنخفضة. (حنفي، 2007، ص 198)

4- مخاطر العملة الأجنبية (Exchange Rate Risk): وهي المخاطر التي تنجم من خلال الاستثمار في أسهم شركات أجنبية وهي تشمل مخاطر العملة الأجنبية، الضرائب، مخاطر الشركة ومخاطر الدولة.

وأخيراً يمكن القول أن الاستثمار في الأوراق المالية يعد من أكفأ أنواع استثمار الأموال لما له من فائدة للمستثمر من ناحية وللاقتصاد الوطني ككل من من ناحية أخرى، لذا لا بدّ من بذل الجهود لتشجيع هذا النوع من الاستثمار وذلك من خلال توفير درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات لاستثمار مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة بدلاً من تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن، بالإضافة إلى توفير مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، وأخيراً تعدد الأدوات الاستثمارية والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الدينامكية وسرعة الاستجابة للأحداث.

المبحث الثالث

الأسهم العادية والعوامل المؤثرة في أسعارها

تمهيد

تعتبر الأسهم (وخاصة الأسهم العادية) من أكثر الأوراق المالية شيوعاً وتداولاً في السوق المالية، وقد لاقت دراسة حركة أسعار هذه الأسهم اهتماماً من قبل الكثير من الباحثين الذين حاولوا وصف وتحديد العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعارها في السوق المالية بغرض دراستها وتفسيرها للاستفادة منها في معرفة كيفية تأثيرها على هذه الأسعار. لذا خُصص هذا المبحث للحديث عن أهم العوامل التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم سلباً أو إيجاباً في السوق المالية.

1. تعريف الأسهم العادية:

تُعرّف الأسهم العادية (Common Stock) بأنها "أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، تمنح لحاملها عائداً غير ثابت إلى جانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم. (التميمي، 2006، ص 20). وكان أول ظهور للأسهم في القرن السادس عشر حيث وُجدت لتمويل الاستكشافات البحرية والفضائية الخطيرة إذ لم يكن بالإمكان تمويل هذه المغامرات الخطيرة من قبل شخص واحد. (Cecchetti, 2008, P 173)

ومن وجهة نظر المستثمر فإن للأسهم العادية أكثر من قيمة مالية ويمكن استعراضها كالتالي:

- القيمة السوقية (Market Value): وهي القيمة التي يُباع بموجبها السهم في السوق وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية، فإذا كان أداء الشركة جيداً وتحقق أرباح فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية، أما إذا كان أداء الشركة ضعيف فمن المتوقع أن ينخفض سعر سهمها في السوق وربما يصل إلى أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية. (الزرري، و فرح، 2001، ص 157)

- القيمة الاسمية (Par Value): هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني لذلك يمكن أن يطلق عليها القيمة القانونية وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة. (النعمي، والتميمي، 2008، ص 129)
- القيمة الدفترية (Book Value): وهي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للأسهم، وتمثل نصيب السهم الواحد من حق الملكية (رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة). (طلبة، 2008، ص 29)
- القيمة الحقيقية (Just Value): تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من هذا السهم، ويتمثل العائد بالتوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر. (الزري، وفرح، 2001، ص 157)

2. أنواع الأسهم العادية:

تنقسم الأسهم العادية إلى الأنواع التالية: (الشواور، 2008، ص 82)

v من حيث الشكل:

- أسهم اسمية: وتصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو للبورصة.
- أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التطهير.
- أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين وتنقل الملكية من يد إلى أخرى، ومالك السهم هو الشخص الذي يحوز عليه في حينه.

v من حيث الحصة المدفوعة:

- أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.
- أسهم نقدية: وهي التي يُدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

3. اتجاهات جديدة في الأسهم العادية: (شراب، 2006، ص 47)

§ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: يخول لحامل هذا السهم امتلاك قسم معين من أقسام الشركة، ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، دون النظر

للمركز المالي لبقية الأقسام في الشركة، ونجاح القسم يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة.

§ الأسهم العادية ذات الأرباح المخصصة من الربح الخاضع للضريبة: وتخصص للعاملين في الشركة مما يجعلها تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون لأنها تختص بعنصر العمل، ويستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها تمثل عبئاً على إيرادات الشركة ويخفض وعاء الضريبة ومما يخفض مخصص الضريبة.

§ الأسهم العادية المضمونة: وإصدارها يكون مضمون بقيمة معينة، وتُباع بعلاوة كتأمين، وللمستثمر الحق في الشراء بعلاوة إذا رغب بالضمان بأن لا يقل قيمة السهم عن قيمة معينة أو بدون علاوة إذا لم يرغب بالضمان، وتمتاز بالتعويض عن نقص المعلومات، لضمان عدم بيع السهم بأقل من القيمة الحقيقية ولدعم ثقة المستثمر للاحتفاظ بالسهم وعدم بيعه.

4. خصائص الأسهم العادية:

تتمتع الأسهم العادية بخصائص يمكن إجمالها بالآتي: (طلبية، 2008، ص 22-23)، (الشواور، 2008، ص 80)

- إن الاستثمار في الأسهم يحقق عوائد للمستثمر تتمثل في:

أ- الأرباح الموزعة: حيث أن مالك السهم له الحق في الأرباح التي توزعها الشركة ويعبر عنها كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم في حالة تحقيقها أرباح، وإذا لم تحقق الشركة أرباح أو تم تحقيق أرباح، ولكن يوجد قرار من الإدارة باحتجاز هذه الأرباح بغرض تحسين الوضع المالي للشركة أو مشروعات التوسع في الشركة، فليس للمستثمر الحق بالمطالبة بأرباح من الناحية القانونية.

ب- الأرباح الرأسمالية: وهي الناتجة عن ارتفاع سعر أسهم الشركة في السوق، فالمستثمر يأمل أن يبيع السهم في المستقبل عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به، وعندها يحقق ربح رأسمالي.

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها أو بالقيود في سجل الشركة كالأسهم الاسمية أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم بأمر.

- تعد مخزناً للقيمة لكون قيمتها تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم، بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحاً وبأسرع وقت.
- عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة لعدم الاستعمال مهما طال الزمن.
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة.
- تعد الأسهم العادية إدارة ملكية وليس أداة اقتراض.
- مسؤولية المساهم تكون بقدر عدد الأسهم التي يحملها.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم.
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وإنما يتم التداول عليه بيعاً وشراءً في بورصة الأوراق المالية.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

5. إيجابيات وسلبيات إصدار الأسهم:

- تتمتع الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة بالإيجابيات التالية: (الشواور، 2008، ص 81)، (محفوظ ، 2002، ص 13)
- تعد مصدراً للتمويل حتى ولو تم بيعها في السوق كونها تنتقل من ممول إلى آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة.
 - الشركة المصدرة غير ملزمة قانونياً بتوزيع أرباح حتى لو تحققت لها أرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.
 - تمتلك شركة المساهمة المصدرة للسهم العادي حق سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك عن طريق شرائه.

أما سلبياتها على الشركة المصدرة فيمكن حصرها بالآتي: (الشواور، 2008، ص 81)

- ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة.
- عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة.
- دخول مساهمين جدد وتشتت الأصوات في الجمعية العمومية.

6. تقييم الأسهم العادية:

توجد العديد من المداخل التي يُعتمد عليها لتحديد القيمة الحقيقية للسهم منها مدخل التوزيعات المتوقعة ومدخل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model) ومدخل خصم التدفقات النقدية (Dividend-Discount Model) وللتبسيط سوف تكتفي الباحثة باستعراض طرق احتساب القيمة الحقيقية للسهم التي تقوم على المدخل الأكثر شيوعاً في الواقع العملي والتي يتمثل حصراً بمدخل التوزيعات المتوقعة والذي يقوم على أساس أن توزيعات الأرباح على الأسهم تعتبر هي المصدر الأساسي للتدفقات النقدية التي يحصل عليها المساهم، وبالتالي فإن السعر الحقيقي للسهم يتحدد بالتدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها في المستقبل. ولصعوبة تحديد عمر السهم الناجمة عن صعوبة تحديد عمر محدد للشركة المصدرة فإنه سوف يتم احتساب هذا السعر وفقاً للحالات الآتية:

أ- نموذج التوزيعات الثابتة (Zero-Growth Model):

أي أن التوزيعات تكون ثابتة من سنة إلى أخرى دون أدنى تغير وهنا تستخدم المعادلة الآتية لاحتساب السعر الحقيقي: (الشواور، 2008، ص 96)

$$\text{السعر الحقيقي للسهم} = \frac{\text{التوزيعات النقدية الحالية على السهم}}{\text{معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر}}$$

ب- نموذج التوزيعات المتنامية بمعدل نمو ثابت (Constant-growth Model):

أي أن التوزيعات تنمو سنوياً بنسبة نمو ثابتة، وهنا نستخدم المعادلة التالية لاحتساب السعر الحقيقي: (Cecchetti, 2008, P 185)

$$\text{السعر الحقيقي للسهم} = \frac{\text{التوزيعات النقدية الحالية على السهم} * (1 + \text{معدل النمو في التوزيعات النقدية الحالية})}{\text{معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر} - \text{معدل نمو التوزيعات النقدية الحالية}}$$

مع التنويه إلى أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر يمكن احتسابه وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + \text{علاوة المخاطرة}$$

وبالتالي فإن السعر الحقيقي للسهم يزداد عندما:

- تكون التوزيعات النقدية الحالية مرتفعة.
- التوزيعات تنمو بسرعة أي معدل نمو التوزيعات مرتفع.
- انخفاض العائد الخالي من الخطر.
- انخفاض علاوة المخاطرة.

ت - نموذج التوزيعات المتغيرة (Variable –growth Model)

أي أن التوزيعات تتغير من فترة لأخرى ولاحتساب السعر الحقيقي في هذه الحالة فإن

عملية تقدير هذه القيمة تتم عبر المراحل التالية: (الشواور، 2008، ص 98)

- المرحلة الأولى: احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو غير الثابت.
- المرحلة الثانية: احتساب القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة النمو الثابت.
- المرحلة الأخيرة: إضافة نتيجة المرحلة الأولى إلى نتيجة المرحلة الثانية للحصول على السعر الحقيقي للسهم.

7. محددات القيمة السوقية للسهم:

تتأثر القيمة السوقية للسهم بمجموعة من المتغيرات لا يمكن حصرها، لكن يكاد يتفق الأكاديميون على أن السعر الذي يُباع به السهم في السوق يتحدد بناءً على القيمة السوقية للجهة المصدرة له على فرض الاعتماد الكامل على حقوق الملكية في التمويل، والتي تتحدد بدورها

على ضوء متغيرين أساسيين هما: التدفقات النقدية المتوقعة سواء كانت توزيعات أو أرباح والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات. وفيما يلي توضيح لهذين المتغيرين:

أ - أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم:

لعلّ عدم التوازن غير المرغوب بين التدفقات النقدية بشقيها الداخلة والخارجة يعد مؤشراً لفشل الإدارة، حيث لا تستطيع الشركة سداد ما عليها من التزامات في موعد استحقاقها، كما أن وقوع الشركة في العسر المالي الدائم يعتبر مؤشراً صريحاً للحكم على الانهيار المالي للشركة وعدم قدرتها على سداد ما عليها من التزامات قصيرة وطويلة الأجل، الأمر الذي يجعل الشركة تلجأ إلى التوسع في كميات السحب على المكشوف، ناهيك عن احتمال عدم قدرتها على سداد توزيعات أرباح الأسهم أو تحقيقها في الأصل، وهو ما يهز ثقة المساهمين التي تترجم في انخفاض في القيمة السوقية للسهم. (صيام، 2003، ص 4-8)

أي أن قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية ملائمة يؤثر على قدرتها على سداد التوزيعات و الفوائد وبالتالي على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي فإن التدفقات النقدية المتوقعة للمساهمين سوف ترتبط بالتدفقات النقدية للشركة التي قاموا بالاستثمار فيها في صورة أسهم. (الدهراوي، 2006، ص 153)

ب - أثر معدل الخصم على القيمة السوقية:

المتغير الثاني المحدد للقيمة السوقية للسهم يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المساهمون. و يتم قياسه، كما ذكرنا سابقاً، وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + \text{علاوة المخاطرة.}$$

ويُعرّف هذا المعدل بأنه المعدل الذي يكفي لتشجيع المستثمر على توجيه الموارد المالية المتاحة للاستثمار بدلاً من استخدامها في حاجات حاضرة ويقاس بالجمع بين شقين، الشق الأول معدل عائد خالي من المخاطرة (RF) والذي يتكون من معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم، أما الشق الثاني فهو معدل لتعويض على المخاطر التي تنطوي عليها عملية الاستثمار والذي يسمى بعلاوة المخاطر (RP). ونوضح هذه المفاهيم وفق الآتي:

§ معدل الفائدة الحقيقي:

وهو العائد الذي يعوض المستثمر عن تأجيله وحرمانه من استغلال أمواله لإشباع رغباته الحالية نتيجة لتوجيه أمواله للاستثمار، وبالتالي هو تعويض في الحقيقة عن عامل الزمن والذي يترجم تأجيل تحقيق الإشباع من الأموال المملوكة، و تقدر قيمة ذلك التأجيل بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله لاستثمارات خالية من المخاطر، ولعلّ معدل العائد على أذونات الخزنة التي تصدرها الحكومة مثلاً للمعدل الحقيقي الخالي من المخاطر، وتؤكد العديد من الدراسات أن هذا المعدل لن يكون ثابتاً بل يمكن أن يتغير تبعاً للسياسة النقدية للتحكم في حجم النقد وبالتالي يصبح المعدل الحقيقي تابعاً للظروف الاقتصادية ومنه يؤثر على معدل الخصم. (طلبة، 2008، ص 56)

§ معدل التضخم:

يُطلق على هذا المعدل بتأثير فيشر (Fischer Effect)، حيث أكدت دراسات وأبحاث عديدة على أن معدل الفائدة السائد في السوق ليس المعدل الحقيقي بل أن جزء منه يتضمن ما يكفي للتعويض المساهم عن مخاطر التضخم. (هندي، 2006، ص 213)

§ معدل العائد للتعويض على المخاطر:

وهو المعدل الذي يكفي لتعويض عن مخاطر توجيه أموال المستثمر لشراء أسهم المنشأة ويتوقف على حجم مخاطر الأعمال (Business Risk) وعلى حجم المخاطر المالية (Financial Risk). (هندي، 2006، ص 214)

وهذان النوعان من المخاطر يرجعان أساساً إلى الشركة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها وهو ما سنوضحه لاحقاً.

8. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم العادية:

تعتبر دراسة حركة أسعار الأسهم وتقلب أسعارها أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، ويحاول العديد من الباحثين منذ القرن الماضي تحديد العوامل المؤثرة في سعر السهم والتي تقف وراء التغير في سعره ومحاولة دراسة هذه العوامل وتفسيرها بغرض الاستفادة منها في معرفة تأثيرها على سعر السهم، حيث يهتم المستثمرون كثيراً بسعر السهم وذلك لأن سعر السهم يتم على أثره عملية البيع أو الشراء، وتوجد عوامل عديدة يمكنها التأثير على سعر

السهم في السوق وهي متفاوتة من حيث قوتها وتأثيرها من عامل لآخر، ومن العوامل المؤثرة على سعر السهم في السوق المالية ما يلي:

§ القيمة الدفترية للسهم:

تؤثر القيمة الدفترية على سعر السهم بشكل كبير حيث غالباً ما يكون هناك علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وسعر السهم في السوق، أي أن زيادة قيم السهم الدفترية ترتبط بزيادة سعر السهم، وبالعكس من ذلك فإن انخفاض القيمة الدفترية للسهم ترتبط بانخفاض سعره في السوق. ويهتم معظم المحللين بالسعر الذي يتم تداول السهم به خاصة إذا كان أقل من القيمة الدفترية للسهم، وهذا يفسر على أنه إشارة للشراء. (حنفي، 2003، ص 238)

§ الأرباح المحققة:

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها، كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح، ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن الربح. (حنفي، 2003، ص 238)

§ توزيعات الأرباح في نهاية كل سنة:

تعتبر الزيادة في الأرباح النقدية الموزعة على السهم من فترة إلى أخرى أنباء سارة للمستثمر، وعلى العكس من ذلك يعتبر الانخفاض في الأرباح النقدية أنباء سيئة بالنسبة له، وهناك دلائل تشير إلى أنه كلما ارتفعت نسبة الأرباح المدفوعة كلما أدى ذلك إلى زيادة العوائد المتوقعة من السهم، وقد يرجع السبب في ذلك إلى أنه كلما أعلنت الشركة عن نسب مرتفعة للأرباح النقدية الموزعة كلما أشار ذلك إلى توقعات مستقبلية عن قدرة الشركة على الحفاظ على هذه النسبة المرتفعة ويتبع ذلك زيادة في سعر السهم، وعلى النقيض من ذلك فإن العوائد المنخفضة ترتبط بنسب توزيع أرباح نقدية منخفضة. (جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، 2001، ص 268)

§ الظروف الاقتصادية:

تعتبر الظروف الاقتصادية متغير ذو صلة هامة بالقيمة السوقية للأسهم (تدفقات نقدية متوقعة، معدل الخصم) سواء ظروف حالية أو مستقبلية نظراً لمالها من انعكاسات فورية على مستوى الأسعار في السوق، وفي محاولة للوقوف على حجم تأثير الظروف الاقتصادية العامة على أسعار الأسهم وُجد أن حجم هذا التأثير يعادل تماماً حجم التأثير الذي تحدثه الظروف الخاصة بالشركة وذلك بنسبة من 30% إلى 35% من التغير في سعر السهم. (هندي، 2006، ص 215). ويمكن أن نذكر فيما يلي بعض المتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأسهم: (هندي، 2006، ص 287)

0 السياسة المالية:

تلعب السياسة المالية دوراً ذا أهمية من شأنه أن يؤثر على القيمة السوقية للسهم، فمثلاً عند أخذنا أسلوب رفع الضرائب المفروضة على الشركات فإنها تقلل أرباحها وقدرتها على احتجاز الأرباح لتمويل توسعاتها، أما أسلوب رفع ضرائب الاستهلاك فهذا من شأنه رفع سعر السلع وبالتالي انخفاض الطلب ومنه انخفاض المبيعات ومنه تراجع الأرباح، كذلك السياسة الضريبية لها أثر ملموس على توجيه الاستثمار إلى قطاع معين أو منطقة معينة فكثيراً ما تحظى منطقة معينة أو نشاط معين من إعفاء ضريبي، سواء نسبي أو كلي، وهو ما ينجم عنه تخفيض العبء الضريبي وبالتالي زيادة في الأرباح الصافية ومنه ارتفاع القيمة السوقية للأسهم. (حماد، 2006، ص 21-23)

0 السياسة النقدية:

لا يمكن للشركة تمويل أصولها كلياً من أموال الشركاء، لذلك فهي تعتمد على مصادر أخرى للتمويل، ومن ثم فإن التغيير في السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل، فمثلاً عند التشديد في منح الائتمان فإن ذلك سوف يزيد من تكلفة التمويل الذي يُحمل إلى سعر الوحدة المباعة وبالتالي انخفاض الطلب، وهو ما يؤدي إلى انخفاض المبيعات ومنه الأرباح، ومن جهة أخرى، فإن اتباع سياسة نقدية صارمة على الائتمان من خلال رفع معدل الفائدة يؤدي إلى طلب معدل عائد مرتفع من المستثمرين حيث أنه يمكن الحصول على عائد أكبر من خلال أدوات الدين وهذا ما قد ينعكس سلباً على سعر السهم. (حماد، 2006، ص 21-23).

0 سعر الفائدة:

إن الارتفاع في أسعار الفائدة من شأنه أن يخفض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، وبالتالي يؤدي الانخفاض في الطلب إلى تخفيض حجم المبيعات والأرباح، وفي جو يسوده التشاؤم تزداد المصاعب المالية التي تواجه المنشآت وخاصة في مجال التمويل. فمع استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة تزداد تكاليف خدمة الديون المترتبة على المنشآت المقترضة، الأمر الذي يكون على حساب الأرباح الموزعة لحاملي الأسهم. ومن الطبيعي سيكون لانخفاض الأرباح الموزعة آثار سلبية على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها في السوق المالي. (فاخر، 2002، ص 123)

0 معدل التضخم:

إن ارتفاع معدل التضخم الغير المتوقع يترك أثراً سلبياً على القيمة السوقية وذلك من خلال الزيادة في معدل العائد الذي يطلبه المساهمون لتغطية مخاطر التضخم، وبالتالي ارتفاع معدل الخصم، ومنه تراجع القيمة السوقية للسهم، كما أنه في حالة توقع حدوث تضخم قد يتدخل البنك المركزي للحد من معروض النقود مما يترتب عنه انخفاض التدفقات النقدية وبالتالي انخفاض في القيمة السوقية للسهم، وحتى إن لم يتدخل البنك المركزي فإن الدائنين سيعملون على حماية القدرة الشرائية بالمطالبة بالزيادة في معدل الفائدة للإقراض ومنه زيادة تكلفة التمويل وبالتالي تراجع أسعار الأسهم. (حماد، 2006، ص 67)

0 حجم الإنتاج القومي:

إن تأثير التقرير عن حجم الناتج القومي يمكن أن يكون له أثر إيجابي أو سلبي على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي لارتفاع أسعارها. وعلى العكس من ذلك، فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الإنتاج القومي قد تلقي بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل، ويحدث هذا إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض النقدي بشكل يتوقع أن يسفر عن تضخم، وكما سبقت الإشارة يترتب على التضخم زيادة في سعر الفائدة والتي ينجم عنها انخفاض في أسعار الأسهم في السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار. (هندي،

2006، ص 296)

0 معدل البطالة:

يؤدي انخفاض معدل البطالة إلى زيادة الإنفاق وينعكس هذا على زيادة في الطاقة الإنتاجية، وبالتالي التوجه نحو زيادة في المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح والتوزيعات ومنه ارتفاع الأسعار والعكس صحيح. (حنفي، 2007، ص 219 - 220)

§ ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة:

على الرغم من الظروف الاقتصادية العامة التي تؤثر على كافة الصناعات إلا أن درجة التأثير لهذه الشركات التي تكون النشاط الاقتصادي تتفاوت وتختلف فيما بينها، فمثلاً الصناعات الكيميائية تختلف درجة تأثيرها بظروف الاقتصاد عامة مقارنة بدرجة تأثير صناعة العقارات و يرجع هذا التباين أساساً إلى عوامل داخل الصناعة نفسها من: كثافة المنافسة، ودرجة استخدام التكنولوجيا وغيرها، ونوضح ذلك بإيجاز فيما يلي: (طلبة، 2008، ص 54-55)

0 المنافسة بين الشركات: إن تميز شركة ما بنمو مرتفع وتكاليف ثابتة نسبياً أقل يمنح مدىً واسعاً من إمكانية تميز المنتج ودرجة عالية من التركيز، فاحتمال توفر الربحية أكبر وبالتالي ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.

0 درجة استخدام التكنولوجيا: كذلك يجب على المستثمر معرفة ما مدى قدرة الصناعة في التحكم وملاحقة التكنولوجيا للمحافظة على قدرتها في مواجهة منافسين جدد، كما يجب على المستثمر معرفة مدى جاهزية الصناعة عامة وشركاتها خاصة على مواجهة الزيادة في الطلب، وكذلك ما مدى إمكانية الصناعة في تمويل التوسع وإذا حدث هناك عجز في مواجهة طلب متزايد، سيؤدي إلى دخول منافسين جدد وهو ما يترتب عليه في المدى البعيد زيادة كبيرة في العرض ومنه احتدام المنافسة بين شركات الصناعة، وهو ما قد يترك أثراً عكسياً على الربحية وعلى أسعار الأسهم بالتبعية.

§ الظروف الداخلية للشركة:

تتباين الشركات فيما بينها حتى وإذا كانت تنتمي إلى نفس الصناعة ويبرز هذا التباين نتيجة لاختلاف جهاز مجلس إدارتها، مركزها التنافسي، وهيكلها المالي.

أما أكثر المواضيع التي نالت اهتمام كبير ودراسة واسعة من طرف المحللين الذين قد يمثلون مساهمين حاليين ومرقبين هو أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للسهم والذي نقصد به أثر

الاقتراض والسياسة التوزيعية للأرباح على القيمة السوقية للسهم. فكما هو معلوم فإن قيمة الشركة تعتمد على التدفقات النقدية المتوقعة وعلى المعدل الذي تخصم به هذه التدفقات والذي يتمثل في تكلفة الأموال، ومن هنا يمكن أن نستشف أثر الهيكل المالي على قيمة الشركة من خلال التأثير على تكلفة الأموال أو التدفقات النقدية المتوقعة، فمثلاً اشتغال الهيكل المالي على قروض فإن فوائدها ستولد وفراً ضريبياً ومنه تحقيق زيادة في صافي التدفقات النقدية وبالتالي زيادة في قيمة الشركة وأسهمها وهذا طبعاً في ظل بقاء العوامل الأخرى ثابتة، هذا من جهة التدفقات النقدية. أما من جهة تكلفة الأموال والتي تتمثل في المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لتكلفة العناصر المكونة للهيكل المالي فإن تكلفة الاقتراض هي أقل من تكلفة المصادر الأخرى للتمويل وبالتالي الاعتماد على القروض في التمويل من شأنه أن يخفض تكلفة الأموال ومنه تخفيض معدل خصم التدفقات والذي يؤثر إيجاباً على القيمة السوقية للشركة وأسهمها. (طلبة، 2008، ص 57)

كما تؤثر توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة على أسعار أسهمها فلتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بأن يمهد لذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيداً لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل. وببلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وهي أيضاً حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري. (شراب، 2006، ص 61)

§ الشائعات في الأسواق المالية:

تبدو هذه الظاهرة جلية للعيان بكثرة في الأسواق المالية للدول النامية وذلك في ظل غياب القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق، وضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين، وكذلك عدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، بالإضافة إلى كثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية.

§ بعض العمليات التي تتم على الأسهم:

نظراً لأهمية عدد الأسهم العادية والعوامل المؤثرة عليه كمحدد لمؤشر ربحية السهم وبالتالي على السعر السوقي للسهم، لابدّ من التوقف عند أهم هذه العوامل وبيان أثرها على مؤشر ربحية السهم.

1. إعادة شراء الشركة لأسهمها (أسهم الخزينة):

عندما تكون الموارد المالية المتاحة للمنشأة تفوق الاحتياجات الاستثمارية، فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على الملاك، ويمكن أن يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء المنشأة لجزء من أسهمها. وفي الحالة الثانية تقوم المنشأة باستعمال الفائض المتولد لديها لإعادة شراء جزء من أسهمها المعروضة في السوق خاصة إذا شعرت المنشأة أن الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها. (Wachowics, 2005, P487)

وتلجأ المنشأة إلى إعادة الشراء بدلاً من التوزيعات النقدية للعديد من الأسباب نذكر منها:

- تسعى الشركة لإعادة شراء أسهمها عندما تشعر بأنها مقيمة بأقل من قيمتها السوقية، وفي الحقيقة حتى وإذا لم يكن شعور المنشأة صحيحاً بأن أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها، فقد أثبتت الحالات العملية تحسن سعر السهم بعد إجراء عمليات إعادة الشراء. (Ross and Westerfield, 2008, P 519-520). فمن خلال شراء الشركة لأسهمها في البورصة فإنها تخلق طلباً على أسهمها وهذا ما يخلق استقراراً في أسعار الأسهم أو يمكن أن يؤدي إلى زيادة سعر السهم في السوق.
- المرونة: لا تشكل عمليات إعادة الشراء التزاماً مثل عملية التوزيعات النقدية تجاه حملة الأسهم، ففي حالة الزيادة الدائمة في التدفقات النقدية فالشركة مجبرة لزيادة التوزيعات، أما في حالة الزيادة المؤقتة في التدفقات النقدية فمن المفضل للشركة أن تقوم بعملية إعادة الشراء لأسهمها. (Ross and Westerfield, 2008, P 519)
- تستعمل عمليات إعادة الشراء كخطط تعويضية للمدراء: فعادةً ما يتم توزيع خيارات على المدراء كخطط تعويضية، وفي ظل هذه العملية يحافظ السهم على قيمته السوقية بينما تنخفض قيمته السوقية بعد عملية التوزيعات النقدية، وفي حال تمّ اللجوء إلى إعادة شراء الأسهم كخطط تعويضية للمدراء فإن مؤشر ربحية السهم لن يتأثر لأن عدد الأسهم المتداولة لن يتغير إذا ما تمّ توزيع كل الأسهم المعاد شراؤها على

المدراء، أما إذا تم توزيع جزءاً منها واحتفظت الشركة بالجزء الآخر كأسهم خزانة فسيؤثر مؤشر ربحية السهم بالجزء غير الموزع فقط. (Ross and Westerfield, 2008, P 519)

- تُعتبر عملية إعادة شراء المنشأة لأسهمها تعويضاً عن التخفيض الذي سينتج عن زيادة عدد الأسهم العادية نتيجة لتنفيذ خيار ما. (Ross and Westerfield, 2008, P 520)

- تمكين الإدارة والملاك الحاليين من إبعاد المالكين الخارجيين من السيطرة على الشركة والتأثير عليها. (العريبي، ومرعي، 2006، ص 173-174).

- زيادة العائد على السهم والعائد على حقوق الملكية من خلال تخفيض عدد الأسهم المتداولة ومن خلال تخفيض حقوق ملكية حملة الأسهم. (العريبي، ومرعي، 2006، ص 173-174)، مما يساهم في إثراء المساهمين نتيجة توزيع الأرباح المحققة على عدد أقل من المساهمين.

- تتمتع عملية إعادة الشراء بميزة ضريبية مقارنة بالتوزيعات النقدية. (العريبي، ومرعي، 2006، ص 173-174)،

- استخدام الفائض النقدي المتاح لدى الشركة التي لا يتوافر أمامها فرصاً لاستثماره. (مركز توعية المستثمر - الهيئة العامة لسوق المال المصرية، 2008، ص 9)

إذاً يظهر أثر عملية إعادة شراء المنشأة لأسهمها على مؤشر ربحية السهم من خلال الأثر الذي تحدثه على عدد الأسهم العادية بتخفيضها له، وبالتالي ارتفاع مؤشر ربحية السهم. ومن الجدير ذكره أن هذا الارتفاع ليس مستمراً، إذ أنه لم ينتج عن تقدم الشركة أو توسع حجم أعمالها، وإنما على العكس من ذلك، كان نتيجة لإدارة الشركة لأموالها حيث وجهتها إلى هذا الاستثمار وقللت من عدد الأسهم المتداولة بدلاً من استعمالها في مجالات استثمارية تعود على المنشأة بالدخل وتؤدي إلى زيادة ربحيتها بشكل دائم.

2. توزيع الأسهم المجانية: وهي عبارة عن عملية توزيع لأسهم عادية إضافية على حملة الأسهم العادية، ولا تتطلب هذه العملية سوى تسجيل التحويل الذي تمّ من أحد حسابات حقوق الملكية إلى الآخر، ولا تتغير ملكية حامل الأسهم في الشركة زيادةً أو نقصاناً. (Van horne, 2005, P 481)

ويُشار إلى هذه العملية على أنها إعطاء المساهم عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية، وتُسمى هذه الأسهم بالأسهم المجانية، وتجد الإدارة ضالتها في هذه العملية حيث أنها تسمح لها بتوزيع أصول على حملة الأسهم والاحتفاظ بالنقدية لتلبية الاحتياجات المستقبلية المتمثلة أحياناً بتوسيع خدماتها أو تقديم منتج جديد. كما أن حملة الأسهم يفضلون توزيعات الأسهم لأنهم يحصلون على أسهم جديدة، وغالباً لا يتأثر السهم بالانخفاض بشكل كبير أي بنفس نسبة التوزيع، بالإضافة إلى أن هذه التوزيعات ليست عرضة لضرائب الدخل (إلى أن يتم بيع السهم). (Williams, and Haka, 2008, P 538)

وفيما يلي أهم الأسباب التي تدفع الشركة للقيام بهذا النوع من التوزيعات:

- يمكن أن تكون الأرباح المحتجزة قد أصبحت كبيرة بالنسبة لحقوق حملة الأسهم، حيث أن وجود أرباح محتجزة لدى الشركة بقيمة كبيرة من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع القيمة الدفترية للسهم وبالتالي قيمته السوقية نتيجة ارتفاع الطلب عليه، وهذا ما يجعل منه استثماراً صعب المنال بالنسبة لمعظم المستثمرين، كما أن وجود هذا البند في قائمة المركز المالي بقيمة كبيرة يزيد من مطالبة حملة الأسهم لإجراء توزيعات نقدية أو زيادة نسبة التوزيعات التي يحصلون عليها طالما أن الشركة لا تستخدمها، وهذا ما قد يعرض الشركة لمشاكل تتمثل بشكل أساسي بنقص السيولة التي تحتاجها لتمويل احتياجاتها الدورية وفي بعض الأحيان الاستثمارية، فلذلك تتخذ المنشأة إجراءً احترازياً لمنع حملة الأسهم من التفكير بهذه الطريقة فتقوم برسملة هذا الجزء من الأرباح عن طريق إصدار أسهم مقابلها وتوزيعها على حملة الأسهم، وفي هذه الحالة لا يتم توزيع أية أصول ويبقى لكل مساهم نفس الحصة والقيمة الدفترية بعد إجراء التوزيعات كما هي قبل إجراء التوزيعات، وبالطبع تنخفض القيمة الدفترية للسهم بسبب زيادة عدد الأسهم المملوكة. (Kieso, and Weygandt, 2007, P 820)
- يمكن أن يكون السعر السوقي لأسهم الشركة قد زاد عن مستوى التبادل التجاري المرغوب، لذلك فإن أسهم المنحة تخفض بشكل عام القيمة السوقية لكل سهم من الأسهم العادية للشركة من خلال زيادة عدد أسهم الشركة المعروضة للتداول.
- يمكن أن تعوض توزيعات أسهم المنحة رغبات حملة الأسهم العادية بتوزيع أرباح نقدية حيث قد لا يكون هناك نقدية كافية من أجل دفع الأرباح نقداً. (العريبي، ومرعي،

2006، ص 363). هذا وتلجأ المنشأة إلى هذا النوع من التوزيعات بدلاً من التوزيعات النقدية عندما تشعر بأنها بحاجة إلى سيولة.

ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم ولكن ليس بدرجة انخفاضها عند القيام بعملية تجزئة للسهم، كما سنوضح لاحقاً، لذا تلجأ إليها المنشأة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يُخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، حيث أن هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال والنتيجة هي انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية. (هندي، 2003، ص 345)

3. اشتقاق الأسهم:

تمثل عملية اشتقاق الأسهم مضاعفة لعدد الأسهم بتجزئة قيمتها، ويعود السبب الرئيسي للجوء الشركات إلى هذا النوع من العمليات إلى محاولة جعل السوق أكثر سيولة وفي متناول جمهور المدخرين الصغار. (مباركي، 2003، ص 49).

وبما أن هذه العملية تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة فإنها بالتالي ستؤدي إلى الانخفاض الظاهري لمؤشر ربحية السهم بينما في الحقيقة يستمر المستثمر في حصوله على نفس الكمية من الأرباح كما في حالة توزيع أسهم مجانية.

وتأتي أهمية هذه العملية من الأسباب التالية:

(1) قد يترتب على هذه العملية توسيع دائرة أسهم الشركة مما يعني زيادة الطلب وبالتالي

زيادة سعر السهم. (حنفي، 2007، ص 257)

(2) إذا كانت تجزئة أو تقسيم التوزيعات للأسهم ليست بنفس نسبة التجزئة فإن التوزيعات

الكلية التي يحصل عليها المساهم قد تزيد مما يؤدي بالتبعية إلى زيادة سعر السهم (أو

تتخفض وبالتالي سينخفض سعر السهم)، (حنفي، 2007، ص 257)

(3) تكتنف عملية التصريح عن القيام بعملية تجزئة الأسهم في طياتها محتوى معلوماتي

قد يكون مفيداً سواء للمستثمرين الحاليين أم المرتقبين، حيث قد تهدف الشركة من

وراء ذلك إقناع المستثمرين بأن الشركة بحالة جيدة وأنها في تقدم مستمر، وأثبتت

التجارب أن عملية تجزئة السهم لها أثر إيجابي على سعر السهم في المستقبل، وغالباً ما يتبعها زيادة في إيرادات السهم وتوزيعاته. (Wachowics ,2005, p 484)

4. زيادة رأس المال:

تلجأ بعض الشركات إلى إصدار أسهم عادية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية والمتمثلة بتطوير وتوسيع حجم أعمال الشركة. وعادةً ما تلجأ الشركات إلى هذا الأسلوب في التمويل تجنباً لتحميل الشركة أية أعباء مالية إضافية متمثلة بمصروف الفوائد والأقساط التي قد تعيقها على المدى القصير والمتوسط، خاصةً إذا ما استخدمت هذه الأموال في استثمارات طويلة الأجل تتطلب فترة زمنية لا بأس بها لخلق مردود يكفي لتغطية هذه الدفعات.

ومن الناحية النظرية، فإن زيادة رأس المال لا تحدث أي تأثير على السعر السوقي في البورصة إلا إذا كان سعر الإصدار للسهم الجديد أقل من سعر البورصة في يوم الإصدار وهو ما يحدث غالباً مما يعني أن زيادة رأس المال تؤدي بالتبعية إلى تخفيف في سعر السهم، ويعني هذا أن المساهمين سيتحملون خسارة في هذه الحالة إذا لم يتم حمايتهم ضد مخاطر انخفاض القيمة وذلك عن طريق حق أولوية الاكتتاب، حيث يتيح هذا الحق للمساهم الاكتتاب في زيادة رأس المال بنسبة عدد الأسهم القديمة التي يمتلكها أو بيع هذا الحق للخير وفي كلتا الحالتين لن يُضار المساهم. (حنفي، 2000، ص 303-304)

وبالتالي نلاحظ انخفاض مؤشر ربحية السهم على المدى القصير عند إصدار أسهم عادية جديدة، إلا أن هذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاعها في المستقبل المنظور إذا ما أُستخدمت متحصلات إصدار هذه الأسهم لتطوير المنشأة وتوسيع حصتها السوقية، لذلك يترتب على المستثمر أو المحلل المالي في هذه الحالة أن يدرس الأثر المحتمل لهذا النشاط الجديد على مؤشر ربحية السهم من خلال الإطلاع على دراسة الجدوى الاقتصادية المعدة لهذا النشاط أو القيام بدراسة جدوى حيادية ، إن أمكن، قبل أن يتخذ قراره الاستثماري.

وأخيراً، يمكن القول أن الاستثمار في الأسهم يعد أحد الأنشطة الرئيسية في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يتوافر فيها سوق مالي منظم يعمل ضمن التشريعات والقوانين. وتعتبر دراسة حركة أسعار الأسهم وتقلب أسعارها أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، إذ لا يزال البحث عن العوامل التي يمكنها التأثير على سعر السهم في السوق محط اهتمام الكثير من الباحثين

منذ القرن الماضي وذلك بهدف معرفة هذه العوامل ودرجة تأثير كل منها على السعر السوقي
للسهم والذي يعد من أهم الأهداف الاستراتيجية التي تسعى الشركات لتحقيقه.

الفصل الثالث

الدراسة التطبيقية

المبحث الأول: أداء القطاع المصرفي في سورية.

المبحث الثاني: نشأة وتطور سوق دمشق للأوراق المالية.

المبحث الثالث: الحالة العملية.

المبحث الأول

أداء القطاع المصرفي في سورية

تمهيد

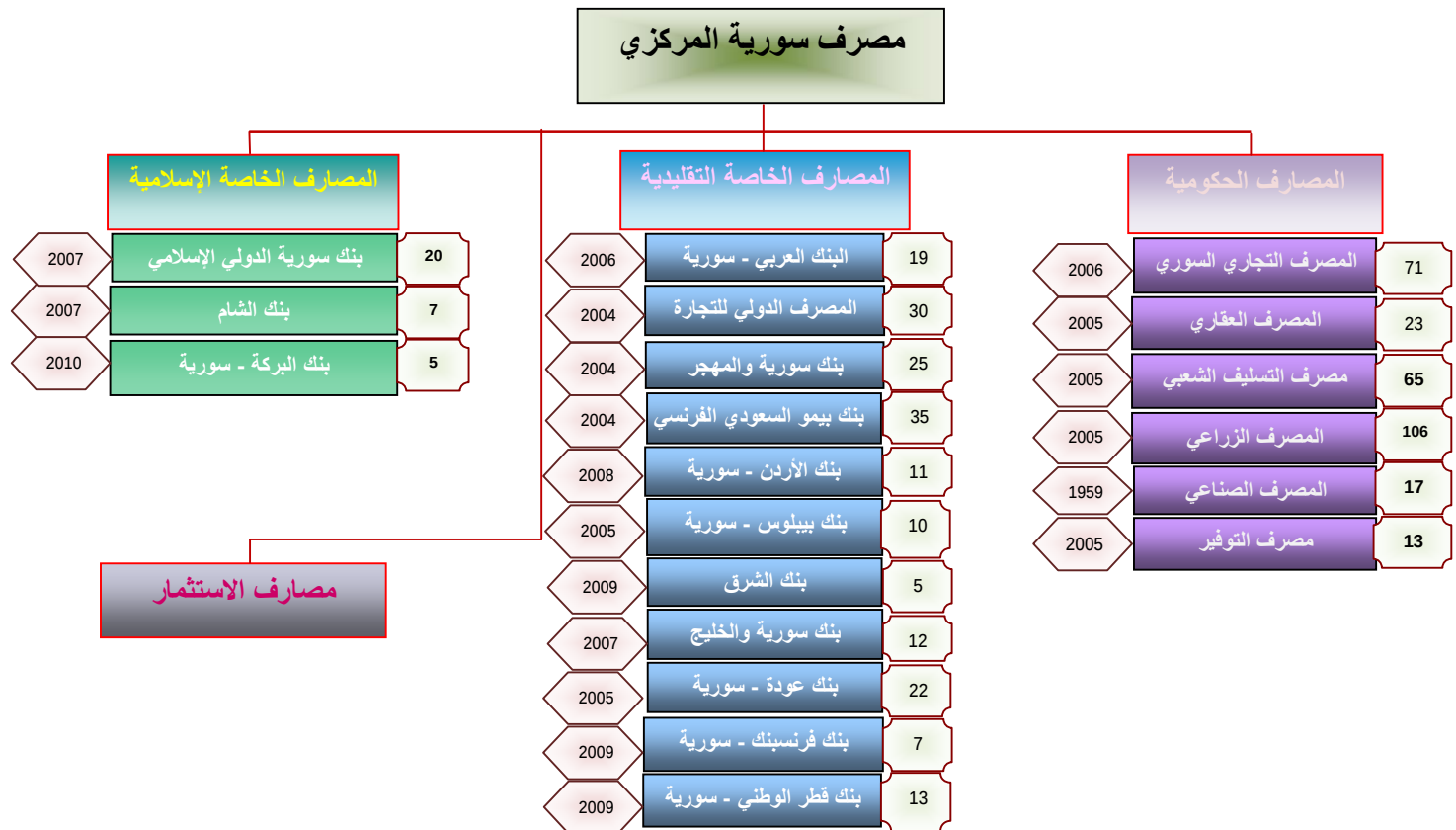
يشهد الاقتصاد السوري منذ الخطة الخمسية العاشرة سلسلة من عمليات الإصلاح والتطوير التي لامست مختلف جوانب الحياة الاقتصادية ومختلف القطاعات المكونة لبنية الاقتصاد السوري، والتي من بينها قطاع المصارف كأحد أبرز القطاعات التي ظهرت فيها لمسات الإصلاح والتطوير بشكل واضح، ذلك لأن القائمين على هذه العملية في سورية باتوا على قناعة تامة بمقولة "إذا كان النقد هو دم الاقتصاد فإن القطاع المصرفي هو شريانه"، وبالتالي فإن ذلك يعني أن إصلاح القطاع المصرفي سيساعد وسيكون داعماً لإصلاح قطاعات أخرى بما يحقق الأهداف الاقتصادية العامة للدولة وتحقيق الغاية المرجوة من التنمية الاقتصادية.

وقد كانت الانطلاقة بصدور القانون رقم 28 لعام 2001 الذي سمح بتأسيس مصارف على شكل شركات مساهمة مغفلة سورية خاصة أو على شكل شركات مشتركة مساهمة مغفلة سورية، حيث تم افتتاح المصرف الدولي للتجارة والتمويل كأول مصرف خاص في سورية في 4 كانون الأول 2003 ، وصدر بعد ذلك المرسوم التشريعي رقم 35 لعام 2005 القاضي بإحداث المصارف الإسلامية، حيث تم افتتاح بنك الشام كأول مصرف خاص إسلامي في 7 أيلول 2006.

وبالفعل كان هذان القانونان بمثابة المفتاح الذي دخل بواسطته أحد عشر مصرفاً خاصاً تقليدياً، إلى جانب ثلاثة مصارف إسلامية إلى السوق السورية، وبدأت بمزاولة نشاطها جنباً إلى جنب مع ستة مصارف حكومية والتي بدأت تُطور عملها لتتجاوز العقبات التي تقف أمامها لتحسين أدائها لتصبح أكثر تنافسية. هذا وقد بدأت المصارف الخاصة نشاطها في السوق السورية عام 2004 وكان لها أثراً إيجابياً على أداء المصارف العاملة ومنافستها وذلك من خلال البحث عن تقديم منتجات متنوعة لاستقطاب شرائح جديدة من العملاء إلى جانب الأنظمة الالكترونية

المتطورة التي تستخدمها، وبالتالي كان النمو المستمر للقطاع المصرفي في سورية مدعوماً بشكل رئيسي بتزايد مساهمة القطاع الخاص في المؤسسات المصرفية. ويبين الشكل رقم (3-1) هيكل القطاع المصرفي في سورية.

شكل رقم (3-1)، هيكل القطاع المصرفي في سورية.



سنة التأسيس للمصارف المحلية العاملة داخل الجمهورية العربية السورية.

عدد فروع المصارف المحلية العاملة داخل الجمهورية العربية السورية.

المصدر: إعداد الباحثة بالاستفادة من جداول النشرة الربعية (أيار - 2011) الصادرة عن مصرف سورية المركزي.

وتعرض الباحثة فيما يلي وبشكل موجز أداء القطاع المصرفي في سورية مع التركيز على تطور القطاع المصرفي الخاص التقليدي وأدائه في السنوات الأخيرة¹.

1. بنية القطاع المصرفي:

يتكون القطاع المصرفي في سورية (لغاية أيار 2011) من ستة مصارف عامة مملوكة بالكامل من قبل الدولة، وأحد عشر مصرفاً خاصاً تقليدياً بالإضافة إلى ثلاثة مصارف إسلامية. وقد بقي عدد المصارف العامة ثابتاً خلال السنوات الأخيرة، بينما شهد عدد فروعها تزايداً ملحوظاً ليصل إجمالي عدد فروعها إلى 295 فرعاً تتوزع في مختلف المحافظات السورية. أما المصارف الخاصة التقليدية التي دخلت السوق السورية منذ عام 2004 فقد ارتفع عددها خلال السنوات الأخيرة ليصل إلى أحد عشر مصرفاً وارتفع عدد فروعها ليصل إلى 189 فرعاً. بينما ارتفع عدد فروع المصارف الإسلامية إلى 32 فرعاً.

وعلى الرغم من حداثة المصارف الخاصة إلا أنها تمكنت من تعزيز مكانتها السوقية، وذلك نتيجة المرونة التي تتمتع بها تلك المصارف في جذب المدخرات وتوظيفها، واعتمادها على كادر بشري مؤهل ومدرب، ومواكبتها للتقدم التكنولوجي في مجال العمل المصرفي، مما ينعكس إيجاباً على تحسن جودة الخدمة وسرعة تقديمها. بالمقابل كان لدخول المصارف الخاصة أثراً إيجابياً على أداء المصارف العامة، من خلال تشجيعها على تقديم منتجات متنوعة لاستقطاب شرائح جديدة من العملاء، بالإضافة إلى تعديل خططها واستراتيجياتها وتطوير أنظمتها الالكترونية.

ويمكن أن ننسب التقدم السريع في حصة المصارف الخاصة وتعزيز مكانتها السوقية إلى جملة من العوامل نذكر منها :

أ - المرونة التي تبديها المصارف الخاصة أكثر من المصارف العامة في جذب وتوظيف الادخارات.

¹ تمّ إعداد هذا المبحث بالاعتماد على إحصاءات آخر نشرة ربعية منشورة على موقع مصرف سورية المركزي والمتضمنة إحصاءات حتى شهر أيار للعام 2011.

- ب- السرعة في تقديم الخدمات نتيجة الاستثمار الكبير في الأنظمة المعلوماتية المتطورة وتأسيس قاعدة بيانات متطورة.
- ت- التدريب والتأهيل لكوادر المصارف الخاصة والحوافز التي تشجع كوادرها على زيادة إنتاجيتهم.
- ث- التوسع الجغرافي الذي تقوم به المصارف الخاصة، الذي استهدف بدايةً المدن الرئيسية والمدن ذات التعداد السكاني، وذلك لخلق قاعدة واسعة من العملاء ولرفع رضا العملاء إلى الحد الأقصى الممكن، وهذا ما يشير إلى أن المصارف تستهدف قاعدة العملاء العاديين أكثر من توجيهها إلى المدن الصناعية .
- ج- الثقة التي تولدت في المصرف الأم للمصارف الخاصة العاملة في سورية والسمعة الجيدة التي حصلت عليها في دول الجوار انعكست إيجاباً على المصارف الخاصة السورية، بالإضافة إلى كون المصارف الخاصة استقطبت معها عدد لا بأس به من العملاء السوريين عند انتقال عملها إلى السوق السورية.
- ح- التأخر في إصلاح وتطوير أنظمة وخدمات المصارف العامة العائد للقيود الإدارية المفروضة عليها ما أدى لضعف قدرتها على المنافسة.

2. حجم القطاع المصرفي:

شهد القطاع المصرفي خلال السنوات الأخيرة نمواً مستمراً مدعماً بمعدلات نمو الاقتصاد الوطني، إذ حقق المركز المالي للمصارف العاملة في نهاية عام 2010 زيادة بقيمة (238.8) مليار ليرة سورية بنسبة نمو بلغت (12.2%) مقارنةً بنمو قدره (13.8%) خلال عام 2009، وقد بلغ إجمالي الموجودات في نهاية أيار 2011 حوالي (2106) مليار ليرة سورية منخفضاً بنسبة (-3.9%) مقارنةً بعام 2010.

وتستحوذ المصارف العامة على الحصة الأكبر من إجمالي الموجودات وبنسبة (73%)، في حين تزايدت أهمية المصارف الخاصة التقليدية بصورة ملحوظة خلال السنوات الأخيرة مع دخول العديد من المصارف الخاصة إلى السوق المصرفية السورية لترتفع حصة موجودات هذه المصارف إلى (23%) في أيار لعام 2011. بينما حازت المصارف الإسلامية التي دخلت السوق المصرفية مؤخراً لتلبي الحاجة والطلب المتزايد على توظيف الأموال وفقاً

للتشريعة الإسلامية على (4%) من إجمالي الموجودات المصرفية خلال نفس الفترة. ويبين الجدول رقم (3-1) حصة كل من المصارف العامة والخاصة من إجمالي موجودات القطاع المصرفي خلال الفترة (2009 – 5/2011).

جدول رقم (3-1)، حصة المصارف العامة والخاصة من إجمالي موجودات القطاع المصرفي

البند	2009	2010	5/2011
إجمالي الموجودات بملايين الليرات السورية	1,953,258	2,192,016	2,106,300
حصة المصارف العامة %	75%	71.3%	73%
حصة المصارف الخاصة التقليدية %	21%	24.3%	23%
حصة المصارف الإسلامية %	4%	4.4%	4%

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي أيار - 2011، الجداول 7,8,9.

وفيما يلي عرض لأهم بنود الميزانية الموحدة للمصارف السورية متمثلةً بإجمالي الودائع المصرفية وإجمالي التسهيلات الائتمانية وذلك خلال الفترة الواقعة بين (2009 - 2011/5):

1.2. إجمالي الودائع المصرفية:

حقق إجمالي الودائع لدى القطاع المصرفي خلال السنوات الأخيرة (2008-2010) نمواً بمتوسط بلغ (8.2%) ليصل إلى (1401) مليار ليرة سورية في نهاية عام 2010، في حين طرأ انخفاض على إجمالي هذه الودائع بنسبة (9.0%) في أيار 2011 لتصل إلى (1275) مليار ليرة سورية. هذا وقد شكل إجمالي الودائع المصرفية ما نسبته (60.0%) من إجمالي المطلوبات المصرفية في أيار 2011 مقارنةً بـ (63.3%) خلال عام 2010¹.

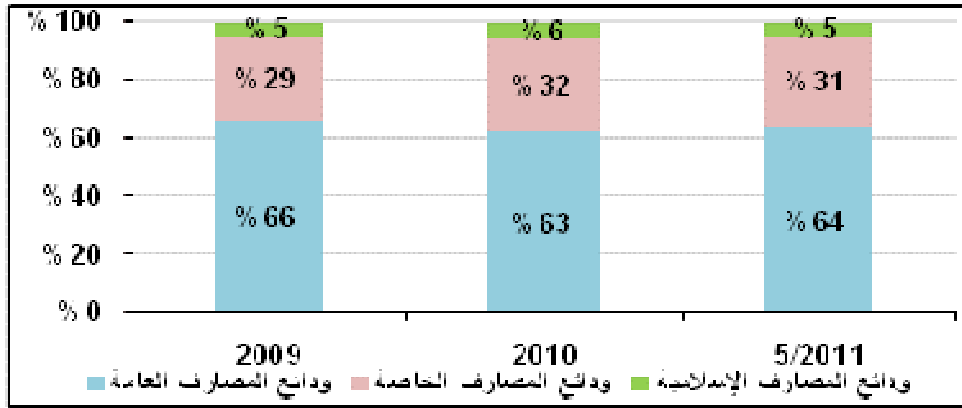
1.1.2. الودائع المصرفية حسب المصارف:

لا تزال المصارف العامة تستحوذ على النصيب الأكبر من إجمالي الودائع المصرفية إذ استحوذت على (64%) من إجمالي الودائع المصرفية في أيار 2011، مع الإشارة إلى زيادة مضطردة لحصة المصارف الخاصة من هذه الودائع على حساب حصة المصارف العامة، إذ

¹ تمّ الاعتماد في حساب النسب على النشرة الربعية الصادرة عن مصرف سورية المركزي أيار- 2011، الجداول 7,13,14.

ارتفعت حصتها إلى (31%) خلال نفس الفترة مقارنةً بحصة بلغت (29%) في عام 2009. ويبين الشكل رقم (2-3) أدناه التوزيع النسبي للودائع بين المصارف العاملة.

الشكل رقم (2-3)، التوزيع النسبي للودائع بين المصارف العاملة.

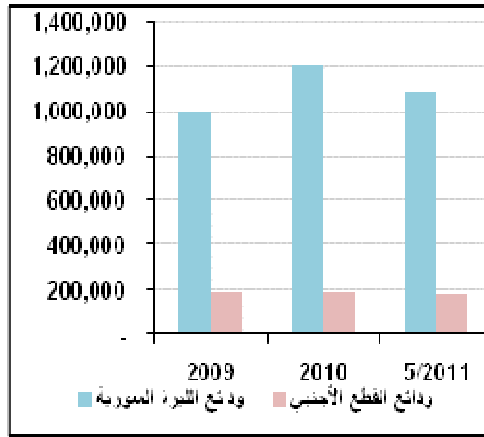


المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار-2011)، الجداول 7,8,9,10.

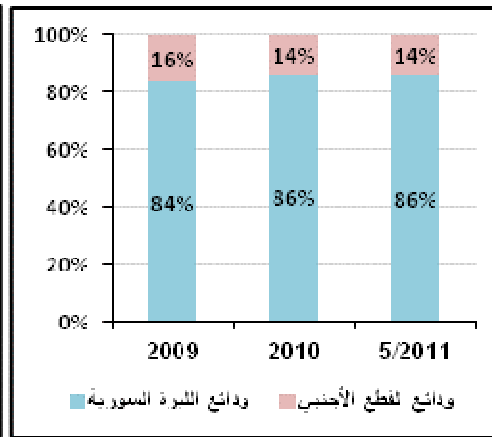
2.1.2. الودائع المصرفية حسب العملة:

تشكل ودائع الليرة السورية ما نسبته (86%) من إجمالي الودائع المصرفية مسجلةً (1092) مليار ليرة سورية مقابل (14%) لودائع القطع الأجنبي عند مستوى (182) مليار ليرة سورية وذلك في أيار 2011. وتُعزى الزيادة في ودائع الليرة السورية مقارنة بودائع القطع الأجنبي نظراً لزيادة الثقة في العملة الوطنية وتفضيل الادخار بالعملة المحلية لارتفاع سعر الفائدة عليها مقابل الفائدة على الدولار والعملات الأجنبية الأخرى، بالإضافة إلى استقرار سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار خلال تلك الفترة. ولكن يجدر التنويه إلى تراجع الودائع المصرفية بالليرة السورية وبالقطع الأجنبي في أيار 2011 بنسبة (-10%) و (-5%) على التوالي مقارنةً بعام 2010، ويعزى هذا التراجع بشكل أساسي إلى السحوبات الكبيرة للودائع المصرفية من قبل بعض المودعين جراء الأحداث السياسية الأخيرة التي تشهدها سورية والتي أدت إلى زعزعة الثقة بالقطاع المصرفي السوري بالنسبة لبعض المودعين. ويبين الشكل رقم (3-3) توزيع الودائع حسب العملة، بينما يوضح الشكل رقم (3-4) تطور حجم الودائع حسب العملة خلال السنوات الأخيرة.

شكل رقم (3-4) تطور الودائع حسب العملة، ملايين الليرات السورية



شكل رقم (3-3)، التوزيع النسبي للودائع حسب العملة.

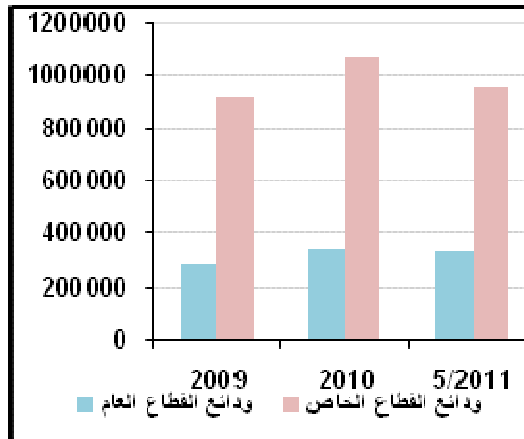


المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار - 2011)، الجداول 7,8,9,10.

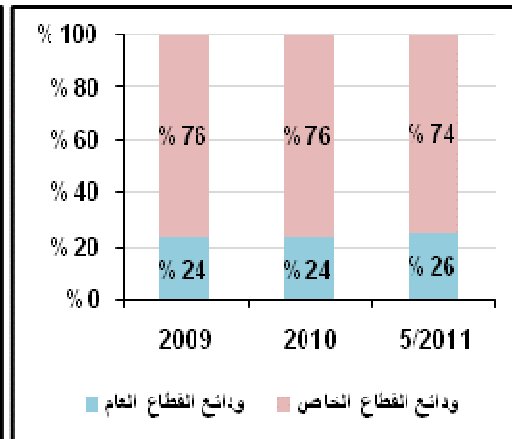
3.1.2. الودائع المصرفية حسب الجهة المودعة:

تشكل ودائع القطاع الخاص (74%) من إجمالي الودائع المصرفية مسجلةً (948) مليار ليرة سورية مقابل (26%) لودائع القطاع العام عند مستوى (327) مليار ليرة سورية في أيار 2011. وقد شهدت ودائع كل من القطاعين الخاص والعام تراجعاً في شهر أيار 2011 مقارنةً بعام 2010 إذ تراجع معدل النمو لكل منهما (-11%) و (-2%) على التوالي. ويبين الشكل رقم (3-5) التوزيع النسبي للودائع حسب الجهة المودعة، بينما يوضح الشكل رقم (3-6) تطور حجم الودائع حسب الجهة المودعة.

شكل رقم (3-6)، تطور الودائع حسب الجهة المودعة، ملايين الليرات السورية



شكل رقم (3-5)، التوزيع النسبي للودائع حسب الجهة المودعة.

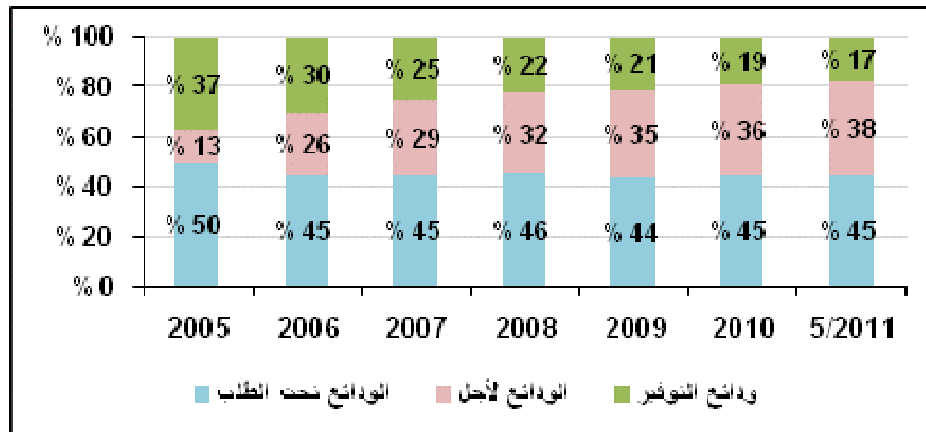


المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار - 2011)، الجداول 13,14.

4.1.2. الودائع المصرفية حسب الآجال:

وفيما يتعلق بتطور ودائع المصارف حسب الآجال، نلاحظ التغير في هيكلية الودائع خلال السنوات الأخيرة، حيث تزايدت حصة الودائع لأجل بصورة ملحوظة فيما تراجعت حصة ودائع التوفير والودائع تحت الطلب. ويأتي هذا التغير في هيكلية الودائع نتيجة تعديل هيكلية معدلات الفائدة لجذب المصادر التمويلية المتوسطة وطويلة الأجل لتمويل المشاريع الاستثمارية والتنموية، ودعم الطلب على الليرة السورية مقابل الطلب على العملات الأجنبية، حيث ارتفعت حصة الودائع لأجل من إجمالي الودائع لتصل إلى حوالي (38%) في أيار 2011 مقابل (13%) لعام 2005، في حين تراجعت حصة ودائع التوفير من (37%) إلى (17%)، كما شهدت حصة الودائع تحت الطلب هي الأخرى تراجعاً من (50%) إلى (45%) خلال نفس الفترة. ويبين الشكل رقم (3-7) تطور حصص شرائح الودائع حسب آجالها.

شكل رقم (3-7)، تطور حصص شرائح الودائع حسب الآجال.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار-2011)، الجدول 14,13.

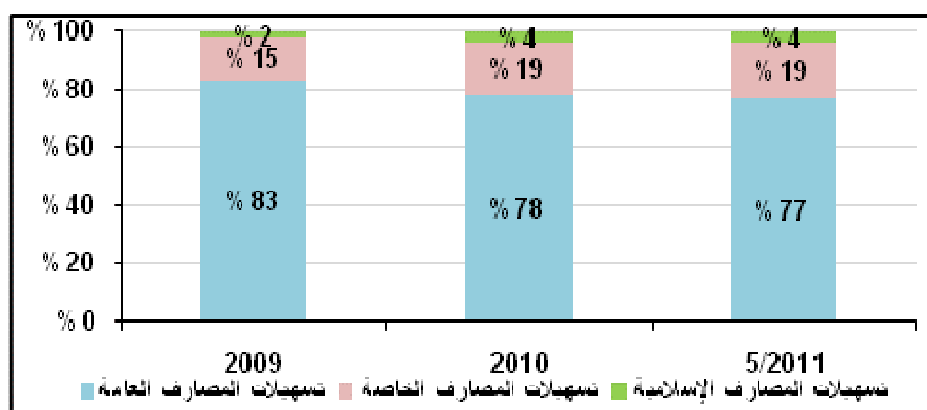
2.2. التسهيلات الائتمانية:

نمت التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل القطاع المصرفي في أيار 2011 بمقدار (22) مليار ليرة وما نسبته (1.7%) لتصل إلى (1336) مليار ليرة بالمقارنة مع رصيدها البالغ (1314) مليار ليرة ومعدل نمو بلغ (17.8%) خلال عام 2010، وقد شكلت التسهيلات الائتمانية ما نسبته (63%) من إجمالي الموجودات.

1.2.2. التسهيلات الائتمانية حسب المصارف:

تمثل مساهمة المصارف العامة في حجم إجمالي التسليفات الممنوحة المحرك الرئيسي لنمو إجمالي التسليفات، فهي تقدم التسهيلات للقطاع العام الاقتصادي غير المالي الممثل بالمؤسسات العامة منها شركة المحروقات، المؤسسة العامة للأقطان، ومؤسسة الحبوب وغيرها من المؤسسات، إضافةً إلى التسهيلات المقدمة للقطاع الخاص والتي لازالت المصارف العامة تساهم بفعالية أكثر من المصارف الخاصة في تمويل قطاعات اقتصادية مثل الزراعة والصناعة ذات المخاطرة الائتمانية الأعلى في السوق. وقد شكلت نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف العامة في أيار 2011 ما نسبته (77%) من إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل القطاع المصرفي مع ملاحظة تراجع هذه النسبة مع تزايد دور المصارف الخاصة خلال الأعوام الماضية سواءً من خلال التمويل التقليدي أو الإسلامي للنشاطات الاقتصادية لقطاع الأعمال أو الأفراد لترتفع حصتها إلى (23%) خلال نفس الفترة. ويبين الشكل رقم (3-8) التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف العاملة.

شكل رقم (3-8)، التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف العاملة.



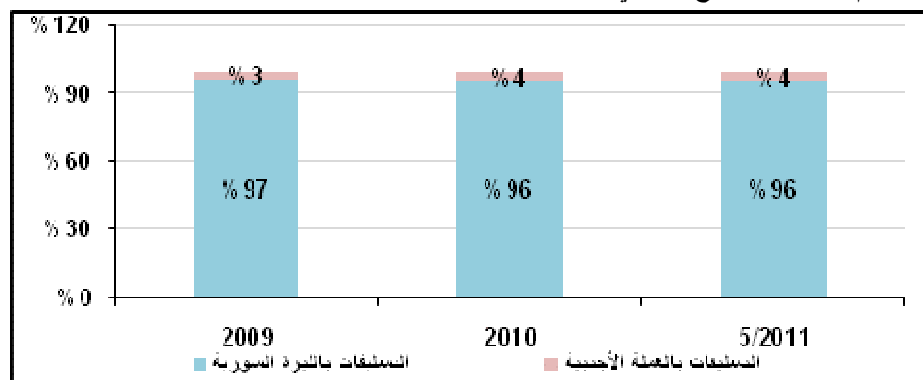
المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار - 2011)، الجدول 15.

2.2.2. التسهيلات الائتمانية حسب العملة:

تتركز غالبية التسهيلات الائتمانية بالليرة السورية إذ استحوذت على (96%) من إجمالي التسهيلات الائتمانية، فيما اقتصرت التسهيلات الممنوحة بالقطع الأجنبي على (4%) وذلك في أيار 2011 مع ملاحظة الزيادة في معدل نمو التسهيلات الممنوحة بالقطع الأجنبي خلال السنوات الأخيرة ويأتي ذلك نتيجة السماح للمصارف بالتعامل بالقطع الأجنبي

وتمويل الطلب على القطاع الأجنبي من خلال تمويل مستوردات القطاع الخاص بدءاً من عام 2005 بعد أن كان محصور بالمصرف التجاري السوري، إلى جانب السماح للمصارف بمنح قروض بالقطاع الأجنبي لتمويل المشاريع الاستثمارية. ويبين الشكل رقم (3-9) التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف حسب العملة.

شكل رقم (3-9)، التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من المصارف حسب العملة.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار - 2011)، الجداول 16, 17.

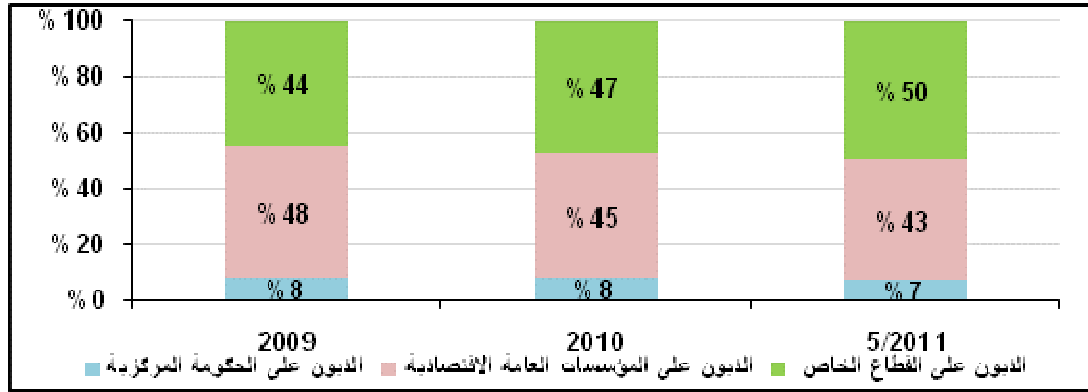
3.2.2. التسهيلات الائتمانية حسب الجهة المقترضة:

اقتصرت تمويل احتياجات مؤسسات القطاع العام خلال الأعوام السابقة حتى عام 2010 على التسهيلات الممنوحة من المصارف العامة، في حين بدأت المصارف الخاصة منذ حزيران عام 2010 بمنح تسهيلات لهذا القطاع من خلال مزادات علنية إلى جانب المصارف العامة. وقد شكلت نسبة الديون الممنوحة للمؤسسات العامة الاقتصادية في أيار 2011 ما نسبته (43%) من إجمالي التسهيلات الائتمانية، وقد مُنحت التسهيلات لهذه المؤسسات لتمويل شراء المحاصيل الزراعية الاستراتيجية، إضافةً إلى التسهيلات الممنوحة لتمويل استيراد المشتقات النفطية.

وفيما يتعلق بالتسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص، فقد حققت نمواً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة نتيجة توسع المصارف العامة في منح القروض من جهة ودخول المصارف الخاصة إلى السوق وذلك انسجماً مع التوجه نحو تفعيل دور القطاع الخاص في الاقتصاد من جهةٍ أخرى، حيث ارتفعت حصتها لتصل إلى (50%) من إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف في أيار 2011.

أما التسهيلات الائتمانية الممنوحة للحكومة المركزية (القطاع العام الإداري) فقد اقتضرت حصتها على (7%) من إجمالي التسهيلات الائتمانية خلال نفس الفترة. ويبين الشكل رقم (3-10) التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من المصارف وذلك حسب الجهة المقترضة.

شكل رقم (3-10)، التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة من المصارف حسب الجهة المقترضة.

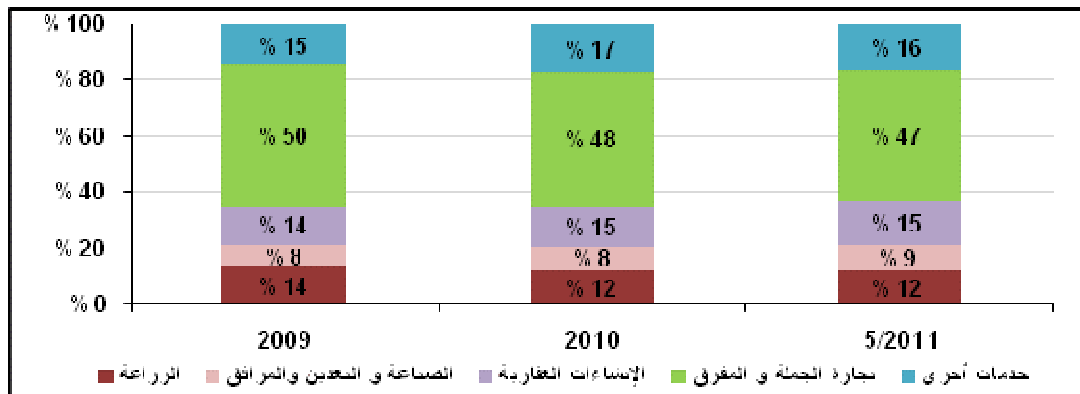


المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار-2011)، الجداول 16,17.

4.2.2. التسهيلات الائتمانية حسب القطاعات الاقتصادية:

يتضح من التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية الممنوحة وفقاً للنشاط الاقتصادي كما يبينه الشكل رقم (3-11) أدناه حصول قطاع تجارة الجملة والمفرق على الجزء الأكبر من التسهيلات المقدمة خلال السنوات الأخيرة، فقد بلغت الحصة النسبية لهذا القطاع من إجمالي التسهيلات الممنوحة في أيار 2011 ما يعادل (47%)، يليه قطاع الخدمات بنسبة (16%) والإنشاءات العقارية بنسبة (15%)، بينما اقتصر نصيب قطاع الزراعة وقطاع الصناعة والتعدين على (12%) و (9%) على التوالي.

شكل رقم (3-11)، التوزيع النسبي للتسهيلات الائتمانية وفقاً للنشاط الاقتصادي.



المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصاءات النشرة الربعية لمصرف سورية المركزي (أيار-2011)، جدول 15.

3. مؤشرات أداء القطاع المصرفي الخاص التقليدي:

1.3. حجم القطاع المصرفي الخاص التقليدي:

شهد القطاع المصرفي الخاص في سورية نمواً مستمراً خلال الأعوام المنصرمة مدعماً بمعدلات نمو الاقتصاد الوطني وتزايد مساهمة القطاع الخاص في المؤسسات المصرفية. إلا أن موجودات هذه المصارف بدأت تشهد تراجعاً في عام 2011 نتيجة الأحداث الأخيرة التي تشهدها سورية.

ووفقاً للبيانات، فقد بلغ إجمالي الموجودات للمصارف الخاصة التقليدية في أيار 2011 ما يعادل (491) مليار ليرة سورية مقابل نحو (532) مليار ليرة سورية في عام 2010 محققاً بذلك تراجعاً قدره (-7.6%). وقد شكلت هذه الموجودات ما نسبته (23%) من إجمالي موجودات القطاع المصرفي.

كما شهد إجمالي ودائع القطاع الخاص لدى المصارف الخاصة التقليدية نمواً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة حتى عام 2010، مع الإشارة إلى تراجع هذه الودائع إلى (366) مليار ليرة سورية في أيار 2011 مقابل نحو (413) مليار ليرة سورية في عام 2010، مستحوذة بذلك على ما يعادل (40%) من إجمالي ودائع القطاع الخاص لدى القطاع المصرفي.

أما على صعيد رأس المال، فقد نما رأسمال المصارف الخاصة ليسجل حوالي (57) مليار ليرة سورية في أيار 2011 مقابل (56) مليار ليرة سورية في عام 2010، لتصل بذلك مساهمته إلى (24%) من إجمالي الرأسمال المصرفي.

2.3. النفاذ المالي للقطاع المصرفي الخاص التقليدي:

ومن منظور تطور الكثافة المصرفية، شهد هذا المؤشر تحسناً ملحوظاً خلال السنوات القليلة الماضية، حيث حققت أعداد الفروع المصرفية نمواً تجاوز معدل النمو السكاني، فقد تحسنت الكثافة المصرفية من (2.40) فرع لكل 100 ألف شخص في عام 2010 إلى نحو (2.41) فرع لكل 100 ألف شخص حتى أيار 2011.

وعلى صعيد المصارف الخاصة التقليدية، بلغ عدد فروع المصارف حوالي (0.88) فرع مصرفي لكل 100 ألف شخص، كما بلغ عدد الصرافات الآلية (1.16) صراف لكل 100 ألف شخص خلال نفس الفترة.

3.3. تحليل مؤشرات الأداء المالي للقطاع المصرفي الخاص التقليدي:

يعتبر تقييم أداء المصارف السورية عملية ضرورية وملحة لما يشهده القطاع المصرفي السوري من تحولات وإصلاحات، تمثلت أساساً في تقييم أثر هذه الإصلاحات على أداء ومردودية المصارف، ومدى تأهيلها لمنافسة المصارف الإقليمية والدولية. ونستعرض فيما يلي بعض مؤشرات الأداء المالي للمصارف الخاصة التقليدية¹.

1.3.3. معيار كفاية رأس المال:

يقيس هذا المعيار مدى قدرة المصارف على امتصاص الصدمات والخسائر التي يمكن أن تتعرض لها نتيجة ممارستها لأنشطتها المختلفة وذلك من خلال احتفاظها بمستوى كافٍ من رأس المال والاحتياطيات بأنواعها المختلفة والقروض المساندة، وقد التزمت المصارف في هذا المجال بتطبيق معيار كفاية رأس المال (بازل2) بناء على قرار مجلس النقد والتسليف رقم (253/م ن / ب4) تاريخ 2007/1/24.

وتشير متابعة مؤشر كفاية رأس المال إلى احتفاظ المصارف ولاسيما المصارف الخاصة التقليدية بهامش مريح يتجاوز الحد الأدنى المحدد عند مستوى 8% وفقاً لمعايير بازل2، الأمر الذي يعزز من متانة وملاءة القطاع المصرفي في مواجهة المخاطر الائتمانية والتشغيلية ومخاطر السوق، حيث بلغ متوسط الكفاية الحدية لرأس المال المصارف الخاصة التقليدية في نهاية عام 2011 ما يعادل (41.3%)² بالمقارنة مع (41.5%) في عام 2010، وتُعزى هذه النسبة المرتفعة من الكفاية إلى دخول مصارف جديدة إلى السوق المصرفية وقيام العديد من المصارف بزيادة رؤوس أموالها من ناحية وتراجع الموجودات في ظل الأزمة السورية من ناحية أخرى.

¹ تمّ الاعتماد في حساب المؤشرات المالية للمصارف الخاصة على القوائم المالية المنشورة لهذه المصارف على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

² تمثل هذه النسبة متوسط كفاية رأس المال للمصارف الخاصة التقليدية والمنشورة ضمن تقاريرها المالية على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية .

2.3.3. معايير جودة الموجودات:

تقيس هذه المعايير التطور في مستوى الديون المتعثرة لدى المصارف ومدى كفاية ما تكونه من مخصصات لمقابلة هذه الديون.

وكان مجلس النقد والتسليف قد أصدر في نهاية 2009 القرار رقم (597) والمعدل بالقرار رقم (650) لعام 2010 والذي استند فيه إلى توصيات لجنة بازل الدولية للرقابة المصرفية، ويهدف هذا القرار إلى زيادة كفاءة المصارف في إدارة مخاطرها الائتمانية من خلال الالتزام بالحصول على ضمانات كافية لتغطية مخاطر تسهيلات الممنوحة وإلى اقتطاع المخصصات والاحتياطات اللازمة للتحوط تجاه المخاطر الائتمانية المحتملة.

وبمتابعة تطور مؤشر القروض المتعثرة كنسبة إلى إجمالي التسهيلات الائتمانية يتبين أن مؤشر القروض المتعثرة إلى إجمالي التسهيلات الائتمانية لدى المصارف الخاصة التقليدية قد شهد ارتفاعاً ملحوظاً في عام 2011 مسجلاً (5.8%) مقارنةً بـ (2.9%) في عام 2010، ويأتي هذا الارتفاع بالرغم من تراجع في التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف الخاصة في عام 2011 مقارنةً بعام 2010، الأمر الذي يعكس تراجعاً في جودة المحافظ الائتمانية لدى هذه المصارف.

3.3.3. معايير الربحية:

تقيس معايير الربحية مدى قدرة المصارف على تحقيق أرباح تساعد على تدعيم حقوق المساهمين لديها وإجراء توزيعات نقدية مناسبة على مساهميها. وتشير معايير الربحية للمصارف الخاصة التقليدية إلى اتجاه معظم هذه المؤشرات للارتفاع وفيما يلي تفصيل لهذه المؤشرات:

§ العائد على الموجودات: أظهرت بيانات المصارف الخاصة التقليدية ارتفاع هذا المؤشر من (0.6%) في عام 2010 إلى (1.3%) في عام 2011، ويأتي هذا الارتفاع مع ارتفاع صافي الأرباح المحققة من قبل هذه المصارف من ناحية وتراجع في نمو إجمالي موجوداتها من ناحية أخرى.

§ العائد على حقوق المساهمين: ارتفع هذا المؤشر من (5.5%) في عام 2010 إلى (8.8%) في عام 2011، ويعزى هذا الارتفاع إلى ارتفاع صافي الأرباح المحققة من

قبل المصارف الخاصة التقليدية بمعدل يفوق نمو حقوق الملكية لدى المصارف الخاصة.

4.3.3. معايير السيولة:

تقيس مؤشرات السيولة مدى قدرة المصارف على الإيفاء بالتزاماتها وتمويل الزيادة في جانب الموجودات دون الاضطرار إلى تسهيل موجودات بأسعار غير عادلة أو اللجوء إلى مصادر أموال ذات تكلفة عالية.

وتشير معايير السيولة لدى المصارف الخاصة التقليدية إلى احتفاظ المصارف الخاصة بمستوى مناسب من السيولة رغم انخفاض نسبة الموجودات السائلة (النقد في الصندوق+أرصدة لدى المركزي) إلى إجمالي الموجودات من (25%) في عام 2010 إلى (18.7%) في عام 2011، ويأتي هذا الانخفاض نتيجة تراجع الودائع المصرفية بسبب السحوبات الكبيرة من قبل العملاء.

4. الدور التنموي للقطاع المصرفي الخاص التقليدي:

أ - مساهمة المصارف الخاصة في الناتج المحلي للاقتصاد الوطني:

ساهمت المصارف الخاصة جنباً إلى جنب مع المصارف الحكومية لتساهم في تطوير القطاع المالي وزيادة دوره التنموي في الاقتصاد السوري، حيث ارتفعت نسبة التعامل المصرفي للقطاع الخاص (نسبة إجمالي ودائع القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي) إلى (37%) في عام 2010 مقابل (35%) في عام 2009¹.

وعلى صعيد المصارف الخاصة التقليدية، ارتفع التعامل المصرفي للقطاع الخاص مع المصارف الخاصة بشكل مضطرد ليصل إلى (15%) في عام 2010 بالمقارنة مع (13%) في نهاية عام 2009.

ومن خلال مراجعة الميزانية الموحدة للقطاع المصرفي، نلاحظ أن القطاع المصرفي حقق نمواً مستمراً خلال الأعوام المنصرمة مدعماً بمعدلات نمو الاقتصاد الوطني وتزايد مساهمة القطاع الخاص في المؤسسات المصرفية، إذ وصل إجمالي موجودات القطاع المصرفي في

¹ تم الاعتماد على آخر الأرقام المتوافرة عن الناتج المحلي الإجمالي وهي للعام 2010.

عام 2010 إلى (2192) مليار ليرة سورية لتمثل (79%) من الناتج المحلي الإجمالي بالمقارنة مع (1953) مليار ليرة سورية في عام 2009 والتي تمثل (77%) من الناتج المحلي الإجمالي، محققةً بذلك معدل نمو سنوي قدره (12%) وهو أعلى من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والبالغ (11%) في عام 2010.

وعلى صعيد المصارف الخاصة التقليدية، ارتفعت موجودات المصارف الخاصة التقليدية إلى (531) مليار ليرة سورية في عام 2010 لتمثل حوالي (19%) من الناتج المحلي الإجمالي بالمقارنة مع (411) مليار ليرة سورية في عام 2009 والتي تمثل (16%) من الناتج المحلي الإجمالي محققةً بذلك معدل نمو بلغ (29%).

وبالنسبة لجانب الائتمان وتمويل النشاط الاقتصادي للقطاع الخاص، فقد سجل نشاط الإقراض في القطاع المصرفي مستويات جيدة، حيث حقق إجمالي التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص نمواً ملحوظاً بلغ (26%) في عام 2010 مقارنة مع (27%) في العام السابق. كما ارتفعت نسبة إجمالي التسهيلات المقدمة للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الجارية إلى (22%) في عام 2010 بالمقارنة مع (20%) في العام السابق. وقد دعم نمو التسهيلات الممنوحة للقطاع الخاص تزايد دور المصارف الخاصة خلال الأعوام الماضية سواء من خلال التمويل التقليدي والإسلامي الذي قدمته للنشاطات الاقتصادية لقطاع الأعمال أو الأفراد، حيث ارتفعت نسبة التسهيلات الممنوحة من المصارف الخاصة التقليدية إلى القطاع الخاص من إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الجارية إلى (7%) في عام 2010 بالمقارنة مع (6%) في العام السابق، أي أن قدرة المصارف الخاصة على تمويل القطاع الخاص قد أظهرت تحسناً جيداً.

ب_ مساهمة الائتمان الممنوح من المصارف الخاصة في دعم الأنشطة الاقتصادية:

ساهم دخول المصارف الخاصة إلى السوق السورية بشكل ملحوظ في تمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة (قطاع الزراعة، قطاع الصناعة والتعدين والمرافق، قطاع الإنشاءات العقارية، قطاع تجارة الجملة والمفرق وقطاع الخدمات). إذ شهدت مساهمة المصارف الخاصة التقليدية في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية نمواً مضطرباً خلال الفترة الماضية لتصل إلى (19%) في أيار 2011. كما ارتفع إجمالي التسهيلات الممنوحة من قبل المصارف

الخاصة التقليدية للقطاع الخاص بالأرقام المطلقة إلى (211) مليار ليرة سورية في أيار 2011 مقارنةً بـ (197) مليار ليرة سورية في عام 2010 محققاً بذلك نمواً قدره (6%)، الأمر الذي يعكس تنامي الدور الذي تقوم به المصارف الخاصة في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تأمين التمويل اللازم لمختلف القطاعات الصناعية والتجارية والخدمية.

ت_ مساهمة المصارف الخاصة في الدين العام الداخلي:

يمثل الدين العام الداخلي الديون الممنوحة إلى الحكومة المركزية وإلى المؤسسات العامة الاقتصادية من قبل الجهاز المصرفي (مصرف سورية المركزي والمصارف العاملة) وذلك سواءً عن طريق الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية الحكومية والتي تمّ العمل بها ابتداءً من الربع الأخير من عام 2010. ويمكن تقسيم الدين العام الداخلي إلى القروض الممنوحة إلى الحكومة المركزية والقروض الممنوحة إلى مؤسسات القطاع العام الاقتصادي.

أ. **القروض الممنوحة للحكومة المركزية:** تجاوز إجمالي الديون الممنوحة للحكومة المركزية مبلغ (442) مليار ليرة سورية في أيار 2011، وساهمت المصارف العامة إلى جانب مصرف سورية المركزي بتمويل ما نسبته (99.6%) من إجمالي هذه الديون. في حين اقتصر تمويل المصارف الخاصة التقليدية على مبلغ (1.6) مليار ليرة سورية في نفس الفترة أي ما نسبته (0.4%) وذلك لأن المصارف الخاصة بدأت بالاكتمال بسندات وأذونات الخزينة ابتداءً من كانون الأول 2010.

ب. **القروض الممنوحة لمؤسسات القطاع العام الاقتصادي:** سجل إجمالي الديون الممنوحة لمؤسسات القطاع العام الاقتصادي نحو (578) مليار ليرة سورية في أيار 2011، وساهمت المصارف العامة بتمويل ما نسبته (93.6%) من إجمالي هذه الديون. في حين اقتصر تمويل المصارف الخاصة التقليدية على (4.9%)، وذلك لأن المصارف الخاصة بدأت بتمويل مؤسسات القطاع العام الاقتصادي في عام 2010 ومقتصرةً على تمويل الحبوب والأقطان.

ث_ مساهمة المصارف الخاصة في سوق دمشق للأوراق المالية:

ما يحسب لسوق دمشق للأوراق المالية في سورية أنها نشأت في ظروف اقتصادية عالمية عصيبة في محاولة جادة لأن تكون سوقاً داعمة ومحركة للاقتصاد الوطني، ونظراً لذلك كان لابدّ من التركيز على ترسيخ آلية صحيحة وفعالة لهذه السوق تسمح بتداول الأوراق المالية من الأسهم والسندات بحيث تقوم المؤسسات المالية فيها بدور الوسيط المالي من خلال تسهيل عملية تدفق النقود من الأفراد والشركات أو الجهات الحكومية ذات الفائض (عارضى النقود) إلى الجهات الأخرى ذات العجز (طالبي النقود)، بما يعزز الثقة في الاقتصاد الوطني ومشاريعه المختلفة ويمكن بالتالي من دفع عملية التنمية الاقتصادية ونمو المدخرات المحلية وتعظيم الموارد والثروات بدلاً من ضياعها أو إنفاقها في أوجه الاستهلاك.

ومع الأهمية البالغة لسوق دمشق للأوراق المالية إلا أنها لا تمثل بنية الاقتصاد السوري تماماً، حيث تتضمن البنية الحالية للسوق قطاعات المصارف والتأمين بشكل رئيسي وقطاعات الصناعة والزراعة والخدمات بشكل ثانوي، ويمثل التداول بأسهم المصارف الخاصة الحصة الأساسية من قيمة التداول الإجمالية في السوق المالية، حيث وصلت نسبة قيمة التداول بأسهم المصارف في نهاية عام 2011 إلى (94.3%)¹ من إجمالي قيم التداول.

وفي إطار الجهود المبذولة لتعزيز دور المصارف في تطوير سوق دمشق للأوراق المالية تؤكد الباحثة على ضرورة طرح وترويج أدوات مالية واستثمارية جديدة كالأوراق المالية التي تصدرها المصارف نفسها لتمويل عملياتها الائتمانية وتنويع مواردها أو من خلال الأوراق المالية التي تقوم المصارف بإدارة إصدارها وتسويقها لتمويل احتياجات عملائها وتوفير البيئة التشريعية لتداول مثل هذه الأدوات.

وأخيراً يمكن القول أن القطاع المصرفي في سورية قد شهد تطورات هامة في الأعوام الماضية نتيجة الجهود الحثيثة لإصلاح وتحرير القطاع المصرفي في ظل الإصلاحات الاقتصادية الشاملة التي تشهدها سورية.

ونظراً للأهمية البالغة التي يلعبها القطاع المصرفي في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، لا بدّ من تطوير السبل والآليات التي تؤدي إلى تطوير النشاطات الاستثمارية في سورية وذلك

¹ من التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2011، ص74.

من خلال تطوير حجم المدخرات الوطنية المختلفة، ويتطلب تحقيق ذلك مواصلة العمل على تطوير النظام المصرفي السوري ليواكب التطورات والاتجاهات الحديثة للنظام المصرفي عالمياً.

المبحث الثاني

نشأة وتطور سوق دمشق للأوراق المالية

تمهيد

في إطار سياسة التطوير والتحديث وتماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية والحاجة إلى سوق مالي تعكس تطور الاقتصاد المحلي وترعى الشركات المساهمة ذات الأثر الأهم في الاقتصاد المحلي، تم إحداث سوق دمشق للأوراق المالية لتساهم في دعم النمو الاقتصادي، وتحقيق الأهداف الاقتصادية التي ينشدها المجتمع وعلى وجه الخصوص الأهداف الآتية:

- تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق تشجيع توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية.
- تحقيق توزيع أكثر عدالة للدخل والثروة، وتوفير فرص لصغار المستثمرين.
- حشد المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات وجذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل مساهمات بعيداً عن زيادة عبء المديونية الخارجية.
- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح الأوراق المالية الحكومية في السوق.
- تعتبر السوق أداة هامة لتقييم أداء الشركات، وتحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
- تعد مؤشرات أداء السوق مقياس للأداء الاقتصادي.

وتعرض الباحثة فيما يلي وبشكل موجز نشأة وتطور سوق دمشق للأوراق المالية وأدائها¹.

1. التأسيس:

أسست سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم 55/ الصادر بتاريخ 10/1/2006، والذي نصّ على إنشاء سوق للأوراق المالية في سورية، تُعرف باسم "سوق دمشق للأوراق المالية"، وتمّ افتتاح السوق في العاشر من آذار لعام 2009.

وقد نصّ المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر

¹ تم إعداد هذا المبحث بالاستفادة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية والتقارير السنوي للسوق لعام 2011.

الرئيسي للسوق مدينة دمشق، كما نصّ قانون السوق على أنه يجوز بقرار من مجلس الوزراء تحويل السوق إلى شركة مساهمة، مملوكة من قبل أعضاء السوق عند توفّر المناخ الملائم لذلك مع بقائها خاضعة لإشراف الهيئة.

2. الإدارة:

يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يُسمّون بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. ويتضمن المجلس:

- عضوين ممثلين عن اثنين من الشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية، الأعضاء في السوق.
- عضوين ممثلين عن اثنين من شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها.
- ثلاثة أعضاء من أصحاب الخبرة والمؤهلات في الأسواق المالية يختارهم المجلس.
- عضو ممثل عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- عضو ممثل عن مصرف سورية المركزي.

3. الجهة المشرفة على سوق دمشق للأوراق المالية:

تعمل سوق دمشق للأوراق المالية تحت إشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتتمثل الجهات الخاضعة لإشراف هذه الهيئة ورقابتها بـ:

- 1- الشركات المصدرة للأوراق المالية.
- 2- شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها وتنقسم إلى:
 - تقديم الاستشارات وتحليل المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
 - الوساطة في الأوراق المالية.
 - إدارة الإصدارات الأولية.
 - إدارة الاستثمار.
 - أي خدمات أو أنشطة يتم اعتمادها من قبل الهيئة.
- 3- مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.
- 4- الأسواق المالية.

5- شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

4. الموارد المالية:

تتكون موارد السوق مما يلي:

- 1- بدلات الانتساب واشتراكات الأعضاء السنوية.
- 2- العمولات التي تستوفيها السوق لقاء عمليات البيع والشراء.
- 3- الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة.
- 4- المنح والهبات التي تحصل عليها السوق من أية جهة توافق عليها الهيئة.
- 5- الغرامات المتحققة عن المخالفات المرتكبة لأنظمة السوق.
- 6- أي موارد أخرى تقررها الهيئة.

5. العضوية:

العضوية في السوق قانوناً إلزامية لكافة شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها (باستثناء شركات الاستشارات المالية ذات المسؤولية المحدودة)، والشركات المصدرة للأوراق المالية التي يتم قبول إدراج أسهمها في السوق، حيث يحدد نظام العضوية في السوق شروط ومتطلبات العضوية ومسؤولياتها.

6. الأوراق المالية:

يتم حالياً تداول أسهم الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق مقسمة إلى القطاعات التالية:

§ قطاع المصارف.

§ قطاع التأمين.

§ قطاع الصناعة.

§ قطاع الخدمات.

§ قطاع الزراعة.

مع إمكانية إدراج شركات مساهمة جديدة من قطاعات أخرى مختلفة، وبالإضافة للأسهم ستقوم السوق بإدراج:

§ الأوراق المالية الحكومية الصادرة عن الجمهورية العربية السورية (أذونات - سندات).

§ وحدات صناديق الاستثمار المشترك.

§ الصكوك الإسلامية.

§ أدوات الدين التي تصدر عن الشركات المساهمة السورية.

§ الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

7. تقسيمات السوق:

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى:

§ السوق النظامية: يتم فيها تداول أسهم الشركات المساهمة التي تحكمها شروط إدراج خاصة.

§ السوق الموازية: وهي التي يتم من خلالها تداول أسهم الشركات المساهمة التي تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة عمل هذا السوق وتشمل: - السوق الموازية أ.
- السوق الموازية ب.

§ سوق السندات: يتم في هذا السوق تداول: - السندات الحكومية.

- أسناد القروض للشركات الخاصة.

وبين الجدول التالي رقم (3-2) شروط الإدراج في السوق النظامية والموازي:

جدول رقم (3-2)، شروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية.

الشرط	السوق النظامية	السوق الموازية أ
رأس المال	300 مليون ل.س	100 مليون ل.س
المدة	3 سنوات	1 سنة
عدد المساهمين	300 مساهم	100 مساهم
الأرباح	5% من رأس المال خلال آخر عامين	10% من رأس المال
نسبة الأسهم الحرة	20%	10%

8. مؤشر السوق DWX :

يتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة بغرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض، حيث أن ارتفاع وانخفاض مؤشرات أسعار الأوراق المالية يرتبط بصورة رئيسية بارتفاع أسعار الأوراق المالية المدرجة وانخفاضها.

وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية، ونظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة فيها اكتفت السوق حالياً بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، وعند تزايد عدد الشركات وتوفر التنوع القطاعي في السوق مستقبلاً ستقوم السوق بإعداد مؤشرات قطاعية باستخدام طريقة رسملة السوق المرجحة بنسبة الأسهم الحرة، وهي الطريقة المستخدمة حالياً في معظم الأسواق العالمية والعربية.

وفيما يلي شرح لخطوات احتسابه:

1- اعتمدت جلسة تداول 2009/12/31 يوم بداية احتساب المؤشر (يوم الأساس)، كما تمّ تحديد عدد نقاط البداية للمؤشر في هذا التاريخ بقيمة أساس بلغت 1,000 نقطة (المعامل).

2- تم احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية بافتراض عدد نقاط البداية للمؤشر هو 1,000 نقطة:

$$\text{المؤشر المتقلل بالقيمة السوقية للشركات} = \sum \frac{(\text{متوسط سعر السهم}) \times (\text{عدد الأسهم للشركة})}{(\text{سعر الأساس للسهم}) \times (\text{عدد الأسهم للشركة})} \times \text{المعامل}$$

وما يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي.

9. التداول في السوق:

- يتم التداول عن طريق النظام الالكتروني المعتمد من قبل السوق وذلك من خلال الوسطاء المعتمدين من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية والعاملين لدى شركات الوساطة.
- يقوم الوسطاء بإدخال أوامر البيع والشراء بناء على تفويض المستثمر الراغب القيام بالعملية.

10. الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين:

- 1- لا يمكن بيع الأوراق المالية إلا التي يملكها المستثمر.
- 2- لا يوجد بيع على الهامش.

3- لا يمكن بيع الورقة المالية التي تمّ شراؤها في نفس اليوم.

4- يتم نشر البيانات لجميع المستثمرين بشكل فوري.

5- الرقابة المباشرة على التداول لمنع الممارسات غير السليمة.

11. الشركات المدرجة في السوق وتوزعها على القطاعات المختلفة:

بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق (21) شركة حتى نهاية عام 2011 موزعة على النحو التالي: (11) شركة في السوق النظامي و (7) شركات في السوق الموازي أ، و3 شركات في السوق الموازية ب، مقابل (6) شركات في نهاية آذار 2009، منها (4) شركات مدرجة في السوق النظامي وشركتين في السوق الموازي. ويتضمن الجدول رقم (3-3) التوزيع القطاعي للشركات المدرجة في السوق.

جدول رقم (3-3)، التوزيع القطاعي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

القطاع	المصارف	التأمين	الصناعة	الزراعة	الخدمات	المجموع
عدد الشركات المدرجة	12	5	1	1	2	21

المصدر: إعداد الباحثة بالاستفادة من بيانات التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2011.

والقطاعات هي:

- قطاع الخدمات: الشركة الأهلية للنقل، المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق.
- قطاع الصناعة: الشركة الأهلية للزيوت النباتية.
- قطاع الزراعة: شركة نما الزراعية.
- قطاع التأمين: المتحدة للتأمين، السورية الدولية للتأمين - آروب، الشركة السورية الوطنية للتأمين، العقيلة للتأمين التكافلي، الاتحاد التعاوني للتأمين.
- قطاع المصارف: البنك العربي - سورية، بنك عودة-سورية، بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك سورية والمهجر، المصرف الدولي للتجارة والتمويل، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك بيبيلوس - سورية، بنك قطر الوطني-سورية، بنك الأردن - سورية، بنك سورية والخليج، بنك الشرق، وفرنسبنك-سورية.

مما سبق نلاحظ أن معظم الشركات المدرجة في السوق تتركز في قطاع المصارف بواقع (12) مصرفاً، يليه قطاع التأمين بـ (4) شركات فقط، وهذا ما يعكس الحاجة إلى العمل بشكل حثيث أكثر على نشر ثقافة السوق المالية ضمن قطاع الشركات والتوعية بالفائدة التي

يمكن أن تحصل عليها الشركات من جراء إدراجها في السوق المالية، وذلك للدفع نحو مزيد من الشفافية والإفصاح في قطاع الأعمال.

12. أداء السوق في عام 2011:

سجلت سوق دمشق للأوراق المالية خلال عام 2011 تداولات بقيمة (8) مليار ليرة سورية بحجم تداول بلغ (18) مليون سهم موزعة على (41.1) ألف صفقة مقارنة بتداولات بلغت (9) مليار ليرة سورية بحجم تداول بلغ (7) مليون سهم من خلال (37) ألف صفقة في عام 2010، وقد انخفضت القيمة السوقية في عام 2011 بنحو (-43%) مقارنة بعام 2010 مسجلةً (83) مليار ليرة سورية خلال العام 2011 وقيمة (144) مليار ليرة سورية في نهاية عام 2010، مما أدى إلى انخفاض قيمة المؤشر بمقدار (-49%) مقارنة بعام 2010. ويبين الجدول رقم (3) مقارنة سنوية للمؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط السوق.

جدول رقم (3-4)، مقارنة سنوية للمؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط السوق.

البند	2009	2010	2011
عدد الشركات المدرجة	12	19	21
عدد أيام التداول	93	171	202
المؤشر	-	1719.04	869.52
القيمة السوقية	61,141,220,000	144,355,621,044	82,693,911,618
قيمة التداول	1,662,764,081	9,063,995,259	7,803,077,312
عدد الأسهم المتداولة	1,704,379	6,885,612	17,787,693
عدد الصفقات المنفذة	6,798	36,689	41,132

المصدر: التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2011.

وعلى صعيد أداء السوق وفقاً لقطاعات النشاط الاقتصادي، فقد كان لقطاع المصارف النصيب الأكبر من حجم وقيم التداول وذلك لكون معظم الشركات المدرجة في السوق تنتمي لهذا القطاع، حيث بلغت حصة هذا القطاع في عام 2011 نحو (94.3%) بقيمة إجمالية بلغت (7.3) مليار ليرة سورية مقابل حصة بلغت (92.5%) وقيمة إجمالية بلغت (8.3) مليار ليرة سورية في عام 2010، يليه وبفارق كبير قطاع التأمين إذ استحوذ على 4.2% من إجمالي قيم التداولات وقيمة تداول بلغت (0.3) مليار ليرة سورية، بينما احتل قطاع الصناعة المرتبة الثالثة بنسبة بلغت (0.9%) من إجمالي قيم التداول وقيمة تداول بلغت (0.07) مليار ليرة

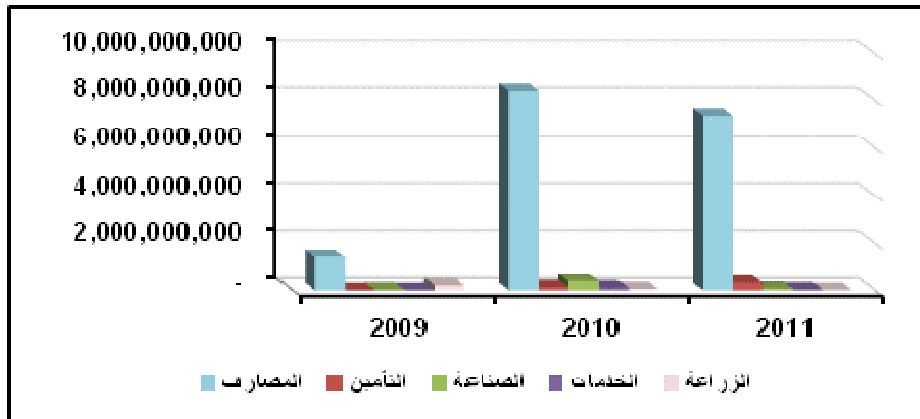
سورية، فيما اقتصر نصيب كل من قطاعي الزراعة والخدمات على حوالي (0.4%) و (0.1%) على التوالي. ويبين الجدول رقم (3-5) قيم التداول حسب القطاعات في السوق.

جدول رقم (3-5)، قيم التداول حسب القطاعات في سوق دمشق للأوراق المالية.

البند	المصارف	التأمين	الصناعة	الزراعة	الخدمات	الإجمالي
2009	1,400,531,075	17,834,756	24,896,581	201,265,374	18,236,296	1,662,764,081
النسبة من إجمالي قيم التداول	84.2%	1.1%	1.5%	12.1%	1.1%	100%
2010	8,387,872,682	137,776,147	387,973,924	49,776,434	100,596,073	9,063,995,259
النسبة من إجمالي قيم التداول	92.5%	1.5%	4.3%	0.5%	1.1%	100%
2011	7,360,108,935	327,532,103	73,036,168	33,772,623	8,627,484	7,803,077,313
النسبة من إجمالي قيم التداول	94.3%	4.2%	0.9%	0.4%	0.1%	100%

المصدر: إعداد الباحثة بالاستفادة من بيانات التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2011.

شكل رقم (3-12)، توزيع قيم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية حسب القطاعات



المصدر: إعداد الباحثة بالاستفادة من بيانات التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2011.

وأخيراً، في الأسواق المالية التي لازالت في طور النمو كسوق دمشق للأوراق المالية تؤكد الباحثة على أهمية الوعي والثقافة المالية، فالتثقيف المالي يساهم بشكل كبير في تحقيق الرفاه الاجتماعي وكفاءة أكبر في أداء الأسواق المالية، الأمر الذي يساعد على تحقيق نمو قوي ومستقر للقطاع المالي ككل.

المبحث الثالث

الحالة العملية

تمهيد

سعيًا لتحقيق الغاية المرجوة من إجراء الدراسة التطبيقية لموضوع البحث قامت الباحثة ببناء دراسة منهجية لواقع التطبيق العملي لمشكلة البحث بغية الوصول إلى معالجة موضوعية ومنطقية لها، وذلك من خلال التركيز على النقاط الأساسية لدراسة مشكلة البحث واختبار الفرضيات المتعلقة بها. لذا تتناول الباحثة في هذا المبحث عرضاً لمنهجية الدراسة ويشتمل على مجتمع الدراسة، عينتها، بياناتها، خطواتها، المؤشرات المالية المستخدمة، وأخيراً الأسلوب الإحصائي المستخدم في التنبؤ بسعر السهم وذلك على النحو الآتي:

1. منهج البحث ومصادر جمع البيانات:

لتحقيق أهداف البحث تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي، حيث تمّ الاعتماد على المنهج الوصفي لعرض الجانب النظري للبحث، ومن ثمّ تمّ استخدام المنهج التحليلي في التطبيق العملي وإجراء الاختبارات اللازمة. فعلى صعيد البحث الوصفي قامت الباحثة بإجراء مسح مكتبي للإطلاع على الدراسات والأدبيات المتعلقة بالموضوع والتي اشتملت على:

- الكتب والمراجع العلمية التي تناولت موضوع البحث.
- أطروحات الماجستير والدكتوراه ذات العلاقة بموضوع البحث.
- الأبحاث المحكمة في الدوريات المتخصصة والمجلات العلمية.
- منشورات سوق دمشق للأوراق المالية وهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- التقارير التي تصدرها المصارف والتي تمّ اختيارها كعينة للبحث.
- مواقع الانترنت والمواد ذات الصلة الموجودة على الصفحات الالكترونية.

2. أداة الدراسة:

اعتمدت الباحثة في بنائها للجانب العملي التطبيقي للبحث على تحليل بيانات البحث باستخدام البرنامج الإحصائي (Statistical Package For Social Sciences, SPSS) لما له من ميزات عدة في تحليل مثل هذه الأبحاث وذلك من خلال المقاييس والاختبارات التالية:

- معامل ارتباط بيرسون لدراسة الارتباط الخطي بين المتغيرات.
- اختبار T وذلك لدراسة دلالة كل متغير من المتغيرات المستقلة على حده في نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
- تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى وذلك لإيجاد نموذج خطي لدراسة العلاقة بين المتغير التابع (سعر السهم) وبين المتغيرات المستقلة (مؤشرات الأداء المالي) وذلك باستخدام طريقة الانحدار التدريجي المتعدد (STEPWISE).
- اختبار F لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة معاً في نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

3 . مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من كافة المصارف الخاصة التقليدية العاملة في سورية والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويبين الجدول رقم (3-6) أسماء هذه المصارف وتاريخ إدراجها في السوق. أما عينة البحث فقد تم اختيارها من مجتمع البحث بواقع أربعة مصارف خاصة تقليدية شملت كلاً من بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك عودة-سورية، بنك سورية والمهجر، والمصرف الدولي للتجارة والتمويل، والتي توافر فيها الشرطان التاليان:

- 1- توفر كافة بياناتها المالية منشورة على موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- 2- أن يكون قد تم إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية، السوق النظامية، منذ انطلاقة السوق في عام 2009، وذلك للحصول على أطول سلسلة زمنية لإجراء الاختبار عليها وذلك لتتلاءم مع الأسلوب الإحصائي المستخدم في البحث (الانحدار الخطي المتعدد).

جدول رقم (3-6)، المصارف الخاصة التقليدية وتاريخ إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية.

اسم المصرف	تاريخ الإدراج
بيمو السعودي الفرنسي	2009/2/2
العربي	2009/3/2
الدولي للتجارة والتمويل	2009/3/3
سورية والمهجر	2009/3/5
عودة-سورية	2009/3/5
بيبلوس-سورية	2009/11/17
قطر الوطني-سورية	2010/4/8
الأردن-سورية	2010/6/23
سورية والخليج	2010/7/28
الشرق	2010/12/2
فرنسبنك-سورية	2011/1/5

المصدر: التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2011.

4. البيانات التي تمّ استخدامها في البحث:

تمّ الحصول على القوائم المالية (قائمة الميزانية العمومية وقائمة الأرباح والخسائر وبعض البيانات التفصيلية الأخرى) للمصارف الخاصة التقليدية والتي تمثل عينة البحث، كما تمّ الحصول على أداء هذه المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية (أسعار أسهم هذه المصارف) من خلال نشرات التداول المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

5. خطوات البحث:

1- تمّ جمع القوائم المالية الربعية للمصارف التي تمّ اختيارها ضمن عينة البحث خلال الفترة (2009-2011)، وذلك من خلال الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

2- تمّ الحصول على سعر الإغلاق الربعي لكل مصرف عبر سلسلة زمنية مكونة من 12 ربع لكل مصرف وذلك من خلال نشرات التداول المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية. مع التنويه إلى أن الباحثة استخدمت متغيرات الربع السابق

لتفسير سعر السهم في الربع الحالي، لذا فإن عدد المشاهدات لكل متغير في المصرف الواحد يصبح (11) مشاهدة وليس (12) مشاهدة.

3- تمّ الاعتماد على أربعة مؤشرات مالية من القوائم المالية للمصارف لاستخدامها في عملية تقييم الأداء المالي (المتغيرات المستقلة) والتعرف على مدى تأثيرها في التنبؤ بسعر السهم (المتغير التابع). وهذه المؤشرات هي:

§ القيمة الاقتصادية المضافة: سبق تعريفها وبيان آلية احتسابها في القسم النظري من البحث.

§ القيمة السوقية المضافة: سبق تعريفها وبيان آلية احتسابها في القسم النظري من البحث.

§ عائد السهم: وهو عبارة عن صافي الربح مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة، ويعبر هذا المؤشر عن مجمل أداء الشركة ويعكس مدى كفاءتها في الاستعمال الأفضل للأصول والموارد المتاحة، ويشكل مؤشر ربحية السهم خير أساس يمكن الاعتماد عليه للاستدلال على مستوى هذه الربحية، لذا ألزمت معايير المحاسبة الدولية الشركات المساهمة بعرض هذا المؤشر في نهاية قائمة الدخل، والذي شاع استخدامه بشكل كبير كأساس للمقارنة بين الاستثمارات المختلفة.

§ القيمة الدفترية للسهم: وهي عبارة عن حقوق الملكية مقسومةً على عدد الأسهم العادية المصدرة. فإذا كانت المنشأة تقوم بأداء جيد وتحقق أرباحاً (تنمو باضطراد) فإن سعر السهم في السوق المالي يكون عادةً أعلى من القيمة الدفترية للسهم، وإذا كان أداء وأرباح ونمو المنشأة عادياً فإن سعر السهم في السوق يكون في حدود القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كان أداء المنشأة متدنياً فإن سعر السهم في السوق يكون عادةً أدنى من القيمة الدفترية. (عبيدات، 2008، ص 55)

4- تمّ إدخال البيانات المالية للمصارف التي تمثل عينة البحث على برنامج (Excel)، وذلك لكل مصرف على حده، ومن ثم تمّ تجميع هذه البيانات من أجل احتساب المتوسط المرجح للمؤشرات المالية المدروسة بشمل ربعي وذلك وفق الصيغ التالية:

§ المتوسط المرجح للقيمة الاقتصادية المضافة = إجمالي صافي الربح لمصارف العينة - (إجمالي حقوق الملكية لمصارف العينة * وسطي تكلفة رأس المال).

§ المتوسط المرجح للقيمة السوقية المضافة=(إجمالي القيمة السوقية لمصارف العينة-إجمالي حقوق الملكية لمصارف العينة).

§ المتوسط المرجح للقيمة الدفترية=إجمالي حقوق الملكية لمصارف العينة/ إجمالي عدد الأسهم لمصارف العينة.

§ المتوسط المرجح لعائد السهم= إجمالي صافي الربح لمصارف العينة / إجمالي عدد الأسهم لمصارف العينة.

5- تمّ احتساب مؤشر لسعر السهم للمصارف الأربعة المدروسة (المتغير التابع) وذلك باتّباع نفس الآلية المعتمدة لاحتساب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX) وذلك وفق الآتي:

§ اعتمدت آخر جلسة تداول في الربع الثالث من العام 2009 يوم بداية احتساب المؤشر الممثل لمصارف العينة (يوم الأساس)، كما تمّ تحديد عدد نقاط البداية للمؤشر في هذا التاريخ بقيمة أساس بلغت 1,000 نقطة (المعامل).

§ تم احتساب المؤشر لمصارف العينة باستخدام المعادلة التالية بافتراض عدد نقاط البداية للمؤشر هو 1,000 نقطة:

$$\text{المؤشر المرجح بالقيمة السوقية لمصارف العينة} = \sum \frac{\text{سعر السهم} * \text{عدد الأسهم للمصرف}}{\text{سعر الأساس للسهم} * \text{عدد الأسهم للمصرف}} * \text{المعامل}$$

6- تمّ تفريغ نتائج المؤشرات المالية السابقة على البرنامج الإحصائي (SPSS) بحيث مثّل كل مؤشر متغير من المتغيرات المستقلة والتي سيتمّ قياس مساهمتها في التنبؤ بسعر السهم (المتغير التابع).

7- تمّ إجراء التحليل الإحصائي للبيانات المدخلة لدراسة الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares, OLS)، وذلك لتحديد أهم المتغيرات التي تتحكم في أسعار أسهم المصارف الخاصة التقليدية السورية والتي يمكن صياغتها في النموذج الرياضي التالي:

$$SP_t = \beta_0 + \beta_1 BV_{t-1} + \beta_2 EPS_{t-1} + \beta_3 EVA_{t-1} + \beta_4 MVA_{t-1} + E_t$$

حيث أن:

β_0 : ثابت الانحدار.

Spt: ويمثل سعر الإغلاق للسهم في الربع الحالي وهذا المتغير يمثل المتغير التابع.

BV t-1: ويمثل القيمة الدفترية للسهم في الربع السابق.

EPS t-1: ويمثل عائد السهم في الربع السابق.

EVA t-1: ويمثل القيمة الاقتصادية المضافة في الربع السابق.

MVA t-1: ويمثل القيمة السوقية المضافة في الربع السابق.

Et الخطأ العشوائي: ويتم إدراجه في نماذج الانحدار ليمثل تأثير العوامل الأخرى (المتغيرات المستقلة) التي تؤثر على المتغير التابع والتي تغفلها نماذج الانحدار المقترحة. (عناني، 2009، ص 170).

6. اختبار الفرضيات:

يتم في هذا الجزء عرض نتائج عملية التحليل للقوائم المالية للمصارف محل البحث وذلك للوقوف على مدى الارتباط بين المتغير التابع (سعر السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات الأداء المالي) ومدى تأثيرها في التنبؤ بسعر السهم. وقد تم قبول أو رفض الفرضية حسب قيمة p.value بالإضافة إلى قيمة معامل التحديد R^2 .

أ - تحديد معاملات الارتباط واختبار الفرضيات:

بعد حساب مؤشرات الأداء المالي للمصارف وإدخال النتائج إلى الحاسب الآلي تم اختبار النتائج باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS) عند مستوى معنوية 0.05، حيث تم حساب معامل بيرسون للارتباط بين المتغير التابع (سعر السهم) وكل من المتغيرات المستقلة (مؤشرات الأداء المالي). وكانت النتائج كما تظهر في الجدول رقم (3-7):

جدول رقم (3-7)، مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المدروسة.

Correlations

		السعر السوقي للسهم	عائد السهم	القيمة الدفترية للسهم	القيمة السوقية المضافة	القيمة الاقتصادية المضافة
السعر السوقي للسهم	Pearson Correlation	1	.225	.436	.773**	.630*
	Sig. (2-tailed)		.505	.180	.005	.038
	N	11	11	11	11	11
عائد السهم	Pearson Correlation	.225	1	.655*	.128	.746**
	Sig. (2-tailed)	.505		.029	.708	.008
	N	11	11	11	11	11
القيمة الدفترية للسهم	Pearson Correlation	.436	.655*	1	.632*	.693*
	Sig. (2-tailed)	.180	.029		.037	.018
	N	11	11	11	11	11
القيمة السوقية المضافة	Pearson Correlation	.773**	.128	.632*	1	.686*
	Sig. (2-tailed)	.005	.708	.037		.020
	N	11	11	11	11	11
القيمة الاقتصادية المضافة	Pearson Correlation	.630*	.746**	.693*	.686*	1
	Sig. (2-tailed)	.038	.008	.018	.020	
	N	11	11	11	11	11

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

وفي ضوء النتائج التي يظهرها الجدول السابق سيتم اختبار فرضيات البحث وفق الآتي:

1- الفرضية الأولى:

$\bar{u}$ الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة

الاقتصادية المضافة وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

$\bar{u}$ الفرضية البديلة H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة

الاقتصادية المضافة وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (8-3)، ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.630 ^a	.397	.330	338.1072384

a. Predictors: (Constant), القيمة الاقتصادية المضافة

تبين النتائج كما يظهرها الجدول رقم (8-3) أن معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين بلغ (0.63) وأن قيمة $p.value = 0.038$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05 مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبين سعر السهم. وقد بين معامل التحديد R^2 ، وفقاً للجدول رقم (8-3)، أن المتغير المستقل (القيمة الاقتصادية المضافة) قادر على تفسير ما نسبته (39.7%) من التغيرات في المتغير التابع (سعر السهم)، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (60.3%) مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

2- الفرضية الثانية:

$\bar{u}$ الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

$\bar{u}$ الفرضية البديلة H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (9-3)، ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.773 ^a	.598	.553	276.0305929

a. Predictors: (Constant), القيمة السوقية المضافة

تبين النتائج كما يظهرها الجدول رقم (3-7) أن معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين بلغ (0.773) وأن قيمة $p.value = 0.005$ ، وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة السوقية المضافة وبين سعر السهم. وقد بين معامل التحديد R^2 ، وفقاً للجدول رقم (3-9)، أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (59.8%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير فقد بلغت (40.2%) مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

3- الفرضية الثالثة:

$\bar{u}$ الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الدفترية للسهم وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

$\bar{u}$ الفرضية البديلة H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الدفترية للسهم وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (3-10)، ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.436 ^a	.190	.100	391.7475463

a. Predictors: (Constant), القيمة الدفترية للسهم

تبين النتائج كما يظهرها الجدول رقم (3-7) أن معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين بلغ (0.436) وأن قيمة $p.value = 0.180$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الدفترية للسهم وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية. وقد ظهر ضعف هذه العلاقة من خلال قيمة معامل التحديد R^2 التي بلغت (19%) وذلك وفقاً للجدول رقم (3-10).

4- الفرضية الرابعة:

$\bar{u}$ الفرضية العدمية H_0 : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر عائد السهم وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

ü الفرضية البديلة H_1 : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر عائد السهم وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول رقم (3-11)، ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.225 ^a	.051	-.055	424.1598665

a. Predictors: (Constant), عائد السهم

تبين النتائج كما يظهرها الجدول رقم (3-7) أن معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين بلغ (0.225) وأن قيمة $p.value=0.505$ ، وهي أكبر من مستوى الدلالة 0.05، مما يعني قبول الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر عائد السهم وبين سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية. وقد ظهر ضعف هذه العلاقة من خلال قيمة معامل التحديد R^2 التي بلغت (5.1%) وذلك وفقاً للجدول رقم (3-11).

ب-توفيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

لإيجاد نموذج يوضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة اتبعت الباحثة في البداية الطريقة الاعتيادية (ENTER)، أي إدخال المتغيرات المستقلة كلها في النموذج، وقد حصلت على النتائج المبينة في الجداول أدناه:

جدول رقم (3-12)، ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.863 ^a	.744	.573	269.7470796	1.689

a. Predictors: (Constant), القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، القيمة الدفترية للسهم، عائد السهم

b. Dependent Variable: السعر السوقي للسهم

جدول رقم (3-13)، تحليل التباين.

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1269347.469	4	317336.867	4.361	.054 ^a
Residual	436580.922	6	72763.487		
Total	1705928.391	10			

a. Predictors: (Constant), القيمة الدفترية للسهم، عائد السهم، القيمة السوقية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة

b. Dependent Variable: السعر السوقي للسهم

جدول رقم (3-14)، المعاملات.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1097.771	298.666		3.676	.010		
	عائد السهم	19.179	12.174	1.866	1.575	.166	.030	32.883
	القيمة الدفترية	-2.083	1.205	-.1204	-1.728	.135	.088	11.387
	القيمة الاقتصادية المضافة	-1.262E-6	.000	-.1546	-1.278	.248	.029	34.291
	القيمة السوقية المضافة	9.153E-8	.000	.2357	2.166	.073	.036	27.761

a. Dependent Variable: السعر السوقي للسهم

ولاختبار هل يوجد ارتباط خطي بين المتغيرات المدروسة قامت الباحثة بالتحقق من ذلك من خلال احتساب معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor, VIF)، وقد بينت النتائج، كما يظهرها الجدول رقم (3-14)، أن معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة المدروسة قد تجاوز القيمة (10) مما يؤكد أن هذه المتغيرات ترتبط ببعضها بعلاقة خطية. ولهذا السبب وبدلاً من عملية الحذف لبعض المتغيرات ثم اختبار جودة توفيق النموذج اتبعت الباحثة استراتيجية أخرى وهي أسهل في الوصول لأفضل نموذج انحدار وهي أسلوب الانحدار التدريجي المتعدد (Stepwise)، وهي الطريقة المقترحة من قبل Efronson في عام 1960، وتقوم هذه الطريقة باستبعاد بعض المتغيرات التي تم اختيارها في المراحل السابقة عند كل مرحلة من المراحل الآتية: إذا تم اكتشاف علاقة قوية بينه وبين أحد المتغيرات المستقلة التي تم ضمها للنموذج في المراحل اللاحقة (الجاعوني، 2008، ص 242-246). وكانت النتائج التي أظهرها برنامج (SPSS) كما يلي:

جدول رقم (3-15)، ملخص النموذج (يبين معامل الارتباط والتحديد والتحديد المعدل).

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.773 ^a	.598	.553	276.0305929	1.547

a. Predictors: (Constant), القيمة السوقية المضافة

b. Dependent Variable: السعر السوقي للسهم

جدول رقم (3-16)، تحليل التباين.

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1020192.397	1	1020192.397	13.390	.005 ^a
	Residual	685735.994	9	76192.888		
	Total	1705928.391	10			

a. Predictors: (Constant), القيمة السوقية المضافة

b. Dependent Variable: السعر السوقي للسهم

جدول رقم (3-17)، المعاملات.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	950.046	147.143		6.457	.000		
	القيمة السوقية المضافة	3.003E-8	.000	.773	3.659	.005	1.000	1.000

a. Dependent Variable: السعر السوقي للسهم

ومن خلال الجدول رقم (3-17) يمكن توفيق نموذج الانحدار كما يلي:

$$SP_t = \beta_0 + \beta_1 * MVA_{t-1} + E_t$$

$$SP_t = 950.046 + 3.003E-8 * MVA_{t-1}$$

(6.457) (3.659)

قيمة اختبار t

(0.000) (0.005)

قيمة sig

وللتأكد من صلاحية نموذج الانحدار الذي تمّ توفيقه لابدّ أن يتوافر في هذا النموذج مجموعة من الشروط يمكن تقسيمها إلى:

أولاً - قبول (أو كفاية) القدرة التفسيرية للنموذج:

ويُقصد به مدى قدرة المتغيرات التفسيرية في النموذج على تفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع. ويتمّ الحكم على القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار من خلال معامل التحديد (R^2) أو معامل التحديد المعدل $\bar{R}^2$. (سليمان، 2008، ص 105). وبالنظر إلى الجدول رقم (3-15) أعلاه يتبين أن قيمة معامل التحديد سجلت ما نسبته (59.8%)، وهذا يشير إلى أن المتغير المستقل (القيمة السوقية المضافة) يفسر ما نسبته (59.8%) من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (السعر السوقي للسهم).

ثانياً - المعنوية الكلية لنموذج الانحدار:

ويقصد بها اختبار الشكل الدالي للعلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار وذلك باستخدام اختبار (F-Test)، (سليمان، 2008، ص 105)، وذلك من خلال الفرضيات التالية:

H_0 الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 (أي أن نموذج الانحدار غير معنوي).

H_1 الفرضية البديلة (H_1): يوجد تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع عند مستوى معنوية 0.05 (أي أن نموذج الانحدار معنوي).

من خلال جدول تحليل التباين رقم (3-16) يتبين أن قيمة $P\text{-value}=0.005$ وهي أصغر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية القائلة بأن نموذج الانحدار غير معنوي، وهذا يعني أن هناك واحد على الأقل من معاملات الانحدار تختلف عن الصفر.

ثالثاً - المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار:

في الخطوة السابقة توصلنا إلى أن هناك واحد على الأقل من معاملات الانحدار معنوية وتختلف عن الصفر. ولتحديد المعاملات التي تكون معنوية نقوم باستخدام اختبار (T-Test) وذلك من خلال الفروض الإحصائية التالية:

أ - بالنسبة لـ B_0 :

$$H_0: B_0=0$$

$$H_1: B_0 \neq 0$$

ب - بالنسبة لـ B_1 :

$$H_0: B_1=0$$

$$H_1: B_1 \neq 0$$

من خلال الجدول رقم (3-17) يتبين ما يلي:

بالنسبة لـ B_0 نجد أن قيمة الاحتمال $P\text{-Value} = 0.000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية القائلة بأن الثابت في نموذج الانحدار غير معنوي. وكذلك الأمر بالنسبة لـ B_1 نجد أن قيمة الاحتمال $P\text{-Value} = 0.005$ وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية القائلة بأن معامل الانحدار B_1 في نموذج الانحدار غير معنوي.

رابعاً - شروط المربعات الصغرى العادية:

~ الشرط الأول - اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي (Normality Test):

لكي نتمكن من استخدام اختبار (F-Test) و (T-Tes) سواءً عند اختبار المعنوية الكلية أو الجزئية للنموذج يلزم توافر شرط اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي وخاصةً إذا كان حجم العينة صغيراً كما هو حال هذا البحث وذلك وفقاً للفرضيات التالية:

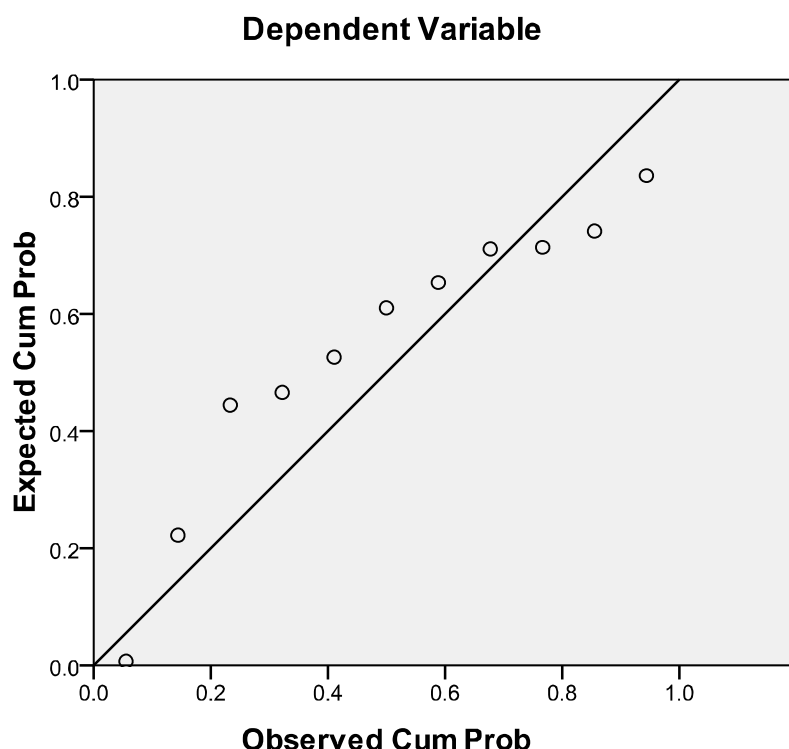
$\bar{u}$ الفرضية العدمية (H_0): البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

$\bar{u}$ الفرضية البديلة (H_1): البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

وقد قامت الباحثة بدراسة اعتدالية توزيع الاحتمالي للبواقي بيانياً وذلك من خلال الرسم البياني رقم (3-13) والذي يمثل العلاقة بين القيم الاحتمالية التراكمية للبواقي (observed cum prob) والقيم التراكمية المتوقعة للبواقي (expected cum prob).

شكل رقم (3-13)، العلاقة بين القيم الاحتمالية التراكمية للبواقي والقيم التراكمية المتوقعة للبواقي.

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



نلاحظ من الشكل أعلاه أن معظم النقاط تتجمع تقريباً بمحاذاة الخط المستقيم مما يشير إلى أن البواقي تتوزع طبيعياً بمتوسط يساوي الصفر.

~ الشرط الثاني - الاستقلال الذاتي للبواقي (Independence Of Residuals):

وترجع أهمية دراسة الارتباط الذاتي للبواقي في تحليل الانحدار إلى أن هذا الارتباط من شأنه أن يجعل قيمة التباين المقدر للخطأ أقل من قيمته الحقيقية. وبالتالي فإن قيمة إحصاءات الاختبار التي تعتمد على هذا التباين مثل F و T و R^2 تكون أكبر من قيمتها الحقيقية، مما يجعل القرار الخاص بجودة توفيق النموذج قرار مشكوك في صحته ويتم الحكم على مدى وجود استقلال ذاتي بين البواقي من خلال اختبار (Durbin- Watson Test)، (سليمان، 2008، ص 107) وذلك من خلال الفروض الإحصائية التالية:

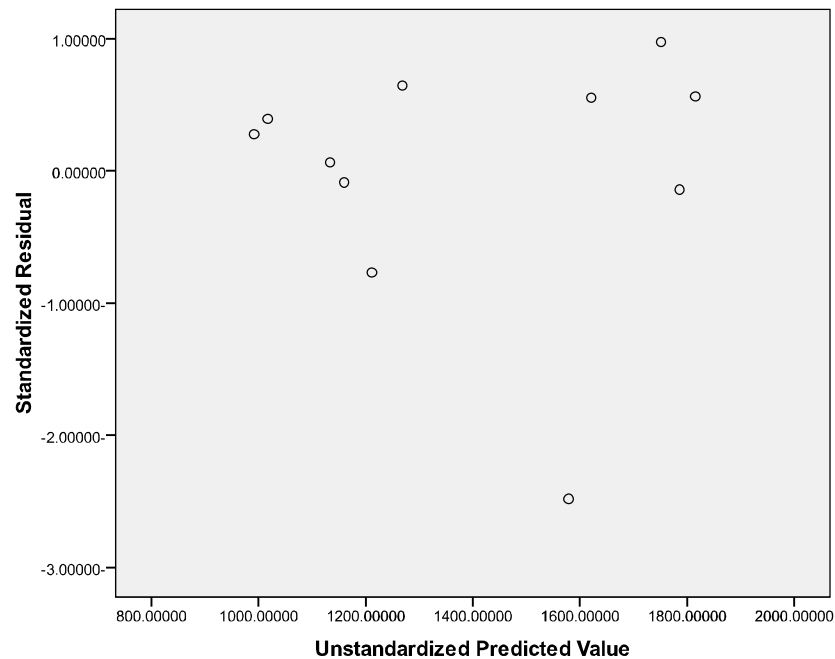
$\bar{u}$ الفرضية العدمية (H_0): يوجد استقلال بين البواقي (لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي).

$\bar{u}$ الفرض البديلة (H_1): لا يوجد استقلال بين البواقي (يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي).
ومن خلال الجدول رقم (3-15) أعلاه نجد أن قيمة هذا الاختبار الإحصائي (Durbin-Watson) تساوي (1.547) وهي أصغر من القيمة (2) وبالتالي يمكن القبول بالفرضية العدمية القائلة بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي.

~ الشرط الثالث- اختبار تجانس البواقي (Homoscedasticity):

إن عدم ثبات التباين في نموذج الانحدار من شأنه أن يترتب عليه نفس الآثار المترتبة في حال وجود ارتباط ذاتي بين البواقي. وسيتم الحكم على مدى تجانس البواقي بيانياً وذلك من خلال فحص انتشار البواقي المعيارية (standardized residual) مع القيم الاتجاهية للمتغير التابع.

شكل رقم (3-14)، انتشار البواقي المعيارية مع القيم الاتجاهية للمتغير التابع



من خلال الشكل رقم (3-14) أعلاه نلاحظ أن انتشار وتوزيع البواقي يأخذ شكل عشوائي على جانبي الخط الذي يمثل الصفر (وهو الخط الذي يفصل بين البواقي السالبة والبواقي

(الموجبة)، حيث أنه لا يمكننا رصد نمط أو شكل معين لتباين هذه البوقي وهو ما يعني أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم تجانس تباين البواقى .
وأخيراً، وعلى ضوء الاختبارات السابقة أعلاه يمكن القول أن جميع شروط اختبار صلاحية النموذج محققة مما يعني قبول النموذج الذي تمّ توفيقه للتنبؤ بسعر السهم لدى المصارف والذي هو:

$$SP_t = \beta_0 + \beta_1 * MVA_{t-1} + E_t$$

$$SP_t = 950.046 + 3.003E-8 * MVA_{t-1}$$

قيمة اختبار t (3.659) (6.457)

قيمة sig (0.005) (0.000)

وأخيراً قامت الباحثة بدراسة الأثر المتبادل (الارتباط) بين أسعار أسهم المصارف التي تمثل عينة البحث وكانت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول (3-18)، مصفوفة الارتباط بين أسعار الأسهم المدروسة.

Correlations

		السعر السوقي لسهم المصرف الدولي	السعر السوقي لسهم عودة	السعر السوقي لسهم سورية المهجر
السعر السوقي لسهم بيمو	Pearson Correlation	1	.785**	.892**
	Sig. (2-tailed)		.004	.000
	N	11	11	11
السعر السوقي لسهم المصرف الدولي	Pearson Correlation	.785**	1	.794**
	Sig. (2-tailed)	.004		.004
	N	11	11	11
السعر السوقي لسهم عودة	Pearson Correlation	.802**	.600	1
	Sig. (2-tailed)	.003	.051	
	N	11	11	11
السعر السوقي لسهم سورية المهجر	Pearson Correlation	.892**	.794**	.923**
	Sig. (2-tailed)	.000	.004	.000
	N	11	11	11

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

من خلال الجدول رقم (3-18) أعلاه يتبين وبشكل واضح الارتباط الكبير في أسعار أسهم المصارف قيد الدراسة، الأمر الذي يشير إلى تحرك أسعار القطاع المصرفي ككل باتجاه واحد. أي أن التغير في السعر السوقي لأسهم أحد المصارف لسبب ما يتبعه تغيرات في أسعار الأسهم الأخرى بنفس الاتجاه والتي قد تكون غير مبررة.

النتائج والتوصيات

أولاً - النتائج:

خلص البحث إلى جملة من النتائج أهمها:

1. حقق القطاع المصرفي في سورية نمواً مستمراً خلال السنوات الأخيرة مدعماً بمعدلات نمو الاقتصاد الوطني وتزايد مساهمة القطاع الخاص في المؤسسات المصرفية. وعلى صعيد الأداء المالي للمصارف الخاصة التقليدية، فقد شهدت المؤشرات المالية لهذه المصارف تراجعاً ملحوظاً في عام 2011 بالمقارنة مع 2010 نتيجة الأحداث الأخيرة التي تشهدها سورية والتي انعكست بشكل سلبي على أداء القطاع المصرفي.
2. تزايد مساهمة المصارف الخاصة في تطوير القطاع المالي وزيادة دورها التنموي في الاقتصاد السوري.
3. تغير في هيكلية الودائع خلال السنوات الأخيرة، حيث تزايدت حصة الودائع لأجل بصورة ملحوظة مقابل تراجع في حصة ودائع التوفير والودائع تحت الطلب.
4. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية (طردية) عند مستوى معنوية 0.05 بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف وأسعار أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية.
5. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية (طردية) عند مستوى معنوية 0.05 بين مؤشر القيمة السوقية المضافة للمصارف وأسعار أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية.
6. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 بين مؤشر القيمة الدفترية لأسهم المصارف وأسعار أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية. وهذه النتيجة تتفق مع العديد من الدراسات التي درست العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، من بينها دراسة (عبيدات، والحمود، 2010) التي أظهرت، كما ذكرنا في الإطار النظري للبحث، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم وبين أسعار أسهم المصارف التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان. بينما تخالف هذه النتيجة تلك التي توصلت إليها دراسة (Obeidat, 2009) والتي أظهرت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية للسهم وبين أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

7. لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 بين مؤشر عائد السهم للمصارف وأسعار أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية. وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (الموعد، 2005) التي أظهرت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم وبين أسعار أسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان. بينما تخالف هذه النتيجة تلك التي توصلت إليها دراسة (Obeidat, 2009) والتي أظهرت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم وبين أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

ويمكن أن يُعزى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم وبين سعر السهم إلى أحد الأسباب التالية:

§ وجود علاقة بين كل من القيمة الدفترية للسهم وعائد السهم وبين سعر السهم، إلا أن ضعف كفاءة التسعير في سوق دمشق للأوراق المالية كسوق حديثة العهد يشير إلى أن الأسعار التي تعكسها سوق دمشق للأوراق المالية لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة فيها.

§ عدم إجراء تقييم شامل للأداء المالي للمصارف عند اتخاذ القرار الاستثماري بأسهم هذه المصارف والناجم عن ضعف الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية.

8. تمكنت الباحثة من توفيق نموذج انحدار للتنبؤ بسعر السهم من خلال المتغيرات المستقلة المدروسة، وقد اعتمد النموذج بشكل أساسي على مؤشر القيمة السوقية المضافة كمتغير مستقل يفسّر (59.8%) من التغيرات التي تحدث في أسعار أسهم المصارف المدروسة. أما (40.2%) من التغيرات في أسعار الأسهم والتي لم يستطع النموذج تفسيرها فيمكن عزوها إلى جملة من الأسباب التي كان لها تأثيراً على أسعار أسهم هذه المصارف صعوداً وهبوطاً وبشكل كبير خلال الفترة المدروسة ونذكر منها:

§ تأثر أسعار أسهم القطاع المصرفي ببعضها وسلوكها نفس الاتجاه خلال الفترة المدروسة.

§ طرأت تغيرات على أسعار أسهم المصارف بسبب زيادات رؤوس الأموال للمصارف تنفيذاً للقانون رقم (3) لعام 2010.

§ وجود المضاربين الذين يبحثون عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار، وذلك من خلال استغلالهم لأي ثغرة تمكنهم من تحقيق أرباح رأسمالية مبالغ فيها.

§ طرأت تغيرات على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق بشكل عام خلال العام 2011 نتيجة الأحداث الأخيرة التي تشهدها سورية.

§ عدم وجود صناديق استثمار وبالتالي غياب دور صناع السوق في الحفاظ على توازن السوق من خلال دورهم في تحديد الأسعار في السوق.

§ اقتصرت عينة البحث على القطاع المصرفي وعلى أربعة مصارف فقط، لأسباب تمّ إيضاحها سابقاً، لذا فإن الدراسة الحالية تغفل تأثير الاستثمار بأسهم القطاعات الأخرى على أسعار أسهم القطاع المصرفي.

§ وجود متغيرات أخرى، كما ذكرنا في القسم النظري، من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالية ولم تشملها الدراسة الحالية.

ثانياً - التوصيات:

1. لا يُنصح بالاعتماد على القيمة السوقية المضافة كمؤشر وحيد في التنبؤ بأسعار الأسهم في السوق المالية.

2. العمل على دراسة متغيرات مالية أخرى لم تشملها الدراسة ومتغيرات غير مالية كالمتغيرات الاقتصادية مثلاً والتي قد يكون لها أثر على أسعار الأسهم في السوق المالية.

3. ومن واقع القطاع المصرفي في سورية وسعيًا بالمضي قدماً بهذا القطاع ليواكب المصارف العالمية توصي الباحثة بـ:

- ضرورة استخدام القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة عند قياس وتقييم

أداء المصارف نظراً لأهميتهما في تقييم الأداء المالي للمصارف من جهة، وتأثيرهما على أسعار الأسهم في السوق المالية من جهةٍ أخرى.

- حتّ الجهات المعنية بضرورة إجراء تقييم دوري للأداء المصرفي باستخدام أحدث

الأنظمة العالمية المستخدمة في تقييم الأداء ولاسيما التي تعتمد على مداخل القيمة،

ويمكن أن يتم استصدار مجلة دورية يتم من خلالها نشر نتائج تقييم الأداء لكافة

المصارف العاملة وإجراء مقارنات مع نتائج تقييم الأداء في الماضي ومع المصارف الأنداد والقطاع المصرفي ككل ومناقشة نتائج ذلك، الأمر الذي من شأنه أن يفيد إدارة المصارف على اتخاذ القرارات السليمة في المستقبل من جهة، كما يفيد المستثمرين عند اتخاذهم القرار الاستثماري في أسهم هذه المصارف من جهة أخرى.

- استمرار التطوير والتحديث في البيئة التكنولوجية للعمل المصرفي في سورية وخاصة مصارف القطاع العام في ظل عصر ثورة تكنولوجيا المعلومات التي تشهدها الساحة المصرفية، وذلك من خلال الاتجاه نحو أتمتة النظام المصرفي وهذا ما يسمح الحصول على بيانات ومعلومات مالية ذات مصداقية ودقة عالية وبسرعة.

- متابعة تطوير عملية الرقابة المصرفية بما ينسجم مع المعايير المصرفية الدولية وتعليمات لجنة بازل للرقابة المصرفية.

- الاستمرار بتأهيل الكادر الرقابي لدى مصرف سورية المركزي من خلال تنظيم دورات متخصصة في مجال الرقابة المصرفية وتقييم الأداء المصرفي وذلك من أجل تنمية المهارات والقدرات الفنية القادرة على النهوض بمتطلبات العمل الرقابي والتعامل معه بكفاءة وفاعلية.

- تفعيل تطبيق دليل الحوكمة لدى المصارف التقليدية والإسلامية العاملة في سورية، والذي أعده مصرف سورية المركزي، وذلك نظراً لأهمية الحوكمة في القطاع المصرفي من حيث تقوية الإدارة السليمة للمخاطر وزيادة فعالية توزيع الموارد وتعزيز الشفافية ووضع إطار يحكم مسؤوليات مجلس الإدارة الذي يقوم بتحديد استراتيجية المصرف وضمان حماية حقوق المودعين.

- الاستمرار باتخاذ السياسات المناسبة لتغيير هيكله الودائع لدى المصارف نحو بنية أكثر استقراراً تمهيداً لتحرير الفوائد على الودائع.

4. ومن واقع سوق دمشق للأوراق المالية، وسعيًا لتعزيز كفاءة هذه السوق وتنشيط أدائها نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير السوق ورفع مستوى كفاءتها:

- العمل على زيادة عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق لتمثل كافة أوجه النشاط الاقتصادي في سورية، فإذا ما اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم للسوق من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.
- تطوير مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، وإنشاء مؤشرات قطاعية ومتقلة بالأسهم الحرة.
- تشجيع دخول المزيد من المتخصصين أعضاء البورصة (صانعي السوق) للحفاظ على توازن السوق وذلك من خلال دورهم الرئيسي في تحديد الأسعار وتوفير النصائح والإرشاد للمتعاملين فيه ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- العمل على تعزيز دور القطاع المصرفي في تطوير سوق دمشق للأوراق المالية وذلك من خلال تطوير وتنشيط عرض الأوراق المالية، من خلال طرح وترويج أدوات مالية واستثمارية جديدة يتم تداولها في السوق وتجهيز وتطوير البنية التشريعية النازمة لتداول هذه الأدوات وتشمل:
 - الأوراق المالية التي تصدرها المصارف نفسها لتمويل عملياتها الائتمانية وتنويع مواردها مثل:
 - شهادات الإيداع (CDs).
 - السندات المتوسطة الأجل ذات الفائدة العائمة، المتحركة أو الثابتة (Floating Rate and Fixed Rate Notes).
 - السندات الأطول أجلاً (Bonds and Debentures).
 - الأوراق المالية التي تقوم المصارف بإدارة إصدارها وتسويقها لتمويل احتياجات عملائها مثل:
 - الأوراق التجارية (Commercial Papers).
 - السندات متوسطة وطويلة الأجل.
 - السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (Convertible Bonds).
 - عمليات التوريق (Securitization) بما في ذلك تحويل القروض المصرفية إلى أسهم (Debt-Equity Conversion).
- تحديث الإطار التشريعي والقانوني بهدف تعزيز الثقة في السوق وذلك من خلال:

§ متابعة الأنظمة الخاصة بعمل الأسواق المالية وبخاصة في الدول العربية، وأحدث التعديلات التي تطرأ عليها، وتقديم الاقتراحات لتعديل الأنظمة والتعليمات الخاصة بعمل السوق.

§ تجهيز وتطوير البنية التشريعية النازمة لتداول أدوات مالية جديدة. ووضع التشريعات النازمة لعمل الصناديق الاستثمارية.

§ العمل على تطوير تعليمات الاستثمار وتداول العرب والأجانب بما يتناسب مع خدمة مصلحة الاقتصاد الوطني بالشكل الأمثل ويؤدي إلى جذب محافظ استثمارية عربية وأجنبية.

- تعزيز الشفافية والإفصاح في الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال:

§ استمرار رقابة هيئة الأوراق والأسواق المالية على مستوى التزام الشركات بالمعايير المحاسبية الدولية وخاصة فيما يتعلق بالإفصاح المحاسبي.

§ الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتبعة من قبل الشركة، وذلك لتمكين المستثمر من أخذ صورة صحيحة عن أداء المنشأة ومعرفة سبب انخفاض ربحية الشركة أو ارتفاعها، بما يضمن اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

§ تشجيع إنشاء شركات متخصصة تتسم بالكفاءة والموضوعية والاستقلالية تقوم بتحليل معمق لنتائج أعمال الشركات وتنتشر نتائج وتوصيات أبحاثها في وسائل الإعلام لإرشاد وتنقيف المستثمرين.

§ زيادة مستوى الإفصاح في الشركة عن القرارات المالية والإدارية لما له من أثر جوهري على سلوك المستثمرين وقراراتهم الاستثمارية طويلة الأجل، بالإضافة إلى الأثر الذي قد تلعبه في جذب المزيد من المستثمرين المرتقبين.

- تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها من أجل تنمية وتطوير الطلب على الأوراق المالية وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري وذلك من خلال:

§ إصدار مجلات علمية متخصصة بشكل دوري تتضمن تحليل يتسم بالعمق في شأن بعض المنشآت أو الصناعات، بالإضافة إلى تقارير تبحث في التطور الذي طرأ على قطاع ما من قطاعات الاقتصاد، وآراء وتوقعات المحللين الاقتصاديين والماليين بشأن الظروف المستقبلية في مجال المال والأعمال.

§ عقد مزيد من المحاضرات والندوات التدريبية لمختلف الفعاليات والشرائح المهنية والعمرية في سورية بهدف توسيع شريحة جمهور المستثمرين في السوق.

§ إصدار المزيد من النشرات الدورية كالربعية والنصف سنوية إضافة للكتيبات التعليمية والبروشورات المتخصصة.

§ رفع كفاءات الموظفين لدى السوق من خلال عقد الدورات التدريبية الداخلية والخارجية.

4. وأخيراً توصي الباحثة بإجراء دراسة ذات ثلاثة مداخل تتمثل ملامحها الأساسية من خلال دراسة أثر كل من كفاءة البورصة ومؤشرات الأداء المالي للشركات والعوامل الذاتية التي تؤثر على دوافع إقبال المستثمرين على الأسعار السوقية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك للتوصل إلى مدخل مقترح لتقويم الأسعار للأسهم، الأمر الذي من شأنه أن يعين إدارة البورصة وإدارة الشركة المصدرة والمتعاملين في الأوراق المالية على تقويم الأسعار السوقية للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وبالتالي تسهيل مهمة قيام كل طرف من الأطراف باتخاذ ما يلزم من إجراءات لضمان تحقيق مصالحه الحالية والمستقبلية بكفاءة وفاعلية على قاعدة خصبة ورصينة من التنسيق والتكامل والانسجام.

قائمة المراجع (References)

أولاً- المراجع العربية:

- القرآن الكريم، سورة البقرة.

1. الكتب:

- آل شبيب، دريد، (2009)، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- آل شبيب، دريد، (2009)، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- التميمي، أرشد، (2006)، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- جبار، محفوظ، (2002)، الأوراق المالية في البورصات، دار هومة، الجزائر.
- جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، (2006)، المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، الأردن.
- حشاد، نبيل، (2005)، دليلك إلى إدارة المخاطر المصرفية موسوعة بازل2، الجزء الثاني، اتحاد المصرف العربية، بيروت، لبنان.
- حماد، طارق عبد العال، (1999)، تقييم أداء البنوك التجارية- تحليل العائد والمخاطرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.

- حماد، طارق عبد العال، (2006)، التحليل الفني والأساسي، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- حماد، طارق عبد العال، (2008)، دليل تطبيق المعايير المحاسبية الدولية والمعايير العربية المتوافقة معها، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار، (2000)، الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم -سندات وثائق الاستثمار - الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- حنفي عبد الغفار، (2003)، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار، (2004)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- حنفي، عبد الغفار، (2007)، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة - بميك، (2007)، البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار، مركز الخبرات المهنية للإدارة، مصر.
- خلف، فليح، (2006)، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن.
- الدهراوي، كمال، (2006)، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر.
- الربيعي، حاكم، وراضي، حمد، (2011)، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- الزرري، عبد النافع، وفرح، غازي، (2001)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- السعيد، جمعة فرحات، (2000)، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية.
- سليمان، أسامة، (2008)، التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS، كلية التجارة، جامعة المنوفية، القاهرة، مصر.
- السيسي، صلاح، (1998)، نظم المحاسبة والرقابة وتقييم الأداء في المصارف والمؤسسات المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، لبنان.
- الشعار، محمد نضال، (2005)، أسس العمل المصرفي الإسلامي والتقليدي، الجندي للطباعة والنشر، حلب، سورية.
- الشماع، خليل، (2008)، طبيعة المصرف المعاصر ودوره في الاقتصاد الوطني، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، معهد التدريب المالي والمصرفي، دمشق، سورية.
- شموط، مروان، وعبود، كنجو، (2008)، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة.
- الشواور، فيصل، (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- عبادة، ابراهيم، (2008)، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- العريبي، عصام، (2001)، دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية والبورصات، دار الرضا للنشر، دمشق، سورية.
- العريبي، نضال، وعبد الرحمن، مرعي، (2006)، شركات الأموال، جامعة دمشق، سورية.
- عناني، محمد، (2009)، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر.
- فاخر، حيدر، (2002)، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- فهد، نصر، (2009)، أثر السياسات الاقتصادية في أداء المصارف التجارية، دار صفاء، عمان، الأردن.
- القصاص، خليل، (2010)، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي وإعداد الموازنات التقديرية، اتحاد المصارف العربية، لبنان.
- لطفي، أمين، (2005)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- لطفي، أمين، (2008)، علاقة المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية وتقارير المراجعة بكفاءة سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، (2001)، تمويل الأعمال والإدارة المالية، مطابع شمس، عمان، الأردن.
- مطاوع، سعد، (2001)، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة- الاسكندرية، مصر.

- معروف، هوشيار، (2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.
- النعيمي، عدنان، والتميمي، أرشد، (2008)، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.
- النعيمي، عدنان، والتميمي، أرشد، (2008)، التحليل والتخطيط المالي - اتجاهات معاصرة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن.
- هندي، منير، (2003)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر.
- هندي، منير، (2006)، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف، الاسكندرية، مصر.

2. كتب مترجمة للغة العربية:

- فتوح، محمود، وعبد الكريم، محمد، (2010)، الإدارة المالية - مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية-، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، سورية. المؤلف Brigham, Eugene F.

3. الأطروحات العلمية:

- رومية، ميساء، (2012)، إمكانية تطبيق نموذج تصنيف السمات المعروف بـ CAMEI في تقييم الأداء المصرفي في سورية (الواقع والتحديات)، أطروحة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.

- شراب، صباح، (2006)، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، أطروحة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- طلبه، أميرة، (2008)، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم، أطروحة ماجستير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر.
- عبيدات، سامر، (2008)، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في بورصة عمان، أطروحة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
- عشي، عادل، (2001)، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (قياس وتقييم)، أطروحة ماجستير منشورة، جامعة محمد خيضر بيسكرة، الجزائر.
- كعدان، حسان، (1997)، الرقابة وتقييم الأداء في القطاع المصرفي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
- لايقة، رولا ،(2007)، القياس والإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف ودورهما في ترشيد قرارات الاستثمار-دراسة تطبيقية على المصرف التجاري السوري-، أطروحة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سورية.
- مباركي، سامي، (2003)، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، أطروحة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر - باتنة، الجزائر.

- الموعد، محمود، (2005)، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم بالتطبيق على بورصة عمان للأوراق المالية، أطروحة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
- ناصر، سالم، (2009)، التحليل المالي وأثره على سياسات الإقراض في المصارف المتخصصة-دراسة تطبيقية في المصرف التجاري السوري-، أطروحة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.

4. الدوريات والمجلات:

- أحمد، مالك الرشيد، (2005)، مقارنة بين معياري (CAMEL) و (CAEL) كأدوات حديثة للرقابة المصرفية /الميزات وعيوب التطبيق: كيف يستخدم معيار (CAMEL) في قياس أداء فروع المصرف وتصنيفها، مجلة المصرفي، العدد 35.
- الجاعوني، فريد، (2008)، أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد في دراسة أهم المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والديمقراطية المؤثرة في معدل الولادات الكلية) دراسة تطبيقية من واقع بيانات تقرير التنمية البشرية لعام 2006 لـ 177 دولة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 24، العدد 2 .
- حمدان، علام، (2012)، أثر هيكل الملكية في مستوى الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات وأثرها في أداء المصارف الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 2.
- خشارمة، حسين علي، (2003)، مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المندمجة في الأردن، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، مجلد 17.

- خضر، حسان، (2004)، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27.
- الخولي، هالة، (2000)، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 56.
- زيود، لطيف، والأمين، ماهر، والمهندس، منيرة، (2005)، تقويم أداء المصارف باستخدام أدوات التحليل المالي-دراسة ميدانية في المصرف الصناعي السوري- مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية: سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 4 العدد 27.
- شبلي، عبد الحسين، (2009)، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 6، العدد 23.
- صالح، مفتاح، وفريدة، معارفي، (2009)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد (7).
- صيام، وليد زكرياء، (2003)، تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية للسهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مجلة الاقتصاد والإدارة، مجلد 17، العدد 1.

- الظاهر، مفيد، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم السوقي -دراسة تطبيقية على عينة من البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة جامعة بيت لحم، العدد 22.
- عبيدات، سامر، والحمود، صفاء، (2010)، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية، العدد 46.
- قبلان، حسين، 2011، مؤشرات أسواق الأوراق المالية-دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11.
- قريشي، محمد، (2004)، تقييم أداء المؤسسات المصرفية - دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية خلال الفترة 1994-2000، مجلة الباحث، العدد 3.
- هواري، سويس، (2009)، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 7.

5. المنشورات والإصدارات:

- بنك الاسكندرية (2003)، إدارة المخاطرة، إدارة البحوث والترجمة، النشرة الاقتصادية، المجلد 35، مصر.
- سوق دمشق للأوراق المالية، التقرير السنوي 2011.
- الكراسنة، ابراهيم، (2006)، أطر أساسية ومعاصرة في الرقابة على البنوك وإدارة المخاطر، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية.

6. المراجع الالكترونية:

- السعيد، بركة، وسمير، مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، من <http://www.iefpedia.com>
- سوق دمشق للأوراق المالية، [http:// www.dse.sy](http://www.dse.sy)
- العبسي، سعيد، (2008)، أهمية مؤشرات قياس أسعار الأسهم، من <http://jps-dir.com>
- قدومي، نائر، و الكيلاني، قيس، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، من <http://webcache.googleusercontent.com>
- مركز توعية المستثمر-الهيئة العامة لسوق المال المصرية، (2008)، دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركة على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة"، مصر، من <http://www.cma.gov.eg>
- مصرف سورية المركزي، <http://www.banquecentrale.gov.sy>
- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، [http:// www.scfms.sy](http://www.scfms.sy)

ثانياً- المراجع الانكليزية:

1.Books:

- Cahill, Michael, (2003), Analyzing Companies and Valuing Shares. How To Make The Right Investment Decision, FT Prentice Hall, Great Britain, Bell and Bain LTD, Glasgow.
- Cecchetti, Stephen G,(2008), Mony, Banking, and Financial Markets, second edition-McGraw-Hill, New York, USA.

- Hurbner, Georges,(2005), Measuring Operational Risk In Financial Institutions, Maastricht University, the Netherland.
- Kieso, Donald E, and weygandt, Jerry J, (2007), Intermediate Accounting, John Wiley & Sons inc.
- Koch, Timothy W, and Macdonald, S.Scott, (2010), Bank Management, South-Western, Cengage learning, seven edition,USA.
- Roger Cole,(2000), Principles For The Management Of Credit Risk, Federal Reserve Board, Washington.
- Ross, Stephen A, and Westerfield, Randolph W ,(2008), Modern Financial Management, Mc GRAW-HILL , international edition, USA.
- Van horne, James C, and Wachowics, John M, (2005), Fundamentals Of Financial Management, twelfth edition, FT Prentice Hall,UK.
- Wachowics, John M, (2005), Fundamentals Of Financial Management, 12th edition, Prentice Hall.
- Williams, Jan R, and Haka, Susan F, (2008), Financial Management Accounting, Mc GRAW.Hill international edition, fourteenth edition, USA.
- Wyss,O' Neill, (2001), Fundamentals Of Stock Market , McGraw-Hill, USA .

2.Researches and Conferences and Articles:

- Issham, Ismail, (2011), The ability of EVA (Economic Value Added) Attributes In Predicting Company Performance, African Journal Of Business Management Vol. 5,N0.12.
- MIHAILESCU, Laurentiu and POPA, Gabriela, (2009), EVA – Advanced Method For Performance Evaluation In Banks, The Ninth International Conference ,Investments and Economic Recovery, Romania.

-Obeidat, M,(2009), The Internal Financial Determinants of Common Stock Market Price: Evidence from Abu Dhabi Securities Market, Journal of Economic & Administrative Sciences, United Arab Emirates, Vol. 25,No.1.

-AL-Omar, H; AL-Mutairi, A, (2008), The Relationship Between The Kuwaiti Bank Share Prices and their Performance Industrial, Scientific Journal of King Faisal University (Humanities and Management Sciences), Kingdom of Saudi Arabia, Vol. 9, No. 1.

-Sahajwala, Ranjana, and Bergh, Paul Vanden, (2000), Supervisory Risk Assessment and Early Warning System, Basel Committee On Banking Supervision: working papers(4).

-Vasilescu, Laura, and Popa, Ana, 2009, Economic Value Added and Market Value Added - Measures for Financial Performance of Firms, Bulletin UASVM Horticulture, V. 66, No.2.

3.Publishes:

-European Central Bank, (2010), Beyond ROE How To Measure Bank Performance ,appendix to the report on Eu Banking Structures.

-World Federation of Exchanges, annual report 2001, Paris: March 2002.

4.Internet websites:

-Fraker, Gregory T, (2006), Using Economic Value Added (EVA) to Measure and Improve Bank Performance-paper writing Contest from [http:// www.rmaaz.org](http://www.rmaaz.org)

-International Accounting Standards Board, (2009), Amendments to IFRS 7 Financial Instruments: Disclosures, from <http://www.iasb.org>

-Sarker,abdul Awwal, Camels Rating System In The Context Of Banking: Aproposed"S" For Shariah Framework, from <http://www.microfinancegateway.org>

-Schemering, Stephen C,(2001), Uniform Financial Institutions Rating System, from <http://www.federalreserve.gov>

الملاحق (Annexes)

جدول رقم (1)، حقوق الملكية للمصارف المدروسة.

التاريخ	بنك بيمو السعودي الفرنسي	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنك عودة - سورية	بنك سورية والمهجر	الإجمالي
الربع الثاني-2009	4,214,840,078	4,334,629,564	3,241,377,859	3,991,893,700	15,782,741,201
الربع الثالث-2009	4,359,178,987	4,534,717,572	5,906,145,931	4,145,385,615	18,945,428,105
الربع الرابع-2009	4,406,799,921	4,760,322,561	6,129,618,553	4,395,425,533	19,692,166,568
الربع الأول-2010	4,573,134,748	4,976,956,323	6,340,221,201	4,519,614,048	20,409,926,320
الربع الثاني-2010	4,799,825,849	6,847,118,296	6,562,748,177	4,772,972,946	22,982,665,268
الربع الثالث-2010	4,922,831,583	7,053,482,937	6,803,213,918	4,920,516,988	23,700,045,426
الربع الرابع-2010	5,073,795,527	7,305,159,553	6,863,687,692	5,116,253,131	24,358,895,903
الربع الأول-2011	5,241,723,268	7,565,163,929	6,960,317,694	5,331,944,358	25,099,149,249
الربع الثاني-2011	5,499,321,042	7,315,815,797	7,214,804,387	5,452,265,064	25,482,206,290
الربع الثالث-2011	7,033,640,881	7,548,616,083	7,237,531,284	5,600,774,417	27,420,562,665
الربع الرابع-2011	7,020,904,980	7,813,807,343	6,967,585,636	5,646,207,704	27,448,505,663

جدول رقم (2)، صافي الربح للمصارف المدروسة.

التاريخ	بنك بيمو السعودي الفرنسي	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنك عودة - سورية	بنك سورية والمهجر	الإجمالي
الربع الثاني-2009	501,799,634	424,092,756	270,312,605	343,223,570	1,539,428,565
الربع الثالث-2009	616,142,893	853,429,183	393,231,808	468,070,666	2,330,874,550
الربع الرابع-2009	661,204,477	849,785,753	624,544,195	635,976,310	2,771,510,735
الربع الأول-2010	163,572,327	216,633,762	143,596,302	151,963,071	675,765,462
الربع الثاني-2010	387,968,428	455,958,310	339,398,655	334,410,738	1,517,736,131
الربع الثالث-2010	502,693,462	662,504,213	510,181,883	507,771,985	2,183,151,543
الربع الرابع-2010	667,803,106	914,474,357	681,628,658	712,548,262	2,976,454,383
الربع الأول-2011	171,912,116	260,722,616	135,592,707	221,166,289	789,393,728
الربع الثاني-2011	431,773,105	511,104,306	346,228,824	339,567,710	1,628,673,945
الربع الثالث-2011	671,092,854	743,811,411	410,642,548	511,226,473	2,336,773,286
الربع الرابع-2011	659,504,453	1,009,017,399	114,396,570	570,491,247	2,353,409,669

جدول رقم (3)، عدد الأسهم للمصارف المدروسة.

التاريخ	بنك بيمو السعودي الفرنسي	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنك عودة - سورية	بنك سورية والمهجر	الإجمالي
الربع الثاني-2009	5,000,000	6,000,000	2,500,000	6,000,000	19,500,000
الربع الثالث-2009	5,000,000	6,000,000	2,875,458	6,000,000	19,875,458
الربع الرابع-2009	5,304,110	6,000,000	3,410,959	6,000,000	20,715,069
الربع الأول-2010	6,500,000	6,000,000	5,000,000	6,000,000	23,500,000
الربع الثاني-2010	6,500,000	7,333,333	5,350,000	7,200,000	26,383,333
الربع الثالث-2010	6,500,000	8,222,222	5,350,000	7,200,000	27,272,222
الربع الرابع-2010	7,410,000	8,666,667	5,350,000	7,200,000	28,626,667
الربع الأول-2011	7,410,000	10,000,000	5,350,000	7,200,000	29,960,000
الربع الثاني-2011	7,410,000	50,000,000	5,724,500	8,000,000	71,134,500
الربع الثالث-2011	8,036,154	50,000,000	5,724,500	8,000,000	71,760,654
الربع الرابع-2011	8,524,055	50,000,000	5,724,500	8,000,000	72,248,555

جدول رقم (4)، السعر السوقي لأسهم المصارف المدروسة.

التاريخ	بنك بيمو السعودي الفرنسي	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنك عودة - سورية	بنك سورية والمهجر	السعر السوقي المرجح
الربع الثاني-2009	1168.00	1462.00	1365.50	1078.00	1000.00
الربع الثالث-2009	1238.00	1411.00	1626.00	1100.00	1135.85
الربع الرابع-2009	1607.00	1400.00	1952.00	1118.84	1446.69
الربع الأول-2010	1795.77	1690.94	2500.00	1405.62	1774.07
الربع الثاني-2010	2109.00	1425.85	2605.00	1605.42	2020.85
الربع الثالث-2010	2131.95	1507.36	2750.07	1603.53	1970.54
الربع الرابع-2010	1795.50	1500.00	2720.00	1575.00	1747.18
الربع الأول-2011	1173.67	1347.20	2585.34	1393.92	894.12
الربع الثاني-2011	929.00	194.00	1564.80	756.19	1151.23
الربع الثالث-2011	804.50	143.00	1579.00	875.00	1125.76
الربع الرابع-2011	670.44	139.51	1597.00	875.00	1068.45

جدول رقم (5)، عائد السهم للمصارف المدرسة.

التاريخ	بنك بيمو السعودي الفرنسي	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	بنك عودة-سورية	بنك سورية والمهجر
الربع الثاني-2009	100.21	70.68	108.13	56.91
الربع الثالث-2009	123.01	104.01	136.75	77.49
الربع الرابع-2009	124.16	141.63	183.1	105.37
الربع الأول-2010	25.1	36.11	28.72	25.35
الربع الثاني-2010	59.55	62.36	63.44	46.34
الربع الثالث-2010	77.06	80.72	95.36	70.48
الربع الرابع-2010	89.83	105.62	127.41	98.71
الربع الأول-2011	23.38	26.00	25.34	30.78
الربع الثاني-2011	58.69	10.21	60.48	42.61
الربع الثالث-2011	83.97	14.87	71.73	64.05
الربع الرابع-2011	77.89	20.17	19.98	71.30

جدول رقم (6)، متغيرات الدراسة.

التاريخ	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		
		عائد السهم المرجح	القيمة الدفترية المرجحة	القيمة الاقتصادية المضافة المرجحة
ربع 3-2009	1000.00	78.95	809.37	484,179,043
ربع 4-2009	1135.85	117.27	953.21	772,175,825
ربع 1-2010	1446.69	133.79	950.62	960,406,319
ربع 2-2010	1774.07	28.76	868.51	343,774,070
ربع 3-2010	2020.85	57.53	871.11	796,138,860
ربع 4-2010	1970.54	80.05	869.02	1,182,746,279
ربع 1-2011	1747.18	103.97	850.92	1,571,581,498
ربع 2-2011	894.12	26.35	837.76	341,541,028
ربع 3-2011	1151.23	22.90	358.23	270,667,519
ربع 4-2011	1125.76	32.56	382.11	59,595,740
ربع 1-2012	1068.45	32.57	379.92	128,362,740-