



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

Université kasdi merbah - Ouargla

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

Faculté des sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion

قسم العلوم التجارية

Département des Sciences Commerciales



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية

تخصص: محاسبة وجباية

بعنوان:

أثر المعلومات المالية على ترشيد القرارات الاستثمارية  
دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية 2009-2010

من إعداد الطالب: عبد القادر دشاش

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: .....

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور	إلياس بن ساسي	أستاذ محاضر أ جامعة ورقلة	رئيسا
الاستاذ الدكتور	مسعود صديقي	أستاذ جامعة ورقلة	مشرفا
الدكتور	سويسي الهواري	أستاذ محاضر أ جامعة ورقلة	مناقشا
الدكتور	دادن عبد الغني	أستاذ محاضر أ جامعة ورقلة	مناقشا

السنة الدراسية 2012/2013

## الإهداء

الى من قال فيهما الله تعالى « وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا...»

والذي الكريم كم كان ليفرح حين يراني اتم هذا العمل اللهم اغفر له وارحمه

والدتي الكريمة التي غمرتني دوما بحبها وحنانها إلى من كان دعاءها نورا يضيء كل شئ الى التي صبرت علي

وأذاقتني من صبرها اللهم احفظها لي وارعاها واعني على برها

الى كل من علمني حرفا وأخص بالذكر معلمي للقرآن الطالب محمد فروحات

الى كل من اهتم لامري

إلى كل فرد من عائلة دشاش وعائلة شبيوعات كل واحد باسمه ...

الى اخوتي الذي لم تلدهم أمي يوسف ياسين رشيد

إلى كل أصدقائي وزملائي أخص بالذكر بوبكر، بلقاسم، عمار، كمال، ملين، يوسف، ابراهيم، رمضان، الحاج،

حمزة، مسعود ...

إلى كل أساتذتي في جميع الأطوار ...

إلى كل باحث وطالب علم ...

أهدي هذا العمل المتواضع

## شكر و عرفان

الحمد لله الذي أعانني وأمدني بالقوة والصبر لإتمام هذا العمل المتواضع

ولا يسعني إلا أن اسجد لله شكراً وحمداً على توفيقه لي، وأذكر لأهل الفضل كل

جميل وحسن صنيع.

شكر خالص الى والدي التي طالما حرصت على انهاء هذا العمل

شكر خاص الى أستاذي الفاضل أ.د/ مسعود صديقي على توجيهاته ووقفاته طيلة فترات انجاز هذا العمل

شكر موصول للسادة اعضاء لجنة المناقشة على قبولهم تقويم العمل

الى الأساتذة الاكارم على مساندتهم لي في عملي وأخص بالذكر: بن بلغيث مداني، بختي أبراهيم، عزاوي

أعمر، عبدالوهاب دادن، أحمد بضياف، سعيد هتهات، سليم جابو، عباي عبان.

كما اشكر من سهر معي الى غاية كتابة هذه الاسطر واخص بالذكر: خير الدين، علاء، بدر الزمان، الياس،

عبدالمجيد، يوسف، نبيل، هشام، عبد الباقي، وكل أعضاء دفعة ماجستير محاسبة وجباية.

وأخيراً أشكر كل من ساعدني من قريب ومن بعيد على انجاز هذا العمل

## الملخص

نهدف من خلال هذه الدراسة الى ابراز مدى تأثير المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات والمعلومات المالية المتداولة في السوق على ترشيد القرارات الاستثمارية بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث افترضنا بان المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية والمتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية تؤثر على القرار الاستثماري بسوق الكويت للأوراق المالية ولتحقيق هذا الهدف قمنا بتأصيل نظري للإفصاح المحاسبي ومقوماته وانواعه وكذلك تناولنا مفاهيم للمعلومات المالية وخصائصها، لذلك أجرينا دراسة ميدانية لسوق الكويت للأوراق المالية على مجموعة من القطاعات خلال الفترة الممتدة من 2009 الى 2010، حيث قمنا باختبار مستوى كفاءة السوق عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 01/02/2006 - 2010/12/31 ومدى ارتباط المعلومات المالية بالقيمة السوقية للسعر السهم وقمنا باختبار فرضيات الدراسة عند مستوى الدلالة 5% فتوصلنا الى ان هناك تأثير للمعلومات المالية على القرار الاستثماري كما ان المعلومات المالية الواردة في القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق الكويت أكثر تأثيراً من المعلومات المتداولة في السوق.

الكلمات المفتاحية: المعلومة المالية، القوائم المالية، القرارات الاستثمارية، الإفصاح، كفاءة السوق المالي، سوق الكويت للأوراق المالية.

## Abstract

We aim through this study to highlight the impact of the financial information disclosed in the financial statements of companies and financial information circulating in the market on rationalize investment decisions at Kuwait Stock Exchange with a Assuming that financial information disclosed in the financial statements and traded on the Kuwait Stock Exchange affect the decision investment market at Kuwait Stock Exchange. To achieve this goal we discussed the theoretical side of disclosure accounting and its components and types as well as we dealt with the concepts of financial information and characteristics, so we did a field study of the Kuwait Stock Exchange on a range of sectors during the period from 2009 to 2010, where we tested the level of market efficiency at low level during the period from 02/01/2006 - 31/12/2010 and the relevance of financial information market value of the share price, we tested hypotheses at the level of 5%, we found out that there is an effect of the financial information on the investment decision as we found also that the financial information contained in the financial statements of the companies included in the KSE more influential than information circulating in the market.

Key words: financial information, financial statements, investment decisions, discloser, the efficiency of the financial market, the Kuwait Stock Exchange.

## المقدمة:

تعتبر المحاسبة من أهم المجالات التي تقوم بدور فعال في ترشيد القرارات الاستثمارية وحتى يتحقق ذلك لابد أن تتمتع المعلومات التي تقدمها المحاسبة بقدر من الافصاح و الشفافية حتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة تساهم في زيادة وتدعيم كفاءة السوق المالي لذا نجد انه هناك العديد من الجهات المهتمة بتوفير قدر لازم من المعلومات المالية لخدمة أسواق المال في دول العالم وخاصة تلك المعلومات ذات التأثير على قرارات الاستثمار بهدف تدعيم ثقة المستثمرين في الشركات المدرجة في الأسواق المالية.

في ظل مايشهده العالم من تحولات كبيرة وهائلة ومتسارعة في شتى المجالات بسبب العولمة وتوجه العالم نحو التوحيد لذلك تبرز الحاجة الى ضرورة تفعيل دور المعلومة المالية لتسهم بصورة أكثر فعالية نحو تحقيق الأهداف وترشيد قرارات الاستثمار لتتماشى مع متطلبات الافصاح؛ وحتى تتمكن الأسواق المالية من القيام بدورها يجب ان تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية والتي تركز على وجود نظام فعال للمعلومات بحيث يضمن تدفق هذه المعلومات في كل الأوقات بأقل تكلفة ممكنة حتى تكسب ثقة المستثمر ومن ثم التأثير على القرارات الاستثمارية له وفي هذا الإطار جاءت هذه المذكرة لمعالجة الإشكالات التالية:

### مامدى تأثير المعلومات المالية على ترشيد قرارات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية؟

ومن خلال هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح الأسئلة الجزئية الآتية:

- مامدى تأثير المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على القيمة السوقية لسعرللسهم؟
- مامدى تأثير المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية على القيمة السوقية لسعرللسهم؟
- هل المعلومات المالية المتداولة في السوق المالي أكثر تأثير على القيمة السوقية لسعر السهم من المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية؟
- هل تعد سوق الكويت للأوراق المالية كفاء عند المستوى الضعيف؟

## فرضيات البحث

لمعالجة إشكالية البحث نحاول اختبار صحة الفرضيات التالية:

### الفرضية الرئيسية:

يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية على قرارات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية.

- ✓ **الفرضية الأولى:** يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المفصح عنها من القوائم المالية على قرارات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية؛
- ✓ **الفرضية الثانية:** يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية على قرارات المستثمرين؛
- ✓ **الفرضية الثالثة:** يعد تأثير المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر من تأثير المعلومات المالية المفصح عنها من القوائم المالية على قرارات المستثمرين؛
- ✓ **الفرضية الرابعة:** تعد سوق الكويت للأوراق المالية كفاءة عند المستوى الضعيف

### أهداف البحث

يسعى هذا البحث لتحقيق الأغراض التالية:

- ✓ محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة.
- ✓ تحديد أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة بسوق الكويت للأوراق المالية.
- ✓ تقييم أهمية المعلومات المالية في ترشيدها لقرارات الاستثمارية في ضوء احتياجات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية؛

### أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث في التقليل من حدة المخاطر المصاحبة لقرارات الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الكويت للأوراق المالية من خلال إيجاد أهم المعلومات المالية المؤثرة على القيمة السوقية لسعر السهم والافصاح عنها بكل شفافية وتسهيل فهمها للمستثمرين، كما تتمثل أهمية البحث في توفير قاعدة بيانات معرفية للدولة تمكنها من الحكم على كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية.

### مبررات اختيار الموضوع

تتجلى مبررات اختيار الموضوع من خلال:

### 3-1 أسباب موضوعية:

- الأهمية البالغة للإفصاح عن المعلومة المالية في ظل الظروف الحالية للأسواق المالية.
- الأتجاه نحو التوحيد الدولي يتطلب توحيد الإفصاح المحاسبي للمعلومات المالية.
- أهمية المعلومات المالية للمتعاملين الاقتصاديين بغية ترشيد قرار الاستثمارات.
- - إبراز الدور الإيجابي للأسواق المالية وما يمكن أن يقع في هذه الأخيرة من مخاطر

### 3-2 أسباب ذاتية:

- الرغبة في البحث في مجال الاسواق والمالية.
- محاولة التحكم بأكثر عدد ممكن في الظواهر المالية باستعمال الطرق والنماذج الرياضية.

### حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في:

- 1 - حدود مكانية: تمت هذه الدراسة فيسوق الكويت للأوراق المالية.
- 2 - حدود زمانية: تمت دراسة الكفاءة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006 - 2010.
- 3 - حدود زمانية: تمت دراسة اثر المعلومات المالية على القيمة السوقية للسعر السهم في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2009 - 2010.

### المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، تم المزج

بين منهجين:

- سوف نعتمد على المنهج الوصفي الذي يد خلف إطار المنهج الاستقرائي استناداً إلى الطبيعة الموضوع وذلك بالتطرق إلى ما كتب في مجال السوق المالي في الكتب والابحاث والمقالات للوقوف على المعلومات المالية وكذا المفاهيم المختلفة للإفصاح المحاسبي.

- ولقد استعملنا مبنينا لأدوات المتاحة، بغرض تطبيق المنهج الاستقرائي\_الوصفي؛ الذي درسنا الجزء  
 ليعمم النتائج المتوصل إليها على الكل، دراسة ميدانية من خلال معالجة مجموعة من المعلومات المأخوذة من  
 القوائم المالية للشركات والمتداولة في السوق، وأخيرًا تحليل البيانات المجمعة باستخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- 1- نموذج الخطأ المعياري لترتيب المتغيرات
- 2- معامل الارتباط لقياس قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع
- 3- المتوسطات الحسابية لقياس متوسط المعلومات المالية الواردة في التقارير المالية المستخرجة من سوق الكويت للأوراق المالية
- 4- الانحرافات المعيارية لحساب الخطأ المعياري الذي يعتبر أساسًا لحساب معاملات الاختلاف
- 5- معاملات الاختلاف لقياس الأثر المتغيرات على المتغير التابع
- 7- اختبار الكفاءة وذلك باستخدام تقنية السلاسل الزمنية.

### خطة وهيكل البحث:

للإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية المتعلقة بما سنقوم بتقسيم هذه الدراسة إلى مقدمة،  
 ثلاثة فصول وخاتمة

المقدمة : تتضمن المقدمة العناصر المنهجية التي يفترض أن تحتويها مقدمة كل بحث، سواء فيما يتعلق  
 بالإشكالية، الفرضيات، أهمية وأهداف الدراسة، أسباب اختيار الموضوع ، المنهج المتبع... الخ

### الفصل الأول بعنوان: المعلومات المالية وأسس الإفصاح عنها

يتطرق هذا الفصل إلى مفاهيم حول الإفصاح المحاسبي وأنواعه وجذوره التاريخية بالضافة إلى المعلومات المالية  
 مفاهيمه وخصائصه، ويحتوي على مبحثين وهما:

➤ المبحث الأول: الإفصاح المحاسبي

➤ المبحث الثاني: المعلومات المالية

### الفصل الثاني بعنوان: القرارات الاستثمارية بسوق الكويت للأوراق المالية



يهدف هذا الفصل إلى إبراز مفاهيم حول السوق المالي وأنواعه وخصائصه ووظائفه وكفاءة السوق المالي ومفاهيم حول الاستثمار المالي وادواته واسس اتخاذ القرار الاستثماري، ويحتوي على مبحثين وهما:

➤ **المبحث الأول:** المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية

➤ **المبحث الثاني:** المفاهيم الأساسية للاستثمار المالي

**الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لتأثير المعلومات المالية على القرار الاستثماري في سوق الكويت للأوراق المالية**

يهدف هذا الفصل إلى اختبار الكفاءة في سوق الكويت للأوراق المالية ودراسة مدى تأثير المعلومات المالية على القيمة السوقية للسعر السهم، ويحتوي على مبحثين وهما:

➤ **المبحث الأول:** دراسة الكفاءة لسوق الكويت للأوراق المالية

➤ **المبحث الثاني:** مدى تأثير المعلومات المالية على ترشيد القرارات الاستثمارية بسوق الكويت

للأوراق المالية

**الخاتمة:** تتضمن الخاتمة ملخص للدراسة و الإجابة على الإشكالية ونتائج اختبار الفرضيات وكذا أهم النتائج المتوصل إليها و التوصيات المقترحة.

### الدراسات السابقة

وتتناول الدراسات التي تطرقت إلى العلاقة بين المعلومات المالية وقرارات الاستثمار في أسهم المؤسسات سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

### **1-دراسة عبد البديع (2001)**

المالية

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار قدرة المعلومات

(التقارير السنوية والتقارير الفترية) والمعلومات من مصادر أخرى (الوسطاء الماليين، البورصة، الصحف المالية) في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسهم الواحد اتالاقتصادية بالنسبة لمستثمر مؤسس (Institutional Investor) ذو مهنة معينة؛ وقد اعتمدت الدراسة علماً أسلوباً بالملاحظة كأحد أساليب جمع المعلومات وذلك عن طريق الملاحظة

المباشرة للمستثمرين داخل محيط نشاطهما اليومي حيثما تعتمد هذه الدراسة على البيانات النوعية بدلاً من البيانات الكمية، وقد خلصت إلى دراسة البائانات التقارير المالية السنوية (annual reports) تمثلاً للمعلومات الدورية الروتينية علمدار السنة المالية، وأنفائدة هذه التقارير وأهميتها كمصدر رئيسي للمعلومات تتغير خلال العام، حيث يمكن استخدامها في بعض الأحيان وقامت كمصدر أساس للمعلومات توفياً وقائاً آخر كمصدر تأكيد يليها، بل وأكثر منذ كفاياً التقارير السنوية ليستفقد مصدر معلوماتها استعلاماً ولكنها أيضاً تعطي الحافز الذي يساعد على فتح المجال لتطرح الأسئلة التي يمكن الإجابة عليها من مصادر أخرى.

## 2- دراسة اللوغانى (2001)

حيثما تهتمت الدراسة بإبراز قائمة التدفق النقدى في زيادة الاهتمام بالاحتوى بالاعلاميات التدفق النقدى حيثما تعطى قدرة تنبؤية أفضل من المعلومات الأرباح للحكم على التوزيعات المستقبلية ويساعد على تقييم السيولة والمرونة المالية للشركات المساهمة، وتعاون المستثمرين في تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

وقد اهتمت الدراسة ببيان أثر نشر المعلومات المالية على التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أبرزت ما يلي:

- أن أسعار الأوراق المالية في سوق المال لا تكفى، وتعكس بشكل فوري وبصور غير متميزة كافة المعلومات المتاحة للمتداولين؛
- أن القوائم المالية والتقارير التي تصدرها الشركات المساهمة المصرية يجب أن تحتوي على معلومات تامة تفيد المستثمرين في التنبؤ بالعائدات الحاسبها العائد السوقى مما يساعد في تكوين الحفظ والاستثمارية التي تتناسب مع درجات أولوية المعلومات والمخاطرة.

## 3- دراسة الفصل (2000)

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة أيضاً الدور الذي يمكن أن تقوم به الإفصاحات الحاسبية كفاءة التقارير المالية وتطويرها لإشباع حاجة المستفيدين (ومنهم المستثمرين) من المعلومات، وقد طبقت الدراسة على عينة من المستثمرين في سوق رأس المال الاستراتيجى، وقد أوضحت نتائج الدراسة التباين والاختلاف بين المعلومات التي يربطها المستثمر بنفيا لحصول عليها وبين المعلومات الواردة بالتقارير المالية، وقد عبر المستثمر عن ذلك بواسطة الرد الإيجابى لقائمة بنود الإفصاح الإضافية التي تقترحها، حيث اعتمدت الدراسة على أسلوب بقوائم الاستقصاء لعينة من المستثمرين في سوق رأس المال الاستراتيجى.

## 4- دراسة صالح (2000)

حيث توصل إليها حيثما هذه الدراسة إلى أن معرفة المستثمر بالمعلومات المخاسبية وإدراك أهميتها هذا المعلومات التي يمكنها التوصل إليها لتقرير ما تلزمها يجب أن تكون عليها أسعار الأسهم للشركة محل الدراسة والتحليل.

حيثما تهتمت الدراسة بإبراز أهمية القوائم المالية ومحتواها كمصدر للمعلومات لتتخذ قرارات الاستثمار وتبين من هذا الدراسة ما يلي:

- اتفاق محللي الاستثمار ومحللي الائتمانية على أهمية القوائم والتقارير المخاسبية ومحتواها الإعلامى كمصدر للمعلومات لاتخاذ قراراتهم.

-اختلافهؤلاء المحللين حول الأهمية النسبية للقوائم والتقارير المحاسبية حيث يربطها المستثمرون كما يلي:

1- قائمة الدخل -2 قائمة المركز المالي -3 تقرير مراقب الحسابات 4 - الإيضاحات والملاحظات -5 قائمة التدفقات النقدية -6 بيان التغير في المركز المالي .

حيثما احتلت البيانات المالية المركز الأول، واحتلت قائمة الدخل المركز الأول ولباستينيلهم مبنينا القوائم المالية المدققة.

## 5- دراسة عبد الحافظ (2000)

تبحث هذه الدراسة اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها وأسهمها من الشركات .  
ومنتائج هذه الدراسة أنها كعلاقة واضحة بين عوائد الأسهم المحسوبة وفقاً لمبدأ التكلفة التاريخية وأسعار الأسهم لجميع الشركات .  
حال الدراسة، في حين أكد أن الدراسة عدم وجود أدلة قوية من خلالها الاستدلال بوجود العلاقة السابقة في حالة احتساب العوائد المحسوبة وفقاً لمفاهيم التدفقات النقدية، وبالتالي فإنها تأخذها الدراسة قد أظهرت وجود علاقة بين أسعار الأسهم وعوائدها ولكنها لا يمكن تفسير التغير في هذه العلاقة نتيجة للتغير في تقييم معدل التضخم السارية.

## 6- دراسة Bryan

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح المحاسبي طبقاً للمتطلب التيئة سوق المال الأمريكية (SEC) على العلاقة بين المعلومات المالية وقرارات الاستثمار في أسواق المال الأمريكية، حيث تحلل هذه الدراسة المتغيرات المحاسبية الإلزامية الواجب الإفصاح عنها (مثلاً أسعار والإيراد التكاليف السيولة المستقبلية والإنفاق الرأسماليات مليارات المستقبلية)، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 250 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك كلاً من أرقام المالية عام 1990، وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن العمليات المستقبلية قد تساعد في تقييم مؤشرات نجاح الوحدة الاقتصادية في المستقبل قصير الأجل.

## 7- دراسة Elsharkawy, Neil

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في تأثير سلوك (Sophistication)

المستثمر المعقد على استجابة الأسعار لأخبار الأرباح المحاسبية في سوق أسهم المال البريطانية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 511 شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن لأوراق المالية في السنوات من 1988 إلى 1991، وقد اعتمدت هذه الدراسة على علاقات الارتباط بين متغيراتها (الأرباح وأسعار) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير بسيط في العلاقة السابقة (الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم) وذلك لأننا نجعلنا طبيعة تغيرات الأسعار تعتمد على مجموع مقدار (أهمية) الأرباح الغير متوقعة (Unexpected earnings).

## 8- دراسة Wright, Ken

تتناول هذه الدراسة دور أهمية المعلومات

المالية عند اتخاذ القرارات في الأوراق المالية، بهدف محاولة زيادة الوعي بسلوك المستثمرين وذلك بالتطبيق على أسواق أسهم المال في المملكة المتحدة، وقد اعتمدت الدراسة على قوائم الاستقصاء التي أرسلتها مجموعة من المدراء التنفيذيين (Chief executives) لتقييم المعلومات المالية، وقد أوضحت الدراسة أهمية المعلومات

المالية (القيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية وتوزيعات الأرباح والعائد على الاستثمار والقيمة الاستبدالية للأصول) عند التقييم المفصلة بين أنواع المختلفة من أسهم الوحدة الاقتصادية (الأوراق المالية)، وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في الورقة المالية.

## 9- دراسة Kwaku K

تبحث هذه الدراسة في فيما إذا كانت التقارير المالية الفترية (Interim Financial Report)

المتاحة

للمستثمر ينحتوي على معلومات تؤثر على أسعار الأسهم، فالدراسة تفترض أن الهدف الرئيسي للتقارير المالية مساعدة المستثمر في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من

100 شركة من الشركات الصناعية والتجارية المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية وقد استخدمت الدراسة نموذج السوق Market (Model) في السنوات من 1983

إلى 1987 وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن التقارير المالية الفترية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر على أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقارير، مما يساهم في مساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

## 10- دراسة Frederick, Taffler

تهدف هذه الدراسة إلى أيضاً حال الدور الذي يمكن أن يقوم به الإفصاح لمحاسبين على العلاقة بين المعلومات

المالية وقيمة الوحدة الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية، حيثتسعى هذه الدراسة إلى اختبار قدرة (التقارير السنوية، وتقارير التوزيعات المرحلة للأرباح، وتقارير الجمعية العمومية السنوية، والتقارير المؤقتة)

في نقل أسعار الأوراق المالية للمستثمرين، وقد استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى العادية وطبقت الدراسة على عينة مكونة من

337 شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات 1979 إلى 1981

، وخلصت نتيجة الدراسة إلى أن التقارير

المالية المنشورة يمكن الاعتماد عليها كأحد مصادر المعلومات مما يساهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

## 11- دراسة Hossain, Rahman

تهدف هذه الدراسة إلى أيضاً حث الإفصاح اختيارياً في التقارير السنوية على العلاقة بين مجموعة من المتغيرات المحاسبية (حجم

وحدة الاقتصادية ومستوى الديون الخارجية والأصول المملوكة) وقرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية النيوزيلندية، وقد طبقت الدراسة

على عينة من الشركات المسجلة في بورصة النيوزيلندية، وقد استخدمت الدراسة أسلوباً لنحدر المتعدد، وقد خلصت الدراسة إلى إمكانية اتخاذ القرارات الاستثمارية اعتماداً على كمية المعلومات المالية التي يفصح عنها طوعاً بواسطة الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية.

## 12- دراسة Malcolm, Taffler

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح لمحاسبين في التقارير المالية السنوية للشركات على طبيعة العلاقة بين المعلومات

المالية وقرارات الاستثمار في أسهم الوحدة الاقتصادية، ولقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 270 شركة في السنوات من 1978

إلى 1985، وقد اعتمدت الدراسة على البيانات النوعية بدلاً من البيانات الكمية وذلك كبهتداف اختبار استجابة المعلومات

المالية لأسلوب الدراسة الذي يعتمد على البيانات اتوقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاحالنثري (Narrative disclosur) النوعية مستخدماً الإفصاحالنثري بمفيد كمصدر معلومات، إلا أن الدراسة أظهرت أن الإفصاحالنثري يمكن أن يكون له تأثير سلبي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية عند دمج مصادر مالية كمية أخرى، مما يعنى أن تعدد مصادر البيانات والمعلومات الإفصاح عنها له تأثير سلبي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

### 13- دراسة Seha

تركزت هذه الدراسة على فرضاً أسعار الأوراق المالية في لحظة زمنية هي عبارة عن تقدير للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الـ غير مؤكدة . وهو ما يعرف بفرضية السوق الكفء، (Hypothesis Efficient Market) ، وتحقق هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم يتموضعها بواسطة المستثمرين المتمسكين بالمعلومات المالية (الأرقام المحاسبية) وذلك من خلال القيام بالبحث تحليل للدراسات والناتج التي توصل إليها كل من Hand و Harris . فقد استخدمت دراسة Hand أسلوب تحليل الانحدار لعينة مكونة من 233 شركة في أسواق أسامال بالولايات المتحدة في السنوات من 1981 إلى 1984 ، بينما استخدمت دراسة Harris أسلوب تحليل الانحدار في الفترة من 1979 إلى 1984 . وقد توصلت هذه الدراسة إلى التأكيد النتائج التالية :

- 1- أن الأسواق المالية تستخدم المعلومات المالية عند تحديد أسعار الأوراق المالية.
- 2- استخدام المعلومات المالية في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية وفي تقدير درجة المخاطرة المصاحبة للتدفقات النقدية.
- 3- استخدام المعلومات المالية للتأكيد على إمكانية الاعتماد على المعلومات المتاحة من مصادر أخرى.

### 14- دراسة Ball and Brown

تعتبر دراسة Ball and Brown البداية الحقيقية لاهتمام المحاسبين والباحثين بدراسة العلاقة بين المعلومات المالية وأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية . ولقد تعددت الدراسات التي تناولت هذا الموضوع منذ ذلك الحين وحتبداية التسعينات تحول البحث عن العوامل المؤثرة والتاثيرات التي تساهم في تحديد أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية، وذلك كالتلبيبة احتياجات المستفيدين من المعلومات المالية . وتبحث هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم للشركات المسجلة في بورصة نيويورك كلاً وأوراق المالية . وقامت الدراسة باختبار أهمية الأرباح المنشورة في التأثير على أسعار الأوراق المالية . وركزت على اختبار فرضاً أن الأرباح المنشورة تكون مفيدة إذاً إفصاح التقارير والقوائم السنوية تغيرات في سعر الورقة المالية . وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 261 شركة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك كلاً وأوراق المالية خلال الفترة من 1957 إلى 1965

، ومن نتائج الدراسة أن المعلومات المالية المتفائلة عن الأرباح قد تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة، في حين أن المعلومات المالية الـ

غير متفائلة تؤذي بالتأثير سلبي على القيمة السوقية للأسهم، كما أن المعلومات التي تتطلبها البورصة من الشركات التي تتداول أسهمها لديها جدوى اقتصادية في عملية تسعير أسهم تلك الشركات.

وهكذا نخلصنا لدراساتنا السابقة إلى ضرورة الاهتمام بالمحتوى الإعلامي للمخاطبين مثلًا في المعلومات المالية بالتقارير والقوائم كلما تحدثنا عن آثار إيجابية على سلوك المستثمر ينفيسو قراء المال، حيث أن ذلك المحتوى الإعلامي يعد وراثيًا ففتح قيق الكفاءة والفاعلية للقرارات الاستثمارية، وفي هذا الشأن نير الباحث أنهما جلا لوصول لقرارات تكون عالية الكفاءة يجب أن يتم تزويد متخذ القرار بمعلومات محاسبية جيدة.

تجد بانتيها المستخدم مواسقها مع احتياجها كما تكون نباعثة وادفعة على السلوك كالمستخدم يؤكد ذلك أحد الباحثين علمًا أن كلما كانا التوصل لفعالًا كلما زاد درجة الاستفادة من التقارير لدمستخدم المعلومات الواردة بها.

كما أن فاعلية التوصيل في التقارير المحاسبية تتحدد بقيمة المعلومات التي يحتويها التقرير، وتتحدد هذه القيمة وفقًا لكمية ونوعية المعلومات التي يحتويها هذا التقرير ومدى قابليتها للقراءة والفهم والإدراك.

ازداد اهتمام الجهات العلمية والمهنية المحاسبية بالإفصاح وعلنا نحن وخواص بعد ظهور منشآت الأعمال ، وتطور المحاسبة وارتباط هذا التطور مع القوائم المالية التي تعد مخرجات لنتائج نشاط هذه المنشآت وما تتضمنه من بيانات ومعلومات وأساليب يمكن استخدامها من لدن مستخدميها هذه المعلومات ، التي تصبح - فيما بعد - الأساس الذي يعتمد عليه هؤلاء في اتخاذ القرارات ، من أجل ذلك يعد تقديم المعلومات المالية أحد الأهداف الرئيسية للإفصاح المحاسبي حيث سنحاول من خلال هذا الفصل إبراز أهم الأسس التي تقوم عليها الإفصاح للمعلومات المالية وجذورها التاريخية وكذلك كنا ولنا المعلومات المالية أهم خصائصها وبعض المؤشرات المالية، وذلك من خلال المبحثين:

المبحث الأول تناول الإفصاح المحاسبي مروراً بأهم المفاهيم المتعلقة بمبغية ضبط المصطلحات؛

المبحث الثاني تناول فيها المعلومات المالية زاهم المفاهيم المتعلقة بها.

## المبحث الأول: الإفصاح المحاسبي

يعتبر الإفصاح المحاسبي ذا أهمية بالغة في نظرية المحاسبة والممارسات المحاسبية وقد لقي اهتماما كبيرا من طرف الباحثين المهتمين بالسوق المالي وكذلك المهنيين نظرا لكون هذا الأخير يتأثر بطبيعة الإفصاح.

حيث إن الإفصاح الفعال يهدف لتوفير المعلومات الملائمة لمستخدمي القوائم المالية من اجل اتخاذ قرارات مالية واقتصادية عالية الجودة، ويمكننا كذلك من التنبؤ والتخطيط السليم.

وتجدر الإشارة إلى أن الاهتمام به أدى إلى إصدار مجموعة من القواعد تحكم عملية الإفصاح حيث أن مجلس المعايير المحاسبية الدولية IASB قام بإصدار عدة معايير تؤسس للإفصاح من بينها المعيار رقم 01 والمعيار 24 ، حيث تختلف عملية الإفصاح من معيار إلى آخر ومن ممارسة إلى أخرى حسب طبيعة المعالجة المحاسبية، كما أن الإفصاح بالمعلومات المالية لقي اهتماما كبيرا من طرف هيئات الأوراق المالية حيث أصبحت تصدر أوامر بإلزام الشركات المدرجة في هاته الأسواق بإتباع تلك القواعد المتعلقة بالإفصاح الشفاف.

### المطلب الأول: مفهوم الإفصاح:

يعتبر الإفصاح الأداة الأساسية التي يتم بواسطتها تجميع المعلومات المالية المذكورة في التقارير المالية، وتوصيلها إلى أصحاب المصلحة بأفضل طريقة ممكنة -التوصيل الفعال-، وتختلف وجهات النظر حول كمية ونوعية الإفصاح اللازم توفره في التقارير المالية باختلاف الهدف المنشود من قراءتها، ومن ثم نجد عدة اختلافات في تحديد مفهوم موحد للإفصاح، وفي هذا الإطار يقول Gibson & Frishkoff: يعتبر قرار تقييمي يعتمد بدرجة كبيرة على السياسة التي تتبعها إدارة المؤسسة الاقتصادية والتي قد تتناقض أحيانا مع أهداف الأطراف المعنية، ولذلك فإن من يتعرضون للخسائر يفترضون أن خسائرهم ترجع إلى عدم كفاية الإفصاح<sup>1</sup>

ويقول محمد سمير الصبان: يعني اظهار كل المعلومات التي قد تؤثر في موقف متخذ القرار تجاه قرار معين يتعلق بالوحدة المحاسبية، كما يعني ايضا ان تظهر المعلومات في القوائم والتقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ الواعي دون لبس او تظليل او مواراة.<sup>2</sup>

هوبث المعارف أو نقل المعلومات من مصدر انتاجها الى مستقر الاستفادة منها أو استخدامها، فالإفصاح هو نقل هادف للمعلومات ممن يعلمها لمن لا يعلمها<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Charles H. Gibson and patricia A. Frishkoff, "Financial Statement Analysis Using Financial Information", (Boston: Kent Publishingco. 1983), P. 9.

- نقلا عن: وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، دراسات متقدمة في المحاسبة المالية، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2004، ص112.

<sup>2</sup>محمد سمير الصبان، دراسات في الموجودات المالية / اصول القياس واساليب الاتصال المحاسبي، الدار الجامعية بيروت، 1991، ص103.  
<sup>3</sup>محمد سمير الصبان، دراسات في الموجودات المالية / اصول القياس واساليب الاتصال المحاسبي، الدار الجامعية بيروت، 1996، ص147.  
نقلا عن رولا كاسر لايقة، القياس والافصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف ودورها في ترشيد قرارات الاستثمار، ماجستير محاسبة مصرفية، جامعة تشرين سوريا 2007، ص 54.



مراعاة ان تكون تقارير المحاسب او مراقب الحسابات اداة لنقل اثر العمليات الاقتصادية للمنظمة لجموع المنتفعين بها بصورة حقيقية تبعث على الثقة بشكل يحقق الاهداف المرجوة من اعداد هذه التقارير في اطار الفروض العلمية لنظرية الاتصال<sup>1</sup>

عرض معلومات مفصلة بدرجة كبيرة وعدم اخفاء حقائق هامة، واطهار الاحداث التي قد تقع بعد انتهاء الفترة المحاسبية ولكن قبل اصدار القوائم المالية ومن الطبيعي ان تكون هناك حدود عملية للقدر من المعلومات التي يمكن الافصاح عنها في القوائم المالية والملاحظات الملحقة بها<sup>2</sup>

إظهار كافة المعلومات التي تؤثر في موقف متخذ القرار المتعلق بالوحدة المحاسبية، وهذا يعني أن تظهر المعلومات في القوائم والتقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ ودون أي لبس أو تضليل<sup>3</sup>،

تفسير أو إظهار حقيقة أو رأي أو تفاصيل تتعلق بالقوائم المالية، أو يتضمنها تقرير المراجع ويظهر في شكل معلومة أساسية، أو ملحوظة للمساعدة في تفسير هذه القوائم أو التقارير<sup>4</sup>.

لقد تعددت التعاريف وكانت تصب مفاهيمها في ثلاث محاور مترابطة، يتمثل المفهوم الاول في الافصاح الكافي والذي يعبر عن ابداء ادنى قدر من المعلومات، اما المفهوم الثاني فيتمثل في الافصاح العادل والذي يعبر عن الالتزام بالمبادئ الاخلاقية منخلال تحقيق التوازن بين احتياجات المستخدمين، اما المفهوم الثالث هو الافصاح الشامل و يقضي بالتعبير عن الاحداث الاقتصادية بدقة حتى يتم توفير جميع المعلومات المالية ذات الاهمية النسبية، الا ان Keiso يرى انه من المستحيل تحقيقه حيث يقول: " أن المحاسبين يدركون منذ فترة طويلة بأن محاولة عرض كل المعلومات الضرورية عن المؤسسة في التقارير المالية تعتبر مهمة صعبة للغاية إن لم تكن غير ممكنة"<sup>5</sup>

ونظرا لعدم توافق الاراء حول مفهوم الافصاح سنحاول ابراز جملة من التعاريف تتمحور حول مفاهيم اساسية، فيما يلي:

- تعريف محمد مطر: "الإفصاح عن المعلومة المالية هو أن تفسح التقارير المالية و الملاحظات عليها و المعلومات الإضافية المرفقة معها عن أية حقائق مالية جوهرية وأية معلومات أخرى بصورة تكفي للتأثير على الحكم الشخصي للقارئ الواعي المستخدم لهذه التقارير، بحيث تمكنه من اتخاذ القرار الاقتصادي الملائم"<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 19

<sup>2</sup> محمد ذا النون عبد الكريم عصفور، تقييم بمدى الالتزام بمتطلبات وقواعد الافصاح المنصوص عليها في معايير المحاسبة الدولية وانعكاساته على اسعار الاسهم في بورصة عمان، رسالة دكتوراة غير منشورة، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الاردن 2005، ص: 10.

<sup>3</sup> لطيف زبود، عقبة الرضا، رولا لايقة، " الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للمصارف وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم (30)"، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، [على الخط]. 2006، مجلد: 28، العدد: 2، ص: 202

<sup>4</sup> وصفي أبو المكارم، دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2002، ص: 68.

<sup>5</sup> Keiso&Waygandt "Intermediate Accounting" , (N.Y; Jon Willy & Sons, 1983) p.1242

- نقلا عن: وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، مرجع سابق، ص، 111.

<sup>6</sup> محمد مطر، موسى السويطي، التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية، في مجالات: القياس، العرض والإفصاح، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2008، ص، 342.

من خلال هذا التعريف دعم محمد مطر وجهة نظر المرتكزة على الإفصاح الشامل

- تعريف الشيرازي: "الإفصاح عن المعلومة المالية يعني شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية"<sup>1</sup>

من خلال هذا التعريف أيد الشيرازي مفهوم الإفصاح الشامل وهذا من خلال تأكيده على ضرورة توفر التقارير المالية على جميع المعلومات التي تؤثر على مستخدميها

- تعريف محمد أبو زيد: "الإفصاح عن المعلومة المالية هو عملية إظهار المعلومات المالية سواء كانت كمية أو وصفية في القوائم المالية أو في الهوامش و الملاحظات والجداول المكملة في الوقت المناسب، مما يجعلها غير مضللة وملائمة لمستخدمي القوائم المالية من الأطراف الخارجية و التي ليست لها سلطة الاطلاع على الدفاتر و السجلات للمؤسسة"<sup>2</sup>

استنتجتنا من هذا التعريف ان محمد ابو زيد ركز على مفهوم الافصاح العادل من خلال ضرورة التأكيد على مصلحة جميع الاطراف المستخدمة للتقارير المالية.

تعريف Moonitz: "يجب على التقارير المالية أن تفصح عن جميع المعلومات الضرورية الكفيلة بجعلها غير مضللة"<sup>3</sup>

من خلال هذا التعريف ركز Moonitz على المفهوم الكافي للإفصاح وأكد على ضرورة تقديم المعلومات اللازمة لضمان القراءة المالية والتفسير.

تعريف Kohler<sup>4</sup> هو تفسير أو إظهار حقيقة أو رأياً وتفاصيل تتعلق بالقوائم، أو يتضمنها تقرير المراجع أو يظهر في شكل معلومة أساسية أو ملحوظة للمساعدة في تفسير هذه القوائم والتقارير

بالتطرق الى ما سبق ادرك الطالب انه تم التركيز في مفهوم الافصاح على النقاط التالية:

- اولت التعاريف السابقة اهتمام كبير للمعلومات المالية وركزت على ضرورة احتواء التقارير المالية على جل المعلومات ذات الاهمية النسبية، وان تكون غير مضللة لمستخدميها، اي انها تاييد الافصاح الشامل.

- ركزت التعاريف السابقة على مستخدمي التقارير المالية واصرت على ضرورة مراعاة احتياجتهم وقدرتهم على فهم واستيعاب هذه المعلومات المالية من خلا افصاح مناسب.

<sup>1</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، ذات السلاسل للطباعة والنشر والتوزيع، الكويت، الطبعة الأولى، 1990، ص، 330.

<sup>2</sup> محمد مبروك أبو زيد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية، ايتراك للطباعة والنشر، القاهرة، 2005، ص 578.

<sup>3</sup> Moonitz M, The Basic Postulates of Accounting, Research Study No. 1 AICPA, 1961, p 48.

نقلا عن: محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سابق، ص: 344.

<sup>4</sup> KOHLER, L. Eric, "A Dictionary for Accountants", Englewood cliffs, Prentice-Hall, 1979, p.178

نقلا عن: - تيجاني بالرقى، الإفصاح المحاسبي واثره على كفاءة الاسواق المالية الناشئة، السوق المالية بالنظرية التطبيقية بإطار تجار بالدول العربية، يومي 21 و 22 أكتوبر 2008، جامعة باجمحتار، عنابة، ص، 05 .

- واهتمت كذلك على ضرورة ترشيد قرارات مستخدمي هاته التقارير المالية الذي يعتبر اهم اهداف الافصاح عن المعلومات المالية.

من خلال ماتم سرده من تعاريف حول الافصاح والمخاور الاساسية التي تم التطرق اليها نخلص الى مايلي: "الافصاح عن المعلومات المالية هو ضرورة ابراز التقارير المالية على كل المعلومات المالية التي توفى باغراض مستخدمي هاته التقارير من اجل ترشيد قرارهم".

## المطلب الثاني- المعايير المحاسبية الدولية و الإفصاح المحاسبي

لقد أدى ظهور الأسواق المالية إلى ضرورة تنسيق و توحيد طرق إعداد و عرض مختلف المعلومات المالية المعبرة عن الوضعية المالية لأي مؤسسة خاصة المؤسسات المتعددة الجنسيات، و لتحقيق ذلك تبرز المعايير المحاسبية كأداة أساسية من أدوات التنظيم المحاسبي يعتمد عليها حيث تؤدي المعايير المحاسبية هاما في الاقتصاد العالمي، كما اهتمت المعايير المحاسبية الدولية بتحديد أساسيات الطرق السليمة لتحديد و قياس و عرض و إيضاح عناصر القوائم المحاسبية و تأثير العمليات و الأحداث و الظروف على القوائم المالية للمؤسسة و نتائج أعمالها حيث نجد أن إصدار معيار هو خلاصة تشاور و اتفاق بين جميع الأطراف الفاعلة من مستخدمي المعلومة المالية مما يجعل التطبيق سهلا و أكثر مصداقية.

### 1- الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح:

إن المتأمل للتطور التاريخي للمعايير المحاسبية يرى انه يمكن تشبيهها و إلى حد كبير بالقوانين الوضعية الأخرى التي جاءت نتيجة احتياجات المجتمع وتجربته في الحياة، و طالما أن هذه الاحتياجات و الممارسات تختلف من دولة إلى أخرى، يمكن القول أن المعايير المحاسبية تعكس مجموعة من القواعد التي توضع بمعرفة و تجربة مجموعة من الخبراء المحاسبين والاكاديميين، يتفقون عليها فيما بينهم لتشكيل الإطار العام الذي يحكم عملهم و تضع الأساس لتقييم أدائهم في بيئة معينة فهي ليست عملية فنية بحتة و إنما تتأثر بمجموع العوامل البيئية السائدة في المجتمع مثل:العواملالاقتصادية،السياسية،الثقافية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>د.جاوحدو رض، ا.بوفافة وداد، الإفصاح المحاسبي و كفاءة الأسواق المالية للحد من خطر الاستثمار المالي، الملتقى الدولي، السوق المالي بين النظري و التطبيقي في اطار تجارب الدول العربية، أكتوبر 2008، جامعة باجي مختار- عنابة، ص15.

## 1-1 قانون المؤسسات البريطاني 1844:

تعود الجذور التاريخية لمفهوم الإفصاح إلى القرن التاسع عشر في وقت انفصلت فيه الملكية عن الإدارة، حيث جاء مفهوم المسؤولية المحدودة للمساهمين، مما تطلب حينذاك سن التشريعات وقوانين لهذه المؤسسات، والزامها بتدقيق بياناتها المالية من قبل مدقق حسابات خارجي مستقل ومحيد، ومن ثم إلزامها بنشر قوائمها المالية بصفة دورية، ويمكن القول ان قانون المؤسسات البريطاني الذي صدر عام 1844 كان اسبق من حيث فرض التدقيق الخارجي الذي كان يكتمل باصدار شهادة المدقق بصحة وحقيقة (true & correct) البيانات المالية والذي لزم الشركات بنشر القوائم المالية والتقارير عن نتائج الاعمال والمراكز المالية، حتى يستفيد الذين يطلعون على البيانات المالية المنشورة في اتاذ القرارات الاقتصادية في مجالات الاستثمار والاقراض، وفي غياب التشريعات التي تحدد شروط الإفصاح وكمية ونوعية البيانات المالية المفصح عنها آنذاك، فقد كان الإفصاح محكوما برغبات الإدارة التي كانت تفصح فقط عن معلومات تنتقيها، وقد تتجاهل نشر معلومات هامة بسبب في اعتقادها أن النشر يضر بمصالح الشركة ويستفيد منه المنافسون.

## 2-1 هيئة الاوراق المالية الامريكية SEC 1934:

ومنذ إنشاء هيئة الأوراق المالية الأمريكية sec في عام 1934م وهي تصدر تعليماتها للشركات المدرجة في البورصة الأمريكية في التقيد بالإفصاح عن بياناتها المالية، كما أن معهد المحاسبين القانونيين الأمريكي (AICPA) أكد على ضرورة التقيد بمبدأ الإفصاح الكامل (Full Disclosure) والثبات في إتباع النسق (Consistency) عند أعداد ونشر البيانات المالية.

وقد تزايدت أهمية الإفصاح ع المعلومات في القوائم المالية المنشورة، بارتباطه بالتحول التاريخي للمحاسبة منذ بداية ستينات القرن العشرين، عندما تطورت الوظيفة المحاسبية من نظام لمسك الدفاتر Book Keeping System غايته الأساسية حماية مصالح الملاك (مدخل الملكية Owners Approach) إلى التركيز على دورها الجديد، كنظام للمعلومات Information System (مدخل المستخدمين Users Approach) هدفه الرئيسي توفير المعلومات المناسبة لصنع القرارات، وقد ارتقى شأن بعض المبادئ والمفاهيم المحاسبية التقليدية حتى تتمكن المحاسبة من القيام بوظيفتها الجديدة، مثل القابلية للمقارنة Comparability وخاصة الملائمة Relevance والموثوقية Reliability ، وحتى مبدأ الإفصاح التام نفسه Full Disclosure وذلك على حساب مبادئ أخرى تراجعت أهميتها النسبية في الوقت الحاضر، مثل مبدأ الموضوعية Obobjectivity وسياسة أو قيد التحفظ Conservatism وخاصة القابلية للتحقق Verifiability ، وصاحب هذا التطور الملحوظ انفتاح المحاسبة على فروع المعرفة الأخرى كالنظرية الحديثة للمعلومات، التي قدمت للمحاسبين كثيرا من المفاهيم والأدوات التي عززت من أهمية دور مبدأ الإفصاح مثل مفهوم المحتوى الإعلامي للتقرير المالي، والدالة اللوغارتمية التي تعرف باسم واضعها Shannon التي استخدمت من قبل المحاسبين في قياس المحتوى الإعلامي للتقارير،

وفي قياس تكلفة المعلومات، ومن ثم في تحديد المستوى المناسب لدمج بنود القوائم المالية المنشورة، وذلك في ضوء خسارة المعلومات التي تترتب على هذا الدمج.

ومن ناحية أخرى فقد كان لتزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال العالمية والحاجة إلى معلومات فورية اثر مباشر على مهنة المحاسبة ومبدأ الإفصاح، إذ فرضت على المحاسبين أن يولوا اهتماما خاصا للنظريات والمفاهيم التي تحكم مقومات واليات هذه الأسواق، مثل نظرية المحفظة Portfolio Theory وما يتفرع عنها من فرضيات كفرضية السوق المالي الكفاء Efficient Market Hypothesis مما زاد من أهمية الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة، بصفتها أصبحت مصدرا رئيسيا للمعلومات بالنسبة لمعاملين في الأسواق المالية، كما حصل تطور هام في مسيرة الإفصاح عن المعلومات في ميزانيات البنوك الأمريكية، عندما اصدر الكونغرس الأمريكي تشريعا عام 1974 ألزم فيه البنوك التجارية بالخضوع للتشريعات والأنظمة التي تصدرها بهذا الخصوص هيئة تداول الأوراق المالية الأمريكية SEC من حيث شروط وقواعد الإفصاح عن المعلومات المطبقة على شركات المساهمة الأخرى المدرجة في البورصة، وقد تجلت مظاهر هذا التطور في سمتين رئيسيتين:

اولهما: اتساع نطاق الافصاح ليشمل معلومات كانت ادارات البنوك حتى ذلك التاريخ تعتبرها من المحرمات التي لا يجوز الافصاح عنها.

وثانيهما: تحول تركيز اهداف الافصاح من حماية مصالح المودعين الى حماية مصالح جميع الفئات الاخرى، مثل المساهمين والمستثمرين والمقرضين.<sup>1</sup>

Hendriksen<sup>2</sup>: "أن الهدف من الإفصاح لم يذكر بطريقة ايجابية، كما لا يوجد تعريف واضح لمعنى الإفصاح".

يقول Most<sup>3</sup>: "انه يصعب تحديد مفهوم دو معنى للإفصاح سواء في إصدارات الهيئات الحكومية المشرفة على الأسواق المالية أو في إصدارات مختلف الجمعيات المحاسبية" ويدعم هذا الرأي Hendriksen بالقول<sup>4</sup>: "أن الهدف من الإفصاح لم يذكر بطريقة ايجابية، كما لا يوجد تعريف واضح لمعنى الإفصاح".

وبالنظر للتطور التاريخي للإفصاح يكشف ظهور ثلاثة مفاهيم مترابطة، يتمثل المفهوم الأول في الإفصاح الكافي والذي يقضي بالإفصاح عن أدنى قدر من المعلومات، أما المفهوم الثاني فيتمثل في الإفصاح العادل والذي يقضي بالالتزام بالمبادئ الأخلاقية من خلال تحقيق التوازن بين احتياجات المستخدمين، ويتمثل المفهوم الثالث في الإفصاح الشامل والذي يستلزم التعبير عن الأحداث الاقتصادية بدقة حتى يتم توفير جميع المعلومات المالية ذات الأهمية النسبية، وبخصوص هذا الأخير ينفي keiso إمكانية تحقيقه بالقول<sup>5</sup>: " أن المحاسبين يدركون منذ فترة

<sup>1</sup> محمد مطر، موسى السويطي، التاصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية، دار وائل للنشر، 2008، ص ص 342، 340.

<sup>2</sup> نفسه، ص: 112

<sup>3</sup> وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، مرجع سابق، ص: 111

<sup>4</sup> نفسه، ص: 112

<sup>5</sup> ( Keiso&Waygandt "IntermediateAccounting" , (N.Y; Jon Willy & Sons, 1983) p.1242 )

طويلة بأن محاولة عرض كل المعلومات الضرورية عن المؤسسة في التقارير المالية تعتبر مهمة صعبة للغاية إن لم تكن غير ممكنة"

## 2- دور المعايير المحاسبية الدولية في السوق المالي<sup>1</sup>:

أن ظهور الاسواق المالية والتطور الكبير الذي شهدته من ناحية المعاملات القائمة في السوق او من خلال تنوع السلع المتداولة فيه، وضع أمام الهيئات المنشئة للمعايير المحاسبية في جميع انحاء العالم تحديات كبيرة أهمها الحاجة الى فهم ووضع قواعد خاصة بكيفية إعداد التقارير المالية لمختلف الأدوات المالية التي قد لا تتضمن أي نفقة نقدية مبدئية عند تحرير العقد أو قد تتضمن سداد مبالغ نقدية ضئيلة نسبيا بالمقارنة بالمبالغ المعرضة للخطر.

و لان الاستثمار المالي مبني على فهم وتحليل المعطيات المعبرة عن العمليات المبرزة في القوائم المالية و خارجها و التي تعطي أكثر من دلالة على نجاعة المؤسسة ووضعيتها المالية و تدفقات خزيرتها تساعد على تقييم مخاطر الاستثمار و اتخاذ القرار المناسب، لذلك تمت صياغة معايير محاسبية دولية تلبية لهذا الغرض.

## 1-2 المعيار المحاسبي الدولي رقم 32 (الأدوات المالية الإفصاح و العرض)<sup>2</sup>:

يهدف المعيار إلى تفصيل دقيق لجميع عمليات المؤسسة لتقديمها لمستخدمي القوائم المالية مع التأكيد على المعلومات التي من شأنها تحسين عملية التقييم للمبالغ المستثمرة، آجال الاستحقاق و مدى درجة اليقين في تحقيق التدفقات النقدية المستقبلية التي تدرها الأدوات المالية و هو يسمح بـ:

وصف متطلبات عرض الأدوات المالية في الميزانية.

تحديد المعلومات الواجب تقديمها في ما يتعلق بالأدوات المالية المسجلة في الميزانية أو خارج الميزانية(غير مسجلة محاسبيا).

يطبق على جميع أنواع الأدوات المالية و يؤكد هذا المعيار في ما يخص الإفصاح على مايلي:

- نقلا عن: وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، مرجع سابق، ص: 111

<sup>1</sup>د.جاوحدو رض، ابوفافة وداد، مرجع سبق ذكره ، ص17.

<sup>2</sup>د.جاوحدو رض، ابوفافة وداد، مرجع سبق ذكره ، ص18.

**1-1-2 أولوية تسيير الأخطار:** الهدف الرئيسي من القوائم المالية هو إعطاء مستخدميها القدرة على تقدير الأخطار للتدفقات النقدية المرتبطة بالأدوات المالية و التي يتم تصنيفها كما يلي:

**أ- خطر السوق:** وهنا لا نقصد خطر الخسارة (انخفاض الأسعار) فقط و إنما إمكانية تحقيق أرباح و يشمل هو أيضا:

خطر سعر الصرف: بسبب تغيرات أسعار صرف العملات.

خطر سعر الفائدة: بسبب تغيرات سعر الفائدة السوقية.

خطر السوق: مفهوم أوسع يشمل خطر تقلب الأسعار نتيجة لعوامل خاصة بالأداة المالية نفسها أو نتيجة عوامل تؤثر بوجه عام على الأوراق المالية الأخرى المتداولة في نفس الأسواق.

**ب- خطر الائتمان:** يرتبط بفشل احد أطراف العملية في الوفاء بالتزاماته و أداء ما عليه وفقا لما تم الاتفاق عليه تعاقديا.

**ج- خطر السيولة:** يعبر عن الصعوبة التي يمكن مواجهتها أثناء البحث عن مصادر التمويل للوفاء بالتزامات كعدم قدرة بيع أصل مالي ما بقيمته العادلة.

**د- خطر التدفق النقدي:** يشير إلى التقلبات النقدية المستقبلية المرتبطة بأداة مالية نقدية.

## **2-1-2 الطرق المحاسبية: المؤسسة مطالبة بتقديم:**

معلومات حول طبيعة و حجم الأدوات المالية باعتبار آجال الاستحقاق و شروط تحقق المبلغ المحتمل، درجة اليقين و كيفية تقديرها.

الطرق المحاسبية التي توضح مختلف المعايير المعتمدة للتسجيل المحاسبي و التقييم نذكر منها:

- الطرق و الفرضيات المطبقة للتقييم القيمة العادلة لكل أداة على حدا.
- الأرباح أو الخسائر المحققة من عملية بيع أصول مالية خلال الدورة و المسجلة في الأموال الخاصة.
- شراء أو بيع أصل مالي عادي مسجل أثناء تحرير العقد أو التسوية.
-

**2-1-1 الإفصاح عن القيمة العادلة:**

القيمة العادلة هي القيمة السوقية في ظل الظروف العادية (لا نأخذ بعين الاعتبار البيع الإجباري أو البيع في حالة التصفية) بين أطراف متراضية، و يشترط المعيار أن تفصح المؤسسة عن القيمة العادلة بالنسبة لكل فئة من فئات (الأصل المالي أو الالتزام) الأدوات المالية إلى جانب عرض طريقة تحديد هذه القيمة.

**2-1-3 الإفصاح عن سياسة التغطية المعتمدة:**

لمواجهة الأخطار المحتملة من خلال توضيح مفصل للسياسة المعتمدة في تقدير الأخطار، و هنا تقع المسؤولية بصفة كاملة على مدى صحة التوقعات على الشخص المكلف بذلك إلى جانب توضيح للطرق المتاحة و المعتمد لمواجهة الأخطار.

**2-2 المعيار المحاسبي الدولي رقم 39: الأدوات المالية الاعتراف و القياس**

يعتبر هذا المعيار مكمل للمعيار 32 من ادل الامام بكل ما يتعلق بالأدوات المالية خاصة المعلومات الأساسية اللازمة لاتخاذ القرار الاستثمار، لذا ومن الناحية العملية فانه يتم تطبيقهما معا لتشابه و ارتباط الأحداث المحاسبية المعالجة حيث يختص المعيار 39 بتوضيح طرق التسجيل المحاسبي للأدوات المالية و طرق تقييمها.

بالنسبة لهذا المعيار فقد تمت صياغته بصفة مستقلة عن المعيار 32 لكنه يمثل المكمل الأساسي له للإمام بكل ما يتعلق بالأدوات المالية خاصة المعلومات الأساسية اللازمة لاتخاذ قرار الاستثمار. لذا ومن الناحية العملية فانه يتم تطبيقهما معا لتشابه و ارتباط الأحداث الاقتصادية المعالجة حيث يختص المعيار 39 بتوضيح طرق التسجيل المحاسبي للأدوات المالية و طرق تقييمها.

إن حاجة نشاط الاسواق المالية للمعايير المحاسبية الدولية يتجلى من خلال تأكيدها على توفير جميع المعلومات و الإفصاح عن كل السياسات المعتمدة من طرف المؤسسة بشكل يسمح بإعطاء صورة كاملة و واضحة عن نشاط المؤسسة من خلال إعطاء تقارير و قوائم مالية توافق هذا الهدف و تساعد مستخدمها على اتخاذ قرار الاستثمار .



### المطلب الثالث-أنواع الإفصاح عن المعلومات المالية:

تتعد أنواع الإفصاح وهذا تبعاً للغرض المنشود منه، لذلك يمكن الإشارة إلى أنواع الإفصاح تبعاً للأهداف من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

#### **1- الإفصاح الكامل:**

يشير إلى مدى شمولية التقارير المالية وأهمية تغطيتها لأي معلومات ذات أثر محسوس على القارئ، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.

#### **2- الإفصاح العادل:**

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

#### **3- الإفصاح الكافي:**

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

#### **4- الإفصاح الملائم:**

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

#### **5- الإفصاح الشقيفي (الإعلامي):**

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

<sup>1</sup> عبد اللطيف زيود، وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (29) العدد (1) 2007، ص ص: 171-188

**6- الإفصاح الوقائي:**

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

**المطلب الرابع-المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات المالية**

تمثل المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات المالية في الأركان الواجب مراعاتها لتحقيق الأهداف المرجوة من الإفصاح والمتمثلة في ترشيد القرارات الاقتصادية لمستخدميها، ويمكن إيجاز بعض هذه المقومات فيما يلي:<sup>1</sup>

يرتكز الإفصاح المحاسبي على المعلومات المالية في القوائم المالية على المقومات الآتية:

**1- تحديد المستخدم المستهدف للمعلومات المالية:**

تعدد الفئات المستخدمة للمعلومات المالية، كما تختلف طرق استخدامها لهذه المعلومات، فالملاك الحاليون والمحتملون والدائنون، والمحللون الماليون، والموظفون، والجهات الحكومية، والجهات التي تهتم بالشؤون الاجتماعية وغيرها، تعد من الامثلة على مستخدمي هذه المعلومات، وقد كرس ( Devine, 1961 ) أهمية تحديد الجهة المستخدمة للمعلومات المالية، كركن اساسي في تحديد اطار الافصاح بالقول " ان اهمية تحديد الجهة التي ستستخدم المعلومات المالية تنبع من حقيقة اساسية هي ان الاغراض التي ستستخدم فيها هذه المعلومات من جهات مختلفة تكون ايضا مختلفة " لذلك فان الحاجة لتحديد الجهة المستخدمة للمعلومات تسبق الحاجة لتحديد غرض استخدامها، كما ان تحديد هذه الجهة سوف يساعد في تحديد الخواص الواجب توافرها في تلك المعلومات من وجهة نظرها، سواء من حيث المحتوى Content او من حيث شكل وصورة العرض Presentataion ، فمدى ملائمة مجموعة من الايضاحات المتوفرة في البيانات المالية، ستتوقف في جانب كبير منها على مدى ماتملكه الجهة المستخدمة لهذه البيانات من مهارة وخبرة في تفسير تلك الايضاحات، فايضاحات معينة تكون ملائمة لاستخدامات جهة اخرى لا تمتلك المهارة والخبرة الكافيتين لفهم تلك الايضاحات، وينبغي بناء على

<sup>1</sup> للاطلاع أكثر على هذه المقومات يمكن الرجوع إلى:

- محمد مبروك ابوزيد، مرجع سابق، ص: 586-596؛
- محمد مجيد سليم، محمد رفيق عثمانة، الأهمية النسبية لبنود الإفصاح المحاسبي في قرارات الإقراض المصرفي، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الثاني، جامعة عمان العربية للدراسات العليا الأردن 2007، ص: 192-210؛
- خالد الخطيب، الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية لشركات المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم 1، مجلة جامعة دمشق، المجلد الثامن عشر، العدد الثاني، جامعة دمشق سوريا، 2002، ص: 143-183؛
- محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سابق، ص: 345-356؛
- وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص: 371-380.

ذلك اعداد التقارير المالية في ظل فرضية وجود مستويات مختلفة من الكفاءة في تفسير المعلومات المالية لدى الفئات المستخدمة لها، مما يضع معدي التقارير امام خيارين رئيسيين:

يتمثل الاول في اعداد التقرير المالي الواحد وفق نماذج متعددة حسب تعدد احتياجات الفئات التي سوف تستخدمه، وذلك يصعب تطبيقه بالاضافة الى انه مكلف جدا ويتعارض مع الجدوى الاقتصادية للتقارير التي تشتت ان لا تزيد تكلفة المعلومة عن عائدها المتوقع.

ويتمثل الثاني في اصدار تقرير مالي متعدد الاغراض **Multi-Purpose Report** بحيث يلي جميع احتياجات المستخدمين المحتملين، ويصعب تطبيق هذا الخيار ايضا من الناحية الواقعية، مما سيجعل التقارير المالية كبيرة الحجم ومفرطة جدا في التفاصيل.

ويقترح الباحثون حلا واقعا معقولا ازاء هذه المشكلة، من خلال تطبيق نموذج التقرير المالي الذي يلي احتياجات مستخدم مستهدف **Target user** يتم تحديده من بين الفئات المتعددة التي ستستخدم هذا التقرير، بحيث يمثل المستخدم المستهدف محورا اساسيا في تحديد ابعاد الافصاح المناسب عن المعلومات المالية في التقرير، لكن الباحثين يختلفون في تحديد هوية هذا المستخدم، حيث يرى احدهم (Cowan, 1968) بان المستثمر العادي **The Average Investor** ذا المهارة المحدودة، هو من يجب اعتباره المستخدم المستهدف لتلك البيانات<sup>1</sup> بينما يرشح كل من (Mautz and sharaf, 1981) المحلل المالي كمستخدم مستهدف يحدد ابعاد الافصاح في القوائم المالية المنشورة، وبنينا موقفهما هذا على اساس " أن المستثمر العادي يكون في معظم الاحيان غير مؤهل لفهم المعلومات المالية، على عكس المحلل المالي الذي - بما لديه من تاهيل وخبرة مهنية - يكون الاكثر قدرة على فهم وتفسير تلك المعلومات<sup>2</sup>. أما (Chethovic, 1965) فيعتمد رأيا وسطا حين يستخدم ما يعرف بمفهوم القارئ المعياري **Standard reader** للقوائم المالية اساسا لتحديد المستهدف. ويعرف القارئ المعياري " بانه من يحتل من حيث مهارته في تفسير القوائم المالية مكانا وسطا بين المستخدم الماهر للمعلومات المالية والمستخدم غير الماهر لتلك المعلومات<sup>3</sup>.

لكن المعهد الامريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA, 1973) نحا منحى اكثر شمولية في تحديد هوية المستخدم المستهدف، بحيث لا يبقى محصورا بفئة معينة فقط من الفئات المستخدمة للتقارير المالية، بل يتعدى ذلك ليشمل مجموعة الفئات الرئيسية المستخدمة لهذه التقارير، وقد بنى موقفه هذا على مفهوم التقرير المالي متعدد الاغراض الذي سبقت الاشارة اليه، ومن هنا جاء في تقرير احدى اللجان المنبثقة عن المعهد مانصه:

<sup>1</sup>Cowan, T.K " Apragmatic Approach To, Accounting Theory" The Accounting Review, Jan, 1986, P 99.

نقلا عن محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سبق ذكره، ص 346.

<sup>2</sup>Mautz Robert K. and Hussein A. Sharaf." The Philosophy of Auditing " ( A,A,A Evanston, ILL. 1981. P191.

نقلا عن محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سبق ذكره، ص 346.

<sup>3</sup>Chethovich, M, N, " Standards of Disclosure and Their Development " The journal of Accountancy, Dec. 1965.

نقلا عن محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سبق ذكره، ص 347..(149-156) Pp.

" إن الغرض الأساسي للقوائم المالية هو ان تخدم بصورة رئيسية أولئك الذين تكون سلطاتهم وإمكاناتهم ومواردهم في الحصول على المعلومات من مصادر أخرى غير تلك القوائم محدودة، لذا يعتمدون عليها كمصدر أساسي للمعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسات، وبناء عليها يجب تصميم تلك القوائم من حيث الشكل والمحتوى بحيث تخدم الأغراض العامة او العريضة لجميع الفئات المستخدمة لهذه القوائم وهم ملاك المنشأة والدائنون، والمديرون وغيرهم، مع التركيز على فئات الملاك الحاليين، والملاك المحتملين، والدائنين<sup>1</sup>.

ولذلك فقد استقر الرأي النهائي في عالم المهنة على أن المستخدم المستهدف للمعلومات المالية يتمثل في مجموعة الفئات التي يحتمل استخدامها للتقارير المالية مع التركيز على فئات الملاك الحاليين، والملاك المحتملين، والدائنين<sup>2</sup>.

## 2-تحديد الأغراض التي ستستخدم فيها المعلومات المالية:

ينبغي ربط الغرض الذي تستخدم فيه المعلومات المالية بخاصية ملائمتها Information relevance وتلقتي في هذا الإطار وجهتا نظر كل من المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) وجمعية المحاسبة الأمريكية (AAA) التي عبرت عن وجهة نظرها في احد تقارير لعام 1966 بالقول: " في حين تعد الأهمية النسبية Materiality بمثابة المعيار الكمي الذي يحدد حجم أو كمية المعلومات المالية الواجبة الإفصاح عنها للسحمة الأسهم، مستثمرون، دائنون، عاملون، جهات حكومية، عملاء، أطراف أخرى.

وهم في نفس الوقت المتعاملون نفيلاً وأوراق المالية لمؤسسة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فالمستثمر (وكذا حاملة الأسهم) يهتم بالمعلومات التي تعتبر عن مردودية المؤسسة وتساعد على تقييمها لخطر المتوقع استثماراتها لتخاذ قرار الشراء، البيعاً والاحتفاظاً بالعمال فيهما استقرار مردودية أصحاب رأسمالها بالتالي: إمكانية الزيادة في الأجل أو الدائنين نفاهتماماً متمدد ورحو لإمكانية حصولهم على قسط الفائدة أو قيمة الدين في الوقت المحدد في حين يبيح حالاً زبائننا استمرار المؤسسة وضمناً لها لخدمتها تماماً بعد البيع إلى الج ان بالتموين.

من المهم التعرف على طبيعة المعلومات المالية التي يحتاجها المستثمرون حيث يتم توفيرها بشكل مباشر او غير مباشر عبر القوائم المالية ولعل أهمها<sup>3</sup>:

<sup>1</sup>AICPA, A Study Group on The Objectives of Financial Statement, (AICPA) N.Y Oct. 1973, p.17.

نقلا عن محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سبق ذكره، ص 347.

<sup>2</sup>محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سابق، ص: 345-347.

<sup>3</sup>رضوان حلوة، نزار فليح البلداوي، مبادئ المحاسبة المالية، الطبعة الثانية 2009، الاردن، ص 52.

## 1-2 التدفقات النقدية Cash Flows: التي يتوقعون الحصول عليها مستقبلا مثل

- توزيعات الارباح النقدية؛

- تدفقات نقدية تمثل استرداد لاموال المستثمرين في المؤسسة ( بيع الاسهم في السوق المالي )

**2-2 معرفة القدرة المكسبية للمؤسسة Earnings Potential:** أي مقدرة المؤسسة على تحقيق الارباح في الفترات السابقة وفي الفترة الحالية والتنبؤ Prediction للفترة التالية وهذه المعلومات بدورها تساعد في تقييم التدفقات النقدية للمرحلتين السابقتين.

- توزيع ارباح على المساهمين وسداد الفوائد المستحقة للمقرضين عن قروضهم الممنوحة للمؤسسة؛

- تقييم مدى تمكن المستثمرين من استرداد أموالهم المستثمرة في المؤسسة.

## 3-2 تقييم الوضع المالي للمؤسسة: وذلك لمراعاة ثلاثة اعتبارات رئيسية مترابطة، وهي:

- تقييم السيولة Liquidity: ويقصد بها قدرة المؤسسة على مواجهة وسداد التزاماتها وديونها المستحقة في الاجل القصير؛

- تقييم اليسر المالي Solvency: ويتعلق الامر بالاجل الطويل، حيث يشير اليسر المالي الى مقدرة المؤسسة على انتاج تدفقات نقدية مستقبلية لمواجهة التزاماتها وديونها والقروض الطويلة الاجل، أي التقييم ان المؤسسة لا تواجه عسرا ماليا Lnsolvency، قد يضطرها الى ايقاف نشاطها وأفلاسها؛

- تقييم الربحية Profitability: وهي قدرة المؤسسة على توليد موارد اقتصادية جديدة مضافة، يتم اكتسابها نتيجة مزاولة انشطتها، أي قدرة المؤسسة على تحقيق الارباح وتمثل الربحية في انتاج سلع وخدمات ثم بيعها بسعر يزيد عن تكلفة الموارد المستنفذة في تلك الانشطة.

وهكذا يتضح ان الربحية تعكس القدرة الكسبية لمؤسسة والتي بدورها تعكس مدى قدرة المؤسسة على انتاج تدفقات نقدية مستقبلية، وهذا يؤيد الترابط والتكامل بين المعلومات السابقة، وكذلك الترابط والتكامل بين مجموعة القوائم المالية التي تقدمها المحاسبة، لتكون معلومات مالية مفيدة في اتخاذ القرارات الاقتصادية، خصوصا للمستثمرين.

إن اختلاف مصالحو أطراف المستعملة للقوائم المالية وكذا اختلاف مستواهما الثقافي، الاقتصاديو المحاسبين يؤثر على طبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها وكيفية معالجتها، هذا الاختلاف يعيق عملية تحقيق الإفصاح المثلاليذا فالعملية نسبية ويقتضي الإفصاح جهدا للقوائم المالية

ة.

## المبحث الثاني-المعلومات المالية

سوف نتناول في هذا المبحث مفهوم المعلومة المالية وخصائصها مع ذكر بعض المؤشرات المالية

### المطلب الأول- مفهوم وخصائص المعلومات المالية

#### 1- مفهوم المعلومات المالية

تتجسد المعلومات المالية في كافة المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحدثا الاقتصادية في المؤسسة والتي تتم معالجتها بواسطة نظام المعلومات المحاسبي، ومن ثم الإفصاح عنها في التقارير المالية بهدف ترشيد قرارات الأطراف المستخدمة لها، وعليه تتوقف قرارات هذه الأطراف على جودة المعلومات المالية المقدمة، وتنشأ الحاجة للمعلومات المالية من نقص المعرفة وحالة عدم التأكد لدى متخذي القرارات، وفيما يلي نحاول سرد جملة من التعاريف الواردة في المعلومات المالية:

يعرف الشيرازي المعلومات المالية بأنها<sup>1</sup>: " هي كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية التي تتم معالجتها والتقرير عنها بواسطة نظم المعلومات المالية في التقارير المالية المقدمة للجهات المحاسبية في خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا"

كما تعرف المعلومات المالية بأنها<sup>2</sup>: " نتاج نظام المعلومات المحاسبي الذي تم تغذيته بالبيانات وتشغيلها لمعالجتها و إخراجها في شكل تقارير مالية، تكون الغاية منها بمثابة المحرك للإدارة لاستخدامها في إدارة مشاريعها، أي تتوقف فعالية على مدى توفر هذه المعلومات المالية اللازمة للتخطيط والتوجيه والرقابة"

أيضا يمكن تعريف المعلومات المالية على أنها<sup>3</sup>: " كافة المعلومات الناتجة عن قيام المؤسسة بوظائفها المختلفة من شراء، إنتاج تمويل وبيع سواء أكانت وصفية أو كمية والتي ترد في القوائم المالية وملحقاتها"

وفي هذا المجال يمكن أن تكون المعلومات المالية جامدة إذا ما عبرت عن قيمة حدث معين في لحظة زمنية معينة، كما يمكن أن تكون ديناميكية إذا ما عبرت عن حالة التغيير التي حدثت في قيمة الحدث فيما بين لحظتين زمنيتين على مدار فترة زمنية معينة ( الفترة الزمنية التي تعبر عنها القوائم المالية)

من خلال هذه التعاريف يخلص الطالب إلى أن المعلومات المالية هي كافة المعلومات الكمية وغير كمية والتي ترد في القوائم المالية الأساسية وملحقاتها والتي تهدف إلى وصف وتفصيل الأحداث الاقتصادية في المؤسسة وتحديد وضعيتها المالية، لترشيد قرارات الأطراف المستخدمة لها.

<sup>1</sup> عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، مطبعة ذات السلاسل، الكويت، 1991، ص: 144

<sup>2</sup> ناصر محمد علي المجهلي، خصائص المعلومات المالية وأثرها في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2008، 2009

<sup>3</sup> نفسه، ص: 24

## 2- خصائص المعلومات المالية

هناك عدة خصائص للمعلومة المالية نذكر منها:

### 1-2 القابلية للفهم

تقضي هذه الخاصية أن تكون المعلومات المالية المتوفرة قابلة للفهم المباشر من مستخدميها، لذا يفترض أن يتوفر مستخدمي المعلومات المالية على درجة من المعرفة و الوعي تمكنهم من فهم هذه المعلومات وتقييم مستوى منفعتها، كما يجب على معدي هذه المعلومات مراعاة ذلك، وفي الأخير يجب التنويه على أن خاصية القابلية للفهم لا تقضي بضرورة عرض المعلومات السهلة فقط، بل تقضي بضرورة عرض كل المعلومات المالية ذات الأهمية النسبية بأسهل طريقة ممكنة، وفيما يلي بعض الآراء حول خاصية القابلية للفهم:

تعريف FASB<sup>1</sup>: "ينبغي أن تكون المعلومات الواردة في التقارير المالية مفهومة لأولئك الذين لهم فهم معقول حول الأعمال والأنشطة الاقتصادية"

تعريف وليد ناجي الحياي<sup>2</sup>: " يقصد بالقابلية للفهم خلو البيانات من الغموض بحيث يسهل فهمها بيسر لتحقيق الفائدة منها، بمعنى البيانات والمعلومات المعبر عنها بالقوائم المالية يجب أن تكون بسيطة وواضحة وخالية من التعقيد"

ومن خلال هذه الآراء يخلص الطالب إلى انه من الضروري عرض المعلومات المالية في التقارير بأساليب سهلة تمكن المستخدمين العاديين والذين لهم مستوى متوسط من الفهم على فهم وإدراك محتواها، مع التنويه إلى أيضا إلى ضرورة عرض المعلومات الصعبة والتي تتميز بأهمية نسبية مرتفعة ومن بين الإجراءات التي تساعد على فهم أكثر للمعلومات نجد<sup>3</sup>:

- تصنيف المعلومات في مجموعات ذات تمغز بل منيستخدمونها؛
- الاستعانة بعناوين واضحة المعنى وسهلة الفهم؛
- وضع المعلومات المترابطة مع بعضها بعض؛
- تقديم الأرقام الالعلمؤشرات التي يرغب منيستخدمونها القوائم إعادة في معرفتها.

<sup>1</sup>Financial Accounting Standard Board,"Qualitative characteristics of accounting Information", SFAC No 2 May.1980, p: 22

<sup>2</sup> وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص: 84

<sup>3</sup>هيئة المحاسبة والمراجعة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية GCCAAO، مرجع سابق، ص: 52

## 2-2 الملائمة

يقصد بالملائمة وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المالية و الغرض الذي أعدت من اجله، ويمكن تحقيق هذا الخاصية من خلال المعرفة مدنا استفادة متخذ القرار من هذه المعلومات، ولفهم أكثر لهذه الخاصية سنقوم بإدراج جملة من التعاريف ثم نحاول تحليلها، وذلك فيما يلي:

يعرف k. Most الخاصية الملائمة بأنها: "قدرة المعلومات على إحداث اختلاف في القرار سواء بالمساعدة على تكوين التنبؤات أو تأكيد التوقعات السابقة"<sup>1</sup>

تعريف الشيرازي<sup>2</sup>: " المعلومات الملائمة هي تلك المعلومات القادرة على إحداث تغيير في اتجاه القرار، وبالتطبيق على التقارير المالية يكون ذلك عن طريق مساعدة مستخدمي هذه التقارير على تكوين توقعات عن النتائج التي سوف تترتب من الأحداث الماضية أو الحاضرة أو المستقبلية".

إما حسب وصفي عبد الفتاح<sup>3</sup>: " الملائمة تعني أن ترتبط المعلومة بالعمل أو الاستخدام الذي أعدت من اجله، أو ترتبط بالنتيجة المرغوب في تحقيقها".

وبخصوص هذه الخاصية يقول وليد ناجي الحياي<sup>4</sup>: " يقصد بالملائمة مدى مطابقة المعلومات المتوفرة لاحتياجات متخذ القرار وذلك لان المعلومات التي يحتاج إليها متخذ القرار في وقت من الأوقات قد لا تكون ملائمة في وقت آخر، وتشير هذه الخاصية إلى المنفعة النسبية للبيانات التي تتولد عن نظام المعلومات، بما فيها نظام المعلومات المحاسبي"

أما حسب IASC: " أيتكون المعلوماً مفيدة فإنها يجب أن تكون ملائمة لاحتياجات متخذ القرار".

وتعتبر المعلومات الملائمة للمستخدم مينا إذا كان لها تأثير على القرارات الاقتصادية التي يتخذونها، وذلك عن طريق مساعدتهم في تقييمها لأحداثا الماضية والحالية والمستقبلية أو تعزيز أو تعديل ما سبقا لتوصلا إليهم تقييم"

من خلال هذه التعاريف لخاصية الملائمة، نلاحظ أنها اتفقت على قاعدة التأثير على متخذ القرار، كما أنها اتفقت مع مبدئي الإفصاح الشامل والأهمية النسبية و هي لكي تكون المعلومات ملائمة يجب إن تتصف بثلاثة خصائص فرعية هي:

## 3-2 التوقيت المناسب

<sup>1</sup>Kenneth s. Most, Accounting Theory, 2<sup>nd</sup> Ed, Grid Publishing, Inc, 1982, p 20

<sup>2</sup>عباس مهدي الشيرازي، مرجع سابق، ص: 199

<sup>3</sup>وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، دراسات متقدمة في المحاسبة المالية، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2004، ص: 272

<sup>4</sup> وليد ناجي الحياي، النظرية المحاسبية، الجزء الأول ص: 84



أي يجب توفير المعلومات المالية في فترة زمنية مناسبة يمكن

تحديدها بالفترة الزمنية اللازمة لاتخاذ قرار معين من قبل مستخدمها (متخذ القرار) لكي لا تفقد هذه المعلومات قيمتها أو قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرار، وعليه يمكن التضحية ببعض المواصفات كدقة المعلومات مثلاً لصالح التوقيت المناسب، وفيما يلي بعض ما ذكر بشأن هذه الخاصية:

تعريف رضوان حلوة<sup>1</sup>: " يقصد بخاصية التوقيت الملائم أو التزامن توفير المعلومات في حينها قبل أن تفقد منفعتها أو قدرتها على التأثير في عملية اتخاذ القرارات، فمن البديهي انه إذا لم تتوفر المعلومات عند الحاجة إليها، فلن يكون لها تأثير على القرار، إذ أن عملية اتخاذ القرار محددة دائماً بفترة زمنية معينة، ويختلف التوقيت الملائم مع اختلاف طبيعة القرار، فبعض القرارات تستلزم سرعة أكثر من غيرها في توفير المعلومات الملائمة"

أما محمد مطر وموسى السويطي يرون<sup>2</sup>: " ضرورة ربط مدى ملائمة المعلومة لمتخذ القرار بتوقيت إيصالها له، ذلك لأن إيصال المعلومة لمتخذ القرار في الوقت غير المناسب يفقدها تأثيرها على عملية اتخاذ القرار ومن ثم ينزع عنها الفائدة المرجوة منها" ويرى الدون اندريكسن<sup>3</sup>: " من الضروري أن يتوفر لمستخدمي المعلومات المالية ما يلزمهم من المعلومات الملائمة لتنبؤاتهم وقراراتهم، و لا يكفي هذا وإنما يجب بالإضافة إليه أن تكون المعلومات حديثة في طبيعتها أكثر من ارتباطها بالفترات السابقة فقط، أي انه يجب أن تكون البيانات التي يستخدمها المستثمرون والدائون حديثة في إعداد التنبؤات واتخاذ القرارات، وفي الواقع فان مفهوم الملائمة ينطوي ضمناً على عامل التوقيت ومع ذلك يجب التركيز على أن التوقيت يمثل قيدها على نشر القوائم المالية، ويجب أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المالية ونشرها سريعاً بقدر الإمكان لضمان إتاحة معلومات حديثة لمستخدمي المعلومات المالية"

ويرى الطالب ضرورة وصول المعلومات المالية إلى مستخدميها في وقتها أي قبل اتخاذ القرار، وأي تأخر قد يفقدها قيمتها الإعلامية من وجهة نظرهم، ويجب أن نشير هنا إلى أن التواريخ المحددة من طرف مختلف التشريعات المحاسبية بخصوص وقت تقديم القوائم المالية له تأثير كبير على تحقيق هذه الخاصية.

## 4-2 القيمة التنبؤية

<sup>1</sup> رضوان حلوة حنان، النموذج المحاسبي المعاصر: من المبادئ إلى المعايير- دراسة معمقة في نظرية المحاسبة، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2006، ص: 201

<sup>2</sup> محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سابق، ص: 333

<sup>3</sup> الدون س اندريكسن، ترجمة كمال خليفة أبو زيد، النظرية المحاسبية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الرابعة 2005، ص: 129.

أي أنتكون للمعلومات المالية إمكانية تحقيق استفادة منها في اتخاذ القرارات التي لها علاقة بالنتيجة المستقبلية.

تعريف محمد مطر وموسى السويطي<sup>1</sup>: " يقصد بالقيمة التنبؤية قيمة المعلومات كأساس للتنبؤ بالتدفقات النقدية للمؤسسة أو بقوتها الأيرادية"

ومن خلال ما سبق يدرك الطالب مدى أهمية توفر هذه الخاصية في المعلومات المالية وهذا لتمكين المستخدمين من التنبؤ بمختلف الأحداث والنتائج، وربط الحاضر بالمستقبل.

## 5-2 القيمة الرقابية

أي أنتكون للمعلومات المالية إمكانية الاستخدام في الرقابة والتقييم من خلال التغذية العكسية وتصحيحاً لخطأ التقييم كالتنبؤ  
بجسوء الاستخدام وعدم الكفاية.. الخ، وفيما يلي بعض الآراء الواردة حول هذه الخاصية:

تعريف الشيرازي<sup>2</sup>: " لا تقل هذه الخاصية أهمية عن خاصية القدرة على التنبؤ، ويقصد بها مساعدة مستخدم المعلومات في تقييم مدى صحة توقعاته السابقة وبالتالي تقييم نتائج القرارات التي بنيت على هذه المعلومات"

تعريف وصفي عبد الفتاح<sup>3</sup>: " يجب أن تنطوي المعلومة على قيمة تقييمية وذلك من خلال تصحيح التوقعات السابقة لمتخذي القرارات، ومن ثم يكون هناك اتساقاً بين محتوى المعلومة التي استخدمت في التنبؤ ومحتوى المعلومة التي استخدمت في التقييم"

تعريف رضوان حلوة حنان<sup>4</sup>: " تسمح خاصية القيمة الرقابية بالتعلم من القرارات المتخذة سابقاً، وتراكم خبرات إعادة تقييم ومتابعة تلك القرارات للتأكد من صحتها، أو ضرورة تعديلها، وتقوم التغذية الراجعة على فكرة المقارنة بين الخطأ و التنبؤ وبين المنفذ وما جرى فعلاً، أي تستند إلى فكرة تحديد الانحراف الطارئ بين التنبؤ بما سيحدث وبين ما حدث فعلاً، وهذا المدخل يعني، التقييم المستمر بهدف التحسين المستمر

و للاستفادة من مفهوم القدرة على التنبؤ فقد أوضحت الجمعية الأمريكية للمحاسبة أربع طرق تمكن من ذلك وهي<sup>5</sup>:

- الطريقة المباشرة: تزويد الإدارة بمختلف التنبؤات، مثلاً حول التدفقات النقدية المتوقعة دون الرجوع إلى بيانات الماضي، ويحد تطبيق هذه الطريقة سوء الاستخدام المحتمل و الالتزامات الناتجة عن توقعات غير دقيقة

<sup>1</sup> محمد مطر ، موسى السويطي، مرجع سابق، ص: 333.

<sup>2</sup> عباس مهدي الشيرازي، مرجع سابق، 200.

<sup>3</sup> وصفي عبد الفتاح، مرجع سابق، ص: 273.

<sup>4</sup> رضوان حلوة حنان، مرجع سابق، ص: 75.

<sup>5</sup> رضوان حلوة حنان، مرجع سابق، ص: 203.

- الطريقة غير المباشرة: وتقضي بتقديم بيانات عن أحداث ماضية لتمكين المستخدمين من التنبؤ، وتفترض هذه الطريقة وجود علاقة ارتباط قوية بين أحداث الماضي وأحداث المستقبل، وهذا وضع قد يكون غير مبرر.

- طريقة اعتماد مؤشرات مرشدة: من خلال توفير بيانات تكون تحركاتها وتغيراتها مؤشرا سابقا لحدوث تحركات وتغيرات في الأحداث التنبؤ بها.

- طريقة المعلومات المعززة: من خلال توفير معلومات مالية تستخدم في التنبؤ في بيانات أخرى، وتفترض هذه الطريقة وجود علاقة ارتباط بين البيانات المالية والبيانات الأخرى

## 6-2 القابلية للمقارنة

تعد هذه الخاصية على قدر كبير من الأهمية وبدونها لا يمكن متابعة وتقييم أداء المؤسسة عبر الزمن وكذا المقارنة بين مختلف الوضعيات المالية للمؤسسات، وادركا منهم لأهمية هذه الخاصية فقد تطرق الباحثون إلى مفهومها واهم الإجراءات المحققة لها، وفيما يلي أهم ما جا فيها:

تعريف السيد الناغي: " يجب أن يكون المستخدم قادرين على مقارنة القوائم المالية للمؤسسة عبر الزمن من اجل تحديد الاتجاهات في المركز المالي و في الأداء كما يجب أن يكون بمقدورهم مقارنة القوائم المالية للمؤسسات المختلفة من أجل أن يقيموا مراكزها المالية وأدائها و التغيرات في مركزها المالي، وعليه فان عملية قياس وعرض الأثر المالي للعمليات المالية المشابهة والأحداث الأخرى يجب أن تتم على أساس ثابت وعبر الزمن لتلك المؤسسة وعلى أساس ثابت للمؤسسات المختلفة"

وبخصوص الإجراءات المحققة لخاصية القابلية للمقارنة يقول صادق الحسني<sup>1</sup>: " إن الاتساق في تطبيق المبادئ المحاسبية والطرق المحاسبية والسياسات المحاسبية ضروري جدا قبل استخدام القوائم المالية لإغراض التحليل ( وخاصة عند إجراء المقارنات)، كما أن الثبات في استخدام تلك المبادئ والسياسات والطرق يؤدي إلى صدق دلالة القوائم المالية إذ أن تغيير تلك الأسس من عام إلى آخر يفقد تلك القوائم دلالتها وقد يكون مضللا للطائفة التي تستخدمها، ومن هنا فقد ألزمت بعض التشريعات مدقق الحسابات أن يشير في تقريره إلى مدى الاتساق في استخدام المبادئ المحاسبية و تطبيقها أو الطرق المحاسبية من فترة إلى أخرى، ويعتبر هذا الإلزام احد معايير التدقيق المتعارف عليها"

ولكي تتحقق هذه الخاصية في المعلومات لابد من توفر عنصرين أساسيين هما:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صادق الحسني، التحليل المالي والمحاسبي، مطابع المؤسسة الصحفية الأردنية، عمان، 1994، ص: 33، نقلا عن:

- وليد الحياي، مرجع سابق، ص: 87

<sup>2</sup> محمد مطر، موسى السويطي، مرجع سابق، ص: 334

أ - **عنصر التوحيد:** ويقضي بتوحيد الأساليب و الطرق المتبعة في إعدادها وذلك سواء في مجالات القياس أو مجالات الإفصاح

ب - **عنصر الاتساق:** عنصر الاتساق مكمل لعنصر التوحيد، ويقضي ضرورة توفر التماثل في إتباع الأسس و المبادئ نفسها على مدار الفترات المالية المتتالية وذلك في مجالات القياس والإفصاح لكي تكون المعلومات المالية المنشورة قابلة للمقارنة.

## 2-7-7 الموثوقية

ويقصد بهذه الخاصية ثقة المستخدم بالمعلومات المالية المتوفرة و مدى إمكانية خلق حالة الاطمئنان لديهم لكي يعتمد عليها في اتخاذ قراراتهم المختلفة، وتشكل هذه الخاصية مع خاصية الملائمة المعيار المناسب الذي يحدد قيمة المنفعة التي يمكن جنيها من المعلومات المالية، ويمكن توضيح أهم ما قيل في هذه الخاصية فيما يلي:

1: FASB " هي خاصية في المعلومات تسمح بالتأكد من خلو تلك المعلومات من الأخطاء والتحيز بدرجة معقولة وأنها تمثل بصدق الشيء الذي تعبر عنه"

السيد الناغي<sup>2</sup>: " لتكون المعلومات مفيدة يجب أن تكون موثوق فيها ويعتمد عليها، وتتسم المعلومات بالموثوقية إذا كانت خالية من الأخطاء الهامة والتحيز، وكان بإمكان المستخدمين الاعتماد عليها كمعلومات تعبر بصدق عما يقصد أن تعبر عنه أو من المتوقع أن تعبر عنه"

دونا لد كيسو وجيري بجانت<sup>3</sup>: " الموثوقية للمعلومات المالية تقدر بمقدار المعلومات التي يتم نشرها في التقارير المالية الخالية من الأخطاء و التحيز في العرض والتصور الصادق للأحداث والعمليات الاقتصادية، وتمثل الموثوقية في المعلومات المالية ضرورة ملحة للأفراد الذين لا يتوفر لديهم الوقت والخبرة الكافية لتقييم محتويات التقارير المالية واختيار المعلومات المفيدة لهم"

وتتحقق هذه الخاصية من خلال اتصاف المعلومات المالية بما يلي<sup>4</sup>:

## 2-7-1 التعبير عن الواقع بصدق

وتعني

تصوير المضمون الذي يتهدد في التقدير بصوراً دقيقاً، بحيث تعبر عن الواقع تعبيراً صادقا، فلا بد من وجود توافق وثيق بين تلك المعلومات وبين الواقع،

<sup>1</sup>Financial Accounting Standard Board, Op. Cit" p: 13

<sup>2</sup> محمود السيد الناغي، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>3</sup> دونالد كيسو وجيري بجانت، المحاسبة المتوسطة، الجزء الأول، تعريب احمد حامد حجاج، دار المريخ للنشر ، الرياض العربية السعودية، 2005، ص: 70.

<sup>4</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية GCCAAO، مرجع سابق، ص: 55.

وليست هنا كقاعدة عامة لتقييماً سلو بمعيماً سالي القياس علماً ساسهذه الخاصية، وبعبارة أخرى بتعدرتحديدمطابقةالمعلوماتالمستخرجة وفقاً لسلو بمعيماً سالي القياس للواقع، فلا بد من معرفة الظروف التي تحيط بكل حالة قبل تقديمها بالاعتماد علماً لسلو بالمستخدمة للقياس في تلك الحالة بالذات.

## 2-7-2 قابلية المعلومات للمراجعة والتحقق

يقصد بذلك أن التائجالتي يتوصل إليها شخص معين باستخدام أساليب معينة للقياس الحاسبوالإفصاحيستطيعاً يتوصل إليها شخصاً آخر، مستقلاً عن الشخص الأول، بتطبيق نفس الأساليب، ومن ثم فإن المعلومات الآمنة التي يمكن الاعتماد عليها يجب أن تتوفر فيها هذه الخاصية بحيث يمكن غيراً أن نحيا حظاً نالقياس الحاسبوالإفصاححلاً يمكناً نيتسما بالموضوعية الكاملة لأنقياسالمعلوماتالمالية أو الإفصاح عنها لا يعتبر قياساً علمياً كاملاً، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المادة التي تخضع لهذا القياس لا يمكن تحديدها تحديداً موضوعياً حاسماً.

## 2-8 حيادية المعلومات

يقصد بحيادية المعلومات عدم التحيز لفئة معينة، وتتدخل هذه الصفة تدخلاً واضحاً معاً مانة المعلومات المتأثرة بالمعلومات المتحيزة بحكم طبيعتها معلوماتاً يمكن الثقة بها والاعتماد عليها، وتوجه معلومات الحاسبة المالية التي تنصفها الحيادة للوفاء بالاحتياجات المشتركة لمن يستخدمونها المعلومات خارج المؤسسة دون افتراضات سابقة عنا احتياجاً مجموعة معينة بالذات التي تملك المعلومات، وتتطلب خاصية الحيادية :

أثيرت كزالا اختيار من بين بدائل القياس والإفصاح جعلت تقييمها عالية كمنهذه البدائل فإنتائج المعلومات الملائمة، ذات العلاقة الوثيقة، وتحقياً قاًمانتها؛

- فيما يتعلق بتطبيق طرق الإفصاح، أو أساليب القياس التي

تتطلب الاتجاه إلى التقدير، يجب ألا تعتمد إدارة المؤسسة إلا على ما لا يهدها التقدير أو بحسبها، بغية تحقيق نتائج معينة

## المطلب الثاني - المؤشرات المالية

تعد هاته المعلومات المالية مؤشرات لاتخاذ القرار الاستثماري ولها دلالتها الاقتصادية وسنحاول التطرق الى بعضها في هذا المطلب.

**1- القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي في العادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي واردة في العقد التأسيسي، ومن أهم وظائفها هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وبالرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها العقد التأسيسي، إلا أنه يمكن تقليصها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.<sup>1</sup>

**2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:** وهي تضاهي قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{أرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة<sup>2</sup> وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:<sup>3</sup>

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالموجودات تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الموجودات في ظل معدلات التضخم السائدة.

- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أنتجت هاته الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء لمستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الموجودات عند التصفية.

يستعمل هذا المؤشر في اتخاذ قرار الاستثمار ومتابعة تذبذب قيمة السهم عبر مختلف الأزمنة. فكلما زادت القيمة الدفترية للسهم بشكل أكبر من عوائد أو توزيعات الأسهم ازداد حجم التفضيل لهذا السهم لدى المستثمر

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجمال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 191.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 192.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 19.

المتحفظ، أما بالنسبة للمستثمر المغامر يهتم بالعوائد والتوزيعات بشكل أكبر من القيمة الدفترية للسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ بالأسهم لوقت طويل.

فإذا كانت القيمة الدفترية للسهم العادي تساوي القيمة السوقية يعتبر القرار الاستثماري مثاليا وذو جدوى كبيرة لماذا؟

إذا وقعت الحالة السابقة عند التصفية فإن قيمة البيع هي نفسها القيمة المسجلة في السجلات، أما إذا كان هناك فارق كبير بين القيمة الدفترية للسهم والقيمة السوقية فإن ذلك سيؤدي بنا إلى الارتفاع في درجة المخاطرة وغالبا ما تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية.

وبشكل عام تعتبر القيمة الدفترية مؤشر ضعيف لقيمة السهم نظرا للأسباب التالية:

- إن القيمة الدفترية للسهم تشير إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة التي سيكون عليها السهم مستقبلا.
- إن عملية المقارنة بين المؤسسات باستعمال القيمة الدفترية ينجم عنها العديد من المشاكل، فقد تشابه مؤسستين من جميع الجوانب ما عدا الإجراءات والمعايير المحاسبية المستعملة، فقد تستخدم أحد المؤسسات أسلوب الوارد أخيرا يصرف أولا LIFO بالنسبة للمخزون وقد تستعمل أخرى أسلوب الوارد أولا يصرف أولا FIFO أثناء تقييم المخزون وكذلك الشأن بالنسبة لنمط الإهلاك كأسلوب القسط المتناقص.
- نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

**3- الرسملة السوقية:** وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

$$\text{قيمة الأسهم المدرج في السوق} \\ \text{الرسملة السوقية} = \\ \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

#### 4- القيمة السوقية:

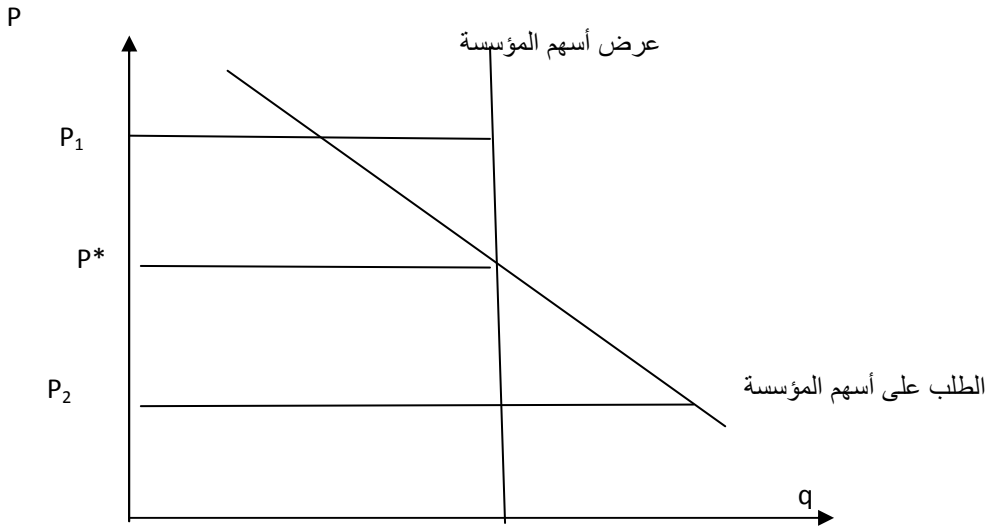
إن القيمة السوقية للسهم تتحدد وفقا لمتغيرين أساسيين: التدفقات الاقتصادية النقدية المستقبلية المتوقعة والمعدل الذي تخضم به التدفقات بهدف حساب القيمة الحالية، ومن خلال القيمة السوقية يتحدد السعر الذي تباع به الورقة المالية.

القيمة السوقية للسهم: تتمثل في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.

القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها: يعبر عنها بعدد الأسهم المكتتب فيها مضربا في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.

فالسعر السوقي من أهم الأساليب المعتمد عليها في عملية تقييم السهم من طرف الراغبين في الاستثمار، وهذا ما سيتم التعبير عنه بالمنحى الموالي:

الشكل رقم (1-1) : يوضح كيفية تحديد أسعار الأسهم في السوق



المصدر: محمد صالح الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص52.

من خلال المنحنى نجد بأن سعر السهم يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب مثل بقية السلع، فمنحنى العرض نلاحظ بأنه يمثل خط عمودي ثابت في لحظة زمنية معينة وموازيا لمحور الأسعار، أما بالنسبة لمنحنى الطلب على الأسهم فإنه يعتمد على السعر الذي يمكن أن يشتري به السهم، وعلى هذا الأساس يمكن القول بأنه عند مستويات الأسعار المرتفعة فإن الراغبين في شراء السهم أولئك هم المتفائلون بمستقبل السهم ولكن عدد هذه الشريحة ضئيل، أما عند مستويات الأسعار المنخفضة فمن المحتمل أن تسجل زيادة في الطلب على السهم، إذن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وحجم الطلب عليه.

فمن خلال الشكل نجد بأن السعر التوازني للسهم يتمثل في  $P^*$  أين تتعادل الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة، فعند مستويات الأسعار المرتفعة بالضبط عند  $P_1$  فإن المستثمرين سيرغبون على اقتناء كميات من السهم بحجم أقل من الكميات المعروضة، وهو ما ينتج عنه انخفاض في سعر السهم ليصل إلى سعر التوازن  $P^*$ ، أما عند مستويات الأسعار المنخفضة بالضبط عند  $P_2$  فإن المستثمرين سيرغبون في اقتناء الكميات



المطلوبة من السهم بحجم أكبر من الكميات المعروضة وهو ما سيدفع بسعر السهم إلى الارتفاع ليصل إلى سعر التوازن. فمن خلال ما سبق يمكننا أن نستخلص ما يلي:

- إن المستثمرون لا يحتاجون إلى اتفاق عام حول القيمة المناسبة للسهم، والتنبؤ بهذه الأخيرة سوف يختلف من مستثمر إلى آخر، ذلك أنهم يحصلون على معلومات مختلفة حول نفس السهم.

- إن السعر السوقي للسهم لا يعبر عن إجماع السوق عن القيمة المحورية أو العادلة التي تعطى للأصل وتعبّر عن القيمة الحقيقية، ولكنه يعبر عن الرأي الحدي للمستثمر، وهو المستثمر الذي يفضل امتلاك السهم في حالة ارتفاع سعره ولو بشكل قليل عن السعر الحالي.

- إن ميل منحنى الطلب يعبر اقتصادياً عن درجة تماثل آراء المستثمرين بخصوص الورقة المالية، فعندما تختلف آراء المستثمرين حول خصائص السهم فإن ذلك سيؤدي إلى انحدار منحنى الطلب من أعلى إلى أسفل، أما إذا اتفقت الآراء حول هذه الخصائص فسوف يكون منحنى الطلب موازياً لمحور الكميات.

- أسعار التوازن وأسعار المتاجرة في سوق السهم يتعلق بحجم ورود معلومات جديدة للسوق مما يؤدي إلى انتقال منحنى الطلب، التغير في الكمية المعروضة مبني على فرضية أن أداء المستثمرين غير متماثلة.

فإذا دققنا في التحليل نجد بأن التدفقات النقدية، على علاقة مع مستوى رقم الأعمال ومدى قدرة التحكم في مستوى التكاليف بالإضافة إلى المتغيرات التي تأتي نتيجة الدورة الاقتصادية متمثلة في الكساد والرواج ومعدلات التضخم المسجلة، فهي متغيرات من شأنها أن تؤثر على أداء المؤسسات ولكن بدرجات متفاوتة، أما بالنسبة لمعدل الخصم يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطالب به المستثمر (المساهم).

فالقيمة السوقية نجد بأنها تتأثر بمجموعة من المتغيرات منها المتغيرات الدولية المتمثلة في الجانب الاقتصادي العالمي وكذا الجوانب السياسية والاجتماعية التي من شأنها التأثير على حركية أسواق رأس المال، إضافة إلى الظروف الاقتصادية الوطنية كمعدلات الفائدة وأسعار الصرف والسياسة الجبائية والنتائج الإجمالي المحلي... الخ.

## 5- عائد السهم (EPS) Earning per Share:

يساعد هذا المؤشر على التعرف من مدى ربحية السهم، أو ما يسمى بالإيراد السنوي للسهم ويمكن حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضريبة مخصوماً منها توزيعات الأسهم على المتوسط المرجح لعدد السهم العادية.

في هذه الحالة فإن المستثمر المتحفظ سيميل إلى شراء الأسهم ذات الربحية العالية مستبعدا الربحية المنخفضة. فعائد السهم يستنبط من مصادر خارج السوق، اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة ويشهد وجهات نظر مختلفة ومتعددة بين المنظرين نظرا لتعدد المفاهيم المتعلقة به كالربح الصافي، النتيجة الجارية... الخ واختلاف الأزمنة الجانب التاريخي والحالي والمستقبلي، الأمر الذي ينجم عنه اختلاف في قيم المضاعف، فالبعض يوصي باستعمال الربح للسهم BPA والذي يعبر عن الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية دون إلزامية.

### 6- حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) Dividends Per Share:

يستخدم هذا المؤشر في تحديد نصيب السهم الواحد من التوزيعات للأرباح، أي الأرباح المستلمة فعلا من السهم، ففي بعض الحالات لا يتم توزيع الأرباح كلية و إنما يحتفظ بجزء من الأرباح في شكل احتياطات لأغراض تتعلق بسياسة المؤسسة ويمكن حساب هذا المؤشر كما يلي:

فحسب حالة المستثمر، فإذا كان هذا الأخير مهتما بالجانب النقدي فإنه حتما سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات الحصة المرتفعة من توزيعات الأرباح ويتجنب الأسهم ذات التوزيعات المنخفضة حتى ولو كان عائدها مرتفعا.

### 7- مردود السهم العادي (yps) YIeled Per Share:

يفيد هذا المؤشر في حساب تكلفة الفرصة البديلة بخصوص الاحتفاظ بالسهم أو التنازل عنه والانتقال إلى فرص استثمارية أخرى ويمكن حسابه كما يلي:

يمكن استعمال هذا المؤشر في عملية المقارنة مع سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان المردود أكبر من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه دون جدوى، أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه يفضل تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأسهم، فإذا كان المستثمر محتفظاً بكمية منها فمن الأفضل له التنازل عنها .

### 8- مضاعف سعر السهم العادي (PER Price Earning Ratio):

يستخدم هذا المؤشر في رصد التغيرات في الأسعار السوقية للسهم، بهدف التنبؤ بحركة الأسعار، وفي العادة توجه نسبة معيارية للسوق، فكلما ابتعد المؤشر بالزيادة عن هذه النسبة دل ذلك على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح، ويحسب المضاعف وفق الصيغة التالية:

### 9- عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR) Holding Period Return

يستعمل هذا المؤشر في قياس معدل النمو أو التآكل في ثروة حامل السهم ويتم حسابه كما يلي:

#### خلاصة واستنتاجات:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق إلى أهم المعلومات المالية المستخدمة في ترشيد قرارات الاستثمار وأسس الإفصاح عنها، وهذا من خلال التطرق إلى مفهوم الإفصاح المحاسبي، أنواع و المقومات الأساسية للإفصاح عن المعلومات المالية، كما تطرقنا إلى المعلومات المالية المقدمة القوائم المالية و المعلومات المالية المقدمة من السوق المالي وتمثل أهم استنتاجات هذا الفصل فيما يلي:

- يعتبر الإفصاح المحاسبي الوسيلة الأساسية التي يتم من خلالها إيصال المعلومات المالية

للمستثمرين

- تعتبر المعلومات المالية المصدر الأساسي لترشيد قرارات المستثمرين
- تقدم القوائم المالية معلومات ومؤشرات مهمة للمستثمرين في السوق المالي
- يعتمد المستثمرين الماليين على بعض المعلومات و المؤشرات المقدمة من السوق المالية

يعتبر الاستثمار المحرك الأساسي للاقتصاد في نموه واستقراره، ومع اعتماد سياسة الانفتاح الاقتصادي وتزايد حجم التبادلات التجارية مع الدول المختلفة فقد ازدادت أهمية النشاطات الاستثمارية مما أدى إلى نموها على المستويين المحلي والدولي، مما شجع على وجود أسواق مالية لتعبئة المدخرات الكامنة وتعزيز الاستثمارات في الأوراق المالية على أسس قانونية تضمن حماية مصالح المستثمرين مع ضرورة الالتزام بالشفافية في التعاملات من خلال إنزام المؤسسات بالالتزام بتطبيق قواعد ومعايير محددة في الإفصاح عن المعلومات مع تشديد الرقابة عليها لحماية السوق من الوقوع في أزمات على اعتبار أن السوق المالي هو الأكثر عرضة للمخاطر من غيره، وكذلك لجعل العملية الاستثمارية أكثر انتظاماً، مع الحرص على تنويع الأدوات الاستثمارية ليصبح السوق بذلك أكثر جذبا للمستثمرين، لذا يهدف هذا الفصل لدراسة الجوانب النظرية المختلفة لقرارات الاستثمار في الأسواق المالية وعليه ينقسم هذا الفصل إلى المبحثين الآتيين:

المبحث الأول: التأصيل العلمي لأسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: القرارات الاستثمارية في السوق المالي.

## المبحث الأول: التأصيل العلمي لأسواق الأوراق المالية.

شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة على مستوى أسواق الأوراق المالية، سواء ما يخص أسواق المال الناشئة أو المتقدمة ومحاولات التوحيد في التعامل، والمعالجات المحاسبية وتقليل المخاطر الناتجة عن المشاكل والاختلافات الإيديولوجية بين الدول والاقتصاديات، حيث توجهت الأسواق المالية نحو التكامل والتعاون وازداد تدفق رؤوس الأموال بين الدول ودخول المستثمر الأجنبي.

### المطلب الأول: مفهوم السوق المالي.

يعتبر السوق مكان التقاء وتجمع التجار بهدف التبادل ومبادلة المنافع (سلع أو أوراق مالية...) بمقابل وفي مدة زمنية معينة بغض النظر عن المكان المادي للسوق ومن هنا يبرز لنا مفهوم السوق المالي.

#### 1- تعريف السوق المالي

يعرف السوق على انه المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، وذلك بعد تجمع حاملي هاته الأوراق المالية، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق المالي<sup>1</sup>.

كما يعرف على أنه الموقع الذي تتم فيه ممارسة العمليات المالية بين وحدات ذات العجز ووحدات ذات الفائض من خلال تكييف التوازن بينهما وذلك إما عن طريق الوساطة المالية أو بالطريقة المباشرة<sup>2</sup>.

من خلال التعريفين السابقين نلاحظ أن السوق المالي هو مكان التقاء الوحدات المختلفة بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق المالي للقيام بالعمليات المالية مباشرة أو عن طريق وسيط بغض النظر عن مكان الالتقاء.

#### 2- أهمية السوق المالي

تتجلى أهمية السوق المالي في الآتي:

- تقوم الأسواق المالية بتوزيع المدخرات قصد التمويل وتهيئة الوسائل اللازمة كوسيط بين طرفين (المقرض والمقترض)، وذلك من أجل ربط الوساطة لجلب المدخرات من الأفراد ذو الفوائض المالية وإعادة توزيع على طالبي هاته المدخرات قصد التمويل؛

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل لنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 16.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق لنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 38.

- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للموجودات المالية، أي تحويل الأوراق المالية التي ليس لها طابع السيولة المباشرة إلى أوراق مالية ذات سيولة لتسهيل التعامل بها؛

-مكان للتفاوض على الأخطار؛<sup>1</sup>

-توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات، ويقصد بها حرية استخدام الأموال إما باستثمارها في مشاريع لتحقيق عوائد مستقبلية أو تحويلها للإفراد ذوي الاحتياجات لتمويل قطاعات أو إنشاء مؤسسات تحقق فوائد وتؤدي خدمات؛

-توسيع قاعدة الملكية والمديونية لتمويل رأس المال.

من خلال مفهوم وأهمية السوق المالي، يمكن القول أن العمق الزمني لوجود الأسواق وفعاليتها يستدعي مجموعة مقومات يجب توفرها، وبهذا الصدد يمكن أن نميز بين نوعين من المقومات، إحداهما أساسية والأخرى سائدة تساهم في تدعيم وفعالية السوق المالي، وفيما يلي إيجاز هذه المقومات.

### 3- مقومات إنشاء السوق المالي

#### 3-1- المقومات الأساسية (الرئيسية)

يقصد بالمقومات الأساسية توفر المناخ الملائم للاستثمار وذلك بقصد جذب رؤوس الأموال، قائم على عنصري الثقة والتنظيم، كما يجب توفر فلسفة اقتصادية واضحة وتنوع أدوات الاستثمار، يقصد بها سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات ومؤسسات مالية ومصرفية قادرة على جمع وتنويع المخاطر ومواجهتها.

#### 3-2- المقومات السائدة

ويطلق عليها المقومات السائدة لأنها تساهم في تطور ونجاح السوق وإضفاء صفة العمق والاتساع ومن هذه المقومات يجب وجود هياكل للمؤسسات منظمة وتشريعات تضيء صفة المنافسة الكاملة ومنح الابتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب، يعبر عنها بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Gerard Marie Henry, les marches financiers, ED Armond colin, paris, 1999, p 13-15.

<sup>2</sup> أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص 112.

## 4- أنواع أسواق المال

تنقسم أسواق المال إلى القسمين الفرعيين التاليين:

4-1 أسواق النقد: وهي الأسواق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل<sup>1</sup>، والتي تتعدد أنواعها فنجد سندات الشركات، سندات الحكومات، شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، وغيرها من الأدوات ويقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيس<sup>2</sup>. وتنقسم سوق النقد بدورها إلى السوق الأولية والسوق الثانوية، ويتم في السوق الأولية الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية، ويجري في السوق الثانوي تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل، سوق الخصم هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية، القبولات المصرفية، أذونات الخزانة<sup>3</sup>.

وتتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض قصيرة الأجل، وممقتهاها تتفاعل قوى جانبي العرض على رؤوس الأموال لأجل تتراوح بين يوم وسنة<sup>4</sup>.

4-2 أسواق رأسمال: تتعامل سوق رأسمال في التمويل طويل الأجل، وتنقسم أسواق رأسمال إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية<sup>5</sup>، الأسواق المستقبلية هي الأسواق التي يتم فيها إبرام عقود تتضمن حقوقاً والتزامات لتنفيذ صفقات في المستقبل<sup>6</sup>، الأسواق الفورية أو الحاضرة فيقصد بها تلك الأسواق التي يتعامل فيها بأوراق مالية ذات استحقاقات طويلة الأجل يتم تسليمها وتسلمها فور الصفقة. وهي بدورها تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية<sup>7</sup>. وسوف يتم تناولها بالتفصيل لاحقاً.

<sup>1</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 24.

<sup>2</sup> بوزيد عصام، التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. دراسة حالة بنك البركة الجزائري. -مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2009/2010، ص 59.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 93-94.

<sup>4</sup> شماخي بوبكر، تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الاستثمار المالي دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009، ص 4.

<sup>5</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة السوق، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 15.

<sup>6</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دائر وائل للنشر، الأردن، 2007، ص 127.

<sup>7</sup> شماخي بوبكر، مرجع سابق ذكره، ص 5.



## المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي نلاحظ أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها.

### 1- تعريف سوق الأوراق المالية

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية من خلال التعاريف التالية:

- 1 "سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع".<sup>1</sup>
- 2 هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها.<sup>2</sup>
- 3 سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.<sup>3</sup>
- 4 شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي.<sup>4</sup>

من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن سوق الأوراق المالية (البورصة) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار أنه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السمسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات.

<sup>1</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ص 272.

<sup>2</sup> عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص 25.

<sup>3</sup> ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص 67.

<sup>4</sup> P.Conso, La gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod deuxième édition, 1998, Tome 2, p 387.

## 2- خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز السوق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية؛

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي:<sup>1</sup>

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل، يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً؛<sup>2</sup>

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 1997، ص: 32.

<sup>2</sup> J.Pilverdier, tereyt, Le marché boursier, Economica, 1998, p: 10.

## 3-وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعدان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي؛

- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء؛

- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية<sup>1</sup>، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر؛

-أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها<sup>2</sup>

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: <sup>3</sup> تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة.

<sup>1</sup>A.CHOINEL, et G. ROUYER, **Les marchés financiers structures et acteurs**, Revue banque, Paris, 2<sup>ème</sup> édition 1997, p: 35.

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997 ص: 45.

<sup>3</sup>رسمية قرياقص، **أسواق المال**، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999 ص: 48.

- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي،، حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.
- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي

#### 4- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

##### 4-1- أسواق أولية

يدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.<sup>1</sup>

يتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:<sup>2</sup>

- مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:
- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.
- الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

- التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشتريين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية... إلخ
- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

<sup>1</sup>Shall Helly.c, **Introduction to Financial Management**, McGraid-Hill, New Work, 1988, p:27.

<sup>2</sup>عبيد سعيد توفيق، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 70.

## 4-2 الأسواق الثانوية:

تدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

**4-2-1- أسواق منظمة:**<sup>1</sup> وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

**4-2-2- الأسواق غير المنظمة:**<sup>2</sup> وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

## المطلب الثالث: المتعاملون المسيريون للسوق المالي

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.  
<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

يتحكم في السوق المالية مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين، فلكل متعامل وجهة نظره وأهداف مختلفة ومنها هم هؤلاء المتعاملين في السوق<sup>1</sup>.

## 1- أثار ضوابط رؤوس الأموال:

هو هؤلاء الذين لهم صفات مالية ويرغبون في ضخها للمتعاملين الذين يعانون من العجز المالي ( طالب رؤوس الأموال موال ) مقابل الحصول على ربح أو عوائد :  
أهم أضرار رؤوس الأموال في السوق لهم :  
- العائلات ( الخواص والأفراد ).

- المستثمرين التأسيسيين :

هم تلك المؤسسات المالية التي تضطر ورها في الحياة الاقتصادية من خلال الجمع الفوائد المالية المتأدية من مختلف القطاعات في الدولة وضخها في شكل أوراق مالية، ويعدون أهم المتحكمين في السيولة في السوق المالي، ومن بينهم من يجد صناديقاً لضماناً اجتماعياً، صناديقاً للتقاعد، صناديقاً للبطالة، شركات التأمين، صناديقاً لودائع الضماناتوكذا هيئات التوظيف لجمعاً لعملاء الأوراق المالية كشركات التأسيس والاستثمار ذات رأس المال الثابت، شركات التأسيس ذات رأس المال المتغير ونواديا للاستثمار .

- المتعاملون الآخرون وهم الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات البنوك .

## 2- طالب رؤوس الأموال موال :

هو أولئك الذين لهم معجز في السيولة لتمويل استثماراتهم من أهم المطالبين رؤوس الأموال في السوق المالية ولا يمكن ذكرهم كالآتي :

- الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية - الدولة والهيئات التابعة لها -

وذلك من خلال بيع سنداتها مباشرة في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه الطريقة بالسهولة إضافة إلى أنها تتحلل لدولة منالبيع سنداتها فيالغا لب .

كما أنالدولة لاتلجأ إلى طرح كلالسند التصدر دفعة واحدة للبيع بلعدفعات لتعلن حولها يزيد منعرضها بشكل كبير قد يجمعها نخف اضفيقيمتها .

-

مؤسسات القروض والبنوك تتكون هذه المؤسسات البنوك المركزي بالبنوك التجارية وذلك من خلال إصدار السند التحشيق ومبييعها بغية الحصول لعلل السيولة اللازمة لتمويل خزنتها .

<sup>1</sup> عبد الغفور دادن، محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مبراح، ورقلة- الجزائر، 2010/2011، ص 66.

المؤسسات الخاصة والمختلطة حيث تقوم هذه الشركات بتبطلب الزيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات أو أسهم حسب أسلوب التمويل المقترح .

### 3- التقنيون - الوسطاء الماليون: -

تتم عملية بيع الأوراق المالية وشراؤها وفقا لعرض الطلب عن طريق الوسطاء الماليين المعروفين باسم التقنيين حيث يقومون بدور الوساطة بين العرض والطلب بين الأوراق المالية ولا يمكن ان تتم عملية مناهتها عمليا تدو مرور عليهم حيث ينقلون او امرز نائهما بالسوق المالي ويجرون العملية المطلوبة منهم .

يمكن التعرف على هذه الوظيفة من خلال لتطبيقا لعملية للوساطة المالية في بعضاً برز الا سواق الأ أكثر تقدما في العالم وتؤدي افي كل من الولايا المتحدة الأمريكية، إنجلترا، وفرنسا .

- التقنيون العاملون في بورصات الولايا المتحدة الأمريكية: هنا كعدة فئات للوسطاء تعمل في بورصات الولايا المتحدة الأمريكية .

### 4- بنوك الاستثمار:

يرز دور بنوك الاستثمار من خلال لشراء الاوراق المالية الخاصة بالمؤسسات وتمثييعها للمستثمرين حيث يدفع ثمنها الاوراق المالية بنوك الاستثمار مارمعاخذ بعين الاعتبار التدفقات الخاصة بها بعد ذلك يقوم بالبنك بإعادة بيعها لحسابه، ومن أهم وظائف بنوك الاستثمار:

- توزيع وبيع الأوراق المالية؛

- إرشاد ا تو نصيحة المؤسسة التي تصدر الأوراق المالية؛

- إعادة إصدار الأوراق المالية؛

- دراسة المركز المالي المتوقع للمؤسسة مستقبلا؛

- إعطاء النصيحة للمدير المالي بخصوص اختيار الأوراق المالية وتحديد أسعارها؛

- قد يشكك بنوك الاستثمار دور العضو الفعال في مجلس إدارة بعض المؤسسات الأعمال .

### 5- السمسار :

يرز دور السمسار فيكون هو وكيل للمستثمر ويحصل مقلما بلذ لك لعمولة، حيثنا اغلب المستثمرين يتعاملون مع السمسارة، كما ان لهؤلاء السمسارة مكاتب متفرقة ومربوطة بشبكة متناسقة فيما بينها وبين المركز الرئيسي، وكذلك فيما بينها وبين اسواق الرئيسية . ويطلق عليها اسم " مدير الحسابات " أو الممثلين المسجلين، فيتم فتح الحساب بمنظر للمستثمر لدعوة السمسارة .

اما فيما يخص المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية وصناديق المعاشات الراغبة في الا استثمار فانها لاتلجأ الى السمسارة الكبيرة، بل تلجأ الى البوت الصغيرة ذات المكاتب الواحدة والمكاتبينذات التخصص في عمليات المؤسسات الراغبة في الا استثمار

### المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية.

استقطبت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية اهتمام الباحثين والمتعاملين الاقتصاديين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، فبالنظر الى مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تتأثر أسعار الأسهم في السوق ألياً لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومات التي تضح في السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار



عشوائية، حيث تتذبذب صعودا مع الأنباء الممتازة وهبوطا مع الأنباء السيئة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

ووفقا للمنافسة القوية المتوقعة بين المستثمرين للحصول على تلك المعلومات، فلن يستطيع أي منهم الاستحواذ على المعلومات وتحليلها بمفرده ومن ثمة فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، لذا سوف يتم البحث في العناصر الآتية:

- نظام المعلومات وأهميته؛

- مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية؛

- المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

وسنحاول من خلال هذا المطالب إبراز مفهوم كفاءة السوق المالي وخصائص السوق كما نميز بين أنواعها وصيغها، والكيفية التي تتحقق بها كفاءة السوق.

### 1- تعريف كفاءة السوق المالي:

هو أن تعكس أسعار الأوراق المالية في السوق توقعات المستثمرين سواء ما يخص المخاطر أو المكاسب أي أن تكون المعلومات متاحة للجميع المستثمرين في السوق المالي بالقدر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد وتقديرات سليمة وغير مبالغ فيها، إذ يكون الاختلاف في العوائد حسب خبرة المستثمر<sup>1</sup>.

كما تعرف على أنها السوق الذي يعكس فيه سعر السهم المصدر كافة البيانات الحاضرة والمتاحة سواء كانت المعلومات تمثل معلومات تبثها تلك المؤسسة أو صادرة عن القوائم المالية لها أو وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام أو في الأسابيع أو في السنوات الماضية.<sup>2</sup>

وعلى هذا الأساس تعرف السوق الكفاء بأنها السوق الذي يتساو فيه سعر الورقة المالية معقيمة الاستثمار في كالاتها، بعبارة أخرى بأقيمة الورقة تعكس فعلا الصورة الحقيقية والفعلية للمؤسسة، بعيدا عن الصورية والتظليل، لذا فإن سعر الورقة

المالية في السوق الكفاء، هو تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية، التهييدورها القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للورقة، أي أن يفرق جوهر بينا السعر وقيمة الورقة هي انعكاس حقيقي لعدم كفاءة السوق.<sup>3</sup>

### 2- أنواع الكفاءة في السوق المالي:

<sup>1</sup>Pierre Ramage, **Finance de marches**, édition d Organisation, paris, 2002, p59 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية**، مؤسسة المعارف مصر، الإسكندرية، 1995، ص13.  
<sup>3</sup> دادن عبد الغني، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج لاندثار الميكرو باس تعمال المحاكاة المالية - حالة بورصتي الجزائر وباريس -**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007/2006، ص 197.

تتنوع الكفاءة في السوق المالي بتنوع مميزاتنا ونذكر منها مايلي:

## 1-2 الكفاءة الكاملة:

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن أسعار الأسهم وهذا ما يؤدي إلى تغيير فوري في أسعارها، أو سعر السهم بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.

وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل تحقق الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات ذات شفافية، بدون تكلفة وتتميز بسرعة تداولها وانتقالها؛
- عدم وجود قيود على المعاملات أو تكاليف أو ضرائب أي إمكانية اقتناء أو التنازل عن أي كمية من الأسهم لأي شركة يرغب فيها المستثمر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين، أي عدم تأثير أي مستثمر لوحده في أسعار الأوراق المالية؛
- تمتع المستثمرين بالرشادة، أي يهدف إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد والمنافع<sup>1</sup>.

## 2-2- الكفاءة الاقتصادية:

يقصد بها الفارق الزمني بين وصول المعلومات إلى السوق و انعكاس آثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، كما يعتقد أن يكون الفارق بين السعرين كبيراً بسبب تكاليف المعاملات وكذا الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.

## 3- الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة:

تتجلى الكفاءة في السوق المالي من خلال مجموعة من المراحل وهي:

- يجب توفير سوق مالي يتوفر على عدد كبير من المستثمرين، إذ يؤدي زيادة عدد المستثمرين إلى زيادة الكفاءة الهيكلية والتي تعكس درجة المنافسة في السوق؛

<sup>1</sup>مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07، 2010/2009، ص 183-185.

- يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية وذلك في ظل مناخ تنافسي للسماسة إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة مباشرة لتعكس مباشرة على سعر الأوراق المالية؛

- عند وصول المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو بالانخفاض؛

وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة، فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية، على وجه السرعة لكل معلومات جديدة ترد على المتعاملين فيه، والتي من شأنها تغيير نظرهم للمؤسسة المصدرة للسهم حيث تتجه أسعار الأسهم ارتفاعا أو انخفاضاً، وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذ كانت سارة أو غير سارة<sup>1</sup>.

#### 4- سمات الكفاءة:

لكي يتم استخدام المعلومات المالية والموارد الاقتصادية بأفضل كيفية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى يجب توفر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

#### 4-1 كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

وتتحقق هذه السمة عندما تحقق الأسعار السوقية شرط الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات المناسبة والمتوفرة بتكاليف ضئيلة ومناسبة لتقييم الأوراق المالية، وأن تكون أسعار الأسهم السوقية تعكس كافة المعلومات المتاحة للجميع وذلك قصد تحقيق أرباح اعتيادية.

#### 4-2 كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

يطلق عليها بكفاءة التشغيل لأنها ترتبط بتكلفة المعلومات، إذ يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل شروط تكلفة المعلومات تساوي الصفر، بمعنى أن بقية المتعاملين في السوق كالسماسة والوسطاء الماليين وغيرهم، يعملون في بيئة تنافسية ويحققون هوامش ربحية عادية، إذ تحققت هاته السمة من خلال الطلب المتزايد على الأوراق المالية، وامتصاص فائض العرض من الأوراق المالية، عن طريق شراءها بهوامش منخفضة<sup>2</sup>.

#### 5- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

من خلال تعدد مصادر المعلومة وشموليتها التي ينعكس تأثيرها على الاسعار السوقية للأوراق المالية يتم تقسيم الكفاءة الى ثلاث صيغ هي:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مؤسسة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1999، ص38.  
<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 140-141.

**1-5 الصيغة الضعيفة:**

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية أي أن يكون السعر مستقلاً عن الماضي، وتتضمن إطاراً محتواً أن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم هي معلومات تاريخية (عن فترة سابقة)، وعليه فإن هذه المعلومات ليست ذات جدوى وأهمية لتنبؤ بالسعر مستقبلاً لأن المتعاملين في السوق قد حصلوا عليها دون تكلفة، أي لا يوجد أحد من المستثمرين قادر على تحقيق أرباح غير اعتيادية (عوائد استثنائية).

**2-5- الصيغة شبه القوية:**

بموجب هذه الصيغة، فإن المستثمرين يستخدمون ما هو متاح من معلومات ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة، كما أن جميع المعلومات متوفرة ومتاحة للجميع بشكل واضح وتعكس الأسعار السوقية الجارية (الحالية)، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن الظروف الاقتصادية والمالية أو الدولية والمعلومات التاريخية والحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية والائتمانية.

**3-5- الصيغة القوية:**

إذ تقضي هذه الصيغة إلى أن سعر الورقة المالية الجارية (الحالي) يعكس المعلومات العامة (الشائعة) المتاحة للجميع بشكل علني وخاصة التي تمتلكها قنوات ذات صلة بمصدر هذه المعلومة، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو متطلع إلى تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين ويعود السبب إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية، تغيرات عشوائية مستقلة فإذا كان هناك من يملك معلومات خاصة فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات.

بعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية .

**المبحث الثاني: القرارات الاستثمارية في الأسواق المالي.**

يعتبر الاستثمار عموماً أي نشاط اقتصادي أو عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو معنوي بهدف تحقيق عوائد مستقبلية تتفاوت على حسب الامكانيات المادية وما يتوفر لدى المستثمر من معلومات عن المناخ الاستثماري (الفرص والتهديدات) ودرجة تقبله للمخاطر التي يتعرض لها وتختلف الاستثمارات باختلاف أشكال رأسمال إلى استثمارات حقيقية (المادية)، استثمارات بشرية واستثمارات مالية ويهدف المبحث إلى التطرق لهذا الأخير من خلال التعرض لأهم المفاهيم المتعلقة بالاستثمار المالي.

## المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي.

### 1- تعريف الاستثمار المالي

لقد ارتبط مفهوم الاستثمار المالي بإنشاء شركات المساهمة وتطورها وتوسع نشاطها ونمو عددها إذ يمكن تعريف الاستثمار المالي من خلال التعاريف التالية:

- يعرف الاستثمار المالي بأنه حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة<sup>1</sup>.
- وهو الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات.....<sup>2</sup>
- هو شراء حصة في رأسمال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكيها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية.<sup>3</sup>
- ويقصد به شراء أوراق مالية كاحتياطي وقائي للسيولة، أو لمتطلبات تشغيل الأموال المتاحة في أصول سهلة التحول إلى نقدية، فالاستثمار هنا قد يجوي شراء السندات أو الأسهم الممتازة والتي تكون احتمالات الربح أو الخسارة فيها قليلة نسبياً، كما قد يجوي شراء الأسهم العادية والتي قد تكون احتمالات الربح والخسارة فيها مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة كبيرة نسبياً.<sup>4</sup>
- يقصد به الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي (الأسهم والسندات) والأوراق المالية الأخرى بهدف اقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالي والحصول على أرباح إضافية، ويتم تداول الاستثمارات المالية في الأسواق المالية التي تتميز بفاعليتها خاصة إذا كانت هذه الأسواق ذات كفاءة عالية ومن خصائصها الاتساع والتعمق.<sup>5</sup>

يتضح مما سبق أن الاستثمار المالي يتضمن عملية توظيف الأموال في الأوراق والأدوات المالية المطروحة للتداول في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على هذه العملية حياة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي مقابل حصوله على حق مالي محدد أو غير محدد مسبقاً يخوله له القانون.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 32.

<sup>3</sup> ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 12.

<sup>4</sup> فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 32.

<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 50-51.

## 2- أهداف الاستثمار المالي:

يسعى المستثمر من الاستثمار في الأوراق المالية إلى تحقيق الأهداف التالية<sup>1</sup>:

- **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين باغوا سنا نعينا، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطر؛
- **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل؛
- **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتماماته على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛
- **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة؛
- **تحقيق أكبر نمو للثروة:** يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخلفتها؛
- **حماية الدخل من الضرائب:** يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

## المطلب الثاني: أدوات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.

أدوات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية هي عبارة عن أدوات مالية يتم التداول عليها في سوق منظم يدعى سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية ومن أهمها نذكر مايلي:

## 1- السندات:

السند هو دين مقسم إلى أجزاء متساوية في ذمة المؤسسة المصدرة له، يصدر في شكل صك يثبت حقوق حاملها في استفاء ماله والاستفادة من الفوائد المالية المتفق عليها، بغض النظر عن النتائج المالية المحققة<sup>2</sup>. تتميز السندات بالخصائص التالية:

<sup>1</sup> - ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص 12-13.  
<sup>2</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 436.

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية؛
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛
- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛
- تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها؛
- تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي؛<sup>1</sup>
- يحصل حملة السندات على الفوائد قبل دفع أي توزيعات على الملاك، مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم بيع وتصفية أصول الشركة.<sup>2</sup>
- إن الاستثمار في السندات له العديد من المزايا والمخاطر أهمها:<sup>3</sup>

#### - المزايا:

- ثبات واستمرارية العائد بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر؛
- مأمونة السداد في تاريخ الاستحقاق بأصل أو أصول محددة؛
- فوائدها تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي؛
- تتميز بحق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية تحويلها إلى أسهم عادية.

#### - المخاطر:

- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد؛
- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة؛
- احتمال تعرضها لمخاطر ارتفاع نسبة المديونية نتيجة لزيادة عدد الذين يتنازعون حق الحصول على الشركة وذلك في حالة التصفية والإفلاس.

## 2- الأسهم العادية:

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 76.  
<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 40.  
<sup>3</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 77.

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية<sup>1</sup>، وتمثل القيمة الإسمية في القيمة التي يصدر بها السهم أصلاً في عقد التأسيس وهي تساوي إجمالي رأسمال المؤسسة مقسوماً على عدد الأسهم الاجمالية، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة المستخرجة من الدفاتر المحاسبية للمؤسسة ولا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات والأرباح غير الموزعة مقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالية<sup>2</sup>، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتحضخ قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة<sup>3</sup>.

تتميز الأسهم العادية بالخصائص التالية<sup>4</sup>:

- يمثل حق ملكية: وهو حصة من رأس مال شركة مساهمة ولا يمكن أن يكون مديونية لأن ذلك يتعارض مع مبدأ الاستثمارية؛
- ليس له تاريخ استحقاق: كونه يمثل حق ملكية حقيقية لشركات قائمة على أساس مبدأ الاستثمارية، الملكية الحقيقية تتمثل في ملكية المساهم لأصول الشركة حسب حجم الأسهم ونصيبه في الأرباح وتحمله التزامات الشركة تجاه الغير؛
- عدم ثبات العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطاً إيجابياً، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم وحالات الرواج أي أنه استثمار جيد في حالات الرواج والتضخم؛
- يغطي نوعين من العائد: عائد رأسمالي عند بيع السهم، عائد جاري (نصيب السهم من الأرباح الموزعة)؛
- له حق الإدارة: التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

تتمتع الأسهم بالنسبة للشركة المصدرة بالإيجابيات والسلبيات التالية<sup>5</sup>:

#### - الإيجابيات:

- تعد مصدراً دائماً للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة؛

<sup>1</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 89.

<sup>2</sup> فيصل حمدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2006، ص 13.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، مواقف أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص 57.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 31.

<sup>5</sup> - فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 81.



- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونياً بتوزيع أرباح حتى لو حققت لها أرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع؛

#### - السلبيات:

- 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.

### 3- الأسهم الممتازة:

الاسهم الممتازة هي التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند نصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات<sup>1</sup>. تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية<sup>2</sup>:

- يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمة الأداة ومن الأرباح المتحققة؛
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف فيحصل هؤلاء على سعر الاصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية؛
- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الاسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية (تصفية) الشركة؛
- تضمن الشركة حقوق أصحاب الاسهم الممتازة بوجوداتها الاستثمارية، علماً بأن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضماناً من السندات وأكثر ضماناً من الأيهم العادية؛
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الادارية المختلفة.

تتميز الأسهم الممتازة بالمزايا والعيوب التالية<sup>3</sup>:

#### ✓ المزايا:

<sup>1</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 86.  
<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 101.  
<sup>3</sup> فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 84.

- لها نسبة محددة من الأرباح بغض النظر عن قرار التوزيع من عدمه؛
- انخفاض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.

#### ✓ العيوب:

- ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة لعدم إمكانية خصم توزيعاتها من الوعاء الضريبي؛
- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات؛
- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة؛

### المطلب الثالث: مبادئ وأسس اتخاذ القرار الاستثماري.

#### 1- مبادئ صنع القرار الاستثماري

يجب على المستثمر عند اتخاذه للقرار الاستثماري مراعاة المبادئ التالية:

##### 1-1 مبدأ الاختيار:

إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن-يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة؛

**1-2 مبدأ المقارنة:**

أي المفاصلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملاءمة<sup>1</sup>؛

**1-3 مبدأ الملاءمة:**

بمعنى اختيار المجال الاستثماري المناسب، وكذلك الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم وظروف المستثمر سواء كان فرداً أو مؤسسة؛

**1-4 مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:**

أي اختيار عدد من الأدوات الاستثمارية بغية تخفيض أثر المخاطر وخاصة المخاطر غير النظامية؛

**1-5 مبدأ الخبرة والتأهيل:**

وهذا يعني أن قرار الاستثمار بما يتضمن من حيثيات ومايستلزمه من إمكانيات فنية وعلمية قد لا تتوافر لدى العديد من المستثمرين، الأمر الذي يستلزم الاستعانة بمشورة المختصين في هذا المجال<sup>2</sup>.

**2- أسس اتخاذ القرار الاستثماري**

لا بد أن يهتم المستثمر بالأسس الآتية عند اتخاذه للقرار الاستثماري<sup>3</sup>:

- التحليل الاقتصادي لكافة العناصر الرئيسية للعوائد والتكاليف المتوقعتين وذلك في إطار الربحية المستهدفة مع الاهتمام بكافة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة؛
- الاهتمام بكافة الأبعاد الزمنية:
  - لاسترداد التكاليف الأولية للاستثمار؛
  - لربط الحاجة إلى السيولة مع القدرة على تحمل المخاطر.
- احتساب كافة المخاطر الاستثمارية المتوقعة وذلك من خلال تحليل كمي لهذه المخاطر،

<sup>1</sup> زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 28-29.

<sup>2</sup> طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 19.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 49-50.

- تحديد حجم السيولة الضروري،
- تشخيص كفاءة النشاط الاستثماري من حيث:
  - قابليته للتداول السريع؛
  - كلفة تداوله؛
  - تغيير سعره ما بين تداولين متتالين.
- الالتزام بكافة التشريعات والسياسات والاجراءات والالتزامات وذلك تحسبنا للاستثمار من أي مضاعفات سلبية لحالات عدم الالتزام.

## المطلب الرابع: مخاطر الاستثمار المالي:

### 1- مفهوم المخاطرة

نستطيع القول بأن المخاطرة هي مقدار التغير الحاصل في العوائد المتوقعة في المستقبل بسبب ظروف المشروع أو الظروف الخارجة عن سيطرته، فكلما كان التغير أكبر كان خطر الاستثمار أعلى والعكس صحيح<sup>1</sup>. كما يمكن تعريف المخاطرة على أنها احتمال حدوث خسارة التي تنجر عن انتظار قيمة الأصل في المستقبل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 101.

<sup>2</sup> سعيدة تلي، التنبؤ بالمرودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2009، ص 42.

وهناك من يعرفها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً.<sup>1</sup> أي أن المخاطرة تعني احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد على الاستثمار.<sup>2</sup>

يمكن تعريف مخاطر الاستثمار على أنها التقلبات المنتظمة أو غير المنتظمة، الدورية أو غير الدورية، الشاملة أو الجزئية التي تحدث في قيم الأصول الاستثمارية أو عوائدها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستويين المحلي أو الدولي.<sup>3</sup>

بناءً على ما سبق يمكن تعريف المخاطرة على أنها درجة انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة كلما كانت المخاطرة أعلى والعكس صحيح.

اعتماداً على عنصر المخاطرة يمكن تقسيم المستثمرين من حيث درجة تقبلهم لها إلى:<sup>4</sup>

### 1-1 مستثمر متحفظ:

يفضل هذا المستثمر دائماً أن يوجه أمواله إلى استثمارات أقل خطورة وذات عائد منخفض ومثل هذا النوع من المستثمرين يتوجه إلى البنك للحصول على وديعة أو فتح حساب ادخار بمعدل فائدة ثابت.

### 2-1 مستثمر محايد:

يرغب هذا المستثمر في تحمل درجة خطر معقولة مقابل معدل عائد محدود.

### 3-1 مستثمر مخاطر:

هذا النوع من المستثمرين يجب فرص الاستثمار ذات العائد المرتفع ولذلك فهو يحتمل درجات خطر مرتفعة أيضاً.

## 2- أنواع المخاطرة

يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من حيث قدرته على تسييرها أو التخفيف منها إلى:

### 1-2 المخاطر المنتظمة:

هي تلك المخاطر التي تتأثر بها التدفقات النقدية للأدوات الاستثمارية وتتسم بمظاهر عامة لا يمكن تجنبها وترتبط هذه المظاهر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والمؤسسية للاقتصاد ككل، أي أنها تؤثر على

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص 394.

<sup>2</sup> طلال كداوي، مرجع سبق ذكره، ص 212.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ص 253.

<sup>4</sup> أسامة عبد الخالق الانصاري، الدليل العملي للاستثمار، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 63.

السوق بأكملها تنعكس هذه المخاطر على جميع الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق بصورة عامة وتختلف درجة تأثر هذه الأدوات بالمخاطر بنسب ودرجات مختلفة حسب طبيعة الصناعة أو الخدمة أو القطاع الذي ينتمي إليه المشروع ودرجة حساسية الاستثمارات للتغيرات المذكورة التي تظهر بصورة تقلبات سعرية<sup>1</sup>، وبالتالي لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع لأنها تؤثر على كل الشركات تقريبا في نفس الوقت<sup>2</sup>.

## 2-2 المخاطر غير المنتظمة:

وهي عبارة عن المخاطر المنفردة التي تقع على شركة محددة يتأثر فيها سعر سهم هذه الشركة والمخاطر المحددة لا يتأثر فيها السوق بشكل عام ويمكن السيطرة على هذا النوع من المخاطر وتفايدها من خلال الإدارة الكفؤة وأهم طريقة لتفادي المخاطر غير المنتظمة هو التنويع في الاستثمار وتوزيع رأسمال على عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة أو بواسطة تحسين كفاءة الإدارة أو وجود القوانين واللوائح التي تقلل من وجود أخطاء<sup>3</sup>، وتشمل هذه المخاطر مخاطر التمويل، الائتمان، السيولة، التشغيل، الأخطاء الإدارية، الابتكار، الإبداع، تغير أذواق المستهلكين، رأسمال وكيفية الوفاء بالالتزامات<sup>4</sup>.

## 3- قياس المخاطر

يمكن قياس مخاطر الاستثمار سواء كانت نظامية أو غير نظامية باستخدام أساليب كمية، إلا أنه يمكن التمييز بين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة) والأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

### 3-1 أساليب قياس المخاطر الكلية:

تدعى هذه الأساليب بمقاييس التشتت وهي الأكثر استعمالا في هذا المجال ومن أهمها المدى، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، وفيما يلي عرض مختصر لكل منها:

#### 3-1-1 المدى: يعتبر المدى أبسط مقياس كمي لقياس التشتت وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى

والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup>دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 105-106.

<sup>2</sup>سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 253.

<sup>3</sup>غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 81.

<sup>4</sup>دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 109.

<sup>5</sup>منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 400.

### 3-1-2 الانحراف المعياري:

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد<sup>1</sup>.

3-1-3 معامل الاختلاف: هو مقياس نسبي للمخاطر حيث يتم حسابه بقسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية<sup>2</sup>.

### 3-1-4 معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة:

من الناحية الاقتصادية عبارة عن مقياس إحصائي لقياس المخاطر المنتظمة، فهو يقيس درجة حساسية مردودية السهم تجاه عائد السوق<sup>3</sup>. والمقصود بعائد السوق هو المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم الموجودة في السوق<sup>4</sup>.

ويمكن قياس معامل بيتا بالطريقة التالية<sup>5</sup>:

خلاصة واستنتاجات:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق إلى مفاهيم حول الاسواق المالية وانواعها وخصائصها وكيفية اتخاذ القرارات الاستثمارية وانواعها، كما تطرقنا إلى مفهوم الكفاءة في سوق الاوراق المالية وانواعها وصيغها وسماتها وتتمثل أهم استنتاجات هذا الفصل فيما يلي:

- تعتبر الاسواق المالية عصب الحياة بالنسبة لاقتصاد الدول
- تعتبر الكفاءة اهم مقومات الاسواق المالية
- تختلف القرارات الاستثمارية حسب نسبة المخاطرة

<sup>1</sup>Bertrand Jaquillat et Bruno Solink. **Marches Financiers gestion de portefeuille et des risques**, dound.paris 3<sup>ème</sup> edition.1997,p118

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص 404.

<sup>3</sup>عبد الغفور دادن، **محاولة بناء نموذج لترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009**، مذكرة ماجستير

غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2011/2010، ص 32.

<sup>4</sup>زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 345.

<sup>5</sup>غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 85.

نسعى من خلال هذا الفصل إلى دراسة الكفاءة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2006-01-02 الى 2010-12-13 وذلك من خلال دراسة سلوك الاسعار اليومية معبر عنها بمؤشر السوق ( سعر الاغلاق ) من أجل البحث عن مدى وجود سير عشوائي لسلسلة الزمنية، وهل هي ذات جذر وحدوي باستخدام احصائية ديكي فولروفليبسيرون، و إبراز أهم المتغيرات والمؤشرات المالية التي يستند عليها المستثمر في اتخاذ قراره سواء من داخل السوق أو من خارج السوق، من خلال اختبار العلاقة بين هاته المؤشرات والقيمة السوقية للسهم واختبار مدى تشتت هاته المؤشرات في سوق الأوراق المالية.

فوقع اختيارنا على واقع سوق الكويت للأوراق المالية الممتدة بين 2009 الى 2010 كنموذج من خلاله يحاول هذا الفصل توضيح أهمية مؤشرات السوق في بناء القرار الاستثماري.



## المبحث الأول: دراسة الكفاءة لسوق الكويت للاوراق المالية

سوف نحاول دراسة كفاءة سوق الكويت للاوراق المالية بعد الاشارة الى عينة الدراسة وكيفية اختبار الكفاءة.

### المطلب الأول: تقديم سوق الكويت للاوراق المالية الكويت

#### 1- الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية:<sup>1</sup>

تتم معاملات سوق الكويت للأوراق المالية وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ 1403/05/11 هـ الموافق ل 1983/04/18، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي.

ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية وغير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق.

وتوضح اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة اشهر من تاريخ بدا هذا المرسوم بقرار من وزارة المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق، والى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

#### 2- إدارة السوق

تقوم إدارة السوق بتشكيل لجنة برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:

- مدير السوق ويكون نائباً للرئيس ومتفرغاً للعمل؛
  - عضو عن وزارة المالية والاقتصاد؛
  - عضو يمثل بنك الكويت المركزي؛
  - اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛
  - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم

<sup>1</sup> قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالمهنة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الانمائي، اتحاد المصاريف العربية تاريخ الاطلاع 27 مارس 2012 www.uabarablaws.org

بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء.

وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي:

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.

- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.

- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.

- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.

- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.

كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقديراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

### 3- عضوية السوق: تشمل عضوية السوق:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام

- الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها.

- وسطاء الوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

### 4- لجنة التحكيم: تنشأ داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء

يختاره مجلس القضاء الأعلى، وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق، ويعتبر التعامل في السوق إقراراً بقبول التحكيم، ويثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات، وتكون القرارات الصادر عن اللجنة ملزمة لطرفي النزاع ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه.

**5- لجنة التأديب:** يكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها في السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة. وتشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق ويكون لها توقيع الإجراءات التالية:

- التنبيه و- الإنذار؛
- مصادرة أي كفالة تقررها اللائحة الداخلية؛

- إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد عن أربع أشهر؛
- شطب العضوية.

- ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب إتباعها أمامها وكيفية إصدار قراراتها وإعلانها لذوي الشأن في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول اسمها في السوق.

- أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج شركات مساهمة وكذا إصدار ميزانيتها نصف السنوية.

أما فيما يخص في إجراءات مقاصة والتسوية تتم في السوق عملية المقاصة والتسويات والتي تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول T+2 إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها ووجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

## 6- الشركات المدرجة

تبين البيانات الإحصائية أن عدد الشركات المدرجة بسوق الكويت يبلغ حوالي 233 شركة موزعة على 10 قطاعات على رأسها قطاع البنوك، وقطاع الاستثمار، وقطاع التأمين، وقطاع العقارات، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، قطاع الأغذية، وقطاع الغير كويتي، وقطاع صناديق الاستثمار، وقطاع السوق الموازي.

## المطلب الثاني: كيفية اختبار الكفاءة للسوق المالي

يتم دراسة الاستقرار وذلك باستخدام تقنية السلاسل الزمنية، اذ يتطلب ذلك مجموعة من الاختبارات نذكر منها :

### 1- اختبار DF Dickey et Fuller (1979) (الجذر الحدودي)

يسمى هذا الاختبار بمعرفة إذا ما كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا، عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام إن كانت هذه المركبة عشوائية أو تحديديه، ويقوم هذا الاختبار على الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى (AR(1) والذي يكتب بالشكل:

إذ يجب أن تكون الأخطاء عشوائية ومتوسطها معدوم ومستقلة عن الزمن وعن بعضها البعض ذاتياً وثابتاً، عند طرح  $Y_t$  من طرفي معادلة الانحدار الذاتي السابقة نجد:

$$Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{نجد } \lambda = \Phi - 1 \quad \text{وبوضع } \nabla Y_t = (\Phi - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

نلاحظ أن عدم  $\lambda$  يعني اختبار  $\Phi = 1$  وعليه سمي باختبار جذر الوحدة، وللقيا بهذا الاختبار يتم اتباع المراحل التالية:<sup>2</sup>

- بعد القيا بمقدار معلمة النموذج نحسب  $t$  بطريقة MCO، وتتم مقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولة بجدول DF.

- إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولة نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة أي  $\Phi = 1$  و  $\lambda = 0$  ومنه  $\varepsilon_t \nabla Y_t = 0$  أي أن الجذر وحدوي، والسلسلة غير مستقرة.

- إذا كانت القيمة الجدولة أكبر من المحسوبة نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة أي:

$$\Phi \neq 1 \quad \text{و} \quad \lambda \neq 0 \quad \text{ومنها السلسلة مستقرة، لانكتفياً اختبار فيتم}$$

الاختبار علمنا نموذجين آخرين، هما نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت ونموذج الانحدار الذاتي مع مركبة الاتجاه العام، ليصبح عدد النماذج الثلاثة وهي:

$$\begin{aligned} - \text{نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى: } Y_t - Y_{t-1} + \varepsilon_t \nabla Y_t &= (\Phi - 1) Y_{t-1} - M(1) \\ - \text{نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت: } Y_t - Y_{t-1} + C + \varepsilon_t \nabla Y_t &= (\Phi - 1) Y_{t-1} - M(2) \end{aligned}$$

$$- \text{نموذج الانحدار الذاتي مع وجود مركبة الاتجاه العام: } Y_t - Y_{t-1} + b + C + \varepsilon_t \nabla Y_t = (\Phi - 1) Y_{t-1} - M(3)$$

تتطلب طريقة الاختبار في نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت ونموذج الانحدار مع وجود مركبة اتجاهها مراعاة المعنوية الإحصائية للمقدارات الباقية، فإذا كانت جميع المقدرات لا تختلف معنوياً عن الصفر فإن السلسلة مستقرة بتأليف نموذج DF يقوم على فرضية أن الأخطاء العشوائية مستقلة عن بعضها البعض، وفي حالة عكس ذلك نأخذ الاختبار مرفوض.

<sup>2</sup> علي بن الصب، دراسة أثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، علوم التسيير، 2008، الصفحة 191-192.

## 2- اختبار *Dickey Fuller Augmentes (1981) ADF*:

يقوم هذا الاختبار المعنوية الإحصائية لمقدرة النموذج المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية وهي 4:

- نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة:  $AR(P)$

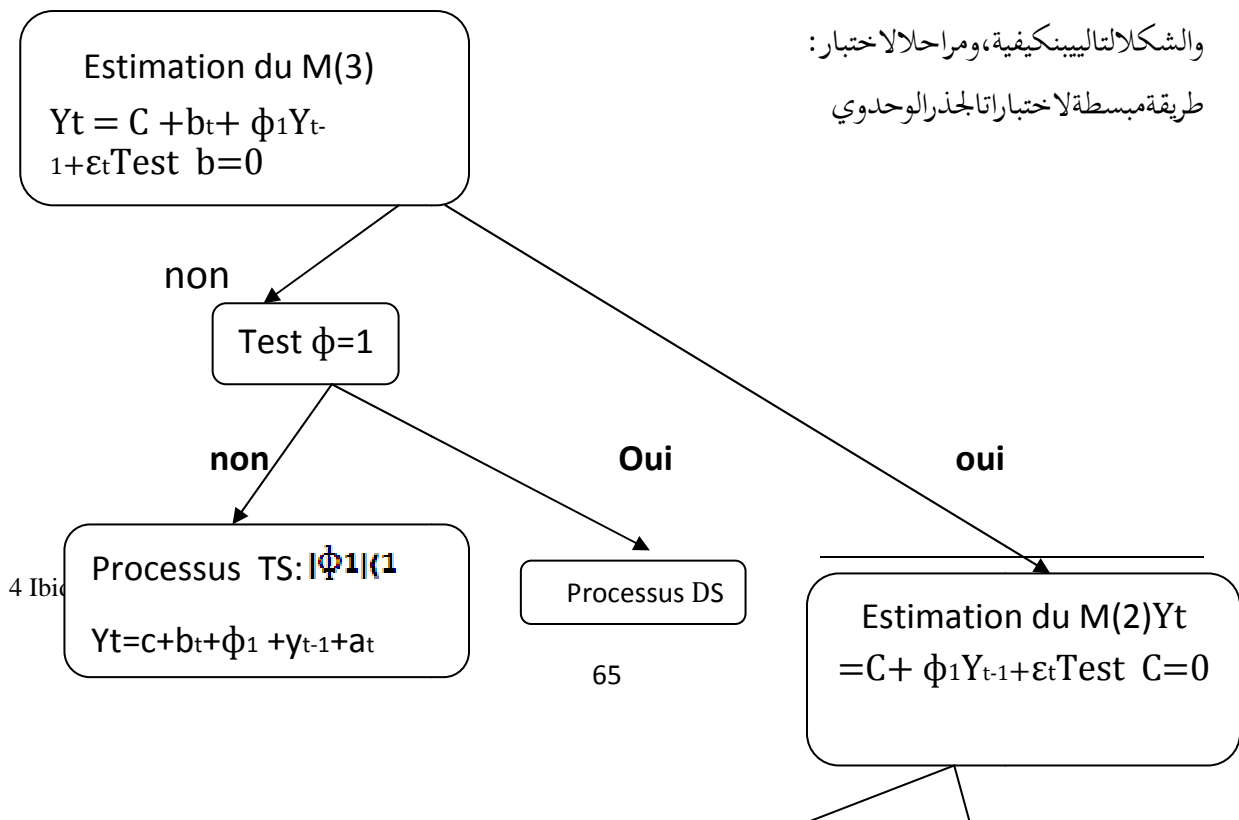
$$M(4): \nabla Y_t = \lambda Y_t - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$M(5): \nabla Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

مع وجود الثابت  $c$  باتجاهها العام

يتم اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرة الأولى  $\phi_1$

ويتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على إحصائية AKAIKE أو إحصائية SCHARZ، إذ يتطلب هذا الاختبار جدولاً إحصائياً مخصصاً لفعل الاختبار الأول.



non

oui

non

oui

non oui

Source: Ibid, Page 236

يمثل الشكل السابق المنهجية المتبعة في تحليل الاستقرارية حسب ديكي فولر، وذلك بتقدير النماذج الثلاثة حسب الترتيب التالي:

$$M(3) \quad Y_t = C + bt + \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$M(2) \quad Y_t = C + \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$M(1) \quad y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

اولاً: تقدير النموذج الثالث: تعتمد المنهجية اولا على تقدير المعادلة  $M3$  ثم اختبار المعنوية الاحصائية للمعلمة  $b$

1- في حالة رفض  $(h_0: b=0)$  فإننا نقبل بوجود اتجاه عام في السلسلة  $Y$  (غير مستقرة) ومن ثم يجب اختيار معنوية  $Q_1$  اختبار وجود جذر وحدوي  $Q=1$ .

1-1 في حالة قبول فرضية  $H_0 Q=1$  فإن السلسلة غير مستقرة على شكل نموذج  $DS$ .

2-1 في حالة رفض فرضية  $H_0$  فإن السلسلة غير مستقرة وعلى شكل نموذج  $TS$  وفق المعادلة التالية  $\zeta_t + QY_{t-1} + b_t + c + Y_t$  حيث  $|Q| < 1$ .

2- في حالة قبول  $(h_0: b=0)$  فإن فرضية وجود نموذج  $TS$  غير ممكنة ومن ثم نمر الى تقدير النموذج  $M_2$ .

ثانياً: تقدير النموذج الثاني:

$$M(2) \quad Y_t = C + QY_{t-1} + \zeta_t$$

اختبار المعنوية الاحصائية للثابت

1- في حالة رفض فرضية  $H_0$  تختبر وجود جذر وحدوي  $H_0 Q=1$

- في حالة قبول هذه الفرضية فإن السلسلة غير مستقرة وفق النموذج  $DS$ .
  - في حالة رفض هاته الفرضية فإن السلسلة مستقرة.
- 2- وفي حالة قبول الفرضية نذهب الى تقدير النموذج رقم 01.

ثالثاً: تقدير النموذج رقم 01

$$M(1) y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

بعد تقدير هذا النموذج نختبر فرضية وجود جذر وحدوي من جديد  $H_0 Q=1$

- في حالة قبول الفرضية فإن السلسلة غير مستقرة ( $DS$ ).
- في حالة رفض الفرضية بان السلسلة مستقرة.

### 3- اختبار PP (1988) Phillips et Perron

يهدف هذا الاختبار من أجل تجاوز مشاكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية وذلك للقيام بالتصحيح غير معلمي لإحصائيات DF

معاً أخذ بعين الاعتبار إلغاء التحيز الناتج عن التذبذب العشوائية، ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل هي:

- تقدير معلمات النموذج الثلاث  $M(1), M(2), M(3)$  واختبار DF؛

- حساب التباين قصير الأجل، وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية (البواقي):

$$\hat{\sigma} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 = \dots \dots \dots (10-3)$$

- حساب المعاملات التصحيحي، أو ما يسمى بالتباينطويلاً لاجل العلاقة التالية:

$$St^2 \dots \dots \dots (11-3) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2 + \frac{i}{i+1} 2 \sum_{i=1}^1 (1 - ) \widehat{\varepsilon}_i - 1 \frac{1}{N} \sum_{i+1}^n \hat{\varepsilon}_i$$

- يجب تحديد عدد التأخيرات  $L$ ، ويمكن حسابها باستخدام العلاقة التالية:  $L \approx 4(N/100)^{2/9}$

- حساب إحصائية PP وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$t\phi_i = \sqrt{k \frac{\phi_t}{\sigma^2 \phi_t} + \frac{N(k-1)\sigma^2 \phi_t}{\sqrt{k}}} \dots \dots \dots (12-3)$$

حيث:  $k = \frac{\sigma^2}{St^2}$ ، كما أنها تصبح مساوية للواحد في حالة إذا ما كانت الأخطاء ذات تشويشاً بيض؛

ثتم مقارنة إحصائية PP مع القيمة الحرجة الجدولة Mackinnon 5.

#### 4- اختبار (KPSS(1992):

يقوم هذا النموذج على مضاغفلا غرانج LM، اقترح من طرف Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin العام

1992، حيث يهدف إلى اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وذلك عن طريق الخطوات التالية:

- نقوم بحساب  $St$  حيث  $\sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i = St$  وذلك بعد تقدير  $M(2), M(3)$  المشار إليهما في اختبار DF؛

- حساب التباينطويلاً لاجل  $St^2$  المعتمد في اختبار PP؛

$$\dots \dots \dots (13-3) : LM = \frac{1}{St^2} \dots \dots \dots \frac{\sum_{t=1}^N St^2}{N^2}$$

- نقارن هذا الأخير مع القيمة الجدولة وفي KPSS، فإذا كانت هذه الإحصائية أكبر من رفض فرضية الاستقرار<sup>6</sup>.

### المطلب الثالث: اختبار كفاءة المؤشر (Index) بسوق الكويت خلال الفترة 2010/2006:

يتم من خلال هذا المطلب اختبار مدى استقرارية مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية

عند المستوى الضعيف وذلك من خلال الدراسة سلوكاً لسعار اليومية لأشهر الشركات المدرجة، والمعبر عنها بمؤشر السوق

5 علي بن الضب، مرجع سابق، الصفحة 194.



(سعر الإغلاق) خلال الفترة الممتدة ما بين 2006/01/02 إلى غاية

2010/12/30 أي حوالي 1290 مشاهدة يومية، حيث تهدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى وجود السير العشوائي لأسعار الأسهم

انظر الملحق رقم 28

لاختبار الكفاءة علينا معرفة نوع السيرورة التي يخضع لها مؤشر Index ولمعرفة نوع السيرورة نتبع خطوات منهجية ديكي فولر وذلك من اجل معرفة هل النموذج من نوع DS أو TS .

➤ اختبار الجذر الواحدوي لتحديد نموذج السير العشوائي:

1- اختبار ديكي فولر البسيط DF:

$$\left. \begin{array}{l} \text{Index}_t = -0.037 \text{Index}_{t-1} \\ \text{نموذج بدون مشتقة (1)} \\ \text{DF (2900 . 0.05)} = -4.95 > -1.93 \\ \text{DW} = 2.54 \end{array} \right\} T^* \text{ cal} = -4.954$$

$$\text{Index}_t = 13741575 - 0.1374 \text{ Index}_{t-1} \quad \text{نموذج بمشتقة (2)}$$

$$T^* \text{ cal} = -9.71$$

$$DF (2900, 0.05) = -9.71 > -2.86 \quad \text{انظر الملحق رقم 26}$$

$$DW = 2.42$$

$$\text{Index}_t = 19209848 - 6785.36T - 0.14 \text{ Index}_{t-1} \quad \text{نموذج بمشتقة واتجاه (3)}$$

$$T^* \text{ cal} = -10.14$$

$$DF (2900, 0.05) = -10.14 > -2.86 \quad \text{انظر الملحق رقم 27}$$

$$DW = 2.40$$

من خلال النماذج الثلاث نلاحظ أن القيم المحسوبة لإحصائية ديكي فولر أكبر بالقيمة المطلقة من القيمة المحدولة لاختبار ديكي فولر فالنسبة للنموذج الثاني نلاحظ أن القيمة المحسوبة للثابت 8.28 أكبر من القيمة المحدولة 2.52 ومنه يوجد ثابت.

أما النموذج الثالث نلاحظ أن القيمة المحسوبة لكل من الاتجاه والثابت على الترتيب 2.83 , 7.55 أكبر من القيمة المحدولة لاختبار ديكي فولر 2.78 , 3.08 على الترتيب ومنه يوجد اتجاه وثابت.

نموذج السير العشوائي: لدينا نوعين من النماذج للسير العشوائي

$$\text{Differency stationary} \quad y_t = y_{t-1} + c + \xi_t$$

$$\text{trond stationary} \quad y_t = ft + \xi_t$$

وبالتالي فإن السلسلة غير مستقرة وهي من نوع TS :

غير ان DW أكبر نوعا ما من 2 في النماذج الثلاثة مما يوحي الى امكانية وجود مشكلة ارتباط ذاتي في الحد العشوائي

## 2- اختبار PP فليس وبيرون

$$g = 8.453 \approx \text{حساب درجة التأخير} \left( \frac{2900}{100} \right)^{2/9}$$

المحسوبة $g =$ القيمة الحرجة		
3.29	1	-1.93
-8.71	2	-2.86
-9.26	3	-3.41

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة

من خلال اختبار pp نلاحظ ان السلسلة لا تحتوي على جذر وحدوي وهذا ما يؤكد نتائج DF ومن خلال منهجية DF فان السلسلة من نوع *trond stationary* ذات اتجاه وهذا ما يعني أنها غير مستقرة من ناحية ومن ناحية أخرى فانه يمكن التنبؤ بمستقبلها من خلال تتبع حركاتها في الماضي وبالتالي فان المؤشر Index غير كفؤ عند المستوى الضعيف للكفاءة كونه لا يخضع لسيرورة السير العشوائي .

## المبحث الثاني: مدى تأثير المعلومات المالية على ترشيد القرارات الاستثمارية

### بسوق الكويت للأوراق المالية.

سوف نحاول معرفة مدى تأثير المعلومات المالية على القرار الاستثمارية بعد الإشارة الى عينة الدراسة واساليب جمع المعلومات ثم اختبار فرضيات الدراسة.

### المطلب الاول: عينة الدراسة واساليب جمع البيانات

#### 1- مجتمع وعينة البحث:

اعتمد الطالب في تحقيق اهدافه البيانات المستخرجة من التقارير المالية لسوق الكويت للأوراق المالية وايضا من تقارير المؤسسات المدرجة في هذا السوق وهذا خلال الفترة الممتدة بين 2009 - 2010 ولأن هذه المدة مستها احداث الأزمة المالية، لمعرفة الطرق التي تحقق الرشادة للمستثمرين أثناء اتخاذ قراراتهم في السوق المالي في ظل هذه الأزمات ومحاوله التقليل من الخسائر.

وعلى هذا فان مجتمع البحث يظم ست قطاعا مستبعدين في ذلك القطاع الموازي، ذلك أن هذا الأخير خارج عن نطاق الرقابة وبعض القطاعات الأخرى.

#### - القطاع الاستثماري:

يبين التقرير الاقتصادي لسنة 2009 ان هذا القطاع قد احتل المركز الاول بين قطاعات السوق منحيت نشاط التداول خلال عام 2009، حيث استاثر هذا القطاع بنحو 30.7% من اجمالي عدد الاسهم المتداولة اي حوالي 32624.6 مليون سهم بقيمة نقدية تصل الى 3758.5 مليون دينار وبنسبة تصل الى حوالي 17.2% من اجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 512 الف صفقة تصل نسبتها الى حوالي 26% من اجمالي الصفقات ويضم قطاع الاستثمار 47 مؤسسة من اصل 205 مدرجة في السوق، لكن في سنة 2010 لاحظنا ان هناك انخفاظاً في الدخل الاجمالي لسوق الكويت مقارنة بسنة 2009 حيث مس هذا الانخفاض اغلب القطاعات منها القطاع الاستثماري الا انه بقي هو في المرتبة الاولى بين القطاعات من حيث نشاط التداول حيث استاثر هذا القطاع بنحو 28.9% من اجمالي عدد الاسهم المتداولة اي حوالي 21622 مليون سهم بقيمة نقدية تصل الى 2349.3 مليون دينار وبنسبة 27% من اجمالي الدخل وبنسبة تصل الى حوالي 18.8% من اجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 338.7 الف صفقة تصل نسبتها الى حوالي 27% من الاجمالي، ويظم قطاع الاستثمار 51 مؤسسة من اصل 214 مدرجة في السوق الرسمي<sup>7</sup>.

#### - القطاع الخدمي :

يبين التقرير الاقتصادي لسنة 2009 ان هذا القطاع قد احتل المركز الثاني من حيث كمية التداول اذ استاثر بحوالي 24.07% من اجمالي كمية الاسهم المتداولة خلال العام، اي نحو 26221.9 مليون سهم وكان الاول من حيث القيمة التي وصلت الى 7008.8 مليون دينار اي بنسبة 32.1% من اجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 516.2 الف صفقة اي بنسبة 26.6% من الاجمالي، لكن في سنة 2010 لاحظنا انها كانت انخفاظاً في الدخل الاجمالي لسوق الكويت مقارنة بسنة 2009 حيث مس هذا الانخفاض اغلب القطاعات منها القطاع الخدمي الذي جاء في المركز الثاني من حيث كمية التداول اذ استاثر بحوالي 24.6% من اجمالي كمية الاسهم المتداولة خلال العام، اي نحو 18387.2 مليون سهم وكان الاول من حيث القيمة التي وصلت الى 3800.4 مليون دينار بنسبة 30.3% من اجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 363.8 الف صفقة اي بنسبة 29% من الاجمالي.

#### - قطاع العقار:

<sup>7</sup><http://www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads.aspx>

التقرير الاقتصادي لسوق الكويت للاوراق المالية سنتي (2009 و2010) سنة الاطلاع مارس 2011.

يبين التقرير الاقتصادي لسنة 2009 ان هذا القطاع قد احتل المركز الثالث بنسبة 23.4% من إجمالي عدد الاسهم المتداولة في السوق اي بنحو 24854.9 مليون سهم بقيمة نقدية تصل الى 2342.1 مليون دينار بنسبة 10.7% من الاجمالي موزعة على 327.6 الف صفقة اي بنسبة 16.9%، لكن في سنة 2010 لاحظنا ان هناك انخفاضاً في الدخل الاجمالي لسوق الكويت مقارنة بسنة 2009 حيث شهد الانخفاض اغلب القطاعات ومنها القطاع العقاري الذي جاء في المركز الثالث بسبة 24.4% من اجمالي عدد الاسهم المتداولة في السوق اي بنحو 18216.6 مليون سهم بقيمة نقدية تصل الى 1203.1 مليون دينار بنسبة 9.6% من الاجمالي موزعة على 178.8 الف صفقة اي بنسبة 14.3% من اجمالي الصفقات المنفذة في السوق.

- القطاع الصناعي: يتكون القطاع الصناعي من 29 مؤسسة

- قطاع التأمين: يتكون القطاع التأمين من 07 مؤسسة

- قطاع البنوك: يتكون القطاع البنوك من 09 مؤسسة

وبشكل عام فان اكثر نشاط التداول قد تركز على القطاعات الثلاث الاولى، اذ استحوذت على ما نسبته 78.8% من اجمالي الاسهم المتداولة في السوق سنة 2009، كما استحوذت على ما نسبته 77.9% من اجمالي الاسهم المتداولة في السوق سنة 2010، واكثر من 60% من اجمالي قيمة التداول سنة 2009 و اكثر من من اجمالي قيمة التداول سنة 2010 وحوالي 70% من اجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال 2009 وحوالي من اجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال 2010، يعني ان 140 مؤسسة 68% من اجمالي المؤسسات المدرجة في السوق قد استأثرت بما نسبته 78% من اجمالي نشاط تداول الاسهم سنة 2009 وحوالي 150 مؤسسة بمعنى 70% من اجمالي المؤسسات المدرجة في السوق قد استأثرت بما نسبته 77.9% من اجمالي نشاط تداول الاسهم سنة 2010، وما يقارب 60% من القيمة الاجمالية للتداول سنة 2009، وما يقارب 59% من القيمة الاجمالية للتداول سنة 2010.

## 2- اساليب جمع المعلومات

اعتمد الطالب على تجميع البيانات الثانوية اللازمة لإجراء البحث من التقارير المالية الصادرة عن سوق الكويت للأوراق المالية.

## 3- كيفية اختبار فرضيات الدراسة

سوف يتم اختبار النموذج باستخدام الأدوات الإحصائية التالية:

- 1 - نموذج الخطأ المعياري لترتيب المتغيرات
  - 2- معامل الارتباط لقياس قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع
  - 3- المتوسطات الحسابية لقياس متوسط المعلومات المالية الواردة في التقارير المالية المستخرجة من سوق الكويت للأوراق المالية
  - 4- الانحرافات المعيارية لحساب الخطأ المعياري الذي يعتبر اساسا لحساب معاملات الاختلاف
  - 5- معاملات الاختلاف لقياس الاثر المتغيرات على المتغير التابع
- تطبيق النموذج لاختبار الفرضيات
- ترتيب المتغيرات المعلومات المالية ومعلومات التداول بحسب درجة تأثيرها على قرارات الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

### المطلب الثاني: اختبار الفرضيات ومضمونها

- 1- يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المفصح عنها من القوائم المالية على قرارات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية.
  - 2- يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية على قرارات المستثمرين.
  - 3- يعد تأثير المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر من تأثير المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية على قرارات المستثمرين.
- وفيما يلي نحاول اختبار صحة فرضيات الدراسة:

### **1- القطاع الاستثماري 2010/2009**

من خلال ما ورد في الملحق رقم (01) يمكن استنتاج ما يلي:  
إن أكثر العوامل تأثيرا وارتباطا ضمن المتغيرات السابقة مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.991	حقوق الملكية بمعامل الارتباط قدره	-1
0.990	الربح الصافي / راس المال بمعامل الارتباط قدره	-2
0.987	المردودية المالية بمعامل الارتباط قدره	-3
0.981	سعر الاقفال بمعامل الارتباط قدره	-4

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيرا ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.614	كمية الاسهم بمعامل الارتباط قدره	-1
0.635	عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل الارتباط قدره	-2
0.690	أعلى سعر بمعامل الارتباط قدره	-3
0.813	أدنى سعر بمعامل الارتباط قدره	-4

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل منحقوق الملكية الربح الصافي على راس المال, المردودية المالية وسعر الاقفال مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع الاستثماري خلال سنة 2009، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات أكثر تأثيرا هي المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية.

ومن خلال ما ورد ضمن الملحق رقم (02) يمكن استنتاج ما يلي:  
إن أكثر العوامل تأثيرا وارتباطا ضمن المتغيرات السابقة مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.999	الربح الصافي على راس المال بمعامل الارتباط قدره	-1
0.991	حقوق الملكية بمعامل الارتباط قدره	-2
0.990	المردودية المالية بمعامل الارتباط قدره	-3
0.985	الربح الصافي بمعامل الارتباط قدره	-4

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيرا ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.591	أدنى سعر بمعامل ارتباط قدره	-1
0.590	أعلى سعر بمعامل ارتباط قدره	-2
0.459	عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل ارتباط قدره	-3
0.413	كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره	-4

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من الربح الصافي على رأس المال، حقوق الملكية، المدفوعة المالية وسعر الإقفال مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع الاستثماري خلال سنة 2010، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات أكثر تأثيرا هي المعلومات المفصّل عنها في القوائم المالية.

ومن خلال ما ورد ضمن الملحق رقم (03) يمكن استنتاج ما يلي:

0.544	1- أصول متداولة/الأصول بمعامل اختلاف قدره
0.572	2- عدد الأسهم المتداولة بمعامل اختلاف قدره
0.572	3- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف قدره
0.594	4- رأس المال بمعامل اختلاف قدره

نلاحظ في قطاع الاستثمار سنة 2010 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتئ المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها اصول متداولة على الاصول، عدد الاسهم المتداولة، عدد الاسهم المكتتب بها ورأس المال العامل، أما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمنه ان كان معامل الاختلاف كبير.

ومن خلال ما ورد ضمن الملحق رقم (04) يمكن استنتاج ما يلي:

0.550	1- رأس المال بمعامل اختلاف قدره
0.555	2- عدد الأسهم المكتتب بمعامل اختلاف قدره
0.581	3- أصول متداولة/الأصول بمعامل اختلاف قدره
0.616	4- الإقفال السابق بمعامل اختلاف قدره



نلاحظ في قطاع الاستثمار سنة 2009 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتئ المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها راس المال، عدد الاسهم المكتتب بها، أصول متداولة على الاصول والاقفال السابق، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمنه ان كان معامل الاختلاف كبير.

## 2- قطاع الخدمات 2010/2009

من خلال ما ورد في الملحق رقم (05) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع الخدمات مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.948	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة بمعامل ارتباط قدره	-1
0.925	الربح الصافي / رأس المال بمعامل ارتباط قدره	-2
0.920	المردودية المالية بمعامل ارتباط قدره	-3
0.915	سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره	-4

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.610	1- أعلى سعر بمعامل ارتباط قدره
0.547	2- أدنى سعر بمعامل ارتباط قدره
0.479	3- كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره
0.610	4- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من الربح الصافي على راس المال، حقوق الملكية، المردودية المالية وسعر الاقفال مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع الخدمي خلال سنة 2010، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث اوضح التحليل الكمي ان المعلومات اكثر تأثيراً هي المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية.

ومن خلال ما ورد ضمن الملحق رقم (06) يمكن استنتاج ما يلي:  
إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع الخدمات مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.948	1- الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة بمعامل ارتباط قدره
0.925	2- الربح الصافي / رأس المال بمعامل ارتباط قدره
0.920	3- المردودية المالية بمعامل ارتباط قدره
0.915	4- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.633	1- خصوم متداولة/أصول متداولة بمعامل ارتباط قدره
0.613	2- أصول متداولة/الأصول بمعامل ارتباط قدره
0.610	3- أعلى سعر بمعامل ارتباط قدره
0.542	4- أدنى سعر بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الأولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة- الربح الصافي / رأس المال والمردودية المالية وسعر الإقفال مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع الخدمي خلال سنة 2009، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات أكثر تأثيراً هي المعلومات المفصّل عنها في القوائم المالية.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (07) يمكن استنتاج ما يلي:

0.848	1- القيمة الدفترية بمعامل اختلاف قدره
1.034	2- القيمة السوقية الى سعر السهم بمعامل اختلاف قدره
1.181	3- القيمة السوقية الى العائد بمعامل اختلاف قدره
1.345	4- ربحية السهم بمعامل اختلاف قدره

نلاحظ في قطاع الخدمات سنة 2009 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاته المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها القيمة الدفترية،

القيمة السوقية الى سعر السهم، القيمة السوقية الى العائد و ربحية السهم، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمله ان كان معامل الاختلاف كبير .

من خلال ما ورد في الملحق رقم (08) يمكن استنتاج ما يلي:

0,7728	حقوق الملكية بمعامل اختلاف قدره	-1
0,8358	القيمة الدفترية بمعامل اختلاف قدره	-2
0,8591	خصوم متداولة/أصول متداولة بمعامل اختلاف قدره	-3
0,8713	القيمة السوقية للسعر السهم بمعامل اختلاف قدره	-4

نلاحظ في قطاع الخدمات سنة 2010 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضا حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظرا لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاته المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها حقوق الملكية، القيمة الدفترية، خصوم متداولة/الاصول المتداولة والقيمة السوقية، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمله ان كان معامل الاختلاف كبير .

### 3- القطاع الصناعي 2010/2009

من خلال ما ورد في الملحق رقم (09) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيرا وارتباطا ضمن المتغيرات السابقة في القطاع الصناعي مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0,995	1- القيمة السوقية /العائد بمعامل ارتباط قدره
0,991	2- نسبة العائد إلى سعر السهم بمعامل ارتباط قدره
0,985	3- رأس المال بمعامل ارتباط قدره
0,980	4- الربح الصافي بمعامل ارتباط قدره

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيرا ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0,621	1- كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره
0,611	2- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل ارتباط قدره
0,478	3- أدنى سعر بمعامل ارتباط قدره

4- أعلى سعر بمعامل ارتباط قدره	0,366
--------------------------------	-------

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل منالقيمة السوقية /العائد ونسبة العائد إلى سعر السهم و رأس المال و الربح الصافيمما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع الصناعي خلال سنة 2009، كما ثبت صحة الفرضية الثالثة حيث اوضح التحليل الكمي ان المعلومات اكثر تأثيراً هي المعلومات المالية المتداولة في السوق.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (10) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في القطاع الصناعي مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

1- نسبة العائد إلى سعر السهم بمعامل ارتباط قدره	0,998
2- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره	0,991
3- القيمة السوقية /العائد بمعامل ارتباط قدره	0,987
4- رأس المال بمعامل ارتباط قدره	0,984

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات الميينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

1- أصول متداولة/الأصول بمعامل ارتباط قدره	0,621
2- أدنى سعر بمعامل ارتباط قدره	0,613
3- أعلى سعر بمعامل ارتباط قدره	0,590
4- كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره	0,549

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل منالقيمة السوقية /العائد ونسبة العائد إلى سعر السهم و رأس المال والربح الصافيمما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع الصناعي خلال

سنة 2009، كما ثبت صحة الفرضية الثالثة حيث اوضح التحليل الكمي ان المعلومات اكثر تأثيراً هي المعلومات المالية المتداولة في السوق.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (11) يمكن استنتاج ما يلي:

0.606	القيمة الدفترية بمعامل اختلاف قدره	-1
0.871	القيمة السوقية الى سعر السهم بمعامل اختلاف قدره	-2
1.022	نسبة العائد الى سعر السهم بمعامل اختلاف قدره	-3
1.076	ربحية السهم بمعامل اختلاف قدره	-4

من خلال الجدول السابق نستنتج مايلي:

نلاحظ في قطاع الصناعي سنة 2009 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتاه المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها القيمة الدفترية، القيمة السوقية الى سعر السهم، نسبة العائد الى سعر السهم وربحية السهم، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهيمه ان كان معامل الاختلاف كبير.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (12) يمكن استنتاج ما يلي:

0.705	القيمة الدفترية بمعامل اختلاف قدره	-1
0.729	القيمة السوقية الى سعر السهم بمعامل اختلاف قدره	-2
0.874	الاقفال السابق بمعامل اختلاف قدره	-3
0.905	أدنى سعر بمعامل اختلاف قدره	-4

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

نلاحظ في قطاع الصناعي سنة 2010 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتاه المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها القيمة الدفترية، القيمة السوقية الى سعر السهم، الاقفال السابق وادنى سعر، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهيمه ان كان معامل الاختلاف كبير.

#### 4- القطاع العقاري 2010/2009

من خلال ما ورد في الملحق رقم (13) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع العقار مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.998	1- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره
0.988	2- رأس المال بمعامل ارتباط قدره
0.986	3- إجمالي الأصول بمعامل ارتباط قدره
0.974	4- حقوق المساهمين بمعامل ارتباط قدره

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.575	1- القيمة السوقية/العائد بمعامل ارتباط قدره
0.479	2- العائد إلى إجمالي الأصول بمعامل ارتباط قدره
0.479	3- العائد إلى حقوق المساهمين بمعامل ارتباط قدره
0.370	4- كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الأولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من سعر الإقفال ورأس المال و إجمالي الأصول لحقوق المساهمين مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع العقاري خلال سنة 2009، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات الأكثر تأثيراً هي المعلومات المالية المفصّل عنها في القوائم المالية.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (14) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع العقار مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

1.000	1- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره
0.997	2- حقوق المساهمين بمعامل ارتباط قدره
0.988	3- الربح الصافي بمعامل ارتباط قدره

0.981	4- رأس المال بمعامل ارتباط قدره
-------	---------------------------------

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصنوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.600	1- عدد الصفقات بمعامل ارتباط قدره
0.587	2- القيمة السوقية /العائد بمعامل ارتباط قدره
0.514	3- العائد إلى إجمالي الأصول بمعامل ارتباط قدره
0.448	4- العائد إلى حقوق المساهمين بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الأولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من سعر الإقفال وحقوق المساهمين والربح الصافي ورأس الملمما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع العقاري خلال سنة 2009، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات الأكثر تأثيراً هي المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (15) يمكن استنتاج ما يلي:

0.591	1- أدنى سعر بمعامل ارتباط قدره
0.590	2- أعلى سعر بمعامل ارتباط قدره
0.459	3- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل ارتباط قدره
0.413	4- كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره

0.226	1- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف
0.262	2- القيمة السوقية للسعر السهم بمعامل اختلاف
0.265	3- رأس المال بمعامل اختلاف
0.324	4- القيمة الدفترية بمعامل اختلاف

من خلال الجدول السابق نستنتج مايلي:

نلاحظ في قطاع العقاري سنة 2009 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل

الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاته المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها عدد الاسهم المكتتب بها، القيمة السوقية للسعر السهم، راس المال العامل و القيمة الدفترية، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمله ان كان معامل الاختلاف كبير.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (16) يمكن استنتاج ما يلي:

0.546	القيمة الدفترية بمعامل اختلاف قدره
0.614	حقوق الملكية بمعامل اختلاف قدره
0.752	عدد الأسهم المتداولة بمعامل اختلاف قدره
0.752	عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف قدره

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

نلاحظ في قطاع العقاري سنة 2010 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاته المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها القيمة الدفترية، حقوق الملكية، عدد الاسهم المتداولة وعدد الأسهم المكتتب بها، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمله ان كان معامل الاختلاف كبير.

## 5- قطاع البنوك 2010/2009

من خلال ما ورد في الملحق رقم (17) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع البنوك مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

1- العائد بمعامل ارتباط قدره	0.980
------------------------------	-------



0.970	2- المرودية المالية بمعامل ارتباط قدره
0.967	3- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره
0.965	4- خصوم متداولة/أصول متداولة بمعامل ارتباط قدره

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.410	1- صافي الربح/ الموجودات بمعامل ارتباط قدره
0.420	2- حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة بمعامل ارتباط قدره
0.410	3- العائد إلى إجمالي الأصول بمعامل ارتباط قدره
0.370	4- القيمة الدفترية بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الأولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من العائد المرودية المالية سعر الإقفال وخصوم متداولة/أصول متداولة مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت لقطاع البنوك خلال سنة 2009، كما ثبت صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات أكثر تأثيراً هي المعلومات المالية المتداولة في السوق.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (18) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع البنوك مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.990	1- العائد بمعامل ارتباط قدره
0.986	2- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره
0.982	3- المرودية المالية بمعامل ارتباط قدره
0.976	4- الإقفال السابق بمعامل ارتباط قدره

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.421	1- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل ارتباط قدره
0.417	2- حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة بمعامل ارتباط قدره

0.330	3- القيمة الدفترية بمعامل ارتباط قدره
0.301	4- العائد إلى إجمالي الأصول بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من العائد وسعر الإقفال والمردودية المالية والإقفال السابقما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت لقطاع البنوك خلال سنة 2009، كما ثبت صحة الفرضية الثالثة حيث أوضح التحليل الكمي ان المعلومات اكثر تأثيراً هي المعلومات المالية المتداولة في السوق.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (19) يمكن استنتاج ما يلي:

0.360	1- رأس المال بمعامل اختلاف قدره
0.370	2- عدد الأسهم المتداولة بمعامل اختلاف قدره
0.370	3- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف قدره
0.404	4- خصوم متداولة/أصول متداولة بمعامل اختلاف قدره

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

نلاحظ في قطاع البنوك سنة 2010 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاته المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها رأس المال العامل، عدد الاسهم المتداولة، عدد الأسهم المكتتب بها وخصوم متداولة/أصول متداولة، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهيمه ان كان معامل الاختلاف كبير.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (20) يمكن استنتاج ما يلي:

0.141	خصوم متداولة/أصول متداولة بمعامل اختلاف قدره
0.147	أصول متداولة/الأصول بمعامل اختلاف قدره
0.379	عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف قدره
0.4253	الإقفال السابق بمعامل اختلاف قدره

نلاحظ في قطاع البنوك سنة 2009 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتئ المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها خصوم متداولة/ اصول متداولة، اصول متداولة على الاصول، عدد الاسهم المكتتب بها والاقفال السابق، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يههم ان كان معامل الاختلاف كبير.

## 6- قطاع التامين 2010/2009

من خلال ما ورد في الملحق رقم (21) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع التأمين مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.990	1- الإقفال الحالي بمعامل ارتباط قدره
0.990	2- سعر الإقفال بمعامل ارتباط قدره
0,991	3- القيمة الرأسمالية بمعامل ارتباط قدره
0.980	4- إجمالي الأصول بمعامل ارتباط قدره

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

0.5	1- أصول متداولة الأصول بمعامل ارتباط قدره
0.413	2- كمية الأسهم بمعامل ارتباط قدره
0.382	3- الإقفال السابق بمعامل ارتباط قدره
0.370	4- القيمة السوقية العائد بمعامل ارتباط قدره

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الأولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل من الإقفال الحالي، سعر الإقفال، القيمة الرأسمالية وسعر الإقفال مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع التأمين خلال سنة 2009، كما

ثبت صحة الفرضية الثالثة حيث اوضح التحليل الكمي ان المعلومات اكثر تأثيراً هي المعلومات المتداولة في السوق.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (22) يمكن استنتاج ما يلي:

إن أكثر العوامل تأثيراً وارتباطاً ضمن المتغيرات السابقة في قطاع التأمين مع المتغير التابع وهو القيمة السوقية للسهم فقد جاء ترتيبها على النحو التالي:

0.994	حقوق الملكية بمعامل ارتباط قدره	1-
0.984	الربح الصافي / رأس المال بمعامل ارتباط قدره	2-
0.982	ربحية السهم بمعامل ارتباط قدره	3-
0.981	خصوم متداولة/أصول متداولة بمعامل ارتباط قدره	4-

كما لوحظ أن العوامل الأقل تأثيراً ضمن العلاقات المبينة في المصفوفة السابقة قد جاءت على النحو التالي:

في ضوء النتائج السابقة فقد ثبت صحة الفرضية الاولى و الثانية حيث أوضح التحليل الكمي وجود علاقة ارتباطية بين القيمة السوقية للسهم وكل منحقوق الملكية, الربح الصافي / رأس المال, ربحية السهم/خصوم متداولة/أصول متداولة مما يعني وجود تأثير للمعلومات المالية على قرارات الاستثمار بسوق الكويت للقطاع التأمين خلال سنة 2010، كما ثبت عدم صحة الفرضية الثالثة حيث اوضح التحليل الكمي ان المعلومات اكثر تأثيراً هي المعلومات المفصّل عنها في القوائم المالية

من خلال ما ورد في الملحق رقم (23) يمكن استنتاج ما يلي:

0.249	رأس المال بمعامل اختلاف قدره	1-
0.266	عدد الأسهم المتداولة بمعامل اختلاف قدره	2-
0.266	عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف قدره	3-
0.478	أصول متداولة/الأصول بمعامل اختلاف قدره	4-

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

نلاحظ في قطاع التامين سنة 2010 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتئ المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها راس المال العامل، عدد الاسهم المتداولة، عدد الاسهم المكتتب بها و أصول متداولة/الأصول، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمنه ان كان معامل الاختلاف كبير.

من خلال ما ورد في الملحق رقم (24) يمكن استنتاج ما يلي:

0.24	1- عدد الأسهم المكتتب بها بمعامل اختلاف قدره
0.28	2- القيمة السوقية للسعر السهم بمعامل اختلاف قدره
0.28	3- رأس المال بمعامل اختلاف قدره
0.34	4- القيمة الدفترية بمعامل اختلاف قدره

:

نلاحظ في قطاع التامين سنة 2009 ان هناك تشتت خفيف في بعض المؤشرات المالية ارتفاع وانخفاضاً حيث يستطيع المستثمر المتحفظ الاعتماد عليها في قراراته نظراً لنقص نسبة المخاطر ويتضح ذلك من خلال معامل الاختلاف حيث نرى بان هناك اختلاف قليل بين هاتئ المؤشرات ووسطها الحسابي من بينها عدد الاسهم المكتتب بها، القيمة السوقية للسعر السهم، راس المال والقيمة الدفترية، اما بالنسبة للمستثمر المخاطر فلا يهمنه ان كان معامل الاختلاف كبير.

#### خلاصة واستنتاجات:

نستنتج مما سبق ان للمعلومات المالية تأثيرا كبيرا على القيمة السوقية للسعر السهم خاصة المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية للشركة، مما يبين ان المعلومات المالية لها تأثير على قرارات المستثمر ويظهر ذلك من خلال وجود علاقة ارتباط قوية ذو دلالة إحصائية بمستوى معنوية اقل من 5%. نلاحظ ان توزيعات الارباح لم تدرج ضمن المعلومات المالية المراد معالجتها لأنه في هاته الفترة لانه لم يتم توزيع الارباح نظرا لأزمة السيولة الناتجة عن الازمة المالية العالمية. كما نلاحظ انه لم يأخذ بعين الاعتبار بعض المتغيرات الكلية كسعر الفائدة ومعدل التضخم لأنها ليست موضوع الدراسة.

تدور إشكالية هذه المذكرة حول مدى تأثير المعلومات المالية على ترشيد القرار الاستثماري بسوق الكويت للأوراق المالية، ولقد اقتضى الأمر بنا إلى معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاثة فصول، وهذا باستخدام المناهج والأدوات المناسبة والمشار إليها في المقدمة، انطلاقاً من الفرضيات الثلاثة المقترحة.

## 1- نتائج اختبار الفروض:

من خلال الجانب التطبيقي في دراستنا هاته توصلنا إلى نتائج الفرضيات التالية:

- 1- بالنسبة للفرضية الأولى والمتعلقة بوجود تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المفصح عنها من القوائم المالية على قرارات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية، فلقد تحققت هذه الفرضية وهذا في الجانب التطبيقي من خلال وجود علاقة قوية ارتباط قوية بين المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية والقيمة السوقية لسعر السهم، وعليه يؤدي بنا هذا إلى الاحتفاظ بالفرضية الأولى والتي مفادها: يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المفصح عنها من القوائم المالية على قرارات المستثمرين بسوق الكويت للأوراق المالية"
- 2- بالنسبة للفرضية الثانية والمتعلقة بوجود تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية على قرارات المستثمرين، فلقد تحققت هذه الفرضية وهذا في الجانب التطبيقي من خلال وجود علاقة قوية ارتباط قوية بين المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية والقيمة السوقية لسعر السهم، وعليه يؤدي بنا هذا إلى الاحتفاظ بالفرضية الثانية والتي مفادها: يوجد تأثير هام ذو دلالة إحصائية للمعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية على قرارات المستثمرين"
- 3- بالنسبة للفرضية الثالثة والمتعلقة بان تأثير المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر من تأثير المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية على قرارات المستثمرين، فلقد تحققت هذه الفرضية حيث ومن خلال ماتبين في الجانب التطبيقي، ؛ حيث تبين ان المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية تعد أكثر تأثيراً من المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية يؤدي بنا هذا إلى عدم الاحتفاظ بالفرضية الثالثة وقبول الفرضية البديلة والتي نصها: " يعد تأثير المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية للشركات أكثر تأثيراً على القيمة السوقية للسهم من المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية"
- 4- بالنسبة للفرضية الرابعة والمتعلقة بوجود كفاءة في سوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الضعيف المستثمرين فلم تتحقق هذه الفرضية حيث ومن خلال ماتبين في الجانب التطبيقي، ؛ حيث تبين ان سوق الكويت ليست كفوءة عند المستوى الضعيف مما يؤدي بنا هذا إلى عدم الاحتفاظ بالفرضية الرابعة

وقبولاً لفرضية البديلة والتينصها: " لاتعد سوق الكويت للاوراق المالية كفاءة عند المستوى الضعيف "

## 2- عرض نتائج الدراسة:

لقد خلص الطالب من هذه الدراسة الى عدد من النتائج التي يمكن اجمالها على النحو الاتي:

- 1- يعتبر سوق الكويت للاوراق المالية غير كفو عند المستوى الضعيف للكفاءة كونه لا يخضع لسيرورة السير العشوائي ولا يحتوي على جذر وحدوي، بما يفسر انه اسعار الاسهم في سوق الكويت للاوراق المالية لا تتحرك عشوائيا، أي انه يوجد اتجاه للاسعار بمعنى انه يمكن التنبؤ بسعر الورقة المالية مستقبلا.
  - 2- نستنتج مما سبق ان للمعلومات المالية تأثيرا كبيرا على القيمة السوقية للسعر السهم خاصة المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية للشركة، مما يبين ان المعلومات المالية لها تأثير على قرارات المستثمر ويظهر ذلك من خلال وجود علاقة ارتباط قوية ذو دلالة إحصائية بمستوى معنوية اقل من 5%، ومن اهم هاته المعلومات هي (راس المال الى الاصول، الربح الصافي الى الاصول، سعر الاقفال، حقوق الملكية، العائد ربحية السهم، المردودية المالية )
  - 3- المعلومات المالية المفصح عنها في القوائم المالية تعد اكثر تأثيرا من المعلومات المالية المتداولة في سوق الكويت للاوراق المالية.
  - 4- لم يتم توزيع الارباح خلال هاته الفترة نظرا لأزمة السيولة الناتجة عن الازمة المالية العالمية حيث نلاحظ في الدراسات السابقة اها من اهم المعلومات المالية تأثيرا على سوق الكويت للاوراق المالية.
  - 5- هناك عوامل مؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولكافة القطاعات المدرجة الا ان هناك تباين في مدى تأثير هذه العوامل المؤثرة في القطاع الواحد أن تؤثر بنفس الدرجة على كافة القطاعات الأخرى.
  - 6- هناك تأثير بسيط لبعض المعلومات المالية على القيمة السوقية للسعر السهم بسوق الكويت للأوراق المالية بالشركات المدرجة بالسوق ولكل القطاعات ألا أن الأثر سواءا بوجوده او عدمه يتباين من قطاع لآخر.
  - 7- تؤثر المعلومات المنشورة داخل التقارير المدرجة من الشركات في داخل السوق المالي بشكل واضح على قرارات المستثمرين بالسوق سواء كان ذلك بالاقبال على الاستثمار او العدول عنه.
- ان المعلومات المالية والمحاسبية المنشورة لا تعتبر كافية بالنسبة للمستثمرين داخل السوق وبالتالي فان قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الاحيان للتوجه الشخصي وليس العقلاني.

## 3- التوصيات:



يوصى الطالب بناءً على ماتقدم من النتائج بمايلي:

- الاهتمام بنشر المعلومات المالية وتوفيرها، واتها للمستثمر في سوق الكويت للاوراق المالية وذلك من خلال نشر ملخصات كل شركة ترفق مع القوائم المالية تتضمن أهم المعلومات المالية المؤثرة في القرار الاستثماري ، بالإضافة الى اصدار التقارير الدفترية.
- الاهتمام بوظيفة التحليل للقوائم المحاسبية وذلك لمساعدة المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة المالية في سوق الكويت المالي لتقديم النصح والمشورة لهم لترشيد استثمارتهم المالية، وذلك من خلال انشاء مؤسسات للدراسات المالية متخصصة تتولى هذه المهمة واعادة تنظيم سماسرة الاوراق المالية بصورة رسمية بحيث تتولى هاته المهمة.
- العمل على اعادة تنظيم سوق الكويت المالي بهدف منع الغش وعدم استغلال الاطراف الداخلية للمعلومات المحاسبية الخاصة.
- زيادة التركيز على البحوث العلمية في مجال الافصاح المحاسبي في سوق الكويت المالي مع الاهتمام باحتياجات مستخدمي القوائم المالية من المعلومات المالية.
- الاهتمام بنشر معلومات السوق والمعلومات المالية ذات التأثير الجوهرية في السعر السوقي للسهم في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك بصفة مستقلة بالصحف الرسمية وتحليلها للجمهور غير المتخصص.
- محاولة محاكاة التجارب الناجحة لبعض الاسواق المالية العالمية مع مراعاة البيئة التي تحكم سوق الكويت للاوراق المالية.
- محاولة أعداد خطط استراتيجية تمكن المستثمر من احتواء حالات عدم التاكدم والمخاطرة التي يتعرض لها المستثمر من حين الى اخر.
- الزامية الحصول على المعلومة وفق الخصائص الازمة لما تمليه قواعد الافصاح المحاسبي والمالي.
- وجوب وجود نظام معلومات للاتصال فعال من اجل الحصول على معلومات مناسبة تخص المؤسسة المصدرة للاوراق المالية بهدف ترشيد القرار الاستثماري.
- بناء خطط استراتيجية مساعدة على تجنب التقلبات السعرية والازمات للخروج منها بلقل الخسائر.

تناولت هذه الدراسة موضوع اثر المعلومات المالية على ترشيد القرار الاستثماري في سوق الكويت للاوراق المالية، وعليه تفتح هذه الدراسة آفاق البحث أمام العديد من الدراسات، يمكن إيجازهما فيما يلي:

مهما قمنا به من دراسات ومهما توصلنا إليه من نتائج يبقى دائما النقص والتقصير يتبعنا، فاعتمدنا في هذه الدراسة على محاولة إيجاد اهم المعلومات المالية تأثيرا على رشادة القرار الاستثماري في السوق المالي للكويت، وفي الاخير يفتح لنا موضوع الدراسة بعض افاق البحث نذكر منها:

- محاولة بناء نموذج للتنبؤ لبعض المؤشرات المالية في الفترات المستقبلية.
- انجاز نفس الدراسة لكن في مدة أطول .
- اضافة بعض المؤشرات الكلية في الدراسة.
- محاولة القيام بدراسة مماثلة ببورصة الجزائر.

1- القطاع الاستثماري  
الملحق رقم (01)

0.942	الإقفال الحالي
0.015	
0.940	نسبة العائد إلى سعر السهم
0.037	
0.937	رأس المال
0.024	
0.935	عدد الصفقات
0.033	
0.933	عدد الأسهم المتداولة
0.037	
0.912	صافي الربح/ الموجودات
0.037	
0.903	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.025	
0.886	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.049	
0.875	أصول متداولة/الأصول
0.031	
0.870	العائد إلى حقوق المساهمين
0.046	
0.865	العائد إلى إجمالي الأصول
0.041	
0.813	أدنى سعر
0.024	
0.690	أعلى سعر
0.033	
0.635	عدد الأسهم المكتتب بها
0.042	
0.614	كمية الأسهم
0.037	

2009	القيمة السوقية للسعر السهم
1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.991	حقوق الملكية
0.032	
0.990	الربح الصافي / رأس المال
0.025	
0.987	المردودية المالية
0.032	
0.981	سعر الإقفال
0.014	
0.975	القيمة السوقية /العائد
0.021	
0.974	الربح الصافي
0.025	
0.972	معدل دوران السهم
0.042	
0.971	حقوق المساهمين
0.036	
0.970	العائد
0.026	
0.969	ربحية السهم
0.255	
0.969	القيمة الرأسمالية
0.037	
0.961	إجمالي الأصول
0.027	
0.957	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.041	
0.956	القيمة الدفترية
0.037	
0.951	الإقفال السابق
0.026	

الملحق رقم (02)

0.948	الإقفال الحالي
0.024	
0.943	نسبة العائد إلى سعر السهم
0.026	
0.857	رأس المال
0.033	
0.833	صافي الربح/ الموجودات
0.033	
0.801	عدد الصفقات
0.048	
0.746	عدد الأسهم المتداولة
0.022	
0.722	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.015	
0.713	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.025	
0.710	أصول متداولة/الأصول
0.037	
0.709	العائد إلى إجمالي الأصول
0.015	
0.706	العائد إلى حقوق المساهمين
0.024	
0.591	أدنى سعر
0.037	
0.590	أعلى سعر
0.026	
0.459	عدد الأسهم المكتتب بها
0.024	
0.413	كمية الأسهم
0.026	

2010	القيمة السوقية للسعر السهم
1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.999	الربح الصافي / رأس المال
0.037	
0.991	حقوق الملكية
0.024	
0.990	المردودية المالية
0.037	
0.985	الربح الصافي
0.037	
0.982	سعر الإقفال
0.037	
0.980	القيمة السوقية /العائد
0.022	
0.980	العائد
0.015	
0.977	معدل دوران السهم
0.046	
0.970	حقوق المساهمين
0.033	
0.966	إجمالي الأصول
0.026	
0.963	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.015	
0.959	ربحية السهم
0.033	
0.952	القيمة الراسمالية
0.022	
0.951	القيمة الدفترية
0.022	
0.950	الإقفال السابق
0.026	

الملحق رقم (03)

		cv	2010
2.00059	صافي الربح/ الموجودات		
2.214971	عدد الصفقات	0.544004	أصول متداولة/الأصول
2.41395	الربح الصافي / رأس المال	0.572305	عدد الأسهم المتداولة
2.48931	ربحية السهم	0.572305	عدد الأسهم المكتتب بها
8.54067	العائد	0.594497	رأس المال
51.0244	الربح الصافي	0.732117	حقوق الملكية
203.199	المردودية المالية	0.75975	أعلى سعر
	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0.869676	الإقفال السابق
	العائد إلى إجمالي الأصول	0.870768	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة
	العائد إلى حقوق المساهمين	0.885008	القيمة الدفترية
		0.934086	أدنى سعر
		0.965575	القيمة السوقية للسعر السهم
		0.968017	سعر الإقفال
		0.976418	الإقفال الحالي
		1.08112	إجمالي الأصول
		1.220581	كمية الأسهم
		1.280167	معدل دوران السهم
		1.373304	حقوق المساهمين
		1.613225	القيمة الراسمالية
		1.696855	خصوم متداولة/أصول متداولة
		1.97368	نسبة العائد إلى سعر السهم

الملحق رقم (04)

1.39316	الربح الصافي / رأس المال	cv	2009
1.398242	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة	0.550118	رأس المال
1.498127	القيمة الراسمالية	0.55583	عدد الأسهم المكتتب بها
1.569326	معدل دوران السهم	0.581652	أصول متداولة/الأصول
1.61448	نسبة العائد إلى سعر السهم	0.616992	الإقفال السابق
6.149932	المردودية المالية	0.63438	عدد الأسهم المتداولة
13.49229	الربح الصافي	0.75042	العائد
	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0.757445	أعلى سعر
	العائد إلى إجمالي الأصول	0.774195	القيمة الدفترية
	العائد إلى حقوق المساهمين	0.804198	القيمة السوقية للسعر السهم
		0.807755	أدنى سعر
		0.809406	الإقفال الحالي
		0.823226	حقوق الملكية
		0.823899	سعر الإقفال
		0.9728	القيمة السوقية /العائد
		1.052711	إجمالي الأصول
		1.230853	كمية الأسهم
		1.240927	حقوق المساهمين
		1.25083	خصوم متداولة/أصول متداولة
		1.3905	ربحية السهم

2- قطاع الخدمات  
الملحق رقم (05)

0.842	الإقفال الحالي
0.015	
0.841	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة
0.040	
0.084	نسبة العائد إلى سعر السهم
0.032	
0.838	رأس المال
0.026	
0.082	عدد الصفقات
0.015	
0.815	عدد الأسهم المتداولة
0.025	
0.784	صافي الربح / الموجودات
0.033	
0.775	العائد إلى إجمالي الأصول
0.046	
0.772	العائد إلى حقوق المساهمين
0.042	
0.633	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.048	
0.613	أصول متداولة/الأصول
0.037	
0.610	أعلى سعر
0.031	
0.547	أدنى سعر
0.030	
0.479	كمية الأسهم
0.072	
0.610	عدد الأسهم المكتتب بها
0.055	

القيمة السوقية لسعر السهم	2010 الخدمات
1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.948	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.036	
0.925	الربح الصافي / رأس المال
0.025	
0.920	المردودية المالية
0.033	
0.915	سعر الإقفال
0.033	
0.912	حقوق الملكية
0.024	
0.910	الربح الصافي
0.024	
0.910	حقوق المساهمين
0.022	
0.907	القيمة السوقية / العائد
0.048	
0.902	معدل دوران السهم
0.033	
0.900	القيمة الراسمالية
0.049	
0.888	إجمالي الأصول
0.021	
0.875	ربحية السهم
0.021	
0.871	العائد
0.014	
0.087	القيمة الدفترية
0.025	
0.865	الإقفال السابق
0.046	

الملحق رقم (06)

الإقفال الحالي	2009 الخدمات
0.842	القيمة السوقية للسعر السهم
0.015	1.000
0.841	القيمة السوقية للسعر السهم
0.040	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.084	0.948
0.032	0.036
0.838	الربح الصافي / رأس المال
0.026	0.925
0.082	0.025
0.015	المروددية المالية
0.815	0.920
0.025	0.033
0.784	سعر الإقفال
0.033	0.915
0.775	0.033
0.046	حقوق الملكية
0.772	0.912
0.042	0.024
0.633	الربح الصافي
0.048	0.910
0.613	0.024
0.037	حقوق المساهمين
0.610	0.910
0.031	0.022
0.542	القيمة السوقية / العائد
0.030	0.907
0.479	0.048
0.072	معدل دوران السهم
0.571	0.902
0.055	0.033
	القيمة الراسمالية
	0.900
	0.049
	إجمالي الأصول
	0.888
	0.021
	ربحية السهم
	0.875
	0.021
	العائد
	0.871
	0.014
	القيمة الدفترية
	0.087
	0.025
	الإقفال السابق
	0.865
	0.046



الملحق رقم (07)

الإقفال السابق	الإقفال الحالي	أدنى سعر	سعر الإقفال	القيمة الرأسمالية	المردودية المالية	حقوق الملكية	أصول متداولة/الأصول	العائد إلى إجمالي الأصول	صافي الربح/ الموجودات	cv	الخدمات 2009
3,3620	3,3697	3,6947	3,6947	3,7964	4,5023	6,5574				0,8490	القيمة الدفترية
										1,0347	القيمة السوقية للسعر السهم
										1,1811	القيمة السوقية /العائد
										1,3453	ربحية السهم
										1,4705	معدل دوران السهم
										1,6263	خصوم متداولة/أصول متداولة
										1,6611	عدد الأسهم المتداولة
										1,6611	عدد الأسهم المكتتب بها
										1,8447	عدد الصفقات
										1,9311	رأس المال
										2,0708	كمية الأسهم
										2.1247	العائد إلى حقوق المساهمين
										2,2341	نسبة العائد إلى سعر السهم
										2.3568	العائد
										2.4771	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
										2,6798	الربح الصافي
										2,9430	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
										3,1595	أعلى سعر
										3,1747	حقوق المساهمين
										3,2881	إجمالي الأصول

الملحق رقم (08)

5,1190	القيمة السوقية /العائد	cv	2010 الخدمات
5,1675	ربحية السهم	0,7728	حقوق الملكية
5,1861	الربح الصافي / رأس المال	0,8358	القيمة الدفترية
7,6039	نسبة العائد إلى سعر السهم	0,8591	خصوم متداولة/أصول متداولة
8,7394	المردودية المالية	0,8713	القيمة السوقية للسعر السهم
	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0,9212	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
	العائد	0,9672	عدد الأسهم المتداولة
	أصول متداولة/الأصول	0,9672	عدد الأسهم المكتتب بها
	العائد إلى إجمالي الأصول	1,0729	الإقفال السابق
	العائد إلى حقوق المساهمين	1,0786	أعلى سعر
	صافي الربح/ الموجودات	1,1636	أدنى سعر
		1,1845	إجمالي الأصول
		1,2848	سعر الإقفال
		1,3135	الإقفال الحالي
		1,6479	معدل دوران السهم
		1,7061	رأس المال
		1,7226	كمية الأسهم
		2,0033	عدد الصفقات
		2,1048	البيمة الرأسمالية
		2,3831	حقوق المساهمين
		3,9347	الربح الصافي

3-القطاع الصناعي  
الملحق رقم (09)

الإقفال السابق	ق سلسللسعرالسهم	2009الصناعي
0,900	1,000	القيمة السوقية للسعر السهم
0,037	0,995	القيمة السوقية /العائد
0,898	0,033	نسبة العائد إلى سعر السهم
0,032	0,991	رأس المال
0,885	0,025	الربح الصافي
0,038	0,985	سعر الإقفال
0,805	0,013	الربح الصافي / رأس المال
0,025	0,980	حقوق الملكية
0,779	0,025	حقوق المساهمين
عدد الصفقات	0,975	إجمالي الأصول
0,015	0,033	حقوق المساهمين/عدد الأسهم المتداولة
عدد الأسهم المتداولة	0,971	ربحية السهم
0,765	0,043	العائد
0,033	0,969	معدل دوران السهم
الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0,033	المردودية المالية
0,040	0,097	صافي الربح / الموجودات
خصوم متداولة/أصول متداولة	0,021	0,032
0,775	0,961	
0,030	0,046	
أصول متداولة/الأصول	0,096	
0,771	0,025	
0,040	0,096	
العائد إلى إجمالي الأصول	0,025	
0,763	0,096	
0,037	0,025	
العائد إلى حقوق المساهمين	0,954	
0,754	0,001	
0,028	0,912	
كمية الأسهم	0,043	
0,621	0,911	
عدد الأسهم المكتتب بها	0,036	
0,032	0,910	
أدنى سعر	0,032	
0,478		
0,014		
أعلى سعر		
0,366		
0.031		

0,088	الإقفال الحالي
0,035	
0,875	القيمة الرأسمالية
0,041	
0,842	صافي الربح/ الموجودات
0,024	
0,833	القيمة الدفترية
0,012	
0,825	عدد الصفقات
0,024	
0,722	عدد الأسهم المتداولة
0,025	
0,712	العائد إلى إجمالي الأصول
0,048	
0,710	العائد إلى حقوق المساهمين
0,037	
0,700	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0,032	
0,625	خصوم متداولة/أصول متداولة
0,033	
0,621	أصول متداولة/الأصول
0,021	
0,613	أدنى سعر
0,040	
0,590	أعلى سعر
0,032	
0,549	كمية الأسهم
0,046	
0,471	عدد الأسهم المكتتب بها
0,057	

ق س للسعر السهم	الصناعي 2010
1,000	القيمة السوقية للسعر السهم
0,998	نسبة العائد إلى سعر السهم
0,034	
0,991	سعر الإقفال
0,024	
0,987	القيمة السوقية /العائد
0,024	
0,984	رأس المال
0,024	
0,981	الربح الصافي
0,045	
0,976	حقوق الملكية
0,038	
0,974	الربح الصافي / رأس المال
0,021	
0,971	حقوق المساهمين
0,024	
0,958	إجمالي الأصول
0,015	
0,095	ربحية السهم
0,042	
0,094	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0,025	
0,922	المردودية المالية
0,039	
0,912	معدل دوران السهم
0,015	
0,901	العائد
0,031	
0,890	الإقفال السابق
0,027	

الملحق رقم (11)

4,7958	الإقفال الحالي
4,7958	أدنى سعر
0,0000	العائد إلى إجمالي الأصول
0,0000	العائد إلى حقوق المساهمين
0,0000	صافي الربح/ الموجودات
0,0000	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0,0000	العائد
0,0000	أصول متداولة/الأصول
0,0000	حقوق الملكية

cv	الصناعي 2009
0,6063	القيمة الدفترية
0,8713	القيمة السوقية للسعر السهم
1,0221	نسبة العائد إلى سعر السهم
1,0760	ربحية السهم
1,0953	الربح الصافي
1,1434	عدد الأسهم المتداولة
1,1434	عدد الأسهم المكتتب بها
1,3394	القيمة السوقية /العائد
1,1829	رأس المال
1,1859	القيمة الرأسمالية
1,3493	حقوق المساهمين
1,4001	خصوم متداولة/أصول متداولة
1,6628	كمية الأسهم
1,8127	معدل دوران السهم
1,8571	عدد الصفقات
1,8620	إجمالي الأصول
2,3848	الإقفال السابق
2,6650	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
3,5090	أعلى سعر
3,5151	المردودية المالية
3,7417	الربح الصافي / رأس المال
4,7958	سعر الإقفال

الملحق رقم (12)

3.18350703	الربح الصافي
3.57562716	المردودية المالية
5.09597345	القيمة السوقية /العائد
00000	أصول متداولة/الأصول
00000	حقوق الملكية
00000	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
00000	العائد
00000	العائد إلى إجمالي الأصول
00000	العائد إلى حقوق المساهمين
00000	صافي الربح/ الموجودات

cv	الصناعي 2010
0.70484799	القيمة الدفترية
0.72872148	القيمة السوقية للسعر السهم
0.87400268	الإقفال السابق
0.90504149	أدنى سعر
1.01161066	أعلى سعر
1.050103	عدد الأسهم المتداولة
1.050103	عدد الأسهم المكتتب بها
1.07474343	إجمالي الأصول
1.11914941	سعر الإقفال
1.12212512	الإقفال الحالي
1.13690655	رأس المال
1.16979046	حقوق المساهمين
1.30072944	كمية الأسهم
1.39459091	معدل دوران السهم
1.38256025	القيمة الراسمالية
1.5984728	عدد الصفقات
1.85256753	خصوم متداولة/أصول متداولة
1.89100348	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
1.9728478	الربح الصافي / رأس المال
1.97722814	ربحية السهم
3.01391251	نسبة العائد إلى سعر السهم

4- القطاع العقاري  
الملحق رقم (13)

0.776	صافي الربح/ الموجودات	ق س للسعر السهم	2010 العقارات
0.007		1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.775	خصوم متداولة/أصول متداولة	0.998	سعر الإقفال
0.811		0.000	
0.769	أصول متداولة/الأصول	0.988	رأس المال
0.096		0.348	
0.755	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0.986	إجمالي الأصول
0.033		0.035	
0.749	عدد الأسهم المتداولة	0.974	حقوق المساهمين
0.009		0.032	
0.705	عدد الأسهم المكتتب بها	0.067	الربح الصافي
0.009		0.032	
0.695	نسبة العائد إلى سعر السهم	0.959	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.017		0.021	
0.643	أدنى سعر	0.957	الربح الصافي / رأس المال
0.000		0.000	
0.603	أعلى سعر	0.095	حقوق الملكية
0.000		0.031	
0.600	القيمة الدفترية	0.912	ربحية السهم
0.000		0.000	
0.588	عدد الصفقات	0.911	العائد
0.039		0.000	
0.575	القيمة السوقية /العائد	0.832	الإقفال السابق
0.039		0.000	
0.479	العائد إلى إجمالي الأصول	0.822	الإقفال الحالي
0.026		0.000	
0.479	العائد إلى حقوق المساهمين	0.779	معدل دوران السهم
0.021		0.032	
0.370	كمية الأسهم	0.787	القيمة الراسمالية
0.037		0.000	
		0.777	المردودية المالية
		0.040	

الملحق رقم (14)

0.759	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	ق س بسعر السهم	قطاع العقار 2009
0.021		1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.701	عدد الأسهم المتداولة	1.000	سعر الإقفال
0.012		0.005	
0.687	صافي الربح/ الموجودات	0.997	حقوق المساهمين
0.032		0.021	
0.679	خصوم متداولة/أصول متداولة	0.988	الربح الصافي
0.021		0.022	
0.665	أصول متداولة/الأصول	0.981	رأس المال
0.033		0.033	
0.662	عدد الأسهم المكتتب بها	0.970	إجمالي الأصول
0.015		0.022	
0.615	نسبة العائد إلى سعر السهم	0.097	حقوق الملكية
0.036		0.026	
0.600	القيمة الدفترية	0.955	ربحية السهم
0.001		0.025	
0.600	أدنى سعر	0.948	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.010		0.040	
0.600	أعلى سعر	0.932	الربح الصافي / رأس المال
0.008		0.033	
0.600	عدد الصفقات	0.848	القيمة الراسمالية
0.026		0.015	
0.587	القيمة السوقية /العائد	0.836	المردودية المالية
0.066		0.042	
0.514	العائد إلى إجمالي الأصول	0.804	العائد
0.046		0.012	
0.448	العائد إلى حقوق المساهمين	0.803	الإقفال السابق
0.036		0.013	
0.402	كمية الأسهم	0.793	الإقفال الحالي
0.052		0.022	
		0.776	معدل دوران السهم
		0.042	



الملحق رقم (15)

0	أصول متداولة/الأصول	cv	العقارات 2009
0	الربح الصافي / رأس المال	0.226386911	عدد الأسهم المكتتب بها
0	حقوق الملكية	0.262648018	القيمة السوقية للسعر السهم
0	الربح الصافي/عدد الأسهم المتداولة	0.265131636	رأس المال
0	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة	0.324994081	القيمة الدفترية
0	خصوم متداولة/أصول متداولة	0.371986217	عدد الأسهم المتداولة
0	العائد	0.520265395	حقوق المساهمين
0	الإقفال السابق	0.600925213	معدل دوران السهم
0	الإقفال الحالي	0.667263896	القيمة الراسمالية
0	أدنى سعر	0.730787254	إجمالي الأصول
0	أعلى سعر	0.811431513	عدد الصفقات
0	سعر الإقفال	0.969527253	ربحية السهم
0	القيمة السوقية /العائد	1.465970096	نسبة العائد إلى سعر السهم
0	العائد إلى إجمالي الأصول	1.596594883	المردودية المالية
0	العائد إلى حقوق المساهمين	1.63493	الربح الصافي
0	صافي الربح/ الموجودات	1.98087	كمية الأسهم

الملحق رقم (16)

1.557	كمية الأسهم
1.822	عدد الصفقات
2.075	المردودية المالية
2.096	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة
2.200	معدل دوران السهم
2.382	الربح الصافي
2.751	صافي الربح / الموجودات
2.921	نسبة العائد إلى سعر السهم
4.107	القيمة السوقية / العائد
5.492	الربح الصافي / رأس المال
5.617	ربحية السهم
8.500	العائد
0	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0	العائد إلى إجمالي الأصول
0	العائد إلى حقوق المساهمين

cv	العقارات 2010
0.546	القيمة الدفترية
0.614	حقوق الملكية
0.752	عدد الأسهم المتداولة
0.752	عدد الأسهم المكتتب بها
0.797	رأس المال
0.839	أصول متداولة/الأصول
0.850	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.904	إجمالي الأصول
0.913	حقوق المساهمين
1.071	أعلى سعر
1.138	الإقفال السابق
1.252	أدنى سعر
1.296	سعر الإقفال
1.296	الإقفال الحالي
1.298	القيمة السوقية للسعر السهم
1.494	القيمة الراسمالية

5- قطاع البنوك  
الملحق رقم (17)

0.620	معدل دوران السهم
0.037	
0.610	عدد الصفقات
0.035	
0.540	الربح الصافي
0.040	
0.520	العائد إلى حقوق المساهمين
0.410	
0.500	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.420	
0.450	عدد الأسهم المكتتب بها
0.044	
0.440	الربح الصافي / رأس المال
0.052	
0.410	صافي الربح/ الموجودات
0.035	
0.420	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة
0.035	
0.410	العائد إلى إجمالي الأصول
0.047	
0.670	كمية الأسهم
0.060	
0.720	أصول متداولة/الأصول
0.520	
0.370	القيمة الدفترية
0.047	

ق س للسعر السهم	2009 البنوك
1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.980	العائد
0.017	
0.970	المردودية المالية
0.018	
0.967	سعر الإقفال
0.017	
0.965	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.017	
0.960	الإقفال السابق
0.017	
0.950	الإقفال الحالي
0.017	
0.948	القيمة السوقية /العائد
0.018	
0.945	أدنى سعر
0.019	
0.940	أعلى سعر
0.019	
0.850	إجمالي الأصول
0.024	
0.840	حقوق المساهمين
0.025	
0.800	القيمة الراسمالية
0.033	
0.770	ربحية السهم
0.035	
0.750	عدد الأسهم المتداولة
0.034	
0.670	نسبة العائد إلى سعر السهم
0.035	
0.640	رأس المال
0.036	
0.630	حقوق الملكية
0.036	

الملحق رقم (18)

0.080	حقوق الملكية	ق س للسعر السهم	قطاع البنوك 2010
0.034		0.990	العائد
0.077	رأس المال	0.018	
0.031		0.986	سعر الإقفال
0.680	عدد الصفقات	0.028	
0.038		0.982	المردودية المالية
0.678	معدل دوران السهم	0.024	
0.029		0.976	الإقفال السابق
0.664	الربح الصافي	0.019	
0.038		0.973	القيمة السوقية /العائد
0.632	العائد إلى حقوق المساهمين	0.018	
0.047		0.967	ربحية السهم
0.623	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0.027	
0.039		0.965	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.597	الربح الصافي / رأس المال	0.017	
0.052		0.950	الإقفال الحالي
0.057	صافي الربح/ الموجودات	0.017	
0.038		0.903	القيمة الراسمالية
0.421	عدد الأسهم المكتتب بها	0.027	
0.048		0.945	أدنى سعر
0.417	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة	0.019	
0.031		0.941	أعلى سعر
0.330	القيمة الدفترية	0.017	
0.045		0.088	إجمالي الأصول
0.301	العائد إلى إجمالي الأصول	0.024	
0.047		0.086	حقوق المساهمين
0.650	أصول متداولة/الأصول	0.028	
0.570		0.832	عدد الأسهم المتداولة
0.630	كمية الأسهم	0.037	
0.063		0.081	نسبة العائد إلى سعر السهم
		0.035	

الملحق رقم (19)

		cv	2010
2.496	عدد الصفقات		
2.828	الإقفال السابق	0.360	رأس المال
2.828	الإقفال الحالي	0.370	عدد الأسهم المتداولة
2.828	أدنى سعر	0.370	عدد الأسهم المكتتب بها
2.8284	أعلى سعر	0.404	خصوم متداولة/أصول متداولة
2.828	سعر الإقفال	0.433	القيمة الدفترية
	أصول متداولة/الأصول	0.503	القيمة السوقية للسعر السهم
	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة	0.560	حقوق المساهمين
	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة	0.660	نسبة العائد إلى سعر السهم
	العائد إلى إجمالي الأصول	0.740	ربحية السهم
	العائد إلى حقوق المساهمين	0.983	الربح الصافي
	صافي الربح/ الموجودات	0.988	إجمالي الأصول
	العائد	0.990	كمية الأسهم
	حقوق الملكية	1.081	المردودية المالية
	الربح الصافي / رأس المال	1.200	القيمة السوقية /العائد
		1.258	معدل دوران السهم
		1.464	القيمة الراسمالية

الملحق رقم (20)

1.111714828	القيمة السوقية /العائد
1.502638003	كمية الأسهم
2.131677135	الربح الصافي
2.564811826	إجمالي الأصول
2.621231335	عدد الأسهم المتداولة
2.657862752	المردودية المالية
3.894440482	صافي الربح/ الموجودات
4.460373772	الربح الصافي / رأس المال
4.513639755	ربحية السهم
9.388944626	نسبة العائد إلى سعر السهم
0	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0	العائد إلى إجمالي الأصول
0	العائد إلى حقوق المساهمين

cv	2009
0.141946228	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.147077644	أصول متداولة/الأصول
0.379516695	عدد الأسهم المكتتب بها
0.425637443	الإقفال السابق
0.502907201	رأس المال
0.574734284	أعلى سعر
0.583578975	العائد
0.607804729	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.617094428	القيمة الدفترية
0.621613817	سعر الإقفال
0.621613817	الإقفال الحالي
0.64353436	أدنى سعر
0.645963885	حقوق الملكية
0.662905591	حقوق المساهمين
0.767598169	القيمة السوقية للسعر السهم
0.805545956	عدد الصفقات
0.856214379	القيمة الراسمالية
1.056859558	معدل دوران السهم

6- قطاع التأمين

الملحق رقم (21)

0.8	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.21	
0.75	حقوق الملكية
0.014	
0.744	أعلى سعر
0.014	
0.66	عدد الأسهم المتداولة
0.023	
0.651	عدد الأسهم المكتتب بها
0.023	
0.654	نسبة العائد إلى سعر السهم
0.023	
0.65	رأس المال
0.29	
0.64	العائد إلى حقوق المساهمين
0.025	
0.64	العائد إلى إجمالي الأصول
0.044	
0.63	صافي الربح/ الموجودات
0.026	
0.544	العائد
0.343	
0.5	أصول متداولة/الأصول
0.039	
0.413	كمية الأسهم
0.048	
0.382	الإقفال السابق
0.524	
0.370	القيمة السوقية/العائد
0.053	

القيمة السوقية للسعر السهم	قطاع التأمين 2010
1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.990	الإقفال الحالي
0.0014	
0.990	سعر الإقفال
0.0042	
0,991**	القيمة الرأسمالية
0.001099767	
0.980	إجمالي الأصول
0.000995405	
0,980**	معدل دوران السهم
0.00328395	
0,981**	أدنى سعر
0.003241174	
0.94	الربح الصافي / رأس المال
0.020304422	
0.94	الربح الصافي
0.043	
,937*	عدد الصفقات
0.018941833	
0.937	ربحية السهم
0.01890285	
0.92	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.032	
0.91	حقوق المساهمين
0.037	
0.87	المردودية المالية
0.039770391	
0.86	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة
0.25	
0.86	القيمة الدفترية
0.036	

الملحق رقم (22)

0.887	عدد الأسهم المكتتب بها
0.021	
0.863	عدد الصفقات
0.012	
0.861	القيمة الرأسمالية
0.021	
0.860	سعر الإقفال
0.032	
0.858	معدل دوران السهم
0.026	
0.836	أدنى سعر
0.032	
0.082	أعلى سعر
0.036	
0.812	كمية الأسهم
0.032	
0.801	المردودية المالية
0.012	
0.772	صافي الربح/ الموجودات
0.032	
0.745	القيمة السوقية /العائد
0.021	
0.569	العائد إلى إجمالي الأصول
0.048	
0.536	العائد إلى حقوق المساهمين
0.048	
0.689	نسبة العائد إلى سعر السهم
0.547	

ق س سعر السهم	قطاع التأمين 2010
1.000	القيمة السوقية للسعر السهم
0.994	حقوق الملكية
0.032	
0.984	الربح الصافي / رأس المال
0.036	
0.982	ربحية السهم
0.025	
0.981	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.021	
0.980	إجمالي الأصول
0.025	
0.979	أصول متداولة/الأصول
0.012	
0.975	رأس المال
0.034	
0.971	القيمة الدفترية
0.045	
0.965	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.021	
0.963	حقوق المساهمين
0.014	
0.961	الربح الصافي
0.047	
0.960	العائد
0.021	
0.957	الإقفال السابق
0.047	
0.942	الإقفال الحالي
0.032	
0.941	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
0.021	
0.912	عدد الأسهم المتداولة
0.045	



الملحق رقم (23)

1.152	القيمة الرأسمالية
1.463	معدل دوران السهم
1.472	عدد الصفقات
2.071	كمية الأسهم
2.095	ربحية السهم
2.098	الربح الصافي / رأس المال
2.211	القيمة السوقية / العائد
2.265	الربح الصافي
3.833	صافي الربح / الموجودات
7.921	المردودية المالية
11.091	العائد
38.914	نسبة العائد إلى سعر السهم
	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
	العائد إلى إجمالي الأصول
	العائد إلى حقوق المساهمين

cv	2010
0.249	رأس المال
0.266	عدد الأسهم المتداولة
0.2663	عدد الأسهم المكتتب بها
0.478	أصول متداولة/الأصول
0.575	القيمة الدفترية
0.576	حقوق المساهمين / عدد الأسهم المتداولة
0.635	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.703	أعلى سعر
0.736	حقوق المساهمين
0.749	أدنى سعر
0.898	حقوق الملكية
0.899	الإقفال السابق
0.969	القيمة السوقية للسعر السهم
0.969	الإقفال الحالي
0.969	سعر الإقفال
1.140710737	إجمالي الأصول

الملحق رقم (24)

2.01	الربح الصافي
2.05	نسبة العائد إلى سعر السهم
2.10	كمية الأسهم
2.62	ربحية السهم
2.63	الربح الصافي / رأس المال
2.71	العائد
5.41	صافي الربح/ الموجودات
	الربح الصافي / عدد الأسهم المتداولة
	العائد إلى إجمالي الأصول
	العائد إلى حقوق المساهمين

cv	2009
0.24	عدد الأسهم المكتتب بها
0.28	القيمة السوقية للسعر السهم
0.28	رأس المال
0.34	القيمة الدفترية
0.38	خصوم متداولة/أصول متداولة
0.39	عدد الأسهم المتداولة
0.49	أعلى سعر
0.51	أصول متداولة/الأصول
0.54	أدنى سعر
0.55	حقوق المساهمين
0.55	الإقفال السابق
0.56	الإقفال الحالي
0.56	سعر الإقفال
0.58	معدل دوران السهم
0.63	حقوق المساهمين /عدد الأسهم المتداولة
0.71	القيمة الراسمالية
0.78	إجمالي الأصول
0.86	عدد الصفقات
1.06	القيمة السوقية /العائد
1.22	حقوق الملكية
1.98	المردودية المالية

## Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on INDEX

ADF Test Statistic	-4.954708	1% Critical Value*	-2.5673	
		5% Critical Value	-1.9396	
		10% Critical Value	-1.6157	
*Mackinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INDEX)				
Method: Least Squares				
Date: 09/19/12 Time: 13:45				
Sample(adjusted): 2 1290				
Included observations: 1287				
Excluded observations: 2 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX(-1)	-0.037358	0.007540	-4.954708	0.0000
R-squared	0.018731	Mean dependent var	-35725.66	
Adjusted R-squared	0.018731	S.D. dependent var	32034722	
S.E. of regression	31733287	Akaike info criterion	37.38441	
Sum squared resid	1.30E+18	Schwarz criterion	37.38842	
Log likelihood	-24055.87	Durbin-Watson stat	2.544589	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on INDEX

ADF Test Statistic	-9.715970	1% Critical Value*	-3.4383	
		5% Critical Value	-2.8642	
		10% Critical Value	-2.5682	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INDEX)				
Method: Least Squares				
Date: 09/19/12 Time: 13:46				
Sample(adjusted): 2 1290				
Included observations: 1287				
Excluded observations: 2 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX(-1)	-0.137440	0.014146	-9.715970	0.0000
C	13741575	1659556.	8.280273	0.0000
R-squared	0.068438	Mean dependent var	-35725.66	
Adjusted R-squared	0.067711	S.D. dependent var	32034722	
S.E. of regression	30931168	Akaike info criterion	37.33398	
Sum squared resid	1.23E+18	Schwarz criterion	37.34200	
Log likelihood	-24022.42	F-statistic	94.40007	
Durbin-Watson stat	2.420459	Prob(F-statistic)	0.000000	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on INDEX

ADF Test Statistic	-10.14519	1% Critical Value*	-3.9703	
		5% Critical Value	-3.4157	
		10% Critical Value	-3.1298	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(INDEX)				
Method: Least Squares				
Date: 09/19/12 Time: 12:35				
Sample(adjusted): 2 1290				
Included observations: 1287				
Excluded observations: 2 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INDEX(-1)	-0.148341	0.014622	-10.14519	0.0000
C	19209848	2541502.	7.558462	0.0000
@TREND(1)	-6785.366	2393.321	-2.835126	0.0047
R-squared	0.074231	Mean dependent var	-35725.66	
Adjusted R-squared	0.072789	S.D. dependent var	32034722	
S.E. of regression	30846810	Akaike info criterion	37.32929	
Sum squared resid	1.22E+18	Schwarz criterion	37.34132	
Log likelihood	-24018.40	F-statistic	51.47752	
Durbin-Watson stat	2.408430	Prob(F-statistic)	0.000000	