

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة العربي التبسي - تبسة -



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: ...../ 2017

قسم: علوم اقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

دفعلة: 2017

الميدان: علوم اقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم إقتصادية

التخصص: مالية ونقود

**أثر مؤشرات الأداء المالي  
على القيمة السوقية للمؤسسات  
المدرجة في سوق الأوراق المالية  
دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي (2008-2015)**

تحت إشراف الأستاذ

- عادل طلبة

من إعداد الطالبتين:

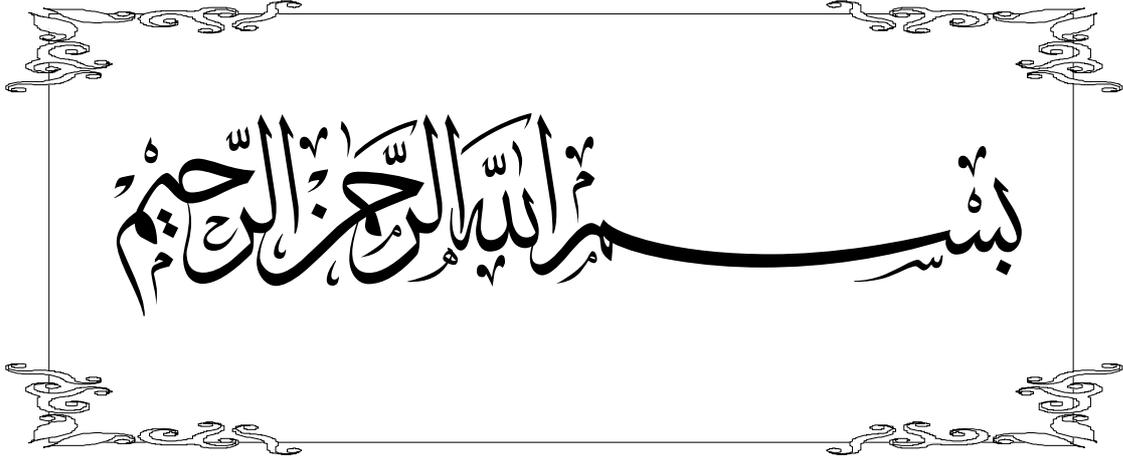
- سهير ونوغي

- عواطف سوامية

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
منصف ميقاويب	أستاذ محاضر - أ	رئيس
عادل طلبة	أستاذ مساعد - أ	مشرفا ومقررا
عبد المالك مهري	أستاذ مساعد - أ	عضوا مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017



## شكر وعرفان

الشكر والحمد لله عز وجل، الذي وفقنا ومكننا

من مواصلة وإتمام هذا العمل

كما نتقدم بجزيل شكرنا وخالص تقديرنا

إلى الأستاذ الفاضل "طلبة عادل"

على حسن قبوله والإشراف

على هذا العمل وتقديمه لنا لنصائحه وتوجيهاته.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بجزيل الشكر

والتحية إلى كافة أساتذة

كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

وذلك نشكر جميع الأصدقاء، الزملاء والزميلات

وكل من ساعدنا من قريب أو من بعيد.

كما نتقدم بجزيل الشكر لعمال مكتبة النور.

الفهرس العام

الصفحة	المحتوى
-	شكر وعرافان
I	الفهرس العام
VII	فهرس الجداول
IX	فهرس الأشكال
أ-د	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية</b>	
02	مقدمة الفصل
03	المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
03	الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية
04	الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية
04	الفرع الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية
05	المطلب الثاني: أنواع ووظائف سوق الأوراق المالية
05	الفرع الأول: أنواع سوق الأوراق المالية
07	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
07	المطلب الثالث: الأدوات المستعملة في سوق الأوراق المالية
07	الفرع الأول: الأسهم
09	الفرع الثاني: السندات
11	الفرع الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات
11	المبحث الثاني: إدارة وتنظيم سوق الأوراق المالية
12	المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
12	الفرع الأول: فئة المقرضين (المستثمرين)

13	الفرع الثاني: فئة المصدرين (المقترضين)
14	الفرع الثالث: فئة الوسطاء
14	المطلب الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية
15	المطلب الثالث: طرق التعامل في سوق الأوراق المالية
17	المطلب الرابع: طرق ومتطلبات الإفصاح في سوق الأوراق المالية
19	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
19	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
19	الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
20	الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها
20	الفرع الأول: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
21	الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
24	المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
24	الفرع الأول: المتطلبات الفنية لكفاءة سوق رأس المال
25	الفرع الثاني: المتطلبات التنظيمية لكفاءة سوق رأس المال
27	خاتمة الفصل
<b>الفصل الثاني: مدخل للأداء المالي والقيمة السوقية</b>	
29	مقدمة الفصل
30	المبحث الأول: ماهية الأداء المالي
30	المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي
30	الفرع الأول: تعريف الأداء
31	الفرع الثاني: تعريف الأداء المالي
32	الفرع الثالث: أهمية الأداء المالي

33	<b>المطلب الثاني: مجالات الأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه</b>
33	الفرع الأول: مجالات الأداء المالي
34	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في الأداء المالي
35	<b>المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي</b>
37	<b>المبحث الثاني: القيمة السوقية للمؤسسة</b>
37	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول القيمة
37	الفرع الأول: القيمة في الفكر الاقتصادي
38	الفرع الثاني: القيمة في الفكر المحاسبي
39	الفرع الثالث: القيمة في النظرية المالية المعاصرة
39	<b>المطلب الثاني: محددات القيمة السوقية للمؤسسة</b>
41	الفرع الأول: القرارات المالية كمحدد لقيمة المؤسسة
41	الفرع الثاني: آليات الحوكمة وقيمة المؤسسة
43	<b>المطلب الثالث: خلق القيمة السوقية للمؤسسة</b>
43	<b>المبحث الثالث: المؤشرات التقليدية والحديثة لقياس الأداء المالي</b>
43	المطلب الأول: التحليل المالي للقوائم المالية
44	الفرع الأول: مفهوم تحليل القوائم المالية
44	الفرع الثاني: مراحل وخطوات تحليل القوائم المالية
45	<b>المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي</b>
46	الفرع الأول: نسب الربحية
47	الفرع الثاني: نسب العائد على الاستثمار
47	الفرع الثالث: نسب السيولة
48	الفرع الرابع: نسب النشاط
48	الفرع الخامس: نسب الرفع المالي

49	المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي
51	خاتمة الفصل
	الفصل الثالث: مؤشرات الأداء المالي و أثرها على القيمة السوقية للمؤسسات-دراسة حالة سوق الأسهم السعودي
53	مقدمة الفصل
54	المبحث الأول: الإطار النظري والرقابي لسوق الأسهم السعودي
54	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي
54	الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي
55	الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأسهم السعودي
56	الفرع الثالث: أهداف سوق الأسهم السعودي
57	المطلب الثاني: إدارة وتنظيم سوق الأسهم السعودي
57	الفرع الأول: البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودي
58	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأسهم السعودي
59	المطلب الثالث: شروط الإدراج و آليات التداول في سوق الأسهم السعودي
59	الفرع الأول: شروط الإدراج في سوق الأسهم السعودي
60	الفرع الثاني: آليات التداول في سوق الأسهم السعودي
62	المبحث الثاني: أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2007-2016)
62	المطلب الأول: تطور حجم الشركات المدرجة
63	المطلب الثاني: تطور الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي
65	المطلب الثالث: تطور السيولة في سوق الأسهم السعودي
68	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات في سوق الأسهم السعودي
68	المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة

68	الفرع الأول:مجتمع الدراسة
68	الفرع الثاني:متغيرات الدراسة
70	المطلب الثاني: البيانات الطولية بانل
75	المطلب الثالث: تقدير معلمات النموذج
82	خاتمة الفصل
84	خاتمة عامة
88	قائمة المراجع
-	الملاحق

# فہرست الجلد اول

فهرس الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	الفروقات بين الأسهم والسندات.	11
02	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي	62
03	تطور الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي	64
04	تطور السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2016	66
05	العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم	75
06	معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم	76
07	معلمات نموذج الدراسة المقدره باستخدام النماذج الثلاثة	79
08	نتائج اختبار مضاعف LagrangeBreusch-Pagan LM	80

# فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
06	أنواع سوق الأوراق المالية	01
34	العوامل المؤثرة في الأداء المالي	02
58	الهيكل التنظيمي لسوق الأسهم السعودي	03
63	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي	04
65	تطور الرسملة البورصية خلال الفترة 2007-2016	05
67	تطور حجم التداول في السوق السعودي خلال الفترة 2007-2016.	06
76	علاقة سعر السهم بالعائد على السهم	07
76	علاقة سعر السهم بالقيمة الدفترية	08
76	علاقة سعر السهم بحقوق المساهمين	09
76	علاقة سعر السهم بالسعر على القيمة الدفترية	10



## مقدمة عامة

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تمويلية هامة تعمل على الجمع بين الأطراف الاقتصادية المختلفة، من خلال انتقال الأموال من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز، كما تعتبر سوق منظمة تتم فيها مختلف التعاملات في مكان واحد في أوقات دورية، تتسم هذه السوق بالمرونة ، كما انه توجد شروط معينة يجب أن تتوفر في المؤسسات من اجل أن يتم إدراجها في سوق الأوراق المالية، وباعتبار المؤسسة كيان مفتوح مرتبط بالفرص و التهديدات المتواجدة ضمن بيئة الأعمال المحيطة بها فإذا قامت المؤسسة باستغلال الفرص المتاحة و بطريقة مثلى ستزيد من ميزتها التنافسية و ترفع من قيمتها السوقية، و تعبر هذه الأخيرة بشكل عام عن قيمة أصولها المادية و المعنوية في السوق أثناء القيام بعملية تقييم المؤسسة من خلال عملية التحليل المالي الذي يهدف إلى خلق قيمة للمؤسسة، ولتحقيق ذلك يجب التحرك نحو الأنشطة التي تؤدي إلى خلق القيمة ومن ثم تحسين أداء المؤسسة، وهذا تطلب أدوات و وسائل قياس أداء المؤسسة، أو ما تعرف بمؤشرات الأداء المالي، حيث ان هناك أساليب تقليدية تعتبر غير ديناميكية ولا تصلح إلا للتنبؤ على المدى القصير، و اخرى حديثة من اجل تطوير مقاييس للقيمة الحقيقية للمؤسسة.

### - الإشكالية

بناء على ما تقدم، فانه يتم استخدام الأساليب التقليدية و الحديثة في التحليل المالي، من اجل قياس القيمة السوقية للمؤسسة، و عليه يمكن طرح الإشكالية الرئيسية كما يلي:

ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الدرجة في سوق الأوراق

المالية؟

وللإحاطة أكثر بجوانب الموضوع تدرج تحت الإشكالية الرئيسية عدة تساؤلات فرعية أهمها:

- ما هي مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية، وكيف يساهم الإفصاح في تحسينها؟
- كيف يساهم الأداء المالي في زيادة القيمة السوقية و اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي و السعر السوقي للسهم؟

## - الفرضيات

للإجابة على التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يوجد مستويين لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية وهما المستوى القوي والضعيف، وكلما كان الإفصاح عن المعلومات صادق أدى ذلك الى تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- كلما كان الأداء المالي للمؤسسة جيد كلما زادت قيمتها السوقية، و يقاس ذلك عن طريق عدة مؤشرات، مما يساعد على اتخاذ قرار استثمار بدون مخاطرة؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي و السعر السوقي للسهم.

## - دوافع اختيار الموضوع

الدوافع التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع هي:

## - دوافع موضوعية

- مدى ملائمة الموضوع مع التخصص؛
- الاطلاع على المؤشرات التي تمكن من قياس وتقييم الأداء في المؤسسات؛
- أهمية سوق الأوراق المالية، وذلك لما لها من دور في تجميع مدخرات من أصحاب الفائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز؛
- مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في توفير السيولة وتنمية الاقتصاد.

## - دوافع ذاتية

- الميل الشخصي والرغبة في معالجة الموضوع؛
- الرغبة في اكتساب معارف جديدة في مجال الأداء في سوق الأوراق المالية؛
- قلة الدراسات و الأبحاث في هذا الموضوع.

## - أهمية الموضوع

تأتي أهمية الدراسة في كون سوق الأوراق المالية هي المجال الذي تسعى إليها لأطراف الاقتصادية لتداول مختلف الأصول المالية، وذلك سعياً وراء تحقيق أكبر عائد باستخدام مجموعة من المعلومات التي يقوم من خلالها السوق ببيئتها في التقارير المالية السنوية، ومن جانب آخر تتمثل أهمية

الموضوع في مؤشرات الأداء المالي لقياس القيمة، ومدى مساهمتها في تقييم الأداء في المؤسسات، وذلك بالتركيز على المؤشرات التقليدية والحديثة.

#### - أهداف الموضوع

من بين الأهداف التي تسعى هذه الدراسة إلى تحقيقها هي:

- فهم آلية عمل سوق الأوراق المالية مع إبراز أهم معالمها؛

- تسليط الضوء على أهمية قياس وتقييم الأداء باستخدام مؤشرات الأداء المالي في المؤسسة؛

- تحليل أداء سوق الأسهم السعودي من خلال عدد الشركات المدرجة، السيولة و الرسملة السوقية

خلال سنوات الدراسة من 2007 إلى 2016؛

- دراسة أثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لشركات السوق السعودي المدرجة في

قطاع التأمين.

#### - حدود الدراسة

نظرا لتعذر دراسة بورصة الجزائر وذلك للعدد المحدود للشركات المدرجة فيها، وضعف أحجام التداول، بالإضافة إلى نقص المعلومات على موقع الهيئة المنظمة للبورصة، تم اختيار سوق الأسهم السعودي، باعتباره من أهم وأنشط أسواق الدول العربية ( النامية)، وكذا توفر المعلومات على موقع الهيئات المنظمة.

#### - منهج البحث

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع و للإجابة عن الإشكالية المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم و الأسس النظرية للبحث، أما المنهج التحليلي لدراسة وتحليل البيانات المجمعَة عن السوق السعودي.

#### - تقسيم البحث

بناء على الفرضيات الموضوعية مسبقا وفي حدود إشكالية البحث تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول

لكل فصل ثلاثة مباحث، كما يلي:

- الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري لسوق الأوراق المالية؛

- الفصل الثاني تحت عنوان مدخل للأداء المالي و القيمة السوقية؛

- الفصل الثالث تحت عنوان مؤشرات الأداء المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودي-.

- صعوبات البحث

كأي بحث علمي، اعترض انجاز هذا العمل بعض العوائق و المشاكل تتمثل فيما يلي:

- قلة المراجع التي تناولت موضوع القيمة السوقية؛

- صعوبة الحصول على المعلومات المتعلقة بالجانب التطبيقي.

الفصل الأول:

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

## مقدمة الفصل

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تمويلية هامة، حيث أنها تجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية، وأولئك الذين يعانون من العجز المالي، ولقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، مترتبا عن ذلك إصدار المزيد من الأوراق المالية واستحداث أنواع أخرى جديدة، مما يساعد المدخرين سواء الأفراد أو الاعتباريين على توظيف أموالهم في هذه الإصدارات عبر بوابة السوق الأولي أو الثانوي، مما أصبح إلزاما على كل دولة أن تعطي اهتماما كبيرا لهذه الأسواق و تعمل على تطويرها وعصرنتها في جميع المستويات الإدارية التنظيمية والتشريعية إلى جانب العمل على زيادة تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، كما يعتبر السوق كفاء عندما يظم عددا كبيرا من المتعاملين الذين يتصفون بالرشد والذين يرغبون في تعظيم عوائدهم بناء على توفير المعلومات الضرورية عن الشركات المدرجة في السوق، وذلك من خلال ضبط تشريعات تعمل على زيادة درجة الإفصاح وتوفر المعلومات التي يحتاجها المستثمر.

وبالتالي يهدف هذا الفصل إلى تعميق المعرفة بالجوانب النظرية حول سوق الأوراق المالية،

والذي قسم إلى المباحث التالية:

- عموميات حول سوق الأوراق المالية؛
- إدارة و تنظيم سوق الأوراق المالية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية

نظرا للأهمية البالغة التي تحظى بها سوق الأوراق المالية من قبل الاقتصاديين، لابد من التعرف على مفهومها بدقة وكذلك التطرق إلى أنواع ووظائف سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى الأدوات التي يتعامل بها في هذا السوق.

### المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يشتمل هذا المطلب على مفهوم سوق الأوراق المالية من خلال عدة تعاريف وكذلك إبراز أهم خصائصها بالإضافة إلى أهميتها.

### الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية"<sup>1</sup>.

وتعرف أيضا بأنها: "تلك الأسواق المنظمة التي تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يشتغل بها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار ومن الذين يناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار وتتعدد جلساتها يوميا، حيث يقوم الوسطاء الماليين بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين"<sup>2</sup>.

أو هي "المكان الذي يسهل فيه تدفق وانسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم، سندات أو مشتقات)، وحصول الطرف الثاني على مدخرات نقدية، أي هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين"<sup>3</sup>.

ومن خلال التعريفات السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي عبارة عن المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية (بيع وشراء) من خلال مجموعة من المستثمرين، ويتم تداول هذه الأوراق وبيعها في مكان معلوم محدد مسبقا وفي وقت مناسب لتحقيق أرباح، كما أنه يتمتع بقدر كبير من الشفافية ويتم التداول فيه وفق قوانين ولوائح ونظم.

<sup>1</sup> - زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، (الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية \_ من منظور الاقتصاد الإسلامي\_)، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2009، ص: 27.

<sup>2</sup> - إبراهيم جلال، (أساسيات الاستثمار، الأوراق المالية و البورصات)، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2009، ص: 37.

<sup>3</sup> - فيصل محمود الشلورة، (الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2008، ص: 45.

## الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية عدة خصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى و منها:<sup>1</sup>

- هناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في سوق الأوراق المالية، وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي يتم إصدارها بغرض توفير السيولة.

- التداول في هذا السوق يتم بتوفير المناخ الملائمة، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

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

## الفرع الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهمية وجود سوق للأوراق المالية بما يلي:<sup>2</sup>

- تمويل خطط التنمية التي تعد من الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية؛
- سوق الأوراق المالية هو بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتشجيع المدخرات؛
- تعمل سوق الأوراق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض؛
- سهولة الربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض؛
- تسهيل توزيع المدخرات على جميع المشاريع؛
- سهولة تسهيل الأوراق التي يحوزها الأفراد.

## المطلب الثاني: أنواع ووظائف سوق الأوراق المالية

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمال، (الأسواق المالية والنقدية)، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص: 56.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، (البورصات)، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2004، ص: 39.

يقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أقسام بالإضافة إلى أنه يقوم بعدة وظائف، وفيما يلي تفصيلاً لذلك.

### الفرع الأول: أنواع سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين فرعيين متكاملين فيما بينهما، وهما: <sup>1</sup>

#### أولاً- السوق الأولي (سوق الإصدار)

هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عن إنشاء شركة جديدة، أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع نشاطها أو إصدار الأسهم ومؤسسات الإصدار.

#### ثانياً- السوق الثانوية (سوق التداول)

هي تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، مما يساعد على اتساع السوق وزيادة سيولتها.

وينقسم هذا السوق إلى قسمين هما: <sup>2</sup>

#### أ- السوق المنظمة

وتدعى بورصة الأوراق المالية، ولها مكان محدد للتداول بيعة وشراء، وفق إجراءات وقواعد محددة بموجب قانون، كما أن التعامل في السوق المنظمة يكون مقتصرًا على الأوراق المالية المسجلة فقط.

#### ب- السوق غير المنظمة

وهي سوق الأوراق المالية ليس لها مكان محدد (خارج البورصة) فضلاً عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة على الرغم أن المتعاملين فيها بإمكانهم التعامل بالأوراق المالية المسجلة من خلال بيوت السمسرة ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات فوق الطاولة، لتتميزها عن

<sup>1</sup> - عصام حسين، (سوق الأوراق المالية)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 18.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، (الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص: 125.

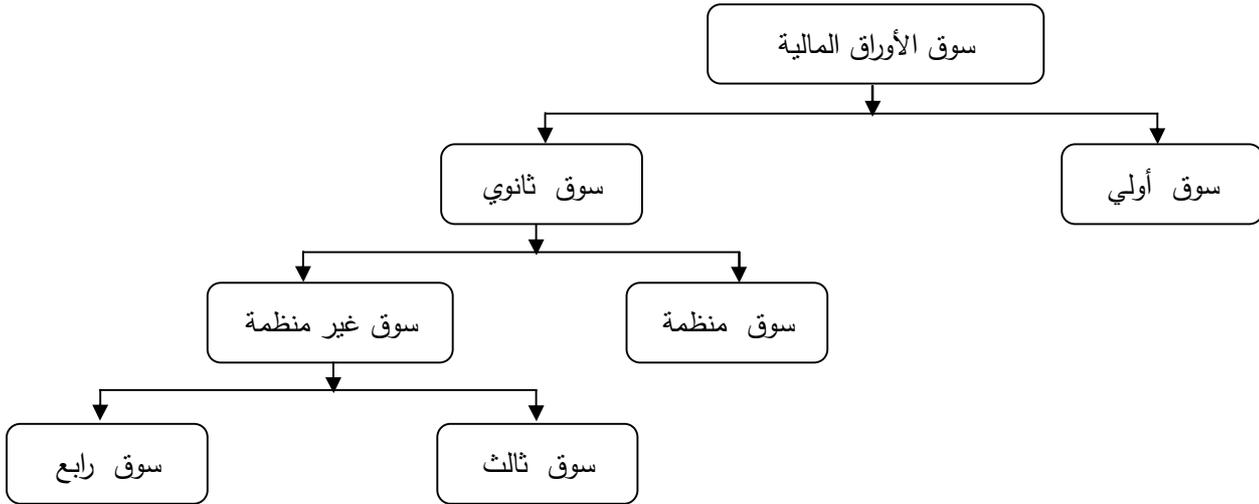
المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، إذ تتم المعاملات من خلال شبكات اتصال قوية وسريعة وتنقسم بدورها إلى قسمين:<sup>1</sup>

**ب-1- السوق الثالث:** يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة يجري التعامل فيه بأوراق مقيدة في السوق ، وترتبط أسعارها بالسوق المنظمة وعمليات البيع تكون بكميات كبيرة من الأوراق المالية، ومن أهم المؤسسات التي تتعامل في هذا النوع من السوق هي مؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات.

**ب-2- السوق الرابع:** حيث يتم التعامل مباشرة ودون وساطة بين المؤسسات الكبرى وبذلك فهم يتجنبون عمولة السمسرة وتخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبرى وتتم بين مختلف المستثمرين (المؤسسات الكبرى، الأفراد الأغنياء)، ويساعد في ذلك شبكة قوية من أجهزة الهاتف.

ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (01): أنواع سوق الأوراق المالية



المصدر: عواطف عياد، ( أثر الإفصاح المالي على كفاءة الأسواق المالية)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، علوم اقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2013-2014، ص: 06.

## الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

<sup>1</sup> - أمال سداييرية، (دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط سوق الأوراق المالية)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، علوم اقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2015، ص: 09-10.

تتمثل وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

- إيجاد حلقة الاتصال بين البائعين والمشتريين الأمر الذي يسير الاستثمار والتمويل للإقراض؛
- تشجيع الادخار بفتح أبواب أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة؛
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يولد عائد ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي؛
- المساعدة في توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة؛
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير السيولة للأوراق المالية التي تم إصدارها من خلال سوق الأوراق المالية الأولية، حتى يتمكن المستثمرين في هذه الأوراق المالية من بيع وشراء الأوراق المالية إذا ما كانت لديهم الرغبة في ذلك.

#### المطلب الثالث: الأدوات المستعملة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسهم نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمار المالي، وهناك أنواع أخرى لكن سيتم التركيز أكثر على الأسهم العادية.

#### الفرع الأول: الأسهم

يمكن إعطاء عدة تعاريف للأسهم فيما يلي:<sup>2</sup>

"هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأسمال الشركة".

ويعرف انه: "صكوك تمثل حصص من رأس مال شركة الأموال قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعتبر حق من حقوق الملكية الخاصة، تتداول في شكل من أشكال انتقال الملكية".

وتنقسم الأسهم إلى نوعين رئيسيين: أسهم عادية واسهم ممتازة.

#### أولاً: الأسهم العادية

<sup>1</sup> - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار، (دور حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، علوم اقتصادية، تخصص مالية ونقد، جامعة تبسة، الجزائر، 2015-2016، ص ص: 8-9.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، (الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص: 86.

## أ- تعريف الأسهم العادية

هو شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية، وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها.<sup>1</sup>

من خلال التعريف السابق يتميز السهم العادي بالخصائص التالية:

- حق الملكية حيث يكون المساهم مالكا جزئياً لموجودات الشركة؛
- أن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام؛
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة؛

- الحق في الاشتراك في أصول الشركة عند بيعها بمناسبة تصفيتها؛

- الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها؛

- يحق للمساهمين بيع جزء من الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في مقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

## ب- أنواع الأسهم العادية

هناك مجموعة من الأسهم العادية وهي:<sup>2</sup>

**ب-1- الأسهم المرخص بها ( المصريح بها):** يحدد القانون لكل شركة مقدار من رأس المال الذي يمكنها إصداره، يسمى المصريح به ويقسم رأس المال في هذه الحالة إلى حصص متساوية يطلق على كل منها اسم السهم المرخص به أو المرخص به.

<sup>1</sup> - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، (النقود والمصارف، والأسواق المالية)، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2004 ، ص:113.

<sup>2</sup> - وثام ملاح، (العولمة المالية وسبل تفعيل الأسواق المالية العربية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات المالية والنقدية الدولية، جامعة تبسة،الجزائر، 2010، ص ص: 31-32.

ب-2- الأسهم المصدرة: في بعض الأحوال قد لا تقوم الشركة بإصدار أسهم رأس المال المرخص بالكامل مرة واحدة وفي هذه الحالة يسمى الجزء من أسهم رأس المال الذي تصدره الشركة فعلا باسم رأس المال، المصدر أو الأسهم المصدرة.

ب-3- أسهم الخزينة: في بعض الأحوال وعندما تصدر الشركة أسهمها قد ترد الشركة مقدارا من هذه الأسهم لحملة تلك الأسهم لعدد من الأسباب، أو قد يتبرع بعض مساهمي الشركة بجزء من أسهمهم للشركة، ويطلق على الأسهم في هذه الحالة اسم "أسهم الخزينة".

ب-4- الأسهم المدفوعة: عندما تقوم الشركة بإصدار أسهم فإنها تشترط في نشرة الإصدار بضرورة سداد المكتتبين لقيمة السهم الكاملة، ويطلق عليها في هذه الحالة اسم "الأسهم المدفوعة".

ب-5- الأسهم الاسمية أو الأسهم لحاملها: المقصود بالأسهم الاسمية وهي تلك التي تحمل اسم صاحبها، ولا تنتقل ملكيتها إلا بالقيد في دفاتر الشركات لاحتوائها على جملة البيانات المتعلقة بالمساهم، أما السهم لحاملها هي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم وإنما يذكر فيها لحاملها وتكون هذه الأسهم ملكا للشخص الذي يحوزها، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد، ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها عند الاكتتاب.

#### ثانياً - الأسهم الممتازة

تعرف على أنها: "أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية وأداة الملكية، لها خصائص القيم التي تمثل حق الملكية وكذلك الأخرى التي تمثل حق الدائنية وبالتالي فإن حامل هذا السهم يعطيه الحق في الحصول على عائد محدد سنويا إما بنسبة من القيم الاسمية أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم، بحيث لا يمكن تعظيم هذا العائد لأنه محدد مسبقا من قبل الجهة المصدرة له".<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: السندات

تمثل أدوات الدين تعاقدية بين القرض والمقترض، ترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن سداد قيمة أصل الدين.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، (الأسواق المالية)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 179.

## أولاً- تعريف السندات

يعرف السند بأنه: "أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، تعطي الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق"<sup>1</sup>، وتشمل السندات على:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على السند؛
- معدل الكوبونات: وهو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند؛
- اجل الاستحقاق: أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين.

## ثانياً- أنواع السندات

ومن أهم السندات المتداولة:<sup>2</sup>

### أ- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

يمكن لحامل هذا النوع استبدال السندات بأوراق مالية، خاصة باسم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك يصبح من ملاكها في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في أية فترة قبل تسديدها.

### ب- السندات المرهونة بأصول الشركة

قد تصدر الشركة سندات مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو بعض الأوراق المالية أو غيرها من الأصول.

### ج- السندات الحكومية

قد تصدر الحكومة سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها أكثر من سنة إلى ثلاثين سنة تصدر هذا النوع لتمويل مشاريع ذات منفعة اجتماعية أو لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية.

<sup>1</sup>- حسين بني هاني، (الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة-)، دار الكندي، عمان، الأردن ، 2002، ص: 154.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص ص: 156-161.

#### د - السندات ذات قيمة صفرية

وهي سندات لا يحصل صاحبها على فوائد دورية وإنما يحصل على تلك الفوائد في شكل علاوة تعويض عند تاريخ الاستحقاق.

#### الفرع ثالث: الفرق بين الأسهم والسندات

الجدول رقم (01): الفروقات بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
- دين على الشركة.	- جزء من رأسمال الشركة.
- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند.	- حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله.
- ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب متاجرة الشركة وقد يكون هناك خسارة.
- حامل السند ليس له الحق في الإدارة.	- حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.	- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو تصفية الشركة.
- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية.	- عند الخسارة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.

المصدر: محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص: 14.

## المبحث الثاني: إدارة وتنظيم سوق الأوراق المالية

تكون سوق الأوراق المالية منظمة، وتدار من خلال عدة تقسيمات تنظيمية من اجل السير الحسن لهذه السوق، كما يوجد أيضا طرق للتعامل فيما بينها من خلال عدة عمليات مختلفة تكون بين مختلف المتعاملين فيها، كما يجب أيضا الإفصاح الصحيح والسليم للمعلومات المختلفة من اجل اتخاذ القرار السليم.

### المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

توجد في سوق الأوراق المالية أطراف وهي تلك العناصر أو الوحدات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وذلك لمواجهة الوحدات المقرضة.

يتكون سوق الأوراق المالية من ثلاثة متعاملين هم :

#### الفرع الأول: فئة المقرضين (المستثمرين)

وهم أصحاب الفوائض النقدية الذين تزيد مداخلكم عن نفقاتهم، مما يجعل منهم مصدر مهم من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية، ويمكن تقسيم أصحاب هذه الفوائض إلى ما يلي:<sup>1</sup>

**أولا- العائلات**

يمثلون صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من اكبر المتعاملين في سوق الأوراق المالية، لأنهم يملكون سيولة كبيرة.

#### ثانيا- المستثمرون التأسيسيون

وهم الهيئات المالية الملزمة انطلاقا من قوانينها بجمع الموارد الادخارية وتوظيف جزء هام منها في شكل قيم منقولة، ويعتبرون من اكبر عارضي السيولة في هذه السوق، ولهم أيضا دور مهم وكبير في تحسين سيرها وأدائها، كما يمكن لهؤلاء المستثمرون التدخل في السوق بصفة مباشرة كتجار للأوراق المالية أو يشترون الأوراق لحسابهم أو عن طريق غير مباشر مثل الوسطاء، ويمكن تقسيمهم إلى ثلاثة فئات هم:

#### - هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية؛

<sup>1</sup>- حفيظ عبد الحميد ، (أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تيسة، الجزائر، 2003-2004، ص ص: 51-53.

- هيئات التقاعد؛

- شركات التأمين؛

- المتعاملون الآخرون.

### الفرع الثاني: فئة المصدرين (المقترضين)

وتتضمن الأفراد أو المؤسسات التي هي في حاجة إلى الأموال، أي أصحاب العجز المالي و من اجل حصولها على الأموال لسد عجزها تقوم هذه الفئة بإصدار مجموعة من الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية ويمكن تقسيم هذه الإصدارات إلى:<sup>1</sup>

#### أولاً- إصدارات خاصة وإصدارات حكومية

تكون إصدارات خاصة، إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن الشركات أو المؤسسات الخاصة أما إذا صادرة عن حكومة فتعتبر إصدارات حكومية.

#### ثانياً- إصدارات أولية وإصدارات موسمية

يقصد بالإصدارات الأولية تلك التي تصدر عن التأسيس، أما الإصدارات التي تليها بغرض زيادة رأس المال أو التوسيع فتسمى بالإصدارات الموسمية.

#### ثالثاً- إصدارات مسجلة وإصدارات لحاملها

الإصدارات المسجلة هي تلك الإصدارات التي تحمل اسم صاحبها ولا يستطيع استخدامها شخص آخر، أما الإصدارات لحاملها فهي لا تحمل اسم شخص معين ويستطيع أي شخص يحملها أن يستعملها.

#### رابعاً- الإصدارات المحلية والإصدارات الأجنبية

إذا تم الإصدار في حدود الدولة يعتبر إصدار محلي أما إذا كان خارج حدود الدولة فيعتبر إصدار أجنبي.

<sup>1</sup>- عواطف عياد، مرجع سابق، ص ص: 8-9.

### الفرع الثالث: فئة الوسطاء

هي فئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين وفئة المصدرين للأوراق المالية، ويكون إما شخص معنوي أو طبيعي، وتضم فئة الوسطاء ثلاث مجموعات هي:<sup>1</sup>

#### أولاً- السماسرة

هم أشخاص توفر فيهم شروط معينة، ويقومون بتنفيذ الأوامر من العملاء، ويمكن أن يكون سمسار بعمولة أو موكل من طرف الوكيل.

#### ثانياً- المندوب الرئيسي

وهو مستخدم يعمل عند السمسار بأجر، وهو مكلف بمعاونته في تنفيذ أوامر البيع والشراء في هذا السوق.

#### ثالثاً- الوسيط

هو عبارة عن أداة اتصال بين العميل والسمسار، فهو يقوم بتلقي الأوامر من العميل وبلغها للسمسار الذي يعمل لديه أو يتبعه، وحصته لا تتجاوز نصف مبلغ العمولة.

### المطلب الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية

تقوم عملية الإدارة في سوق الأوراق المالية من خلال عدة تقسيمات إدارية وتنظيمية، ولكل هيئة اختصاصات وسلطات معينة.

يمكن إبراز أهم تقسيمات إدارة سوق الأوراق المالية:<sup>2</sup>

#### - لجنة أو مجلس إدارة البورصة

تتكون هذه اللجنة من عدد من السماسرة المنتخبين، تتكون هذه اللجنة من رئيس ونائب وأمين صندوق وله لجان فرعية، مهمتها هي ضمان حسن سير العمل وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء و السماسرة، وكذلك تحديد الحد الأدنى و الأعلى للأسعار.

<sup>1</sup> - عواطف عياد، المرجع نفسه، ص: 09.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص، ص: 59-60.

### - الجمعية العامة

تتكون هذه الجمعية العامة من أعضاء في البورصة العاملين فيها، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

### - اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية

تختلف هذه اللجنة من بورصة إلى أخرى، وتختص هذه اللجنة باتخاذ كافة الإجراءات المتعلقة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات.

### - هيئة التحكيم

تختص هذه الهيئة بالفصل في جميع المنازعات التي تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم والقرارات المعن عنها، ويكون الأطراف المتنازعون ملزمون بتنفيذها.

### - مجلس التأديب

يرأسه رئيس لجنة البورصة أو نائبه، يختص هذا المجلس التأديبي بالفصل في كافة المخالفات، ويتم الحكم فيها وفقا للقوانين، والأنظمة المتبعة في السوق.

### - مندوب الحكومة

هو مراقب يقوم بمراقبة مختلف القوانين واللوائح المعمول بها في السوق، ويقوم أيضا مندوب الحكومة بحضور كافة اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

### المطلب الثالث: طرق التعامل في سوق الأوراق المالية

يحكم سوق الأوراق المالية مجموعة من القواعد والإجراءات، والتي بدورها تحكم تصرفات مختلف المتعاملين، ولضمان سهولة وتيسير الاتصال بين مختلف هؤلاء المتعاملين، يجب أن تكون هناك دقة وصياغة سهلة ومفهومة لهذه الطرق.

يمكن إبراز أهم طرق التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال هذه العمليات:<sup>1</sup>

### -العمليات العاجلة

<sup>1</sup> - السيد متولي عبدا لقادر، (الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير)، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص: 177-178.

وهي صفات تنفذ في نفس اليوم الذي تم فيه العقد ويعتبر زمن تنفيذها قصير جدا، ويكون الدفع والاستلام فوري أو آني.

من أهم المعلومات الواجب توفرها في العمليات العاجلة ما يلي:

- نوع الصفقة؛

- نوع الورقة المالية المرغوب فيها؛

- كمية الأوراق؛

- تحديد السعر.

- العمليات الآجلة

وهي كل الصفقات التي يوجد وقت زمني بين يوم إبرامها وتاريخ تنفيذها، ولا يكون الدفع والاستلام في نفس اليوم الذي تم فيه إبرام الصفقة، بل يكون في وقت لاحق من هذا اليوم.

تتخذ العمليات الآجلة شكلين هما:

- العمليات الآجلة القطعية؛

- العمليات الآجلة الشرطية.

وفيما يلي تفصيلا لذلك:

- العمليات الآجلة القطعية

هي كل الصفقات التي يلتزم فيها طرف الصفقة سواء كان بائع أو مشتري بضرورة تنفيذ العقد حين حلول أجل الاستحقاق، ولا يمكن الرجوع في أي حال من الأحوال عن تنفيذ العقد.

- العمليات الآجلة الشرطية

هي تلك الصفقات التي يمكن لأحد الأطراف في العقد العدول عن تنفيذ الصفقة في أجل التنفيذ مقابل شرط معين، وذلك بأداء التزامات معينة.

يمكن أن يتخذ هذا الشرط عدة أنواع منها:

- شرط التعويض؛

- شرط الزيادة؛

- شرط الانتقاء.

## المطلب الرابع: طرق ومتطلبات الإفصاح في سوق الأوراق المالية

يتيح الإفصاح المالي لمستخدمي المعلومات الفهم الصحيح واتخاذ القرار السليم، وهذا يعتمد على طبيعة المعلومات وأهميتها ومدى مصداقيتها.

وفيما يلي طرق الإفصاح:<sup>1</sup>

### - الإفصاح من خلال القوائم المالية

وذلك بالإفصاح عن مختلف المعلومات الموجودة في القوائم المالية وترتب هذه القوائم كما يلي:

- قائمة المركز المالي؛

- قائمة الدخل؛

- قائمة التدفقات النقدية؛

- قائمة تغيير الأموال الخاصة.

### - استخدام المصطلحات الواضحة والمتعارف عليها

أي انه يجب استخدام جميع المصطلحات التي تعبر عن المعنى الواضح والدقيق والمعروف عند مستخدم المعلومة ويجب أيضا توحيد المصطلحات في كل التقارير.

### - المعلومات بين الأقواس

تتم هذه الخطوة في حالة تعذر فهم بعض العناوين ويتم ذلك عن طريق شرحها دون إطالة بين أقواس أو يتم كتابة ملاحظات بين قوسين.

### - الملاحظات أو الهوامش

تعتبر وسيلة هامة من وسائل الإفصاح ويمكن أن تشمل ما يلي:

- شرح السياسات والمبادئ المحاسبية المستخدمة في إعداد القوائم المالية والتغيرات التي طرأت عليها؛

- الإفصاح عن الحقوق والالتزامات المختلفة.

### - التقارير والجداول الملحقة

تستخدم لإظهار بعض المعلومات الإضافية والتفاصيل التي يصعب إظهارها في القوائم المالية.

### - تقرير مجلس الإدارة

<sup>1</sup> - عواطف عياد، مرجع سابق، ص ص: 46-48.

يشمل هذا التقرير الأحداث الغير مالية والتغيرات التي حدثت خلال السنة والتي تأثر على المؤسسة، وأيضا كل التوقعات المستقبلية للشركة وخطط للتوسع والنمو.

#### - تقرير المرجع الخارجي

يعتبر وسيلة إفصاح ثانوية وليست رئيسية حيث من خلاله يمكن تأكيد إفصاح أو عدم إفصاح عن معلومات معينة، مثل عدم إتباع المؤسسة للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، أو إفصاح عن معلومات لم يتم الإفصاح عنها بالوسائل الأخرى للإفصاح.

## المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

لجعل سوق الأوراق المالية يتسم بالكفاءة يجب توفر عدة شروط ومتطلبات في هذه السوق كما تتفرع بدورها إلى عدة أنواع ومستويات، يمكن قياسها من خلال عدة مؤشرات خاصة بها.

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

سيتم التطرق إلى السوق الكفأة من خلال تعريفها وأنواعها.

### الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

لها عدة تعاريف:<sup>1</sup>

يمكن تعريف السوق المالية الكفأة على أنها "تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة عنها، مما يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية". كما تعرف أيضا بأنها "استجابة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، ويكون شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا وهبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء سواء كانت جيدة أم سيئة". من خلال جملة التعاريف السابقة يمكن تقديم مفهوم للسوق المالية الكفأة كالتالي: هو تلك السوق التي تكون فيه التوقعات مساوية للنتيجة سواء كانت سلبية أو ايجابية.

<sup>1</sup> -رسمية أحمد أبو موسى، (الأسواق المالية والنقدية)، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص: 35.

## الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

تتمثل هذه الأنواع فيما يلي:<sup>1</sup>

### - الكفاءة الكاملة

تتحقق الكفاءة الكاملة عندما تكون جميع المعلومات عن السوق متاحة، دون تكاليف بالإضافة إلى عدم وجود قيود عند التعامل في السوق.

### - الكفاءة الاقتصادية

هنا يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو أثارها على أسعار الأسهم، أي أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية.

### المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها

تتخذ مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية مستويات مختلفة، سيتم التطرق إليها في هذا المطلب بالإضافة إلى المؤشرات التي تقاس بها هذه الكفاءة.

### الفرع الأول: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاثة أشكال لكفاءة سوق الأوراق المالية وهي كما يلي:<sup>2</sup>

### - مستوى الكفاءة الضعيف (الصيغة الضعيفة)

تعرف صيغة المستوى الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، وهي ترفض كليا الأداء الفني، أي أن أسعار الأسهم والسندات تفترض أن تعكس معلومات من التسلسل التاريخي للأسعار، أي معلومات تاريخية، فهي لا تحتوي على معلومات مفيدة خاصة بالتوقع والأسعار المستقبلية، وعليه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليس ذات أهمية وجدوى في التنبؤ بالسعر مستقبلا، طالما أن أسعار الأصول متاحة وفي ضوء ذلك يكون التحركات في أسعار الأسهم والعوائد مستقبلا مستقلة تماما عن المتغيرات السابقة.

<sup>1</sup> - زينة عزاز، (أثر السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، ، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية جامعة تبسة، الجزائر، 2012/2011، ص ص: 11-12.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، (أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001، ص ص: 291-292.

### - مستوى الكفاءة الشبه القوي (الصيغة شبه القوية)

نعني بها أن تكون أسعار الأسهم والسندات والأصول الأخرى تعكس كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، بما في ذلك الحركة التاريخية أي أنها لا تعكس تلك التغيرات السابقة فقط بل تعكس أيضا المعلومات والتنبؤات الخاصة بهذه المعلومات، فإذا ما استطاع أي مستثمر الحصول على هذه المعلومات من خلال مصادر فإنه من المتوقع أن تكون هذه المعلومات قد انعكست على أسعار تلك الأصول.

### - مستوى الكفاءة القوية (الصيغة القوية)

من خلال هذه الصيغة يكون السهم الحالي متأثر بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وكذلك المعلومات التي تمثلها القنوات ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومات مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم، كبار العاملين والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار إضافة للمتخصصين في تحليل الأوراق المالية، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى لو استعان بخبرات محلي ومستشاري الاستثمار في السوق، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية هي تغيرات عشوائية مستقلة وإن كان هناك من يملك معلومات خاصة فإن أسعار السوق لن تتعكس بالكامل على جميع المعلومات بعبارة أخرى فإنه لا يتوفر الفرص لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية، وهذا ما يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير عادية ستكون في هذه الحالة صفرا، لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها الحقيقية، وبالتالي تقتضي الحاجة عندها لوجود محللين ماليين.

### الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

تعرف مؤشرات قياس الكفاءة بأنها: أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة وفي ما يلي أبرز المؤشرات التي يتم من خلالها قياس كفاءة سوق الأوراق المالية.

## أولاً: المؤشر العام لأسعار السهم

يكتسب المؤشر العام لأسعار السهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق، مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يساهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقرارا.<sup>1</sup>

## ثانياً: حجم السوق

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة وغالبا ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:<sup>2</sup>

### أ - مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)

يقصد بها مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق.

### ب - مؤشر عدد الشركات

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأسواق المالية التي يتم التداول في أوراقها المالية في السوق المنظمة ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني لما له من أهمية في التطور السريع، وهذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا.

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، (السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية)، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، 2005، ص:30.

<sup>2</sup> - زينة عزاز، مرجع سابق، ص: 19.

### ثالثاً: سيولة السوق

نعني بها القدرة على شراء الأوراق المالية، وبيعها في السوق الثانوية بسهولة، وهناك مؤشران

لقياس السيولة هما:<sup>1</sup>

#### أ- مؤشر حجم التداول

يقصد بحجم التداول قيمة ما تم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، إذ يعكس حجم تداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة من خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التوازن من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة.

#### ب- مؤشر معدل التوازن

يقاس هذا المؤشر النسبة المئوية لأسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال العام أو خلال أي مدة زمنية كالاتي:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة - حجم التداول}}{\text{رسملة السوق - القيمة السوقية}}$$

#### رابعاً: درجة التركيز

يقصد بها ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال للسوق وإجمالي قيمة التداول.

### المطلب الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

نقصد بالمتطلبات كيفية تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة وتوجيهها توجها سليماً للاستخدامات ينتج عنها منفعة عامة، ولكي تتحقق كفاءة سوق رأس المال لا بد من توفر مجموعة من المتطلبات.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص: 20.

## الفرع الأول: المتطلبات الفنية لكفاءة سوق رأس المال

يمكن إدراجها في:

### - المنافسة الكاملة في السوق

أي أن يكون هناك عدد كبير من المتعاملين في السوق وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون يتلقون السعر بدلا من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق؛

### - الأمن

لابد للسوق الكفاءة من توفير الأمن أي تتوفر الحماية ضد المخاطر سواء كانت تجارية أو غير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، وبالتالي يجب على إدارة السوق المالي متابعة صفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ويكون لديها الإجراءات الرادعة لها، مع وجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر؛

### - العقلانية

وهو أن يكون هدف المتعاملين تحقيق الأرباح من خلال معالجة المعلومات واختيار بديل استثماري أفضل حيث يتم الاستعانة بالخبراء والمحللين ومكاتب استشارية في هذا المجال؛

### - دقة وسرعة وصول المعلومات

على السوق المالي تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات التي أبرمت من حيث الحجم والسعر وأن يزوده بالظروف السائدة في السوق بالنسبة لأسعار الأوراق المالية المتداولة، والتي تعكس حقيقة مستوى الطلب والعرض لكل الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### - كفاءة تشغيل وكفاءة التسعير

يجب أن يكون هناك آليات لضبط أي خلل في التسعير من خلال ضبط تكاليف معاملات إبرام أي صفقة في حدها الأدنى من جهة ومن جهة أخرى لا يكون سعر الورقة المالية يعتمد على معلومات حقيقية وليس إشاعات، أي استجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة التي تصل لها ويعني ذلك أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة؛

<sup>1</sup> - محمد يوسف النالوجي، (اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف)، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، مذكرة غير منشورة، غزة، فلسطين، 2007، ص ص: 31-32.

## - السيولة

يقصد بالسيولة أن يستطيع البائع والمشتري للأوراق المالية إبرام صفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت فيه آخر الصفقة على نفس الورقة، وهذا يعني أن السيولة تتطلب سهولة التسويق واستقرار الأسعار، وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى؛

## - عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو من ناحية توفير المعلومات، حيث انه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية وتعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما انه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل مع تلك الورقة لفترة قصيرة من اجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين في استغلالها.<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: المتطلبات التنظيمية لكفاءة سوق رأس المال

يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>2</sup>

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعملية التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة؛
- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول؛
- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية والمراقبة الاستمرارية أو إيقاف هذا الإدراج؛
- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقتين متبعيتين في العادة هما المزايمة أو المفاوضة؛

<sup>1</sup> - عماد الدين محمد الميرين، ( سوق فلسطين للأوراق المالية - واقعها وآفاقها-)، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مذكرة غير منشورة، القاهرة، مصر ، 2002، ص: 33.

<sup>2</sup> - أمجد إبراهيم البراجنة، (اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة ، تخصص تمويل، غزة، فلسطين، 2009، ص: 53.

- الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم؛
- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق؛
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشطة في الأسهم؛
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أي فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة؛
- سرعة إتمام عمليات تبادل الأسهم، وتسجيلها وتقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكيد على عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأهداف السريعة.

## خاتمة الفصل

تم التطرق في هذا الفصل إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، واشتمل على ثلاثة مباحث رئيسية في المبحث الأول تم تقديم عموميات حول سوق الأوراق المالية من خلال مفهومها، أنواعها، ووظائفها بالإضافة إلى الأدوات المستعملة فيها، أما المبحث الثاني فقد تناول إدارة وتنظيم سوق الأوراق المالية من خلال إبراز المتعاملين في هذا السوق وتوضيح أهم تقسيمات إدارة سوق الأوراق المالية وطرق التعامل فيها، وتم التركيز في المبحث الثالث على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مفهومها، أنواعها، مستوياتها، مؤشرات قياسها وكذلك متطلبات كفاءة هذا السوق.

من خلال هذا الفصل تتبين الأهمية التي تحظى بها سوق الأوراق المالية باعتبارها الوعاء المالي الذي يوجه المستثمر فائضه للاستثمار فيه من خلال وسطاء أو سمسرة بين أصحاب العجز والفائض أو بين البائع والمشتري، ومن أجل تحقيق أرباح كل منهما لا بد من وجود مستوى كبير من الكفاءة في هذا السوق.

## الفصل الثاني:

مدخل للأداء المالي والقيمة السوقية

## مقدمة الفصل

يحتل الأداء المالي مكانة خاصة ومهمة في المؤسسات، حيث تسعى دوماً إلى تحسين مستوياته من خلال القيام بعملية القياس والتقييم المستمرة وذلك لضمان بقائها واستمرارها في بيئة تسودها المنافسة، مما يفرض على المؤسسة تحسين مستوى الأداء المالي فيها، وتتم عملية التقييم من خلال الاعتماد على عدة مؤشرات التي تعود بالفائدة على المؤسسة وذلك بخلق قيمة لهذه المؤسسة، وهنا سيتم التعرف على القيمة السوقية بالتحديد وأهم مؤشرات الأداء المالي التي يتم من خلالها قياس هذه القيمة أو زيادتها، فهناك مؤشرات تقليدية وحديثة، وظهرت هذه الأخيرة بديلة للقديمة، وذلك من أجل تغطية العيوب أو الفجوات التي تحدثها المؤشرات التقليدية.

بناءً على ما سبق ومن خلال هذا الفصل سيتم التعرف أكثر على الأداء المالي، القيمة السوقية، مؤشرات الأداء المالي وذلك من خلال المباحث التالية:

- ماهية الأداء المالي؛
- القيمة السوقية للمؤسسة؛
- المؤشرات التقليدية والحديثة لقياس الأداء المالي.

## المبحث الأول: ماهية الأداء المالي

تعتبر الشركة مسؤولة عن تحسين وتعظيم الأداء المالي وتقييم مستويات أدائه وفعالته وحتى تتمكن من الحفاظ على سير أعمالها، ومواجهة التزاماتها المختلفة من ديون، فوائد وعوائد على الأسهم والضرائب.

### المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

قبل التطرق إلى الأداء المالي يجب أولاً الإشارة إلى الأداء باعتباره الدافع الأساسي لوجود أي مؤسسة من عدمها ويساهم بدرجة كبيرة في بقائها واستمرارها.

### الفرع الأول: تعريف الأداء

الأداء هو محصلة قدرة المؤسسة في استغلال مواردها وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف المنشودة، فالأداء هو انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها.<sup>1</sup>

كما أن الأداء هو الاختيار المطلق للإدارة، حيث يرتبط مع أهداف الشركة ويعبر عن درجة إنجازها ويمكن تحديد مفهومها من خلال مصطلحين آخرين هما:

- **الفعالية:** تعتبر أداة من أدوات مراقبة الأداء في المؤسسة وتعرف على أنها "قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الإستراتيجية من نمو للمبيعات وتعظيم حصتها في السوق مقارنة بالمنافسة"؛
- **الكفاءة:** يمكن التعبير عن الكفاءة بأنها النسبة بين الأهداف المسطرة والوسائل المستخدمة لبلوغ هذه الأهداف وهي أيضاً تعبر عن قدرة المؤسسة، أي العلاقة بين المدخلات والمخرجات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور، (أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 38.

<sup>2</sup> - إبراهيم محمد المحاسنة، (إدارة وتقييم الأداء الوظيفي بين النظرية والتطبيق)، دار جرير للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص: 109.

## الفرع الثاني: تعريف الأداء المالي

يشير الأداء المالي إلى العوائد التي تتحصل عليها الشركة جراء استعمالها للموارد التي تتحكم فيها، وهو يتعامل مع القضايا المتعلقة بالهيكل المالي للشركة.<sup>1</sup>

يعرف على أنه تعبير على نشاطات إدارة الأعمال باستخدام مقاييس مالية معينة، وأنه الأداة الداعمة لجميع أنشطة المؤسسة.<sup>2</sup>

كما يعرف على أنه: المقاييس التي تصور المداخل الاقتصادية الناتجة عن تفاعل بين كل أنشطة خلق القيمة وبيئة المؤسسة.<sup>3</sup>

من خلال ما سبق يمكننا القول بأنه: "أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها اتجاه الشركات الناجحة، فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها".

ولتحديد ما إن كان أداء الشركة جيد أم لا، يلجأ المهتمون بذلك إلى مؤشرات مالية تعكس الأداء المالي للشركة، وتحدد المؤشرات التي أثرت عليه، لتقليل السلبي منها وتقوية الايجابي منها، ويستعمل المحللون الماليون مجموعة من المقاييس في شكل نسب ومعادلات، تعطي متخذ القرار معلومات للحكم على حسن أو سوء سير الشركة ومدى تحقيقها لأهدافها، وهناك عدة مقاييس للأداء المالي تصنف إلى صنفين هما: مقاييس محاسبية ومقاييس السوق، وهناك من يضيف صنف ثالث وهو المقاييس الاقتصادية، وتؤدي المقاييس ثلاث وظائف أساسية هي:<sup>4</sup>

### أولاً: المقاييس المالية للأداء كأدوات للإدارة المالية

هنا يتم التركيز على التخصص الوظيفي للمالية والإدارة المالية، وهذا متعلق بالادخار والاستعمال الكفاء للموارد المالية لدعم الأهداف الأوسع للشركة، والإدارة العملية الفعالة والكفاءة للوظيفة المالية؛

### ثانياً: الأداء المالي كهدف أساسي للشركة

<sup>1</sup> - عثمان عثمانية، (الحكمة وأثرها على الأداء المالي للشركة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، إستراتيجية مالية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2010-2011، ص: 105.

<sup>2</sup> - مروى جوال، (أثر المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، تبسة، الجزائر، 2014-2015، ص: 69.

<sup>3</sup> - مروى جوال، مرجع سابق، ص: 69.

<sup>4</sup> - عثمان عثمانية، مرجع سابق، ص: 106-107.

تستعمل بعض المقاييس المالية كالربح، العائد على الاستثمار والقيمة الاقتصادية المضافة لإتمام هدف تنظيمي هام.

### ثالثاً: المقاييس المالية للأداء كآلية للتحفيز والتحكم داخل الشركة

تكون هنا المعلومات المالية نافذة داخل الشركة، يتم من خلالها إدارة عمليات معينة داخل الشركة عبر تشفير مدخلاتها ومخرجاتها على أساس مالي.

### الفرع الثالث: أهمية الأداء المالي

تتمثل أهمية الأداء المالي فيما يلي:<sup>1</sup>

- تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام بأنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات مما لهم مصالح مالية في الشركة، لتحديد جوانب القوة والضعف في الشركة والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين؛

- تتبع أهمية الأداء المالي أيضاً وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعالية توجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقاً للأهداف العامة للشركة والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة؛

- وبشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على الجوانب التالية:

- تقييم ربحية الشركة؛
- تقييم سيولة الشركة؛
- تقييم تطور نشاط الشركة؛
- تقييم مديونية الشركة؛
- تقييم تطور توزيعات الشركة؛
- تقييم تطور حجم الشركة.

<sup>1</sup> - محمد محمود الخطيب، (الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 46-48.

## المطلب الثاني: مجالات الأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه

يترجم الأداء المالي من خلال جملة من المجالات التي تساعد في تحقيق الأهداف من طرق الإدارة، كما يؤثر فيه عوامل مختلفة حسب طبيعة كل مؤسسة.

### الفرع الأول: مجالات الأداء المالي

تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

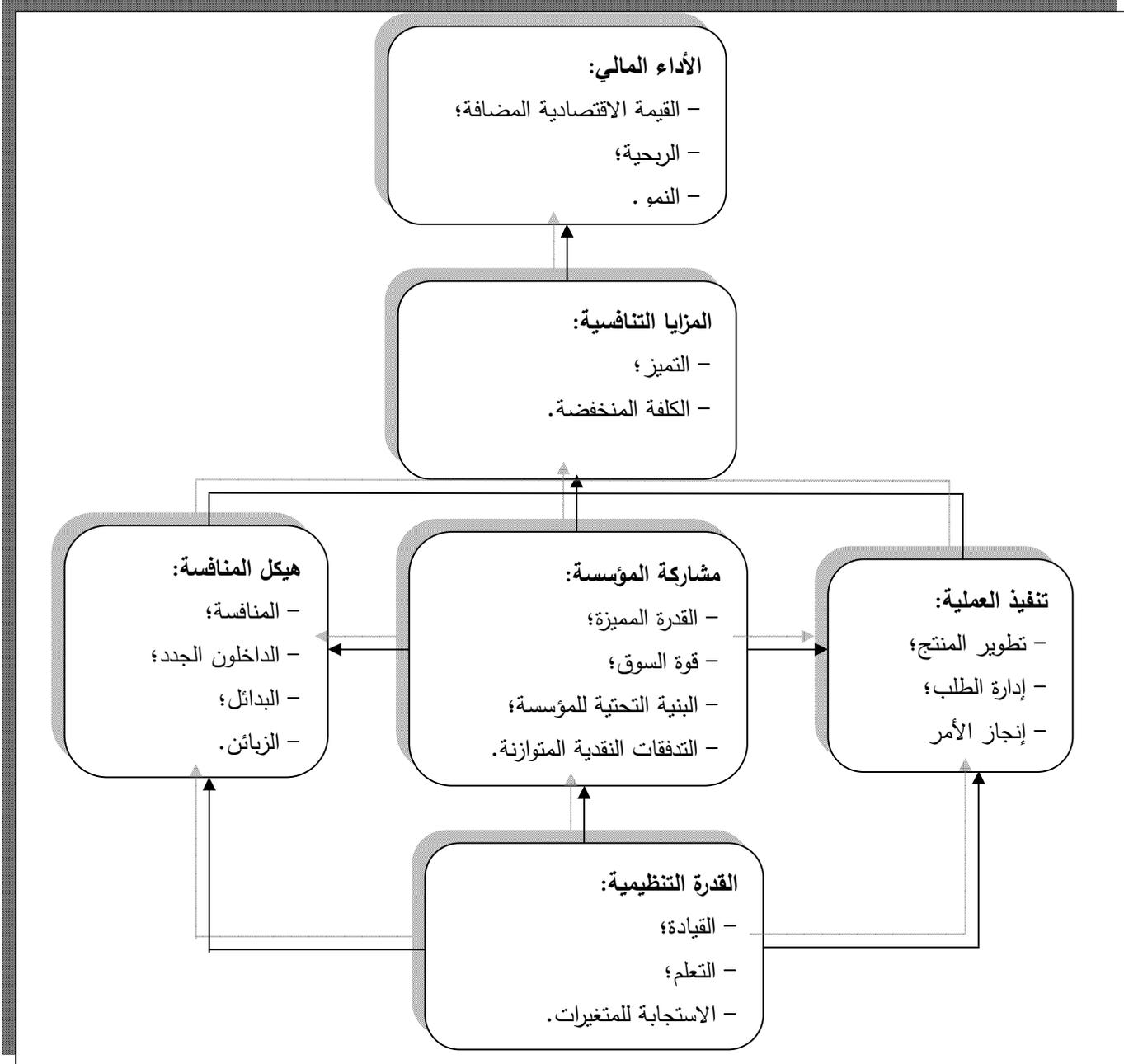
- **الربحية:** ونقاس من خلال جملة من المؤشرات التي تقيس فاعلية الإدارة في توليد الأرباح؛
- **المركز السوقي:** تمثل في الحصة السوقية التي تشير إلى نسبة حجم الأعمال المتوفرة لكل سلعة وخدمة؛
- **الإنتاجية:** تعني العلاقة بين مخرجات المؤسسة من سلع وخدمات وبين مدخلاتها وتعد الإنتاجية مقياساً لمدى الاستخدام الأمثل لعناصر الإنتاج؛
- **قياس المنتجات:** تتمثل في قيام المؤسسة بتقييم التكاليف والجودة والمركز السوقي لكل من المنتجات الحالية والمخطط لها؛
- **تنمية الأفراد واتجاهات العاملين:** يتم القياس عن طريق تجميع تقارير متنوعة لتقييم الأسلوب الذي تتبعه المؤسسة في سد الاحتياجات الحالية والمستقبلية للعمال؛
- **المسؤولية الاجتماعية:** تهتم المؤسسة بوضع مقاييس تلائم بيئتها ومجتمعها ودراسة تكاليف وعوائد التزامها الاجتماعي؛
- **الموازنة بين الأهداف القصيرة وطويلة المدى:** تقوم المؤسسة بإجراء دراسة معمقة بشأن التداخل بين مجالات الأداء الرئيسية للتأكد من الأهداف التي لم يتم تحقيقها على حساب الأرباح والاستقرار الاقتصادي في المستقبل.

<sup>1</sup> - مروى جوال، مرجع سابق، ص: 72.

## الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في الأداء المالي

يؤثر في الأداء المالي عدة عوامل منها داخلية وخارجية، تتمثل العوامل الخارجية في الأوضاع الاقتصادية العالمية والمحلية التي تؤثر في جميع المؤسسات، أما العوامل الداخلية من بينها المزايا التنافسية.

شكل رقم (02): العوامل المؤثرة في الأداء المالي



المصدر: ناظم حسن عبد السيد، (محاسبة الجودة، مدخل تحليلي)، دار الثقافة، عمان، الأردن، 2009، ص 137.

من خلال الشكل أعلاه، تستخدم المؤسسة عدة عوامل لبناء مركز مالي ناجح وهذا يتحقق من خلال المزايا التنافسية المتمثلة في التميز والتكلفة المنخفضة والتي تنتج عن هيكل المنافسة الذي يشير إلى البيئة التنافسية للمؤسسة، كيفية تنفيذ العمليات، مشاركة المؤسسة التي تشير إلى تفاعلها مع هيكل المنافسة وتنفيذ العملية والقدرة التنظيمية.

### المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي

يوفر تقييم الأداء المالي معلومات وبيانات تستخدم لقياس مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها، ويعرف على أنه: "تقدير حكم ذو قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة لإدارة المؤسسة وعلى طريقة الاستجابة لإشباع رغبات أطرافها المختلفة أي انه قياس للكفاءة والفعالية".<sup>1</sup>

ويعرف تقييم الأداء المالي في المؤسسة على أنه " تقييم حكم على إدارة الموارد المالية و المادية المتاحة في المؤسسة وذلك لخدمة رغبات أطراف مختلفة، أي يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة قياس للنتائج المحققة أو المنتظرة."<sup>2</sup>

وهناك اتجاهان لتقييم الأداء المالي، الاتجاه التقليدي الذي يعود إلى بداية القرن العشرين نتيجة ظهور طبقات المديرين المحترفين وانفصال الملكية عن الإدارة والاتجاه الحديث، وفيما يلي تفصيلا عن ذلك:<sup>3</sup>

- **الاتجاه التقليدي لتقييم الأداء (النموذج المحاسبي):** يعتمد هذا النموذج على قياس أداء المؤسسة باستخدام تحليل النسب المالية بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة ومقارنتها مع الفترات السابقة أو مع المتنافسين، حيث يركز النموذج على العلاقة بين سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح، حيث أن أسعار الأسهم تتحدد عن طريق الأرباح المحققة ويعتمد على عدة نسب كالربحية، الكفاءة والسيولة، وبالرغم من مزايا هذا النموذج المتمثلة في التوافق مع المبادئ المحاسبية وسهولة الاستخدام إلا أنه من الصعب الاعتماد عليه في حالة تقييم أداء المؤسسة من وجهة نظر تعظيم ثروة الملاك لوجود اختلافات بين الأرقام المحاسبية التي تعكسها النسب المالية وبين القيمة السوقية وهذه الاختلافات هي:

- تمثل الأرقام المحاسبية نظرة تاريخية، فيما تمثل القيمة السوقية نظرة مستقبلية؛

<sup>1</sup> - مروى جوال، مرجع سابق، ص: 72.

<sup>2</sup> - فاطمة راقد، الخنساء دلول، (تقييم الأداء المالي للمؤسسة الخدمية)، مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية و نقد، جامعة تبسة، الجزائر ، 2015-2016، ص: 29.

<sup>3</sup> - مروى جوال، مرجع سابق، ص ص: 72-73.

- القيم المحاسبية لا تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، فهي مبنية على أساس الاستحقاق وليس وعلى الأساس النقدي على عكس القيمة السوقية.
- **الاتجاه الحديث لتقييم الأداء (النموذج الاقتصادي):** ظهرت الحاجة إلى استخدام مقاييس أداء جيدة لتقدم معلومات مباشرة حول كيفية قيام المؤسسة بالمساهمة في تعظيم ثروة المالكين وتوليد القيمة، حيث يبنى هذا النموذج على فرضية أساسية للنظرية المالية مفادها أن المستثمر الرشيد يقوم بتقييم سعر المؤسسة التي يريد الاستثمار فيها بناء على قيمة التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن أن يحصل عليها من هذا السهم، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بالقيمة الاقتصادية المضافة كأداة مباشرة تركز على الجانب الاقتصادي والنظر إلى الأمام، وهي تعتبر مقياساً شمولياً للربحية وإدارة المخاطر معاً، تهدف إلى إحداث تأثير إيجابي على سعر السهم في السوق، ومنه تحقيق هدف تعظيم الثروة وتوليد القيمة، لذلك فإن أهمية هذا المدخل تكمن في أنه يركز على القيمة طويلة الأجل بدلاً من الأرباح المحاسبية قصيرة الأجل، مما يجعل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس تقييم الأداء تقوم على المخاطرة.

## المبحث الثاني: القيمة السوقية للمؤسسة

تعتبر القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم التحديات التي تواجهها المؤسسة، نظرا لكثرة العوامل والمحددات التي من شأنها أن تؤثر عليها، حيث تعد القيمة من المفاهيم الصعبة وغير الواضحة لكون كل تخصص يحدد مفهومها من الزاوية التي ينظر إليها، حيث يستعمل بصفة عامة أو بصفة دقيقة.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول القيمة

تختلف مفهوم قيمة المؤسسة حسب اختلاف المجالات كعلوم التسيير، الإدارة، الإستراتيجية، مالية المؤسسة والمحاسبة، كما تختلف تبعا لطبيعة وأهداف الدراسة، ويهدف هذا المطلب إلى تحديد المفاهيم الأساسية للقيمة.

### الفرع الأول: القيمة في الفكر الاقتصادي

تعتبر نظرية القيمة من أكثر الموضوعات المثيرة للجدل في الفكر الاقتصادي حيث اهتمت هذه النظرية بالبحث عن القوى التي تحكم قيمة السلعة، وقيمة عناصر الإنتاج المختلفة، ولقد ظهر مفهومين أساسيين حول القيمة في الفكر وهما:<sup>1</sup>

#### أولا: قيمة الاستعمال

وتتوقف قيمة السلعة حسب هذا المفهوم على المنفعة التي تعود على المستهلك من استهلاكه لها، وبذلك فهو يقيس مقدار الإشباع المحقق للمستهلك من وراء استعماله المباشر لهذه السلعة، وبما أن قيمة هذه الأخيرة تختلف باختلاف حاجات المستهلكين فإن مفهوم قيمة الاستعمال يخضع في تحديد قيمة السلعة لمعيار شخصي أي ذاتي.

#### ثانيا: قيمة المبادلة

وفقا لهذا المفهوم تتحدد قيمة السلعة بمدى قدرتها على المبادلة مع سلعة أخرى لتلبية حاجات المستهلكين، وبذلك فهو يعبر عن قيمة سلعة بالنسبة لسلعة أخرى، ويتميز هذا المفهوم بالموضوعية نظرا لكونه يرتبط بالمجتمع ككل.

<sup>1</sup> - زينب حسين عوض الله و آخرون، (أصول الاقتصاد السياسي)، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، مصر، 2000، ص ص: 135-136.

### الفرع الثاني: القيمة في الفكر المحاسبي

يمكن تصنيف ما جاء به الفكر المحاسبي في مجال القياس للقيم إلى مدخلين أساسيين يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة منها مدخل مقارنة التكلفة الذي اعتمد أساسا على مبدأ التكلفة التاريخية الذي أهمل تقلبات القيمة الاقتصادية لوحدة النقد، مما أدى إلى بروز مدخل القيمة في القياس المحاسبي والذي ركز على مبدأ والذي يعرف بمبدأ القيمة العادلة والتي تعبر عن القيمة التي تتيح للمؤسسة الحصول على الأصل حيث تمثل إحدى القيمتين، قيمة يمكن مبادلة الأصل بها، وقيمة سداد الالتزام، وتمثل القيمة التي تتحملها المؤسسة مقابل إطفاء الالتزام، وتتحدد القيمة العادلة في ضوء عملية فعلية سواء قد تمت مبادلة الأصل أو التزام وفق طرف المبادلة.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: القيمة في النظرية المالية المعاصرة

لقد اهتمت النظرية المالية الحديثة اهتماما كبيرا بقيمة المؤسسة، والتي اعتبرتها بصفة عامة عبارة عن مجموع قيمة أصولها المادية والمعنوية التي تزداد بشكل متوازي مع احتمالات النمو المستقبلية للمؤسسة، وظهرت لقيمة المؤسسة في الفكر المالي المعاصر عدة مفاهيم ويمكن إدراجها فيما يلي:<sup>2</sup>

#### أولاً: القيمة الدفترية

وهي عبارة عن مفهوم محاسبي يعبر عن التكلفة المحاسبية للأصل مطروحا منها جميع الإهلاكات المتراكمة؛

#### ثانياً: القيمة الاستثمارية

وهي القيمة التي يدرها الأصل خلال فترة الاستثمار، وقد تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر، بسبب عدة عوامل تؤثر تقدير المشتري لهذه القيمة أهمها المخاطرة، تقلب القدرة الإرادية للأصل، والوضع الضريبي للمشتري؛

#### ثالثاً: قيمة شهرة المحل

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، (تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة)، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002، ص: 17.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، (التقييم: تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات)، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2008، ص: 12-20.

وهي تمثل مجموعة المواصفات غير القابلة للوزن أو القياس، بالدقة التي تجذب الزبائن للمؤسسة، ومن منظور عملية الاندماج أو التملك يتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع نظير مؤسسة الأعمال المكتسبة والقيمة السوقية للأصول المكتسبة سواء المادية أو المعنوية مع استبعاد الخصوم؛

#### رابعاً: القيمة السوقية العادية

وهي الأكثر شيوعاً، وتمثل بوجه عام المبلغ المعبر عنه نقداً، والذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة، ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه وبذلك تعبر القيمة السوقية عن قيمة الأصل في السوق؛

#### خامساً: قيمة التصفية

تمثل قيمة التصفية الرصيد المتبقي في حالة إنهاء أعمال المؤسسة، بعد طرح الديون والالتزامات التي على المؤسسة من مجموع قيم الأصول والموجودات.

#### المطلب الثاني: محددات القيمة السوقية للمؤسسة

ترتبط القيمة السوقية للمؤسسة حسب القرارات المالية (قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح)، والتي تتخذ على مستوى الإدارة المالية للمؤسسة وتعتبر هذه القرارات من أهم المحددات حيث ركزت النظرية المالية الحديثة وبدقة علمية أكبر على دراسة تأثير هذه القرارات على قيمة المؤسسة.

#### الفرع الأول: القرارات المالية كمحدد لقيمة المؤسسة

يعرف القرار المالي على أنه: "عملية المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأصول"، وترجع أهمية القرارات المالية وخاصة تلك الإستراتيجية منها إلى أنها تهدف أساساً إلى تعظيم القيمة الحالية لثروة الملاك، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة حيث تتطوي على ثلاثة أنواع من القرارات المتداخلة فيما بينها من شأنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

#### أولاً: قرارات الاستثمار

<sup>1</sup> - إسماعيل إبراهيم جمعة وآخرون، (المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 25.

يرتبط مفهوم القرار الاستثماري بعملية تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول عينية أو مالية لفترة من الزمن بهدف الحصول على تدفقات نقدية (عائد) في المستقبل لمواجهة الزيادة في معدل التضخم وتغطية المخاطر المصاحبة لتدفقات الأموال؛

### ثانيا: قرارات التمويل

يعرف هذا القرار في اللغة المالية الحديثة أيضا بقرار الهيكل المالي، حيث ينطوي على اتخاذ قرار حول النسب المحددة من متطلبات رأس المال الكلي للمؤسسة الذي يجب تمويله بواسطة الدين (الأموال المقترضة) وحقوق الملكية (الأموال المملوكة)، ويسبق هذا القرار تحليل مفصل لأثر المزيج التمويلي البديل للمديونية والملكية، أو اثر الهياكل المالية البديلة على قيمة المؤسسة، وبافتراض أن هدف المدير المالي هو تعظيم هذه القيمة، فإن الهيكل المالي يعد مثاليا عندما يكون من شأنه تحقيق هذا الغرض، ولذلك فإن قرار التمويل ولحد كبير يبحث عن المزيج الأمثل للمديونية والملكية بأدنى تكلفة ممكنة لتعظيم قيمة المؤسسة؛

### ثالثا: قرارات توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، والتي يترتب عليها تأثير على خططها الاستثمارية والتمويلية، وبذلك لا بد على المؤسسة وضع سياسة تحدد وفقها كيفية التصرف في الأرباح المحققة، وذلك باحتجازها لإعادة استثمارها أو توزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عن طريق الأسهم حيث تعتبر هذه السياسة ضرورية لضمان عائد عادل للمستثمرين، وجذب أكبر عدد من المستثمرين في الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: آليات الحوكمة وقيمة المؤسسة

ينبغي على المؤسسة التي تهدف إلى تعظيم قيمتها إنشاء ما يسمى بأنظمة الحوكمة، والتي تعرف حسب مدخل تعظيم حقوق المساهمين على أنها: "جملة العمليات التي تتم من خلال الإجراءات المستخدمة من ممثلي أصحاب المصالح لإدارة مخاطر المؤسسة والتأكيد على كفاية الضوابط لإنجاز الأهداف والمحافظة على قيمة المؤسسة، وبذلك فهي تهدف أساسا إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، (مبادئ وأساسيات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص ص: 81-82.

تعزيز قدرتها التنافسية وفرض الرقابة الفعالة على أدائها وتدعيم المساءلة وتحقيق العدالة والشفافية، وتعزيز ثقافة الالتزام بالمعايير المتفق عليها، إضافة إلى السعي نحو تعظيم أرباح المؤسسة بالحصول على التمويل المناسب في ظل أدنى تكلفة وأقل درجة مخاطرة ممكنة و مراعاة مصالح الأطراف المختلفة وتفعيل التواصل بينها، وكل هذا سيؤدي حتما إلى تعظيم قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: خلق القيمة السوقية للمؤسسة

سيتم من خلال هذا المطلب إدراج ظروف تطور مفهوم خلق القيمة وإبراز أهم الأهداف، حيث يعني دائما مصطلح خلق القيمة: "خلق القيمة للسهم".

#### - ظروف تطور مفهوم خلق القيمة

لتطور مفهوم خلق القيمة ظروف وأسباب يمكن إجمالها في العنصرين التاليين:<sup>2</sup>

#### - الحاجة إلى الأموال والمنافسة

لقد سمح مفهوم خلق القيمة للمؤسسات بطلب مختلف حاجياتها مما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في سنوات الثمانينات، الشيء الذي أسهم في تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين الخواص منهم والعموميين في سوق رؤوس الأموال، فساد عدم التنظيم المالي، وصعب اقتناء الأموال بأكثر حرية، الشيء الذي جعل المؤسسات تبحث عن معيار تلجأ إليه لتحقيق الاستقرار المالي.

#### - بروز المساهم

العامل الثاني الذي ساهم في تطور مفهوم خلق القيمة، يكمن في ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم ففي سنوات التسعينات تجسد ذلك في ظهور معاهد الاستثمار وصناديق المعاش والمنظمات الأخرى المسيرة لمنتجات الادخار الجماعي، والتي كانت كلها تهدف إلى إيجاد مكانة للمساهم لتحقيق استقراره، حيث مكنته من المطالبة بمروددية مقبولة في إطار ظروف السوق وذلك لأن نسبة المروددية تمثل أداة للاتصال المالي مع ما يسمى بحوكمة المؤسسات.

<sup>1</sup> - بوترة عفاف، مرجع سابق، ص: 39.

<sup>2</sup> - هوارى سويسي، (دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسة من منظور خلق القيمة)، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 7، 2009-2010، ص ص: 06-07.

### ثالثاً: أهداف خلق القيمة

تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

إن الهدف الأساسي المنشود الذي تسعى الفرقة المسيرة للمؤسسة إلى تحقيقه هو خلق قيمة للمساهم ، أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل، فهدف سياسة خلق القيمة بالدرجة الأولى هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال المؤسسة المسعرة، أي تعظيم قيمة الصكوك التي يملكها المساهمون أضاف إلى ذلك سياسة توزيع الأرباح المحققة التي تشكل عنصر إيجابي للمساهمين، وبتأباع أساليب التنبؤ تمكنت المؤسسات اليوم من ضبط مستوى الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط، لتتظر إلى المدى البعيد، وهذا ما ساعدها على رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يقابلها من مشاكل، فتوليد أو تحقيق نفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين، يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة ويسمح بتحقيق هدف المؤسسة الاقتصادية التي تتبنى مسار خلق القيمة ولم تحقق تدفقات نقدية كافية فعليها إعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها، والنظر بأفق أكبر، كما لو قامت بالاستثمار في مشروع مربح.

فتطور مفهوم خلق القيمة جعل تكلفة الأموال من المواضيع المهمة حيث أن تخفيض تكلفة رأس المال لم تعد حبيسة الديون لوحدها، بل وحتى الأموال الخاصة، إذ أن فوائد الديون تخصم قبل فرض الضريبة، فهي تحقق وفر ضريبي، وعليه تكون تكلفته أقل.

<sup>1</sup> - بوترة عفاف، مرجع سابق، ص: 41.

### المبحث الثالث: المؤشرات التقليدية والحديثة لقياس الأداء المالي

ظهرت الحاجة إلى استخدام الأساليب الكمية الحديثة في التحليل المالي، بالإضافة إلى المؤشرات والأساليب التقليدية في عملية التحليل المالي وذلك من أجل الرفع من كفاءة هذا التحليل ليصبح أداة هامة وأساسية في اتخاذ القرار.

#### المطلب الأول: التحليل المالي للقوائم المالية

يتزايد الاهتمام بتحليل القوائم المالية، فأصبح التحليل المالي أداة أساسية يتم من خلالها قياس وتقييم أداء الشركات والحكم على نتائج أعمالها.

#### الفرع الأول: مفهوم تحليل القوائم المالية

ويشمل على كل من التعريف والخصائص:

#### أولاً: تعريف تحليل القوائم المالية

لها عدة تعاريف منها:<sup>1</sup>

التعريف الأول: هي دراسة للعلاقة بين مجموعة من عناصر القوائم المالية في فترة معينة وكذا دراسة اتجاه هذه العلاقة في الفترة التالية.

التعريف الثاني: هي عملية إجرائية لنظام المعلومات المحاسبي تهدف إلى تقديم معلومات من واقع القوائم المالية المنشورة ومعلومات أخرى مالية وغير مالية، بهدف مساعدة المستفيدين من اتخاذ قراراتهم الاقتصادية.

#### ثانياً: خصائص تحليل القوائم المالية

لها عدة خصائص تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

- **الملائمة:** أو ما يعرف بوثاقه الصلة وهي المعلومات وثقة الصلة التي تؤثر على قرارات المستخدمين الاقتصادية، فهي تساعد على فهم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية؛
- **الموثوقية:** هي المعلومات الخالية من الأخطاء المادية والتحيز، ويمكن أن يعتمد عليها المستخدمين لكونها تمثل بصدق ما تزعم أنها تمثله، أو ما يمكن أن يتوقع بدرجة معقولة.

<sup>1</sup> - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، (تحليل القوائم المالية، مدخل نظري تطبيقي)، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2006، ص: 71.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، (دليل المحاسب إلى تطبيق معايير التقارير المالية الحديثة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 92.

## الفرع الثاني: مراحل وخطوات تحليل القوائم المالية

يمكن إنجاز عملية التحليل من طرف المحلل المالي بإتباع الخطوات التالية:<sup>1</sup>

### أولاً: مرحلة الإعداد والتحضير

تبدأ هذه العملية بمجرد إسناد المهمة للمحلل المالي، ويقوم المحلل من خلال هذه المرحلة بتحديد الهدف من التحليل، حيث أن الأهداف تختلف حسب الفئات المستفيدة منها ومن ثم يقرر هل سيشمل تحليله منشأة واحدة أم سيتعدهاها، وهل سيكون التحليل لسنة واحدة أم سيتجاوزها، ثم يقوم بتحديد وجمع المعلومات والبيانات اللازمة لهذا التحليل.

### ثانياً: مرحلة التحليل

يبدأ المحلل بمعالجة المعلومات والبيانات بما يخدم أهداف التحليل من خلال إعادة تبويب وتصنيف المعلومات، حيث تسهل هذه المرحلة مهمة المحلل المالي وتساعده في الوصول إلى نتائج دقيقة، ويقوم أيضا باختيار الأداة المناسبة للتحليل حيث تختلف أدوات التحليل كالتحليل الرأسي والأفقي وتحليل النسب والتعادل، وأخيرا يحدد الانحرافات وأسبابها وهي تلك الدلالات والفروقات التي يجدها المحلل، ويركز أكثر على الانحرافات غير الطبيعية.

### ثالثاً: مرحلة الاستنتاجات والتوصيات

في هذه المرحلة نكون أمام أهم الاستنتاجات والحقائق التي تم التوصل إليها من قبل المحلل، ويكون ذلك عبر كتابة تقرير خاص ويجب أن يتسم هذا التقرير بالبساطة والوضوح في عرض الحقائق والاستنتاجات التي تم التوصل إليها في هذا التحليل والتركيز على اقتراح الحلول والتوصيات اللازمة.

### المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي

تقوم المؤسسة بتقييم أدائها المالي من خلال النسب المالية، التي تجمع بين خصائص التقييم التقليدي الذي يعتمد على تحليل البيانات المحاسبية باستخدام احد معايير التحليل المالي.

تجدر الإشارة إلى أنها لا توجد نسب مثالية لتقييم الأداء المالي، فكل مؤسسة تعتمد على نسب معينة تتلاءم مع الغرض من استخدام النسب، طبيعة نشاط المؤسسة، حجمها وغيرها من العوامل، وأيا كانت هذه النسب المستخدمة يجب أن تكون ذات دلالة بالنسبة لمستخدمها، وتطبق بطريقة صحيحة مع

<sup>1</sup> مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص ص: 76-80.

ضرورة مقارنتها بنسب معيارية، حتى تعكس هذه النسب المركز المالي الحقيقي للمؤسسة يجب أن يتم التحليل على أساس التدفقات الحقيقية والفرصة البديلة وليس على أساس البيانات الدفترية.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: نسب الربحية

يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>2</sup>

نسب الربحية هي تلك النسب التي تقيس نتيجة أعمال المؤسسة، وكفاءة السياسة والقرارات الاستثمارية المتخذة من الإدارة العليا، وقدرتها على تحقيق الأرباح، ويهتم بهذه النسبة كلا من الإدارة، المستثمرين والمقرضين وتتمثل هذه النسب فيما يلي:

#### أولاً: هامش الربح الإجمالي

تقيس هذه النسبة كفاءة الإدارة في التعامل مع مكونات كلفة المبيعات وسعر بيعها، حيث كلما زادت هذه النسبة مقارنة بالمنافسين أو بالسنوات السابقة دل ذلك على كفاءة عمليات التشغيل وانخفاض التكاليف، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

**هامش الربح الإجمالي = الربح الإجمالي / المبيعات**

حيث يتم حساب الربح الإجمالي كما يلي:

**الربح الإجمالي = المبيعات - تكلفة المنتجات المباعة**

#### ثانياً: هامش الربح التشغيلي

تقيس هذه النسبة إمكانية المؤسسة في تحقيق الأرباح من الأنشطة التشغيلية دون احتساب كلفة التمويل أو الضريبة، ونتيجتها تعني مقدار الربح التشغيلي من كل دينار مبيعات، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

**هامش الربح التشغيلي = الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة / المبيعات.**

ويتم حساب الربح التشغيلي كما يلي:

**الربح التشغيلي = المبيعات - تكلفة المنتجات المباعة - التكاليف التشغيلية.**

#### ثالثاً: هامش الربح الصافي

<sup>1</sup> - زوييدة سلطاني، (المراجعة الداخلية ومهمتها في تفعيل أداء المؤسسة)، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة الجزائر، 2011-2012، ص ص: 81-86.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، (أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص: 92-101.

تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على تحقيق ربح نتيجة للمبيعات بعد طرح كل التكاليف، وهي تعطي مؤشر على إمكانية تحديد سعر الوحدة، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{هامش الربح الصافي} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{المبيعات}}$$

رابعاً: نصيب السهم من الأرباح

يتم مقارنة هذه النسبة بمقدار العائد في السوق المالي أو عوائد أسهم المؤسسات الأخرى وخاصة المماثلة لقياس جدوى الاستثمار في هذا السهم، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع}}{\text{عدد الأسهم العادية المكتتب فيها}}$$

خامساً: نسبة سعر السهم إلى ربحيته

تبين هذه النسبة مدى ارتفاع سعر السهم مقارنة بالأرباح، وتعتبر مؤشر لتكلفة الفرصة البديلة للاستثمار المدفوع في شراء الأسهم، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة سعر السهم إلى ربحيته} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

سادساً: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

تبين هذه النسبة قيمة الاستثمار في الأسهم مقارنة بالقيمة الدفترية، وتبين درجة الخطر الذي تتعرض له الاستثمارات في الأسهم، وإذا كان أداء المؤسسة جيداً يفرض أن يباع سهمها في السوق بأعلى من قيمته الدفترية، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

الفرع الثاني: نسب العائد على الاستثمار

تقوم هذه النسب بمقارنة مقاييس الأرباح مع مقاييس الاستثمار، وهي كما يلي:<sup>1</sup>

أولاً: العائد على الأصول

تقيس هذه النسبة قدرة الإدارة على تحقيق الأرباح من كل دينار من أصول المؤسسة، بما فيها نظام المعلومات المحاسبي باعتباره أحد أصول المؤسسة، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{الأرباح قبل الضريبة والفائدة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ثانياً: العائد على حقوق الملكية

<sup>1</sup> - محمود صبح، (التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية)، دون ذكر دار النشر، ط02، عين الشمس، مصر، 1996، ص ص: 62-69.

تقيس هذه النسبة العائد عن كل دينار مستثمر من طرف حملة الأسهم العادية، ويعتبر مؤشر شامل لأداء المؤسسة لأنه يعطي معلومات عن كيفية استخدام المدراء لأموال المالكين لتوليد الربحية، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

العائد على حقوق الملكية = الربح الصافي بعد الضريبة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية

الفرع الثالث: نسب السيولة

تقيس هذه النسب مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وهذه النسب هي:<sup>1</sup>

أولاً: رأس المال العامل

تبين هذه النسبة ما إذا كانت الأصول المتداولة اقل بكثير من الخصوم المتداولة، فهذا يعني أن المؤسسة ستواجه مشاكل في سداد التزاماتها، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

ثانياً: نسبة السيولة السريعة

تعطي هذه النسبة ضماناً أكبر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها لأنها تستثني المخزونات التي تحتاج إلى الوقت لتحويلها إلى سيولة، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

نسبة السيولة السريعة = (الأصول الجارية - المخزون) / الخصوم المتداولة

الفرع الرابع: نسب النشاط

هي تلك النسب التي تبين كفاءة المؤسسة سواء في بيع المنتجات، تحصيل الذمم المدينة أو استغلال أصولها وهذه النسب هي:<sup>2</sup>

أولاً: معدل دوران المخزون

<sup>1</sup> - أمين السيد أحمد لطفي، (التحليل المالي لغرض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 370.

<sup>2</sup> - محمد المبروك أبو زيد، (التحليل المالي، شركات وأسواق مالية)، دار المريخ للنشر، ط2، الرياض، السعودية، 2009، ص: 149-154.

يقيس هذا المؤشر متوسط بقاء المنتج أو المادة الأولية في المخزون قبل بيعها أو معالجتها، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{تكلفة المنتجات المباعة} / \text{متوسط المخزون}$$

ثانياً: معدل دوران المبالغ تحت التحصيل

تبين هذه النسبة طول فترة التحصيل، ولا تعبر عن الفشل الإداري لأن بعض المؤسسات تطيل الفترة لتشجيع العملاء على الشراء، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المبالغ تحت التحصيل} = \text{المبيعات} / \text{متوسط الحسابات المدينة}$$

ثالثاً: معدل دوران إجمالي الأصول

تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على استخدام إجمالي أصولها في تحقيق المبيعات أي قياس إنتاجية الأصول، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \text{المبيعات} / \text{إجمالي الأصول}$$

الفرع الخامس: نسب الرفع المالي

تبين هذه النسب تمويل المؤسسة عن طريق الديون والذي يجعلها تستفيد من الأثر الإيجابي للرفع المالي وتحمل المخاطر المصاحبة لذلك، وهذه النسب هي:<sup>1</sup>

أولاً: نسبة الدين إلى حقوق الملكية

تشير هذه النسبة إلى الديون قصيرة وطويلة الأجل مقارنة بحقوق الملكية، فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما زادت نسبة استفادة المؤسسة من الرفع المالي، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الدين إلى حقوق الملكية} = \text{إجمالي الديون} / \text{حقوق الملكية}$$

ثانياً: نسبة تغطية الفائدة

تقيس هذه النسبة المدى الذي تستطيع به المؤسسة استخدام إيراداتها المحققة لمواجهة كلفة الفوائد المستحقة خلال سنة، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الفائدة} = \text{الربح قبل الفائدة والضريبة} / \text{الفوائد واجبة الدفع}$$

ثالثاً: نسبة تغطية الأعباء الثابتة

<sup>1</sup> - أيمن الشنطي، (الإدارة والتحليل المالي)، دار البداية، عمان، الأردن، 2004، ص ص: 299-302.

تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية الأعباء الثابتة من صافي الربح قبل الضريبة، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{الأرباح قبل الفائدة والضريبة} + \text{تكلفة الأيجار}}{\text{الفائدة} + \text{تكلفة الأيجار}}$$

### المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة لقياس الأداء المالي

تبين المؤشرات الحديثة الربحية الحقيقية لأوجه نشاط المؤسسة، من خلال القيمة المضافة التي حققتها المؤسسة.

تتمثل المؤشرات الحديثة فيما يلي:<sup>1</sup>

#### - القيمة الاقتصادية المضافة

هي عبارة عن الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوماً منه كلفة رأس المال المستثمر، فهي أداة تستعمل لقياس الأداء الداخلي ومعياري جيد لربط الأداء بأحداث القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، وهي تقيس الأداء الداخلي للمؤسسة لتعظيم ثروة الملاك، وبعض التعديلات التي أضيفت على القيمة الاقتصادية المضافة بإضافة كل من نفقات البحث والتطوير، تقييم المخزون حسب مبدأ الوارد أخيراً يصرف أولاً، شهرة المحل، الأرباح والخسائر غير المتوقعة وغير العادية، ويتم حسابها من خلال العلاقة التالية:

$$EVA = NOPAT - WACC \times 1$$

حيث:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

WACC: التكلفة المرجحة للتمويل.

وتكمن أهمية مؤشر القوى الاقتصادية المضافة في كونه مقياساً حقيقياً للأداء، وتعتبر عن التحسين المستمر والفعلي لثروة المساهمين، كما تعتبر وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دولياً، وتستعمل أيضاً للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم العادية.

#### ثانياً: القيمة السوقية المضافة

<sup>1</sup> - عاتي شهية، مرجع سابق، ص ص: 32-38.

يقصد بها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر من قبل الملاك والمقترضون، وأيضاً حسن إدارة الشركة لرؤوس الأموال على المدى الطويل، وتعتبر مؤشر يقيس الأداء الخارجي للمؤسسة ويساعد في خلق ثروة لأصحاب رؤوس الأموال وذلك نتيجة لحسن إدارة الأموال.

تتأثر القيمة السوقية المضافة بعدة عوامل رئيسية هي:

#### - معدلات النمو

يقصد بها العلاقة بين نمو الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لا بد أن تكون معدلات النمو تفوق تكلفة مال المستثمر؛

#### - كثافة رأس المال المستثمر

يقصد بها رأس المال المستثمر لتحقيق الإيرادات، فكلما ثبت أو قل رأس المال المستثمر كلما زادت القيمة السوقية المضافة عن انخفاض تكلفة رأس المال. هناك عدة طرق لحساب القيمة السوقية المضافة، نذكر منها:

#### - طريقة صافي حقوق المالكين

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث:

MVE: القيمة السوقية للأسهم.

BVE: القيمة الدفترية لحقوق المالكين.

وتعاب على هذه الطريقة أنها لا تأخذ بعين الاعتبار الفرصة البديلة.

#### - طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية

و تحسب القيمة السوقية كما يلي:

$$MVA = \frac{EVA1}{(1+wacc)^1} + \frac{EVA2}{(1+wacc)^2} + \dots + \frac{EVAn}{(1+wacc)^n}$$

## خاتمة الفصل

تم التطرق في الفصل الثاني إلى الأداء المالي والقيمة السوقية وأهم مؤشرات قياس الأداء المالي، واشتمل على ثلاثة مباحث أساسية ، يتناول المبحث الأول ماهية الأداء المالي حيث تم التعرف أولاً على الأداء كمفهوم عام ثم تفصيلاً للأداء المالي، من خلال تقديم تعريف له وأهم مجالاته والعوامل المؤثرة فيه ثم أخيراً عملية تقييمه، أما المبحث الثاني فقد تم التعرف فيه على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تم تقديم مفهوم القيمة في مختلف النظريات ثم أهم محددات القيمة السوقية وأخيراً التعرف على مفهوم خلق القيمة، وتم التركيز في المبحث الثالث على أهم المؤشرات القديمة والحديثة المستعملة في قياس وتقييم الأداء المالي، و بما أن عملية تحليل القوائم المالية يسبق عملية التقييم تم التطرق إليها أولاً.

## الفصل الثالث:

مؤشرات الأداء المالي وأثرها على

القيمة السوقية للمؤسسات

- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي -

## مقدمة الفصل

لقد تم من خلال الجزء النظري التطرق إلى أهم الجوانب النظرية المتعلقة بطبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، ونظرا لأهمية هذا الموضوع يتوجب ربط الجزء النظري بالجزء العملي، وذلك من خلال الدراسة التطبيقية على سوق الأسهم السعودي لاختبار ما إذا كان هناك تأثير لمؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات في هذا السوق، ويشمل هذا الفصل المباحث التالية:

- الإطار النظري والرقابي لسوق الأسهم السعودي؛
- أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2016؛
- دراسة قياسية لأثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات في سوق الأسهم السعودي.

## المبحث الأول: الإطار النظري والرقابي لسوق الأسهم السعودي

تعتبر سوق الأسهم السعودي حديثة النشأة مقارنة بالدول المتقدمة، كما تعتبر سوق الأسهم السعودي الذي يطلق عليه اسم "تداول" من أكبر البورصات العربية، كما تحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة من حيث القيمة السوقية.

### المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

يعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق المالية في العالم العربي بلا منازع، وذلك لما تقوم به هذه السوق في جمع المدخرات وتوجيهها إلى قنوات استثمارات تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزويد من معدلات رفاهية أفرادها.

### الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي

تعود نشأتها إلى عام 1934 بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والمتمثلة في "الشركة العربية السعودية"، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية السبعينات على اثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء، وقيام الحكومة أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص الوطني، حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام، وقد ساهمت هذه العوامل في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين، وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم حيث قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء وبيع الأسهم، ونظرا لقيامها على أسس غير سليمة وظهور ممارسات غير قانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة فقد صدر المرسوم الملكي رقم 08/1230 القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم من طرف البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - جمال بن عبد الله السحيمي، (سوق الأسهم السعودي "مسيرة حافلة بالتطور والانجازات")، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد 02، 2009، ص: 02.

## الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأسهم السعودي

لقد مر السوق المالي السعودي في تطوره بثلاثة مراحل هي:<sup>1</sup>

### - المرحلة الأولى: (البداية من 1954 - أوائل الثمانينات)

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال الفترة 1954- 1975 أربعة عشرة شركة برأس مال يبلغ 1.7 مليون ريال؛

- حتى نهاية السبعينات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري، أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة؛

- مع زياد موارد الدولة في منتصف السبعينات، ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة؛

- إرتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت الأسهم مستويات عالية؛

- إنهيار سوق الكويت بالإضافة إلى النمو المفرط سبب في التفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

### - المرحلة الثانية: التنظيم (أوائل الثمانينات حتى 2003)

واهم خصائص هذه المرحلة نذكر منها:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983؛

- صدر عام 1983 مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل السوق المالية السعودية أي البورصة؛

- في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول أسهم ومن أهم ما صدر:

- إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد

التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم؛

- إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد؛

- قص نشاط الوساطة على البنوك التجارية لشركة الراجحي المصرفية؛

<sup>1</sup> - سمراء حمزاوي، (دور الاستثمار المؤسسي في تطوير أوراق الأسواق المالية)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقد، جامعة تبسة، الجزائر، 2014-2015، ص ص: 69-70.

- بدأ في عام 1990 العمل بنظام آلي لتداول نظام الكتروني متكامل في العالم؛
- حدث نظام التداول في أكتوبر 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

#### - المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-2016)

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم 30 المؤرخ في 31-07-2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء؛
- يدير الهيئة مجلس مكون من 05 أعضاء منفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل 05 سنوات يمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط؛
- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425هـ الموافق لجويلية 2004.

#### الفرع الثالث: أهداف سوق الأسهم السعودي

تسعى سوق الأسهم السعودي لتحقيق عدة أهداف أهمها:<sup>1</sup>

أولاً: إدارة وتشغيل سوق الأسهم السعودي بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية، وهذا من خلال:

- إدارة وتشغيل سوق الأسهم بكفاءة وفعالية مع ضمان وجودة وعدالة السوق؛
  - دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
  - تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء؛
  - تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
- ثانياً: تطوير سوق الأسهم الرائدة وتوفير قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، و هذا من خلال:
- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
  - تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
  - تشجيع كل من المستثمرين المصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
  - تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مجزأة للمنشأة ومساهمتها.

<sup>1</sup> - آسيا مويسي، سامية سعدود، (دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية و نقد، جامعة تيسة، الجزائر، 2015-2016، ص: 60.

## المطلب الثاني: إدارة وتنظيم سوق الأسهم السعودي

شهد سوق الأسهم السعودي تطورات لنظام السوق المالي الذي يمثل الإطار التشريعي والتنظيمي والمؤسسي للسوق، وقد اكتسب هذا النظام أهمية بالغة نظرا لان الغاية منه هي إعادة تنظيم السوق المالية السعودية بشكل أكثر انضباطا واستقرارا، حتى تكون التعاملات في السوق موثوق فيها وذلك بإعداد هيكل تنظيمي ومتكامل تحت إشراف جهة مستقلة متمثلة في هيئة السوق المالية.

### الفرع الأول: البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودي

تكون البنية التنظيمية لسوق الأسهم السعودي كما يلي:<sup>1</sup>

شهد السوق السعودي مؤخرا نقلة نوعية جديدة بصدر نظام السوق المالية وفقا للمرسوم الملكي رقم 30 بتاريخ 2003/07/31 الذي قضى بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، وإنشاء هيئة السوق المالية التي تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتهدف إلى تنظيم و تطوير سوق المالية في المملكة، ولها صلاحية وضع اللوائح والقواعد والتعليمات الأزمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من اجل حماية المستثمرين و ضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية.

ويقوم مجلس هيئة السوق المالية بجميع الصلاحيات المنطوية بالهيئة وفقا لإحكام نظام السوق المالية، ويحدد المجلس كيفية تنظيم وظائف الهيئة ومهامها وأعمالها وتوزيعها فيما بين إداراتها وأقسامها الأخرى.

ويتألف من خمسة أعضاء متفرعين:الرئيس ونائب الرئيس وثلاثة أعضاء وقد تم تعيينهم بموجب أمر ملكي لمدة 5 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة فقط اعتبارا من 2004/07/01.

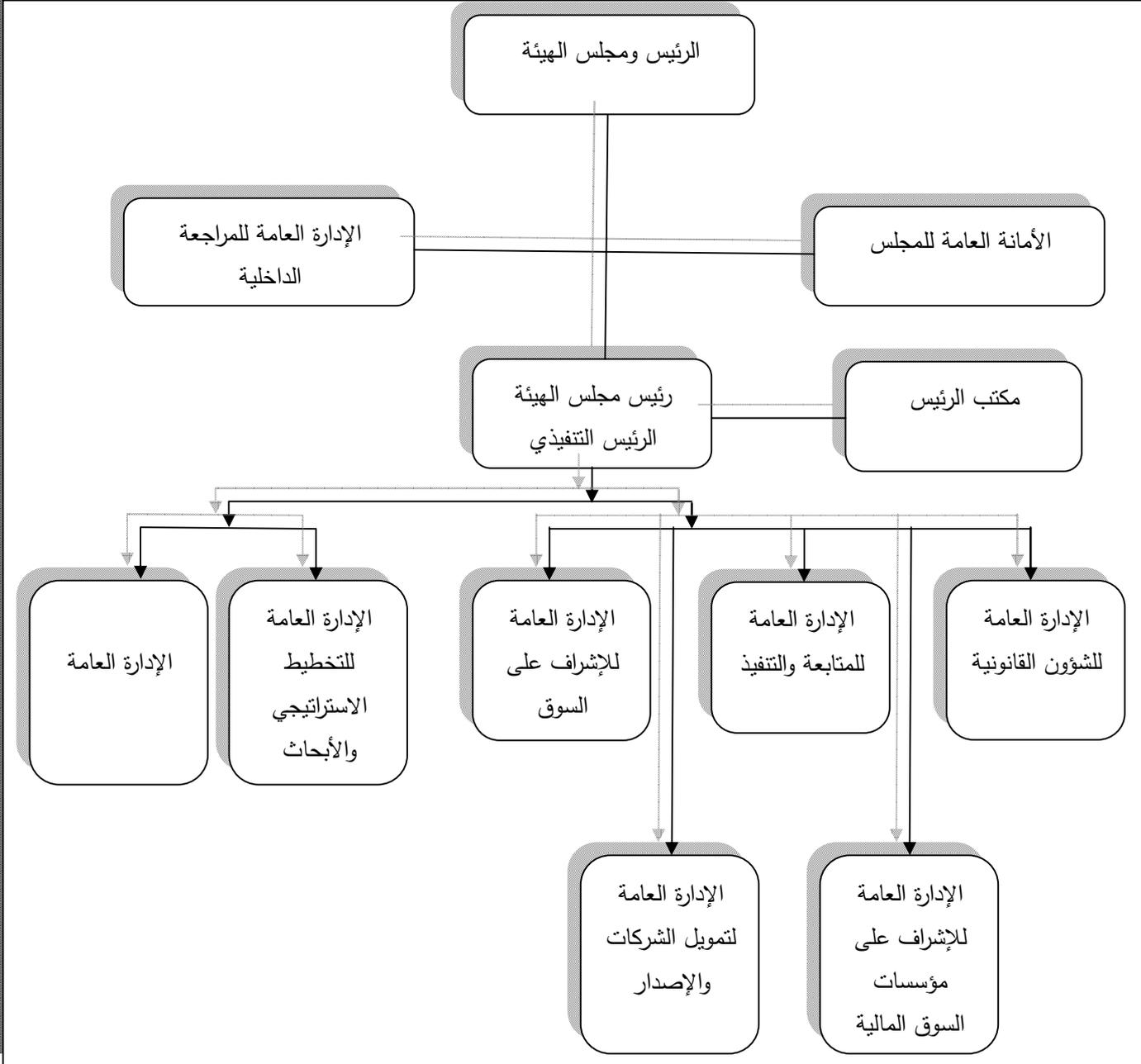
### الفرع الثاني:الهيكل التنظيمي لسوق الأسهم السعودي

<sup>1</sup> - عمار صايفي، (محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية)، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 71، 2015، ص ص: 133-134.

لتطوير أعمال الهيئة ورفع الكفاءة التشغيلية للقوى العاملة بها أعيد تشكيل الهيكل التنظيمي

للهيئة وبدء العمل بالتشكيل الجديد في مطلع عام 2010، ويتكون الهيكل التنظيمي كما يلي:<sup>1</sup>

شكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لسوق الأسهم السعودي



المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، موقع التداول الرسمي، [www.Tadawul.com.sa](http://www.Tadawul.com.sa)، بتاريخ 2017/02/21، على الساعة

21:34

<sup>1</sup> - السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، موقع تداول رسمي، [www.Tadawul.com.sa](http://www.Tadawul.com.sa)، بتاريخ 2017/02/21، على الساعة 21:20.

- من الشكل أعلاه تتضح مكونات سوق الأسهم السعودي المتكونة من مجلس الهيئة الذي يرتبط به مباشرة إدارتان هما: إدارة المراجعة الداخلية والأمانة العامة لمجلس الهيئة إضافة إلى ارتباطه مباشرة برئيس الهيئة أو الرئيس التنفيذي إلى ما يلي:
- خمسة إدارات عامة رئيسية وهي:
  - الإدارة العامة للشؤون القانونية؛
  - الإدارة العامة للمتابعة والتنفيذ؛
  - الإدارة العامة للإشراف على السوق؛
  - الإدارة العامة للإشراف على مؤسسات السوق المالية؛
  - الإدارة العامة لتمويل الشركات و الإصدار .
  - إدارتان عامتان مساندةتان وهما:
  - الإدارة العامة للتخطيط الاستراتيجي والأبحاث؛
  - الإدارة العامة.

### المطلب الثالث: شروط الإدراج و آليات التداول في سوق الأسهم السعودي

يتميز سوق الأسهم السعودي بكبر نسب حجم التداول، لهذا سيتم التعرف على شروط الإدراج فيها، وكذلك التعرف على كيفية التداول في السوق السعودي.

#### الفرع الأول: شروط الإدراج في سوق الأسهم السعودي

حسب ما جاء في المادة الثامنة والتاسعة من قواعد التسجيل والإدراج في الشروط المتعلقة بتقديم طلبات التسجيل في السوق كما يلي:<sup>1</sup>

- يجب أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية، مارست نشاطا مستقلا رئيسيا لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات مالية ، يقدم عنها القوائم المالية المراجعة ضمن طلب الإدراج للأوراق المالية،
- وفيما يتعلق بالأوراق المالية يجب أن يكون للأسهم موضوع الطلب سيولة كافية، فلا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 200 مساهم، ولا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم عن 30 بالمئة، كما

<sup>1</sup>-السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، شروط الإدراج في السوق الأسهم السعودي، موقع تداول رسمي، [www.Tadawul.com.sa](http://www.Tadawul.com.sa)، بتاريخ 2017/02/21، على الساعة 13:05.

يشترط أن تكون الأوراق المالية قابلة لنقل الملكية والتداول ويجب الحصول على موافقة هيئة السوق المالية على أية قيود على نقل الملكية؛

- يجب أن لا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأوراق المالية المطلوب إدراجها عن 100 مليون ريال سعودي، إذا كانت الأوراق المالية أسهماً، و50 مليون ريال سعودي، إذا كانت الأوراق المالية أدوات الدين ، ويجوز للهيئة الموافقة على إدراج أوراق مالية ذات قيمة أقل إذا اقتضت بوجود سوق ذات سيولة كافية لتلك الأوراق المالية؛

- كما يجب تزويد المستثمرين بالمعلومات المطلوبة لإتاحة التعامل في تلك الأوراق بشفافية وعدالة، كما انه هناك شرطين آخرين وهما:

- حدود ملكية المستثمر الأجنبي المؤهل الواحد في شركة واحدة -حد أقصى 10 بالمئة-؛

- حدود ملكية المستثمر الأجنبي المؤهل الجماعي في شركة واحدة-حد أقصى 20 بالمئة-؛

- ومن أهم الأوراق والمستندات التي يتوجب على مقدم الطلب التسجيل إرفاقها:

- خطاب طلب رسمي للموافقة على التسجيل؛

- إقرار من المصدر باستيفاء جميع شروط الإدراج المحددة، ويتضمن جميع المعلومات والمستندات المطلوبة؛

- إقرار من كل عضو من أعضاء مجلس الإدارة يذكر فيه سيرته المهنية ويوضح إذا ما كان صدر ضده أحكام غير منفضة معينة أو إذا ما كان ضمن أعضاء مجلس إدارة الشركة أعلنت إفلاسها.

### الفرع الثاني:آليات التداول في سوق الأسهم السعودي

في تعريف الأوراق المالية جاء في المادة2 من الفصل الأول لنظام سوق الأسهم السعودي انه

يقصد بالأوراق المالية لإغراض هذا النظام ما يأتي:<sup>1</sup>

-أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول؛

- أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها شركات الحكومة، الهيئات العامة أو المؤسسات العامة؛

- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار؛

<sup>1</sup>- هيئة سوق الأسهم السعودي، التقرير السنوي ، موقع التداول الرسمي، التداول في سوق الأسهم السعودي من الموقع: [www.alkhaber.com](http://www.alkhaber.com)، بتاريخ 20/2/2017. على الساعة: 12:30.

- أي أدوات تمثل حقوق إرباح المساهمة، أو أي حقوق في توزيع الأصول؛
- أي حقوق أخرى أو أدوات يرى المجلس شمولها واعتمادها كأوراق مالية.

حيث اقتضى تزايد الشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي في نهاية السبعينات، قيام حكومة بعدة إجراءات لازمة تتشكل بدمج شركات الكهرباء بشركة موحدة وتوزيع أسهم إضافية على المساهمين دون مقابل، ثم طرحها للاكتتاب العام حيث أن هذه العوامل ساهمت في زيادة عدد الأسهم المتداولة لدى المستثمرين، مما أدى إلى إنشاء سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة لتداول الأوراق المالية.

## المبحث الثاني: أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2007-2016)

سيخصص هذا المبحث لدراسة أداء سوق الأسهم السعودي من خلال التطورات التي عرفها على مستوى حجم الشركات المدرجة، و تطور القيمة السوقية لها و أيضا تطور السيولة في هذه السوق خلال الفترة 2007-2016.

### المطلب الأول:تطور حجم الشركات المدرجة

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، يمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام أو بعدد الشركات المدرجة في هذه البورصة ، و في هذا المطلب سيتم تسليط الضوء على حجم و عدد الشركات المدرجة في هذا السوق ، و تحديدا من الفترة 2007-2016.

كما يوضحه الجدول التالي:

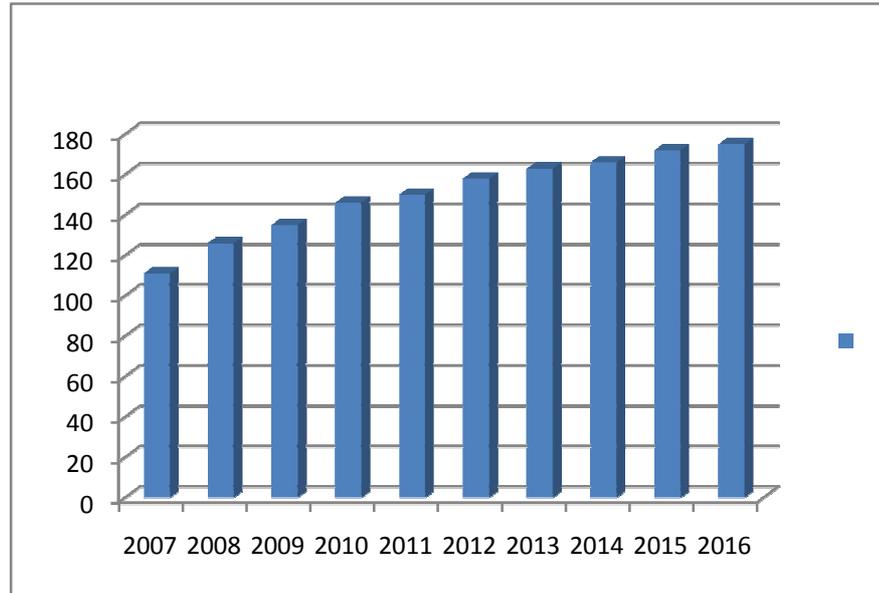
### الجدول رقم (02): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	111	126	135	146	150	158	163	166	172	175

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير الفصلية للصندوق النقد العربي.

من خلال معطيات الجدول يمكننا اعتبار مؤشر حجم الشركات في سوق الأسهم السعودي مؤشر ايجابي ، و ذلك نظرا للتطور حجم الشركات المدرجة، حيث انه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة كلما اتسع حجم السوق و كلما أدى إلى زيادة كفاءته و تنوع المحافظ الاستثمارية.

شكل رقم (04): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي



المصدر: من إعداد الطالبتين حسب المعطيات الجدول رقم (02).

يوضح الرسم البياني التطور الحاصل في عدد الشركات، حيث نلاحظ تطورا ايجابيا في عدد الشركات المدرجة، حيث ترتفع من عام إلى آخر، فهي كانت 111 شركة مدرجة و أصبحت 175 شركة خلال 2016، وهذا ما نتج عنه كبر حجم السوق السعودي.

#### المطلب الثاني: تطور الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي

لدراسة تطور الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي، قمنا بتتبع هذا المؤشر طيلة سنوات الدراسة (2007-2016)، مع نسبة تغير هذا المؤشر، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم(03): تطور الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي

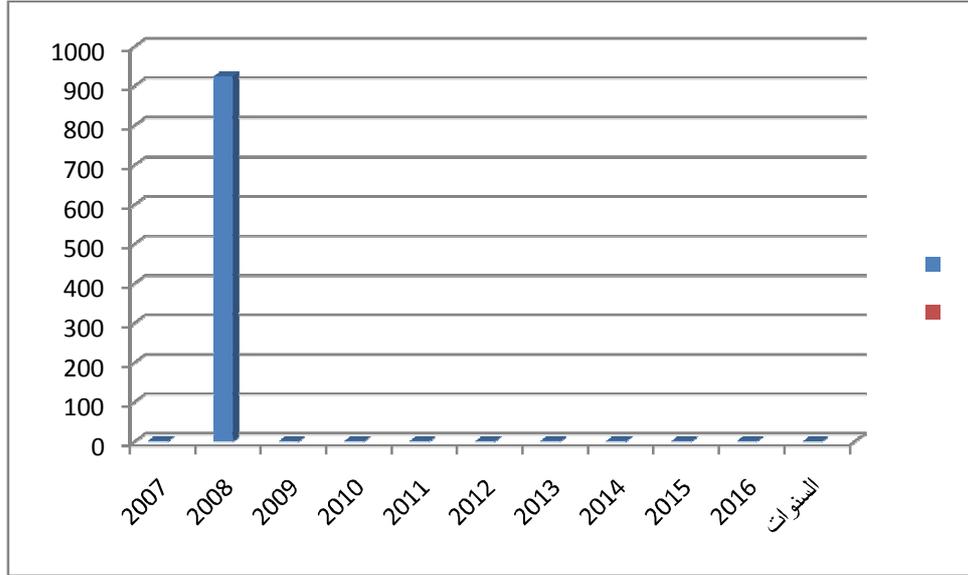
السنوات	الرسملة البورصية (مليون ريال)	نسبة التغير %
2007	1.946	-
2008	924.528	-52.50
2009	1.195	29.31
2010	1.325	10.86
2011	1.270	-4.12
2012	1.400	10.19
2013	1.752	25.17
2014	1.812	3.24
2015	1.579	-12.90
2016	1.325	-

المصدر: من إعداد الطالبتين حسب معطيات صندوق النقد العربي.

من خلال معطيات الجدول أعلاه، أعلاه نلاحظ أن أعلى رسملة سجلت سنة 2007، لتبدأ بعد ذلك بالانخفاض حتى سنة 2012، ثم ارتفعت لعامين متتاليين حتى عام 2015 أين بدأت بالانخفاض مجدداً.

ويمكن توضيح ذلك بالرسم البياني التالي:

الشكل رقم(05): تطور الرسملة البورصية خلال الفترة 2007-2016



المصدر: من إعداد الطاليتين من خلال معطيات الجدول رقم(03).

يبين الشكل تذبذب كبير في تطور الرسملة البورصية، والانخفاض الحاد للرسملة خاصة عام 2008 ثم الارتفاع والانخفاض في السنوات التي تليها.

#### المطلب الثالث: تطور السيولة في سوق الأسهم السعودي

تعتبر السيولة بصفة عامة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، كما تعتبر مؤشر هام لإجراء المستثمرين للتعامل في البورصة فهي تسمح بتقليل المظاهر كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحميل أموالهم بسرعة وبيعها بأسعار مناسبة.

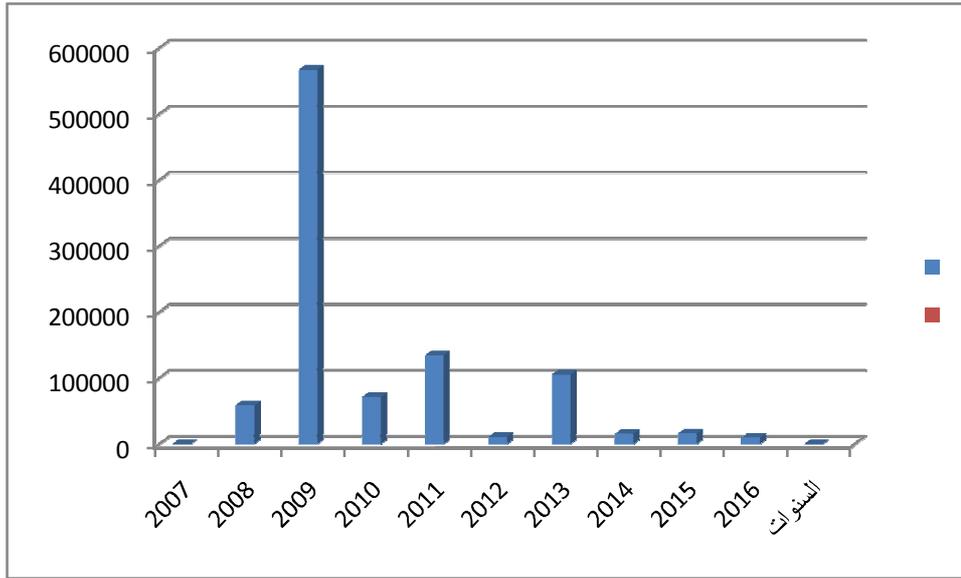
الجدول رقم (04): تطور السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2016

السنوات	حجم التداول (مليون ريال)	معدل دوران السهم %	معدل نمو قيمة التداول
2007	2.557.713	4,131	57.886.0
2008	1.962.946	3,212	58.831
2009	1.264.011	7,105	7,56.739
2010	57.873	9,12	6,7.127
2011	322.476	25.4	2,13.448
2012	312.675	3,22	8,11.048
2013	254.549	8,16	0,10.553
2014	490.595	1,27	5,15.631
2015	336.772	21	15.949
2016	169.171	13	9.880

المصدر: من إعداد الطالبتين حسب معطيات الصندوق القدي العربي.

من خلال معطيات الجدول السابق نلاحظ أن معدل دوران السهم قد عرف عدة تذبذبات و ذلك صعودا وهبوطا خلال جميع الفترات السابقة، و لقد سجل أعلى قيمة له بنسبة 212.3 سنة 2008 و هذا يعني ارتفاعا معدل دوران السهم من 131.4% سنة 2013 و هذا ما يدل على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة الأمر الذي يعكس سيولة السوق حيث أن سيولة السوق تؤدي إلى زيادة كفاءته، و لقد سجل أدنى نسبة له 2016 بنسبة 13% وعندما يكون اتجاه نحو زيادة سيولة السوق و يكون هناك زيادة في معدل نمو قيمة التداول.

الشكل رقم (06): تطور حجم التداول في السوق السعودي خلال الفترة 2007-2016.



المصدر: من إعداد الطالبتين حسب معطيات الجدول رقم(04).

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن حجم التداول في السوق السعودي قد عرف تذبذبات و ذلك صعودا وهبوطا، حيث نلاحظ انخفاض طفيف من عام 2007-2016 ، ثم هبوط حاد عام 2010 ليرتفع بعد ذلك ارتفاعا ملحوظا عام 2011 ثم يرجع للانخفاض إلى 2013 و يرتفع عام 2014 ثم ينخفض مرة أخرى إلى غاية 2016.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات في سوق الأسهم السعودي

بعدما تطرقنا في الجانب النظري لأهم الجوانب المختلفة المتعلقة بموضوع الدراسة، سوف نحاول في هذا المبحث معرفة كيف تؤثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية وذلك بالاستعانة بأدوات الاقتصاد القياسي.

### المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة

اعتمدنا في هذه الدراسة على نموذج من نماذج الاقتصاد القياسي، المتمثل في تحليل بيانات بانل من أجل تحديد اثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية، كونه النموذج الأمثل لهذه الدراسة.

### الفرع الأول:مجتمع الدراسة

يتكون المجتمع المدروس لهذه الدراسة القياسية من 21 شركة من شركات سوق الأسهم السعودي، المدرجة ضمن قطاع التHمين، وفقا للشروط التالية:

- على الأقل 4 سنوات من تاريخ الإدراج في سوق الأسهم السعودي؛
- تاريخ إقفال الحسابات هو 31-12-n.

شملت هذه الدراسة الشركات حسب الشروط سابقة الذكر، كبيانات مقطعية (N=21) خلال الفترة الزمنية 2008-2015 (T=8)، وحجم عينة (T\*N=168).

### مصادر المعلومات

تم الحصول على بيانات الدراسة بالاعتماد على موقع "تداول"، وهو الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي.

### الفرع الثاني:متغيرات الدراسة

استخدمنا في هذه الدراسة عدة متغيرات لها علاقة كبيرة بموضوع الدراسة، وحتى نتمكن من صياغة النموذج لابد أولا من تحديد المتغيرات المستقلة و المتغيرات التابعة، يحتوي هذا النموذج على المتغير التابع، ومجموعة من مؤشرات الأداء المالي، وهي متغيرات مستقلة، وهي كالتالي:

أولا : المتغير التابع(سعر الإغلاق)

يعتبر سعر الإغلاق من مكونات القيمة السوقية، وهذه الأخيرة عبارة عن (السعر \* الكمية) ، ولقد أخذنا في هذه الدراسة سعر الإغلاق في 31-12 من كل سنة من سنوات الدراسة الخاصة بالسهم الشركات السعودية المدرجة في قطاع التأمين، وباعتبار أن الكمية ثابتة يبقى السعر هو المتغير الوحيد الذي يؤثر على القيمة السوقية.

#### ثانياً: المتغيرات المستقلة

تعبّر عن مؤشرات الأداء المالي، وهي:

##### أ- العائد على السهم

يعتبر هذا المؤشر من وجهة نظر المستثمر مقياساً لحسن أداء الشركة وقوة مركزها المالي، حيث يمكن عن طريقه تحديد قيمة السهم في السوق ويرمز لها (ESP).

##### ب- القيمة الدفترية للسهم

تعتبر من أهم المتغيرات التي تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية، حيث أنها تعكس المركز المالي للوحدة الاقتصادية، ويرمز لها بالرمز (BV).

##### ج- حقوق المساهمين

هي رأس المال + الأرباح أو الخسائر، فالشركة التي يكون حقوق المساهمين فيها أكبر من رأس المال هي شركة رابحة، والعكس صحيح، حيث تشكل حقوقهم المالية في صافي موجودات الشركة يتم إدراجها ضمن قائمة المركز المالي للشركة ليصبح مبلغ نقدي تم تحصيله مباشرة من مساهمي الشركة، ومن صافي الدخل المتولد الذي أعيد استثماره من جديد، بمعنى أوسع فإن حقوق المساهمين تكون بمثابة القيمة الصافية للشركة أو ما تبقى منها بعد دفع جميع ديونها والتزاماتها، ويرمز لها بالرمز (SE).

##### د- السعر على القيمة الدفترية

وهذا لقياس ما إذا كانت أسهم الشركة مقيمة بأقل من قيمتها أو بأعلى منها، وتحسب هذه النسبة بقسمة سعر الإقفال الحالي لسهم الشركة على القيمة الدفترية للسهم خلال الفترة ربع السنوية الأخيرة ويرمز لها بالرمز (P/BV).

يمكن عرض النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$PRICE_{i,t} = B_0 + B1_{i,t} + X_{i,t}$$

$B_i$ : تمثل المعاملات المراد تقدير قيمتها لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

$X_i$ : تمثل المتغيرات المستقلة سابقة الذكر التي تؤثر على المتغير التابع.

### المطلب الثاني: البيانات الطولية بانل

يعتبر نموذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، التي نختصرها بكلمة "بانل" في دراستنا، من النماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها من أجل اختيار النموذج الأفضل فيما بين النماذج.

#### 1- مفهوم بيانات بانل

نعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات البانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية و السلاسل الزمنية في نفس الوقت، فإذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الأفراد نسمي نموذج البانل بـ "المتوازن"، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من فرد لآخر يكون نموذج البانل "غير متوازن".<sup>1</sup> والجدير بالذكر، بأن هناك عدة تسميات لبيانات البانل فقد تسمى البيانات المدمجة والتي تشمل على أعداد كبيرة من المفردات، كما قد تسمى أيضا ببيانات "Longitudinal Data" عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة، و أي من هذه التسميات متماثلة، بحيث أن استخدامها في الأدب التطبيقي كان عاما، و التسمية التي سنعتمد عليها في دراستنا ستكون بيانات البانل (Panel Data).<sup>2</sup>

2- مميزات نماذج بانل : يتفوق تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، بالعديد من المزايا كما تختصر في:<sup>3</sup>

- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، و الذي يقضي إلى نتائج متحيزة؛

- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من

<sup>1</sup>-Dielman, ( Pooled Cross-Sectional and tim series data analysis ), Texas Christian University, USA, 1989, P: 02.

<sup>2</sup>-Free. A and Kim, ( Logitudinal and panel Data ), University of Wisconsin, Madison, 2007, p: 02.

<sup>3</sup>وليد بوتياح، (دراسة مقارنة لدوال الاستثمار في البلدان المغاربية)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007، ص: 34.

بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات بانل من غيرها بعدد أكثر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛

- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، و التي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة، و تبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

### 3- النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها **W.Green (1993)** ومن هنا تأتي نماذج بيانات بانل في ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي **(PooledRegressionModel (PRM))**، نموذج التأثيرات الثابتة **(FixedEffects Model (FEM))** ونموذج التأثيرات العشوائية **(RandomEffectsModel(REM))**. ليكن لدينا  $N$  من المشاهدات المقطعية مقاسية في  $T$  من الفترات الزمنية فان نموذج بيانات بانل يعرف بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad , i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T \dots (1)$$

حيث أن  $y_{it}$  تمثل قيمة متغير الاستجابة (التابع) في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ،  $B_{0(i)}$  تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة  $i$ ،  $B_j$  تمثل قيمة ميل خط الانحدار،  $X_j(it)$  تمثل قيمة المتغير التفسيري  $j$  في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$ ، وان  $\varepsilon_{it}$  تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة  $i$  عند الفترة الزمنية  $t$  ما يمكن تفسيره بحيث تعتمد تقدير المعلمات للنموذج في المعادلة (1) على نوع نموذج بيانات بانل المستخدم.

### 3-1: نموذج الانحدار التجميعي

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات بانل حيث تكون فيه جميع المعاملات  $B_0(i)$  و  $B_i$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي و بالصيغة الآتية:<sup>1</sup>

$$y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it}$$

$$، i = 1، 2، \dots \dots \dots ، N \quad t = 1، 2، \dots \dots \dots ، T \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $\text{var}(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$  تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2) (Greene، 2012) بعد أن ترتيب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة و المتغير التوضيحي بدءاً من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا و بحجم مشاهدات مقداره  $(N*T)$ .

### 3-2: نموذج التأثيرات الثابتة

نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع  $B_0$  تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $B_i$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:<sup>2</sup>

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} ، i = 1، 2، \dots \dots \dots ، N$$

$$t = 1، 2، \dots \dots \dots ، T \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $\text{var}(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$  (Greene، 2012) يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بان المعلمة  $B_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معاملات النموذج في المعادلة (3) والسماح لمعلمة القطع  $B_0$  بالتغير بين

<sup>1</sup> زكريا يحي الجمال، (اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية)، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، 2012، ص 5-9.

<sup>2</sup> مجدي الشورجي، (أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية)، ملتقى دولي، رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، 2011، ص:6.

المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1) لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Model Variable). بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج بالشكل الآتي:

$$y_{it} = a_1 + \sum_{d=2}^N a_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T \dots \dots (04)$$

حيث يمثل المقدار  $a_1 + \sum_{d=2}^N a_d D_d$  التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع  $B_0$  ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (4) بعد حذف  $a_1$  بالشكل الآتي (Gujarati، 2003)، (Greene، 2012):

$$y_{it} = \sum_{d=1}^N a_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T \dots \dots (05)$$

### 3-3: نموذج التأثيرات العشوائية

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، بحيث يقوم هذا الافتراض على أن العينة المستخدمة في التطبيق مسحوبة بشكل عشوائي و بالتالي فإن معالم انحدار النموذج تمثل العينة بأكملها، و لهذا يعامل الأثر الفردي  $\alpha_i$  كمكون عشوائي عبر المفردات بالإضافة إلى قاطع متوسط المجموعة ككل.<sup>1</sup>

ومن هنا يظهر الاختلاف بين الأثر العشوائي و الثابت، فالأثر الثابت ينظر إلى الأثر الفردي كإنحراف معلمتين لدالة الإنحدار ناتج عن اختلاف القاطع بين الوحدات فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تأخذ قاطعا مختلفا، و في هذه الحالة يكون الأثر الفردي مرتبطا مع المتغيرات المستقلة و بذلك يحسب الاختلاف داخل كل مجموعة بأخذ انحراف مشاهدات السلسلة الزمنية للوحدة<sup>1</sup> عن متوسطها و من

<sup>1</sup> -جيوري محمد، (تأثير أنظمة سعر الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي دراسة نظرية واقتصادية باستخدام بيانات بانل)، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص:306.

ثم يدرج الاختلاف لكل وحدة في النموذج، و بالتالي يدعى نموذج الأثر الفردي بالمقدرة ضمن الوحدات  
**"Within-Units Estimator"**.

في حين أن منهج الآثار العشوائية يعتبر أعم و أشمل من الأثر الثابت فهو يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي، بحيث ينظر إلى الأثر الثابت كحالة خاصة **"Within-Units"** ضمن الأثر العشوائي، لأن نموذج مكونات الخطأ يجمع بين الاختلاف داخل كل وحدة عبر الفترات الزمنية بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات **"Between-Units"**، ومنه في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  ذا طبيعى بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلي  $\sigma_{\varepsilon}^2$  ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نمودجا ملائما في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati، 2003). في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع  $B_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$  أي:

$$B_{0(i)} = \mu + V_i, \quad i = 1, 2, \dots, N \quad \dots \dots (06)$$

و بتعويض المعادلة (6) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية و بالشكل الآتي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} + V_i, \quad i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T \dots \dots (07)$$

حيث أن يمثل  $V_i$  حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$  يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب أن النموذج في المعادلة (7) يحوي مركبين للخطأ هما  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$  يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها

$$\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2 \text{ و } E(\varepsilon_{it}) = 0 \text{ ان}$$

ليكن لدينا حد الخطأ المركب الآتي<sup>1</sup>:

$$W_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$$

$$\text{حيث ان: } E(w_{it}) = 0$$

$$\text{Var}(w_{it}) = \sigma_{2v} + \sigma_{2\varepsilon}$$

<sup>1</sup> يعقوب جمال، (دراسة قياسية لسعر الصرف و محدداته في دول المغرب العربي)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2014-2015، ص: 56.

### المطلب الثالث: تقدير معلمات النموذج

#### أولاً: الارتباط بين المتغيرات

هنا سوف نقرّر معلمات النموذج المدروس وهو معادلة متوسط سعر السهم كمتغيرة تابعة بدلالة المتغيرات المذكورة سالفًا، وبشكل مختصر يمكن كتابة النموذج بصيغته العامة، بوضع المتغيرات التفسيرية تحت الرمز  $X_{i,t}$

$$PRICE_{it} = \alpha_i + n_t + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T$$

حيث:  $PRICE_{i,t}$  سعر السهم للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

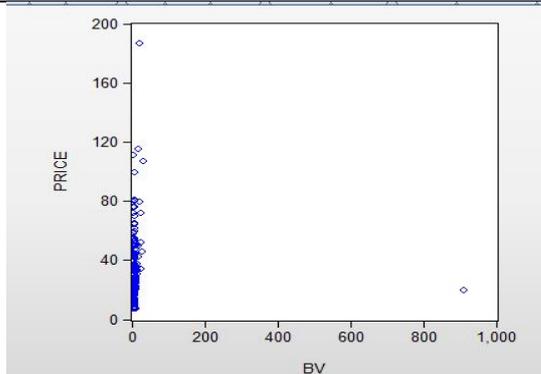
الجدول رقم (05): العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم

المتغيرات المستقلة	المتغير التابع price								
<table border="1"> <thead> <tr> <th><math>P/BV</math></th> <th><math>SE</math></th> <th><math>BV</math></th> <th><math>EPS</math></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>وجود علاقة خطية</td> <td>وجود علاقة غير خطية</td> <td>وجود علاقة خطية</td> <td>وجود علاقة خطية</td> </tr> </tbody> </table>	$P/BV$	$SE$	$BV$	$EPS$	وجود علاقة خطية	وجود علاقة غير خطية	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية	
$P/BV$	$SE$	$BV$	$EPS$						
وجود علاقة خطية	وجود علاقة غير خطية	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية						

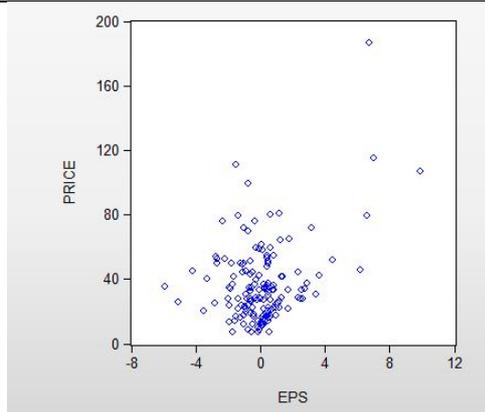
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews9 من خلال منحنيات التبعثر Scatter.

ويمكن توضيح العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع (price) من خلال الأشكال

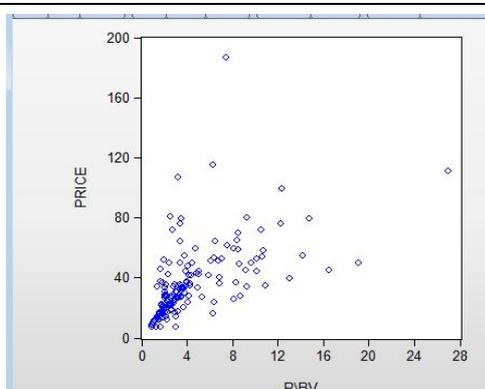
التالية:



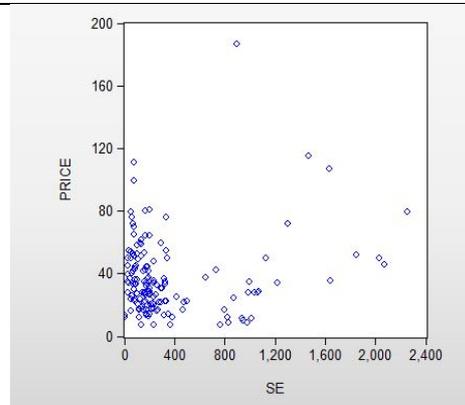
الشكل رقم(08) :علاقة سعر السهم بالقيمة الدفترية



الشكل رقم(07) :علاقة سعر السهم بالعائد على السهم



الشكل رقم(10) :علاقة سعر السهم بالسعر على القيمة الدفترية



الشكل رقم(09) :علاقة سعر السهم بحقوق المساهمين

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews 9 من خلال منحنيات التبعثر Scatter.

حيث أن العلاقة السببية هي علاقة خطية ما عدا المتغير حقوق المساهمين، وهذا واضح من

خلال الأشكال أعلاه لمتغيرات القيمة الدفترية، السعر على القيمة الدفترية و العائد على السهم.

الجدول رقم (06): معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع (متوسط سعر السهم)

متغيرات المستقلة	$P/BV$	$SE$	BV	EPS
المتغير التابع (price)	0.5593	0.1681	-0.0334	0.3554

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews9 ومصنوفة الارتباط.أنظر الملحق رقم (01).

### ثانياً: نماذج البيانات الطولية الثلاثة

بعدما تعرفنا على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع يتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج التأثيرات الثابتة FEM ونموذج التأثيرات العشوائية REM، وعليه يمكن كتابة معادلات النماذج كآتي:

#### - نموذج الانحدار التجميعي المقدر

يمكن تقديم نموذج الانحدار التجميعي المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \text{price} &= 11.1783 + 5.5248 * \text{EPS} + 0.0042 * \text{BV} + 0.0096 * \text{SE} + 4.6754 * \text{PBV} \\ &(7.6460) (0.2468) (2.8327) (13.4251) (4.4474) \\ &(0.0000) (0.8053) (0.0052) (0.0000) (0.0000) \\ R^2 &= 0.6010 \text{F-statistic} = 57.2389 \text{Prob(F-statistic)} = 0.000000 \end{aligned}$$

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews9. أنظر الملحق رقم (02).

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية T.STAT، وتمثل القيم بين قوسين قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة السابقة أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ 60.10%، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل للمتغير التابع ما يؤكد على جودة عالية للنموذج مع إحصائية فيشر، لكن معاملات النموذج كانت معنوية ما عدا متغير القيمة الدفترية (BV)، حيث أن:

- تأثير مؤشر العائد على السهم (EPS) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
- تأثير مؤشر القيمة الدفترية (BV) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
- تأثير مؤشر حقوق المساهمين (SE) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
- تأثير مؤشر السعر على القيمة الدفترية (P/BV) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي.

#### ب- نموذج التأثيرات الثابتة المقدر:

يمكن تقديم نموذج التأثيرات الثابتة المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \text{price} &= 4.7805 + 3.6578 * \text{EPS} - 0.0001 * \text{BV} + 0.0293 * \text{SE} + 4.6143 * \text{PBV} \\ &1.1109 \quad 4.7624 \quad -0.00942.879011.1195 \\ &(0.2686) (0.0000) (0.9925) (0.0047) (0.0000) \\ R^2 &= 0.6953 \text{F-statistic} = 12.5548 \text{Prob(F-statistic)} = 0.000000 \end{aligned}$$

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews 9. أنظر الملحق رقم (03).

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية T.STAT، وتمثل القيم بين قوسين قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة السابقة أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغت 69.53%، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل للمتغير التابع ما يؤكد على جودة عالية للنموذج مع إحصائية فيشر، لكن معاملات النموذج كانت غير معنوية ما عدا متغير القيمة الدفترية (BV)، حيث أن:

- تأثير مؤشر العائد على السهم (EPS) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
  - تأثير مؤشر القيمة الدفترية (BV) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير عكسي؛
  - تأثير مؤشر حقوق المساهمين (SE) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
  - تأثير مؤشر السعر على القيمة الدفترية (P/BV) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي.
- ج- نموذج التأثيرات العشوائية المقدر

يمكن تقديم نموذج التأثيرات العشوائية المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{price} = 11.1783 + 5.5248 * \text{EPS} + 0.0042 * \text{BV} + 0.0096 * \text{SE} + 4.6754 * \text{PBV}$$

4.7432	8.1545	0.2633	3.0211	14.3180
(0.0000)	(0.0000)	(0.7927)	(0.0030)	(0.0000)

$R^2 = 0.6010$  F-statistic = 57.2389 Prob(F-statistic) = 0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات 9 Eviews. أنظر الملحق رقم (04).

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية T.STAT، و تمثل القيم بين قوسين قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة أعلاه أن معاملات العائد على السهم، السعر على القيمة الدفترية و حقوق المساهمين لها معنوية ما عدا معامل القيمة الدفترية بالإضافة لذلك أن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغت 60.10%، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة للتغير الحاصل في المتغير التابع، حيث يوضح هذا النموذج أن هناك:

- تأثير مؤشر العائد على السهم (EPS) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي ؛

- تأثير مؤشر القيمة الدفترية (BV) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
  - تأثير مؤشر حقوق المساهمين (SE) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي؛
  - تأثير مؤشر السعر على القيمة الدفترية (P/BV) على سعر السهم (PRICE) كان تأثير طردي.
- والجدول رقم (07) يختصر نتائج التقدير للمعاملات عند استخدام النماذج الثلاثة بالاعتماد على برنامج EViews9.

الجدول رقم (07): معاملات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

معاملات المعاملات	نموذج التجميعي	الانحدار	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج العشوائية	التأثيرات
BV	0.0042		-0.0001	0.0042	
P_BV	4.6754		4.6143	4.6754	
EPS	5.5248		3.6578	5.5248	
SE	0.0096		0.0293	0.0096	
الثابت	11.1783		4.7805	11.1783	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews 9.

ثالثاً: أساليب الاختيار بين هذه النماذج

بعد تقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف ننقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج

الثلاثة من خلال الأسلوبين: اختبار مضاعف Lagrange Breusch-Pagan LM واختبار Hausman

الأسلوب الأول: اختبار مضاعف Lagrange Breusch-Pagan LM

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 \dots\dots\dots \text{نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم} \\ H_1 \dots\dots\dots \text{التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم} \end{array} \right.$$

بالاستعانة بمخرجات البرنامج Eviews9، أسفرت النتائج الموضحة الجدول الموالي (08)

### الجدول رقم (08): نتائج اختبار مضاعف LagrangeBreusch-Pagan LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-Value
اختبار LM Breusch-Paga	2.7696	0.7281

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews 9. أنظر الملحق رقم (05).

نتائج الجدول رقم ( 08 ) تقودنا إلى قبول فرضية العدم أي أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم.

#### - التحليل الاقتصادي

لقد تم من خلال الدراسة القياسية اختيار نموذج الانحدار التجميعي المقدر، و من خلال المعادلة اتضح أن تأثير المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع هي تأثير طردي؛

- تأثير مؤشر العائد على السهم (EPS) على سعر السهم (PRICE): ويمكننا اعتبار العائد على السهم مؤشر ايجابي في سوق الأسهم السعودي، وذلك نظرا لوجود علاقة طردية بينه وبين سعر السهم، أي انه عندما يزيد مؤشر العائد على السهم ب 1 يزيد سعر السهم ب 5.5248؛

- تأثير مؤشر القيمة الدفترية (BV) على سعر السهم (PRICE): تعتبر القيمة الدفترية مؤشر ايجابي في سوق الأسهم السعودي، وذلك لتأثيرها إيجابا على سعر السهم، وتعتبر أيضا من أهم المتغيرات التي تؤثر على سعر السهم، أي انه عندما يزيد مؤشر القيمة الدفترية ب 1 يزيد سعر السهم ب 0.0042 وهذه الزيادة راجعة إلى أن تكلفة شراء السهم تقل عن القيمة الدفترية للسهم القائم؛

- تأثير مؤشر حقوق المساهمين (SE) على سعر السهم (PRICE): يشير إلى وجود علاقة طردية بين مؤشر حقوق المساهمين ومؤشر سعر السهم، وهذا التأثير الايجابي يدل على ربحية الشركة وعلى أن موجودات الشركة تفوق التزاماتها، حيث انه عندما يزيد مؤشر حقوق المساهمين (SE) ب 1 يزيد سعر السهم ب 0.0096؛

- تأثير مؤشر السعر على القيمة الدفترية (P/BV) على سعر السهم (PRICE): يشير إلى وجود علاقة طردية بين السعر على القيمة الدفترية وسعر السهم وهذا مؤشر مفيد جدا للشركة، حيث يمثل

المؤشر على قدرة الشركة على تحقيق عوائد وأرباح بأعلى من المعدل السائد في السوق عند نفس مستوى معدل المخاطرة، فعندما يزيد مؤشر السعر على القيمة الدفترية بـ 1 يزيد سعر السهم بـ 4.6754.

## خاتمة الفصل

لقد حاولنا في هذا الفصل دراسة أثر مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية وكانت هذه الدراسة شاملة بجميع الجوانب المتعلقة بسوق الأسهم السعودي، بدءاً من ظروف نشأته، الهيئات المنظمة له ونظام سيره، كما تم إستعراض أداء سوق الأسهم السعودي من الفترة (2007-2016)، من خلال تحليل المعطيات الخاصة بعدد الشركات المدرجة، السيولة والرسملة البورصية. كما حاولنا أيضاً إيجاد أثر بعض مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة ضمن قطاع التأمين في السوق السعودي، ومن ثم الخروج على نتيجة مفادها أن لهذه المؤشرات أثر طردي على القيمة السوقية.

خانمہ عامتہ

## خاتمة عامة

تعتبر سوق الأوراق المالية احد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية، وتستمد أهميتها من وجودها ومن الدور متعدد الأوجه والجوانب التي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد الوطني، لذلك تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت نفسه تتأثر به، تبلورت بذلك آثار جديدة كما تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبء في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وبالتالي فهي تسعى لتحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أقسام وهم السوق الأولية والثانوية، بالإضافة إلى السوق الثالثة و الرابعة، كما تبين أنها تقوم بعدة وظائف وتخضع لتنظيم متكامل حيث أنها تسيير وفق قوانين و لوائح تنظيمية تصدرها هيئات خاصة ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال أوامر البيع والشراء، ويتداول فيها عدة أدوات متمثلة في أوراق الملكية ( الأسهم)، وأوراق الدين (السندات)، بالإضافة إلى المشتقات المالية والأوراق المهجنة، وكلما زادت عدد الشركات المدرجة في السوق ساهم ذلك في تحسين كفاءتها، كما أن هذه الشركات تهدف إلى تعزيز مكانتها في السوق، وحث المستثمرين على شراء أسهمها لذا يمكننا اعتبار التحليل المالي أداة مهمة لمعرفة الوضع المالي للمؤسسة المدرجة في السوق لاتخاذ قرار الاستثمار في هذه السوق، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات منها التقليدي ومنها الحديث.

وقد حاولنا من خلال تناولنا للموضوع معالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات، وذلك من خلال الفصلين النظريين و الفصل التطبيقي، فقد تم من خلال الفصل الأول دراسة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال إبراز كل المفاهيم النظرية المتعلقة بهذا الأخير، أما الفصل الثاني فقد خصص للأداء المالي و القيمة السوقية، تم من خلاله التطرق إلى مفاهيم حول الأداء المالي و القيمة السوقية ومحدداتها، ومؤشرات تقييم الأداء المالي، أما بالنسبة للفصل الثالث، فقد خصص للدراسة التطبيقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي ضمن قطاع الصناعة من اجل معرفة مدى تأثير بعض مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية.

- اختبار الفرضيات

- الفرضية الأولى، المتعلقة بمستويات كفاءة سوق الأوراق المالية، فمن خلال الفصل النظري تعتبر الفرضية صحيحة بالإضافة إلى المستوى الشبه قوي، حيث أن مستوى الكفاءة الضعيف يفترض أن المعلومات التاريخية للأسعار لا تفيد في التنبؤ بالأسعار مستقبلا، أما مستوى الكفاءة الشبه قوي يعني أن المستثمر إذا حصل على المعلومات التاريخية للأسعار وأيضا التنبؤات الخاصة بها من الممكن أن تفيد أو تنعكس على الأسعار مستقبلا، أما المستوى القوي فيعني أن المعلومات التاريخية مفيدة وتؤثر بشكل علني على الأسعار المستقبلية، كما أن الإفصاح المالي يساهم في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية حيث انه يساعد في توفير المعلومات ذات جودة المساعدة على اتخاذ القرار الصحيح؛

- الفرضية الثانية، حسب الفصل النظري تعتبر الفرضية الثانية صحيحة، حيث أن الأداء المالي يوفر معلومات تستخدم لقياس مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها، من خلال الاتجاه الحديث لتقييم الأداء أو النموذج الاقتصادي الذي يهدف إلى تحقيق وتوليد الأرباح من خلال زيادة وخلق القيمة عن طريق الاهتمام بالقيمة الاقتصادية المضافة، مما يجعل العلاقة بينهما تقوم على المخاطرة؛

- الفرضية الثالثة، توجد دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي و السعر السوقي للسهم، حيث انه من خلال الفصل التطبيقي، تبين لنا وجود علاقة طردية بين السعر السوقي والقيمة الدفترية، حقوق المساهمين، العائد على السهم والسعر على القيمة الدفترية.

#### - نتائج الدراسة

توصلنا من خلال الدراسة إلى النتائج الموالية:

- إن ظهور سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف التطور الاقتصادي و احتياجاته فالتدرج و الواقعية في قيام هذه السوق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار حكومي وإنما كانت نتيجة لمقتضيات متطلبات النمو الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها؛

- تمثل سوق الأوراق المالية إحدى القنوات المهمة في تجميع الثروة و إدارتها وتوجيهها نحو الاستثمارات المجدية، فهي المرآة التي تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للدولة وتعتبر مؤشرا فعالا يبين مدى جودة أداء الشركات المدرجة؛

- لا بد من توفر الشروط اللازمة للإدراج في سوق الأوراق المالية، و من أهمها الالتزام بالإفصاح لضمان تزويد المستثمر بالمعلومات بصفة دورية ومنتظمة؛

- يستخدم في قياس و تقييم الأداء المالي مجموعة من المؤشرات التقليدية و الحديثة، حيث ظهرت هذه الأخيرة نظرا لقصور المؤشرات التقليدية، وذلك بهدف تحديد وضعية حقيقية والأداء المالي للمؤسسة؛

- شهدت سوق الأسهم السعودي تطورات مهمة على المستوى التنظيمي و التشريعي، كما أنها شهدت تطور ملحوظ في بعض المؤشرات كعدد الشركات المدرجة، السيولة و الرسملة السوقية خلال الفترة 2007-2016.

#### - الاقتراحات

- ضرورة زيادة الاهتمام بالجوانب المتعلقة بكفاءة السوق و رفع مستويات الإفصاح المالي من اجل زيادة مصداقية المعلومات لاتخاذ القرار السليم؛

- إلزام الشركات المدرجة بالإفصاح عن نتائجها المالية في الأجل المحددة وفقا للطرق المقررة من طرف الهيئة المنظمة للسوق مع إرفاقها بالمؤشرات المالية التي أثبتت الدراسة تأثيرها على القيمة السوقية؛

- إصدار سوق الأسهم السعودي نشرة دورية سواء أسبوعية دورية أو سنوية حول معلومات عامة عن السوق و عن أحجام التداول ومؤشرات الأداء؛

- الاعتماد على مؤشرات الأداء المالي الحديثة في عملية التقييم باعتبارها أكثر ديناميكية وأكثر تطورا من المقاييس التقليدية التي لاتصل حالا للتنبؤ على المدى القصير.

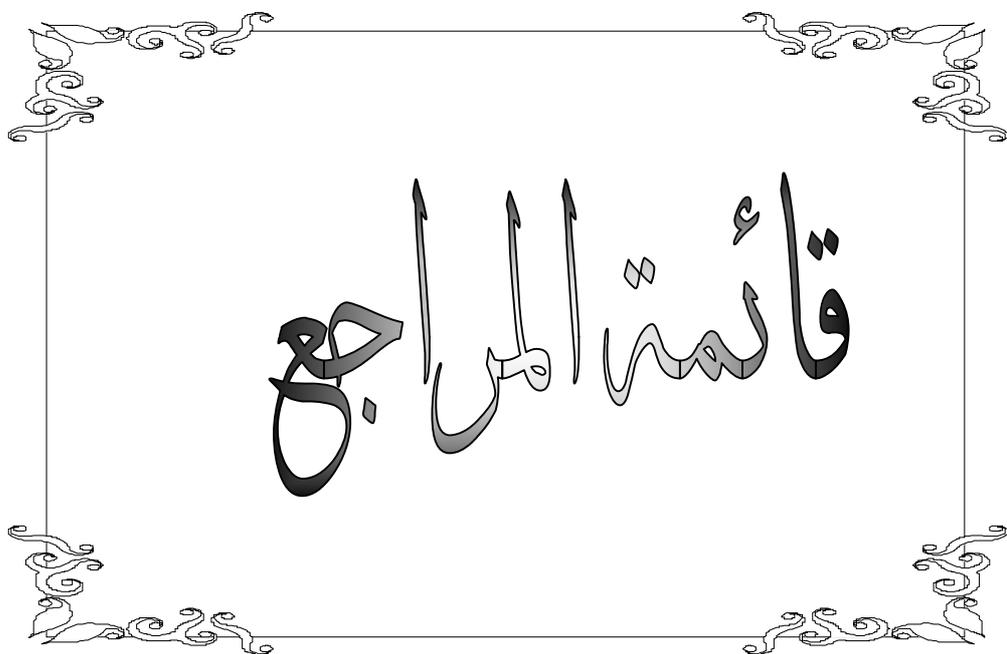
#### - أفاق البحث

رغم الجهد المبذول في هذه الدراسة، إلا انه يعتبر بداية لعدة مواضيع مستقبلية يمكن اقتراحها كما يلي:

- أهمية استخدام المؤشرات الحديثة في تقييم أداء المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية؛

- دور الأداء المالي في خلق وزيادة القيمة السوقية للمؤسسات؛

- إعادة الدراسة على أسواق الدول المتقدمة.



## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### 1- الكتب

1. إبراهيم جلال، (أساسيات الاستثمار، الأوراق المالية و البورصات)، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2009.
2. إبراهيم محمد المحاسنة، (إدارة وتقييم الأداء الوظيفي بين النظرية والتطبيق)، دار جرير للنشر، عمان، الأردن، 2013.
3. أرشد فؤاد التميمي، (الأسواق المالية)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2010.
4. إسماعيل إبراهيم جمعة وآخرون، (المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
5. السيد متولي عبدا لقادر، (الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير)، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
6. أمين السيد أحمد لطفي، (التحليل المالي لغرض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
7. أيمن الشنطي، (الإدارة والتحليل المالي)، دار البداية، عمان، الأردن، 2004.
8. جمال جويدان الجمل، (الأسواق المالية والنقدية)، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ،الأردن، 2002.
9. حسين بني هاني، (الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة-)، دار الكندي، عمان، الأردن ، 2002.
10. رسمية أحمد أبو موسى، (الأسواق المالية والنقدية)، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
11. زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، (الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية \_من منظور الاقتصاد الإسلامي\_)، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2009.

12. زينب حسين عوض الله و آخرون، (أصول الاقتصاد السياسي)، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة ، مصر، 2000.
13. طارق عبد العال حماد، (التقييم: تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات)، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2008.
14. طارق عبد العال حماد، (تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة)، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002.
15. طارق عبد العال حماد، (دليل المحاسب إلى تطبيق معايير التقارير المالية الحديثة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
16. عاطف وليم أندراوس، (السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية)، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، مصر، 2005.
17. عبد الغفار حنفي ، (أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية) ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية ، مصر، 2001.
18. عبد الغفار حنفي، (أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
19. عبد المطلب عبد الحميد، (مبادئ وأساسيات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
20. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، (النقود والمصارف، والأسواق المالية)، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2004.
21. عصام حسين، (سوق الأوراق المالية)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
22. فيصل محمود الشاورة، (الاستثمار في بورصة الأوراق المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2008.
23. مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، (تحليل القوائم المالية، مدخل نظري تطبيقي)، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2006.
24. محمد الصيرفي، (البورصات)، دار الفكر الجامعي، مصر ، القاهرة ، 2004.

25. محمد المبروك أبو زيد، (التحليل المالي، شركات وأسواق مالية)، دار المريخ للنشر، ط02، الرياض، السعودية، 2009.
26. محمد محمود الخطيب، (الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
27. محمود صبح، (التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية)، دون ذكر دار النشر، ط02، عين الشمس، مصر، 1996.
28. محمود محمد الداغر، (الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
29. وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور، (أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
30. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، (الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان ، الأردن، 2004.

## 2- المذكرات

1. آسيا موسى، سامية سعدود، (دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية و نقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2015-2016.
2. أمال سدايرية، (دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط سوق الأوراق المالية)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، علوم اقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2015.
3. أمجد إبراهيم البراجنة، (اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة ، تخصص تمويل، غزة، فلسطين، 2009.
4. أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار، (دور حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، علوم اقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2015-2016.

5. جبوري محمد، (تأثير أنظمة سعر الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي دراسة نظرية واقتصادية باستخدام بيانات بانل)، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية ، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013.
6. حفيظ عبد الحميد ، (أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تبسة، الجزائر، 2003-2004 .
7. زوييدة سلطاني، (المراجعة الداخلية ومهمتها في تفعيل أداء المؤسسة)، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2011-2012.
8. زينة عزاز، (أثر السياسة النقدية على أداء سوق الأوراق المالية)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ،جامعة تبسة، الجزائر، 2011-2012.
9. سمراء حمزاوي، (دور الاستثمار المؤسسي في تطوير أوراق الأسواق المالية)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة تبسة، الجزائر، 2014-2015.
10. عثمان عثمانية، (الحوكمة وأثرها على الأداء المالي للشركة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، إستراتيجية مالية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2010-2011.
11. عماد الدين محمد المرين، ( سوق فلسطين للأوراق المالية -واقعها وآفاقها-)، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، معهد البحوث والدراسات العربية الاقتصادية، مذكرة غير منشورة، مصر، القاهرة، 2002.
12. فاطمة راقد،الخنساء دلول،(تقييم الأداء المالي للمؤسسة الخدمية)،مذكرة لنيل شهادة الماستر، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية و نقود،جامعةتبسة،الجزائر ، 2015-2016 .
13. محمد يوسف النالوجي، (اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف)، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل،مذكرة غير منشورة، غزة، فلسطين، 2007.
14. مروى جوال، (أثر المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، تبسة، الجزائر، 2014-2015.
15. وثام ملاح، (العولمة المالية وسبل تفعيل الأسواق المالية العربية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات المالية والنقدية الدولية، جامعة تبسة،الجزائر، 2010.

16. وليد بوتياح، (دراسة مقارنة لدوال الاستثمار في البلدان المغاربية) ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، غير منشورة ، جامعة الجزائر، 2007 .
17. يعقوب جمال، (دراسة قياسية لسعر الصرف و محدداته في دول المغرب العربي)،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية،تخصص اقتصاد قياسي،جامعة قاصدي مرياح ورقلة،الجزائر، 2014-2015 .

### 3- المجالات

1. جمال بن عبد الله السحيمي، (سوق الأسهم السعودي "مسيرة حافلة بالتطور والانجازات")، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد02، 2009.
2. زكريا يحيي الجمال،(اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية)، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، 2012.
3. هواري سويسي،(دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسة من منظور خلق القيمة)،مجلة الباحث،جامعة ورقلة،الجزائر،العدد 7، 2009-2010.

### 4- الملتقيات

1. مجدي الشوربجي، (أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية)، ملتقى دولي، رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، 2011 .

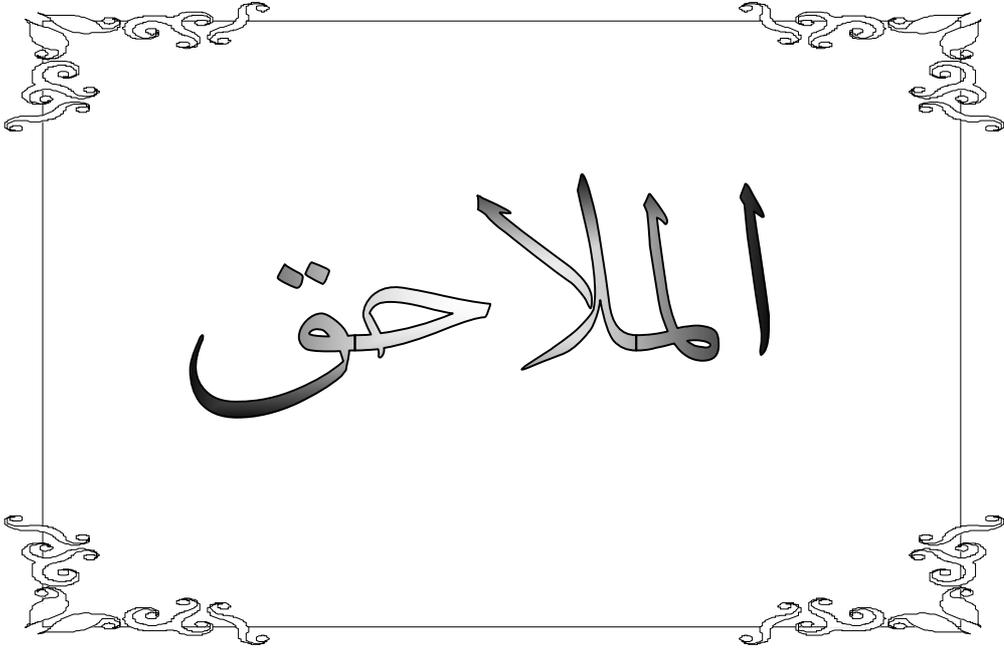
### 5- المواقع الالكترونية

2. السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، موقع تداول الرسمي، [www.Tadawul.com.sa](http://www.Tadawul.com.sa).
3. عمار صايفي، (محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية)، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 71، 2015.
4. هيئة سوق الأسهم السعودي، التقرير السنوي ، موقع تداول الرسمي، التداول في سوق الأسهم السعودي من الموقع، [www.alkhaber.com](http://www.alkhaber.com).
5. -السوق المالية السعودية، التقرير السنوي، شروط الإدراج في السوق الأسهم السعودي، موقع تداول الرسمي، [www.Tadawul.com.sa](http://www.Tadawul.com.sa).

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

## قائمة المراجع

1. Dielman, ( Pooled Cross-Sectional and time series data analysis ), Texas Christian University, USA, 1989.
2. Free. A and Kim, ( Logitudinal and panel Data ), University of Wisconsin, Madison, 2007.



الملاحق

الملحق رقم (01): مصفوفة الارتباطات

Correlation					
	PRICE	P_BV	SE	EPS	BV
PRICE	1.000000	0.559336	0.168139	0.355448	-0.033494
P_BV	0.559336	1.000000	-0.320666	-0.257130	-0.074934
SE	0.168139	-0.320666	1.000000	0.504210	0.021389
EPS	0.355448	-0.257130	0.504210	1.000000	0.011081
BV	-0.033494	-0.074934	0.021389	0.011081	1.000000

الملحق رقم (02): نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: PRICE  
Method: Panel Least Squares  
Date: 04/29/17 Time: 12:03  
Sample: 2008 2015  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 21  
Total panel (unbalanced) observations: 157

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
P_BV	4.675432	0.348259	13.42515	0.0000
SE	0.009639	0.003403	2.832743	0.0052
EPS	5.524814	0.722572	7.646042	0.0000
BV	0.004259	0.017250	0.246889	0.8053
C	11.17837	2.513438	4.447443	0.0000
R-squared	0.601004	Mean dependent var	35.94599	
Adjusted R-squared	0.590504	S.D. dependent var	24.21131	
S.E. of regression	15.49328	Akaike info criterion	8.350018	
Sum squared resid	36486.33	Schwarz criterion	8.447351	
Log likelihood	-650.4764	Hannan-Quinn criter.	8.389549	
F-statistic	57.23897	Durbin-Watson stat	1.493826	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق

الملحق رقم (03): نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: PRICE  
Method: Panel Least Squares  
Date: 04/29/17 Time: 12:05  
Sample: 2008 2015  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 21  
Total panel (unbalanced) observations: 157

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
P_BV	4.614308	0.414973	11.11953	0.0000
SE	0.029320	0.010184	2.879089	0.0047
EPS	3.657878	0.768063	4.762472	0.0000
BV	-0.000167	0.017684	-0.009439	0.9925
C	4.780556	4.302951	1.110995	0.2686

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.695373	Mean dependent var	35.94599
Adjusted R-squared	0.639986	S.D. dependent var	24.21131
S.E. of regression	14.52707	Akaike info criterion	8.334933
Sum squared resid	27856.73	Schwarz criterion	8.821596
Log likelihood	-629.2922	Hannan-Quinn criter.	8.532584
F-statistic	12.55484	Durbin-Watson stat	1.870687
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (04): نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: PRICE  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 04/29/17 Time: 12:07  
Sample: 2008 2015  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 21  
Total panel (unbalanced) observations: 157  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
P_BV	4.675432	0.326541	14.31806	0.0000
SE	0.009639	0.003190	3.021150	0.0030
EPS	5.524814	0.677510	8.154584	0.0000
BV	0.004259	0.016174	0.263309	0.7927
C	11.17837	2.356694	4.743245	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	14.52707	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.601004	Mean dependent var	35.94599
Adjusted R-squared	0.590504	S.D. dependent var	24.21131
S.E. of regression	15.49328	Sum squared resid	36486.33
F-statistic	57.23897	Durbin-Watson stat	1.493826
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (05): اختبار Beusch-pagan

Lagrange multiplier (LM) test for panel data			
Date: 04/17/17 Time: 10:04			
Sample: 2008 2015			
Total panel observations: 157			
Probability in ()			
Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	2.769661 (0.0961)	0.728126 (0.3935)	3.497787 (0.0615)
Honda	1.664230 (0.0480)	0.853303 (0.1967)	1.780165 (0.0375)

## المخلص

يحتل الأداء المالي أهمية كبيرة في المؤسسات، حيث تسعى دائما هذه المؤسسات إلى تحسينه من أجل ضمان الإستمرارية، ويتم تحديد مستوى كفاءة الأداء المالي عن طريق عدة مؤشرات منها التقليدي والحديث، حيث جاءت أهمية هذه الدراسة كمحاولة للتعرف على أثر الأداء المالي على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق السعودي ضمن قطاع التأمين، حيث تم معالجة الإشكالية المطروحة بإختيار دراسة الشركات المدرجة في قطاع التأمين في السوق السعودي ورصد أداء السوق خلال فترة الدراسة، حيث تم الإعتماد على بعض مؤشرات الأداء المالي من أجل تحديد أثرها على القيمة السوقية لهذه المؤسسات بالإعتماد على نموذج بانل، وتوصلت كل نتائج الدراسة في النهاية إلى أن هذه المتغيرات لها أثر طردي على القيمة السوقية.

## Summary

*Financial performance is highly important in institutions, as these institutions are always striving to improve it in order to ensure sustainability. The level of financial performance is determined by several indicators, including traditional and modern. The importance of this study is an attempt to identify the impact of financial performance on the market value of listed institutions In the Saudi market within the insurance sector, where the problem was addressed by choosing the study of companies listed in the insurance sector in the Saudi market and monitoring the performance of the market during the study period, was based on some financial performance indicators to determine their impact on the market value of this Based on the Pannel model, and all the results of the study concluded that these variables have a direct impact on the market value.*