

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان -

كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والتجارة

إدارة المنظمات تخصص: تدقيق ومراقبة التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه



بعنوان:

العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم

دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي

تحت إشراف:

أ.د. بوثلجة عبد الناصر

من إعداد:

صايم مصطفى

أعضاء لجنة المناقشة:

جامعة تلمسان (رئيسا)

جامعة تلمسان (مشرفا)

جامعة بلعباس (ممتحنا)

جامعة بلعباس (ممتحنا)

أستاذ التعليم العالي

أستاذ التعليم العالي

أستاذ التعليم العالي

أستاذ التعليم العالي

أ.د. بن بوزيان محمد

أ.د. بوثلجة عبد الناصر

أ.د. بن سعيد محمد

أ.د. بشوندة رفيق

السنة الجامعية: 2016-2017

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

المقدمة العامة.

الدراسات السابقة.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للمعايير المحاسبية الدولية، وجودة القوائم المالية

مقدمة الفصل.

المبحث الأول: مدخل إلى المعايير المحاسبية الدولية.

المبحث الثاني: أهمية المعايير المحاسبية وخصائصها.

المبحث الثالث: القوائم المالية.

المبحث الرابع: المعلومات المحاسبية وجودتها والعوامل المؤثرة فيها.

المبحث الخامس: عرض القوائم المالية وجودتها.

خلاصة الفصل.

الفصل الثاني: الأسواق المالية

مقدمة الفصل.

المبحث الأول: مفهوم البورصة في اللغة والاصطلاح.

المبحث الثاني: خصائص، وظائف الأسواق المالية وأهميتها.

المبحث الثالث: الهيكل الإداري للسوق المالي وطرق، أساليب تداول الأوراق المالية.

المبحث الرابع: أهمية المعلومات ومصادرها للأسواق المالية.

المبحث الخامس: أسواق الأسهم وكفاءتها.

خلاصة الفصل.

الفصل الثالث: الأسهم وعوائدها

مقدمة الفصل.

المبحث الأول: تعريف الأسهم، خصائصها وطرق تداولها.

المبحث الثاني: أنواع الأسهم، مزايا ومخاطر حامل الأسهم.

المبحث الثالث: الأسهم العادية.

المبحث الرابع: شركات المساهمة.

المبحث الخامس: عائد السهم العادي ومخاطره.

خلاصة الفصل.

الفصل الرابع: الأرباح المحاسبية

مقدمة الفصل.

المبحث الأول: مفهوم الأرباح المحاسبية.

المبحث الثاني: جودة الأرباح المحاسبية.

المبحث الثالث: ربحية السهم الواحد (Earning Per Share (EPS).

المبحث الرابع: المعيار المحاسبي الدولي IAS 33.

المبحث الخامس: العرض، الإفصاح وتعريفات المصطلحات الرئيسية طبقاً للمعيار IAS33.

خلاصة الفصل.

الفصل الخامس: توزيعات الأرباح

مقدمة الفصل.

المبحث الأول: تعريف التوزيعات النقدية للأرباح، أنواعها وتأثيرها على ثروة المساهمين.

المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم.

المبحث الثالث: المساهمون وسياسة التمويل ودوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة.

المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح Dividend Policy Theories.

المبحث الخامس: أنواع سياسات توزيع الأرباح والعوامل المفسرة لها.

خلاصة الفصل.

الجانِب التطبيقِي: دراسة قِياسِيَة لعِيْنة من الشَّرَكَات المِدرِجَة في بورِصَات مِجْلِس التَّعَاوَن الخَلِيجِي

مقدمة.

المبحث الأول: عرض النماذج المستخدمة وعينة البحث.

المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة السعودية.

المبحث الثالث: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة الكويت.

المبحث الرابع: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة قطر.

المبحث الخامس: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة أبو ظبي.

تحليل النتائج.

خاتمة.

قائمة الأشكال.

قائمة الجداول.

قائمة المصطلحات.

قائمة المراجع.

الفهرس.

شكر ونقابة

بسم الله الرحمن الرحيم

أحمد الله وأشكره عز وجل إذ أنعم علي بالصحة والعافية وأعانني على إكمال هذا العمل المتواضع.

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان ووافر الامتنان إلى الأستاذ الفاضل *بوثلجة عبد الناصر* الذي أشرف علي هذه الأطروحة وعلى ما منحني إياه من وقته وعلمه وعلى كل ما بذله من جهد والذي كان لتوجيهاته وملاحظته القيمة الأثر الكبير في إتمام هذا العمل. كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير للأستاذ *زرودي أحمد* الذي ساعدني ولم يبخل علي بتوجيهاته ونصائحه.

كما أخص بالشكر أيضا الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة العلمية لهذه الأطروحة الذين تفضلوا علي بقبول النظر فيها وإبداء ملاحظاتهم وتوجيهاتهم. إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد.

صايم مصطفى

المقدمة العامة

تعتبر معايير المحاسبة الدولية كنموذج لمعايير المحاسبة ذات الجودة العالمية هدفها الأساسي تحقيق التوافق والتجانس بين مختلف الأنظمة المحاسبية الدولية وبهذا فهي تجبر المؤسسات على تعديل القوائم المالية بما يتلاءم ومتطلبات المحيط الدولي (الشفافية، المصدقية وقابلية المقارنة للمعلومات زمنيا ومكانيا) وإعطاء المصدقية للأسواق المالية.

كما هو معروف أن القوائم المالية تمثل عصب التقارير المالية لما تحتويه من معلومات مالية يراد توصيلها للمستفيدين منها وتتضمن التقارير المالية القوائم المالية (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية) وتتضمن معلومات مالية وغير مالية مثل المعلومات عن النشاط الإنتاجي والتسويقي والتمويلي وبيانات عن العوامل الاقتصادية والسياسية التي قد تؤثر على تلك الأنشطة في المستقبل، فضلا عن البيانات الأخرى التي يتضمنها تقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات. وتعد التقارير المالية أساسا لخدمة المستفيدين منها وهم غالبا المستثمرين سواء كانوا حاليين أم متوقعين وتلك الفئة المستفيدة تحتاج إلى تلك المعلومات للحكم على قدرة الشركات على تحقيق الأرباح حاليا ومستقبلا، ودرجة نمو تلك الأرباح من سنة إلى أخرى، فضلا عن الحاجة إلى معلومات مالية مقارنة لعدد من المشروعات حسب العائد والمخاطرة من وراء الاستثمار.

هناك عدة خصائص نوعية ترتبط بالمعلومات التي تتضمنها التقارير المالية من حيث الملائمة وتقتضي أن تكون المعلومات ملائمة لجميع المستفيدين الذين يقومون باتخاذ القرارات الاقتصادية، والقابلية للفهم ويستلزم ذلك أن تكون تلك المعلومات مبسطة وواضحة للفهم من قبل القارئ العادي وغيره من المستفيدين، والتوقيت المناسب حيث يتطلب ذلك أن يتم إعداد التقارير وتوصيلها للمستفيدين في الوقت المناسب، وإمكانية المقارنة حيث يستلزم ذلك ضرورة إعدادها بشكل يسمح بمقارنة المعلومات الواردة فيها وتحليلها في الأعوام السابقة.

تمثل أسواق رأس المال الوسيلة الهامة لتجميع المدخرات من الأفراد وتقديمها إلى المستثمرين الذي يرغبون في تمويل المشروعات الاستثمارية الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة. ويجب أن يعكس السوق المالي أسعار التوازن لأسهم رأس المال، وهي تلك الأسعار التي تجعل عائد هذه الأسهم متناسب مع درجة المخاطرة الخاصة بها ويتوقف ذلك على عاملين هما مدى توافر المعلومات وتمائلها لجميع المستثمرين في السوق المالي ومدى فهم وتفسير المستثمرين واستيعابهم لتلك المعلومات.

يحتاج المستثمرون إلى المعلومات المحاسبية لغرض تمكينهم من تحقيق وتقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتي تتمثل في التوزيعات التي يحصلون عليها بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن ارتفاع قيمة الأسهم بالبورصة عن القيمة الشرائية لها، وتقدير درجات المخاطر المرتبطة بالأسهم والتي تتمثل في درجة التباين لعائد السوق للأسهم التي تنتج من متغيرات تتعلق بالسوق أو درجة المخاطر الناتجة من متغيرات ترجع للشركة ذاتها.

وإذا كانت كافة التحليلات المالية للأوراق المالية تعتمد بصورة أو بأخرى على القوائم والمعلومات المالية، ومن ثم يجب أن تخضع كافة القوائم ذات الطابع المحاسبي إلى معايير تحكم دقة وسلامة ما تحتويه من أرقام ومعلومات مالية بالإضافة إلى ضبط شكل وأسلوب وعرض ومحتوى تلك القوائم المالية والافصاح عنها، فهناك علاقة قوية للغاية بين المعايير المحاسبية والمعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، حيث أن القوائم التي يتم إعدادها دون اعتبار لضرورة تطبيق تلك المعايير هي قوائم مالية معيبة ولا تصلح للتفسير أو التحليل أو المقارنة.

تعتبر الأرباح المحاسبية عنصر هام في القوائم المالية فهي تعكس الوضع الحالي والمستقبلي للشركة لذلك فإن المستثمرون المحتملون يعتمدون عليها لتقييم استثماراتهم من خلال ما تحتويه الأرباح الحالية من قدرة تنبؤيه باستمرارية الأرباح في الفترات المستقبلية. لقد أصبح اختبار منفعة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية محط اهتمام الأدبيات المحاسبية منذ أواخر الستينيات وأوائل السبعينيات بعد دراسة (Ball and Brown, 1968) الشهيرة والتي فتحت الباب أمام تلك الأدبيات المحاسبية من أجل دراسة واختبار منفعة المعلومات المحاسبية. لقد تزايد الاهتمام بهذا النوع من الدراسات ردا على الاتجاه الذي ظهر ونادى بعدم قدرة محاسبة التكلفة التاريخية على أن تكون ذات فائدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية (Scott, 2003). لقد تم اختبار منفعة المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في العديد من أسواق الأسهم المتقدمة مثل الأسواق الأمريكية والأوروبية وذلك عن طريق دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم. ولقد أظهرت نتائج الدراسات في هذا السياق اختلافا في مدى قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، حيث أوضحت تلك الدراسات أن الاختلاف في منفعة الأرباح يمكن أن يعود للعديد من العوامل مثل طبيعة النظام المحاسبي المتبع وأهدافه، المعايير المحاسبية وغيرها من العوامل الأخرى.

من المعلوم أن من أهم ما يتداول في بورصة الأوراق المالية الأسهم لما تحققه من عوائد لحملتها، فأسعار الأسهم بالنسبة لإدارة الشركة يمكن اعتباره معيار نجاح أو فشل لها وذلك بسبب كونه يعكس الأداء العام أو الكلي للشركة. عموما تتحقق الأرباح على الأسهم بوسيلتين هما الأرباح النقدية التي توزعها الشركات على حملة الأسهم والأرباح الرأسمالية التي تنجم عن ارتفاع أسعارها في سوق الأوراق المالية وهو ما يعبر عنه بعائد الأسهم. ومن الطبيعي

أن يكون الاستثمار بالأسهم مربحا وإلا لم تظهر ولم تتطور الأسواق المالية في العالم، إلا أنه يجدر الإشارة إلى أن ذلك الاستثمار بقدر ما يهيئ الفرص للمستثمر لزيادة أرباحه وعوائده إلا أنه يهيئ له العديد من المخاطر إذا لم يحسن المستثمر تفسير الأحداث والتنبؤ بالاتجاهات الاقتصادية، ومن ثم يمكن القول بأن الاستثمار بالأسهم ليس بالأمر اليسير بل إنه يتطلب جهودا كبيرة من الدراسة والتحليل.

كما أشرنا سابقا أن المكافئة على الاستثمار في الأسهم تتضمن المكاسب الرأسمالية ويطلق على هذا العائد بالتمويل الزمني حيث يفضل المساهمون الحاضر على المستقبل لأنه أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر محتمل، إضافة إلى الأرباح الجارية أو ما يعرف بالتوزيعات النقدية للأرباح فهي تمثل المكون الرئيسي من العوائد من جهة وبالتالي تكسب المساهمين الثقة حيث أن توزيعات الأرباح المرتفعة تزيد من ثروتهم ومن جهة أخرى فهي تعتبر كإشارة تنقل المعلومات بين المسيرين والمساهمين والشركة والأسواق المالية، لذلك يبقى موضوع عوائد الأسهم محل اهتمام كل من شركات المساهمة وحملة الأسهم، وعليه فإن موضوع البحث يتمحور حول العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم.

إشكالية البحث

تعتبر دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم من المواضيع التي حازت انتباه واهتمام الباحثين في مجال المحاسبة المالية. لقد تم اختبار هذه العلاقة في كل من السوق الأمريكي والأسواق الأوروبية وحتى العربية. نحاول في هذا البحث اختبار هذه العلاقة في عينة من الشركات المدرجة في بعض بورصات مجلس التعاون الخليجي (بورصة السعودية، بورصة الكويت، بورصة قطر، بورصة أبو ظبي) وذلك من أجل معرفة ما إذا كانت الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية ذات منفعة بالنسبة للمساهمين الحاليين أو المستثمرين المتوقعين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأسهم، وعليه يمكن صياغة إشكالية البحث في التساؤل التالي:

ما مدى ارتباط الأرباح المحاسبية الواردة في القوائم المالية السنوية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي؟

انطلاقا من هذه الإشكالية نقوم بطرح بعض التساؤلات الفرعية والتي سنحاول الإجابة عنها خلال كل مراحل البحث:

● ما المقصود بالقوائم المالية وما مدى أهميتها بالنسبة للمساهمين؟

● ما هي الأسواق المالية وما هو دورها؟

- ما هي الأسهم وما خصائصها؟
- ماذا نقصد بعوائد الأسهم وكيف يتم حسابها؟
- ما المقصود بالأرباح المحاسبية وما أهميتها؟

فرضيات البحث

في ضوء الإشكالية المطروحة تمت صياغة الفرضيات التالية:

- ف1: يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات.
- ف2: يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات.
- ف3: يوجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات.

أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تقييم منفعة الأرباح المحاسبية السنوية الواردة في التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي وذلك من خلال اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم والأرباح المحاسبية وهذا عن طريق:

- قياس أثر مستوى الأرباح التي تحققها الشركة على العائد السوقي لسهم الشركة.
- قياس أثر التغير في الأرباح التي تحققها الشركة على العائد السوقي لسهم الشركة.
- قياس أثر كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح مجتمعين على العائد السوقي لسهم الشركة.

وبالتالي يسعى البحث إلى معرفة مدى اعتماد المستثمرين في هذه الأسواق المالية على الأرباح المحاسبية في التنبؤ وتفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وذلك من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة في الأسهم.

أهمية البحث

يفترض أن تخدم نتائج البحث الحالي كل من المستثمرين والمقرضين الحاليين والمتوقعين والباحثين المهتمين بالبحث المحاسبي القائم على السوق، حيث تعتبر عملية إعداد وعرض القوائم المالية عملية لها تكلفتها وبالمقابل فإن من الأهداف الرئيسية لتلك القوائم أن تخدم مستخدمي تلك القوائم في تقدير مبالغ وتوقيت ودرجة عدم التأكد حول التدفقات النقدية لاستثماراتهم. وبما أن رقم الأرباح هو من أهم الأرقام التي تعرضها القوائم المالية وهو أحد مخرجات النظام المحاسبي، فإن غالبية مستخدمي القوائم المالية يرغبون في معرفة قدرة هذا الرقم على تفسير التغير في أسعار

الأسهم، والمواصفة الأكثر ملائمة لعلاقة الأرباح المحاسبية بعوائد الأسهم، لما لذلك من تطبيقات متعلقة بتقويم تلك العلاقة، ودرجة ثبات الأرباح.

منهجية البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، ومن أجل تحقيق أهداف هذا البحث والإحاطة بمختلف جوانبه، تم استعمال مناهج البحث التالية:

- **المنهج الوصفي:** تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الفصول النظرية نظرا إلى طبيعة العناصر التي تناولها البحث من إحاطة بالمعايير المحاسبية والقوائم المالية، دراسة كل الأمور المتعلقة بالأسواق المالية والأسهم، عوائد الأسهم وفي الأخير التطرق للأرباح المحاسبية والتوزيعات النقدية للأرباح.
- **المنهج التحليلي:** تم استخدام هذا النوع من المنهج في الجانب التطبيقي من البحث باستخدام أدوات التحليل الاحصائي وذلك من أجل اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم بالنسبة للشركات المدرجة في كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر وأبو ظبي.

خطة البحث

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات تم اتباع الخطوات التالية من أجل الإحاطة بجميع الجوانب المتعلقة بالبحث والمتمثلة فيما يلي:

الفصل الأول تم التطرق فيه إلى معايير المحاسبة الدولية والمعايير الدولية للتقارير المالية بشكل مختصر، القوائم المالية دورها وأهدافها والأطراف المستفيدة منها، المعلومات المحاسبية وجودتها.

أما الفصل الثاني فقد تم تخصيصه للتطرق للأسواق المالية باعتبارها أهم المكونات الأساسية لاقتصاديات مختلف الدول، كما أنها تمثل حلقة وصل مهمة لالتقاء من لديهم فائض من الأموال (المساهمين) مع من هم بحاجة إليها (الشركات التي تطرح أسهم أو سندات) لتعظيم عوائدهم واثروهم المالية مقابل دفع أرباح، نظم تداول الأوراق المالية وطرق تحديد أسعار الأوراق المالية وأهمية المعلومات ومصادرها للأسواق المالية، أسواق الأسهم وكفاءتها.

الفصل الثالث فقد تم تخصيصه لدراسة كل ما يتعلق بالأسهم باعتبارها الجزء الأهم من البحث، لأنها تعتبر من الأوراق المالية الأكثر انتشارا وتداولاً في الأسواق المالية لما تحققه من عوائد لذلك لا بد من التطرق لتعريف الأسهم، خصائصها وطرق تداولها، أنواع الأسهم، بعض الظواهر المتعلقة بالأسهم العادية، مزايا ومخاطر حامل الأسهم، الأسهم العادية، تعريف شركات المساهمة، مزاياها ومشاكلها وفي الأخير تم التطرق إلى عائد السهم العادي ومخاطره.

في الفصل الرابع تم التطرق إلى مفهوم الأرباح المحاسبية، جودة الأرباح المحاسبية وأهميتها، ربحية السهم الواحد (Earning Per Share (EPS)، كيفية حسابها، أنواع ربحية السهم، أهداف ونطاق وتعريفات للمعيار المحاسبي الدولي رقم "33" IAS 33، عوائد السهم الأساسية، عوائد السهم المخففة، احتساب العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية، احتساب العدد المتوسط المرجح للأسهم، العرض والافصاح، تعريفات المصطلحات الرئيسية طبقا للمعيار IAS33.

الفصل الخامس كان مخصصا لدراسة توزيعات الأرباح، أنواعها، تأثير توزيعات الأرباح على ثروة المساهمين، سياسة توزيع الأرباح ومحددات طبيعتها، دوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة، اختيار مبلغ التوزيعات، النظريات المفسرة لسياسة أرباح الأسهم، العوامل المفسرة لسياسة أرباح الأسهم، خصائص دافعي أرباح الأسهم، مقياس أو معيار سياسة أرباح الأسهم.

الجانب التطبيقي من البحث واشتمل على إلقاء الضوء على كل من بورصة السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي، عرض النماذج المستخدمة في البحث (نموذج الأرباح، نموذج تغيرات الأرباح، نموذج كل من الأرباح والتغير في الأرباح). تعريف متغيرات البحث (المتغيرات التابعة والمستقلة)، مصادر جمع البيانات، أساليب تحليل البيانات، عينة البحث، التحليل الوصفي لمتغيرات البحث، اختبار الفرضيات مع التعليق على النتائج المتحصل عليها وفي الأخير تحليل النتائج وإعطاء بعض التوصيات المقترحة.

الدراسات السابقة

تم تناول العلاقة بين الأرباح والعوائد (**Returns–Earnings Relation**) في مجموعة من الدراسات بحيث تمثلت الدراسة الرئيسية التي أجراها (**Ball and Brown, 1968**) والتي خرجت بوجود علاقة إيجابية بين العوائد والأرباح. ولقد فتحت تلك الدراسة الطريق أمام الباحثين لدراسة جوانب تلك العلاقة من حيث أهميتها ومواصفاتها وثباتها وقوتها. ففي حين أن دراسة (**Ball and Brown, 1968**) استخدمت نموذج تعتمد فيه العوائد على إشارة الأرباح غير المتوقعة، فإن (**Beaver, and al., 1979**)، وبعد أحد عشر عاما، أضافوا إلى الأدب المحاسبي أنه يمكن تفسير التغير في العائد بالاعتماد على أهمية التغيرات غير المتوقعة في الأرباح. أي أنه كلما ازداد التغير في الأرباح غير المتوقعة، كلما ازداد التغير في العائد غير المتوقع. وبذلك أصبحت المقاييس المحاسبية للأرباح ذات معنى أو أن لها مضمون معلوماتي.

لقد حفلت الدوريات الخاصة بالحاسبة والتمويل بالعديد من الدراسات الميدانية التي تناولت موضوع العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، وفيما يلي نستعرض بعض الدراسات:

HARRIS ET AL

01

Earnings and Stock Returns (1994)

هدفت الدراسة إلى مقارنة ملائمة الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية للشركات الألمانية مع تلك الواردة في قوائم الشركات الأمريكية. كما هدفت الدراسة إلى اختبار فيما إذا كان مقياس الأرباح الذي تم تطويره من قبل جمعية المحللين الماليين في ألمانيا يحسن من ملائمة الأرباح المحاسبية وفقا للمعايير المحاسبية في ألمانيا ومن أجل قياس ملائمة الأرباح المحاسبية قامت الدراسة باستخدام نموذج انحدار يقوم بربط عوائد السهم بالأرباح المحاسبية وتغيراتها. تم تطبيق هذا النموذج على عينة من الشركات الألمانية شملت 230 شركة خلال الفترة (1982-1991). بينت الدراسة وجود ارتباط معنوي بين عوائد السهم والأرباح المحاسبية وبالمقارنة مع ملائمة الأرباح المحاسبية للشركات الأمريكية كانت ملائمة الأرباح في الشركات الألمانية أقل من الأمريكية. وتفسر النتائج بأن التقارير المالية في ألمانيا موجهة بشكل أساسي لخدمة الاحتياجات الضريبية واحتياجات الدائنين. في حين أن التقارير المالية للشركات الأمريكية موجهة بشكل أساسي لخدمة المستثمرين، إضافة إلى ذلك بينت الدراسة أن مقياس الأرباح المعدل والذي طورته جمعية المحللين الألمان كان أكثر ملائمة إلى حد ليس بالكبير مقارنة مع الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية، وتفسر هذه النتيجة بأن المقياس المطور يعتمد فقط على مفهوم الأرباح الدائمة ويستبعد الأرباح المؤقتة.

Nikos Vafeas, Lenos Trigeorgis & Xenia Georgiou

02

The usefulness of earnings in explaining stock returns in an emerging market: the case of Cyprus (1998)

هدفت الدراسة إلى اختبار منفعة المعلومات المحاسبية في سوق قبرص للأوراق المالية على اعتباره من أسواق الأسهم الناشئة وله العديد من الخصائص التي تجعله مختلفاً عن أسواق الأسهم المتقدمة مثل أسواق الأسهم الأمريكية والبريطانية. ومن أجل الوصول إلى هدف الدراسة قام الباحثون بدراسة العلاقة بين عوائد الأسهم وكل من الأرباح وتغيراتها على عينة مؤلفة من 37 شركة مساهمة مدرجة في سوق قبرص للأسهم خلال الفترة (1985-1994). أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم. وكانت هذه العلاقة أقوى بالنسبة للشركات الكبيرة مقارنة مع الشركات الصغيرة، وتتوافق هذه النتيجة مع الفكرة القائلة إن المعلومات المحاسبية للشركات الكبيرة تعتبر ذات موثوقية أكبر. كما أظهرت النتائج أن قوة العلاقة كانت أكبر بالنسبة للأرباح الموجبة مقارنة مع الأرباح السالبة.

مؤيد محمد علي الفضل

03

العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم: دراسة اختبارية للمواصفة الأكثر تمثيلاً للعلاقة في العراق (1999)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية، وقد أسفرت نتائج الدراسة التي أجريت على عينة مكونة من 31 شركة للفترة الممتدة ما بين (1992-1997) أن قدرة كل من التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح لا تفسر أكثر من 9,9% من العوائد السوقية للأسهم وأن التباين بين قدرة كل من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح في تفسير العوائد السوقية للأسهم من سنه لأخرى يجعل موضوع تحديد المتغير الأكثر تفسيراً للعوائد أمراً غير ممكن أو مع الأقل يتصف بقدر معين من الصعوبة.

مأمون الدبعي ومحمد أبو نصار

04

مواصفة العلاقة ما بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية (2000)

عرضت الدراسة اختباراً لمواصفة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. وقد تم استخدام عينة ممثلة من الشركات المدرجة في سوق عمان النظامية خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين (1986-1996) وقد تم استخدام نموذج انحدار المربعات الصغرى من أجل القيام بالدراسة. أظهرت النتائج أن كل من متغير "مستوى الأرباح" ومتغير "التغير في الأرباح" متغيران ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم. كما تشير نتائج الدراسة إلى أن متغير "مستوى الأرباح" أهم من متغير "التغير في الأرباح" في عملية تفسير التذبذبات في عوائد الأسهم. وتدل نتائج الدراسة على أن إدخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة العوائد بالأرباح، يؤدي إلى انخفاض خطأ قياس "الأرباح غير المتوقعة"، وأن خطأ القياس الناتج عن استخدام متغير "مستوى الأرباح" هو أقل من ذلك الناتج عن استخدام متغير "التغير في

الأرباح"، وهذا بدوره يشير إلى أن المستثمرين في سوق عمان المالية يعتقدون بأن أرباح الشركات الأردنية تتضمن عناصر عابرة أو مؤقتة.

Nadia SBEI

05

Bénéfice Comptable et valeur de la firme (2001)

هدفت الدراسة إلى تحليل العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة باريس خلال الفترة الممتدة ما بين (1995-1998)، تم اختبار العلاقة عن طريق التفريق بين معايير المحاسبة المطبقة في الشركات (معايير المحاسبة الأمريكية، معايير المحاسبة الألمانية، معايير المحاسبة الفرنسية، معايير المحاسبة الدولية...) وأظهرت نتائج الدراسة أن المضمون المعلوماتي للأرباح يتغير بحسب المعايير المحاسبية المطبقة وأن علاقة الارتباط تكون قوية في الشركات التي تطبق معايير المحاسبة الأمريكية US GAAP ثم بدرجة أقل في الشركات التي تطبق معايير المحاسبة الدولية والمعايير الفرنسية.

عبد الناصر إبراهيم نور

06

العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية : دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية (2002)

هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح (Dividends) والعوائد السوقية غير العادية للأسهم للشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم أخذ 69 شركة مساهمة مدرجة في كل من سوق بغداد وعمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من (1996-2000) موزعة على السوقين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة هي القطاع الصناعي والزراعي والخدمي، حيث تم الاعتماد على اختبار T للفروقات الإحصائية ومعامل ارتباط كاندال الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في كل من سوق بغداد للأوراق المالية وسوق عمان المالي وهذا ما بينه معامل ارتباط كاندال لجميع سنوات الدراسة مما يعني أن أسعار الأسهم في كل من السوقين لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل أهمها توزيعات الأرباح. كما جاءت نتائج اختبار أثر كل من ربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية على العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المتداولة في السوقين بأن هذه المتغيرات لها أثر على العلاقة. وقد خرجت الدراسة بعدة توصيات منها إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أخرى وإضافة متغيرات جديدة مثل متغير بيتا السوق، ونوع النشاط التي تنتمي إليه الشركة.

أشرف الشرفاوي

07

العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم "دراسة عملية لاختبار المزاعم النظرية" (2004)

تناول البحث بالدراسة والتحليل العملي العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم، كما تناول البحث تحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها. وقد استخدم البحث المزاعم النظرية Theoretical Claims الخاصة بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة سواء من ناحية العلاقة بين أسعار الأسهم وعوائدها وبين القيمة الاقتصادية المضافة، أو من ناحية مدى منفعة مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تصميم سياسات استثمارية Trading Strategies يؤدي استخدامها إلى تحقيق عوائد غير عادية. كما عرضت الدراسة نتائج الأبحاث العملية السابقة في هذا المجال. وقد تم إجراء الدراسة العملية باستخدام بيانات أسهم 47 من شركات الأعمال الأكثر نشاطا والمسجلة في سوق الأوراق المالية بمصر وذلك خلال فترة 3 سنوات ونصف (بداية سنة 2000 حتى منتصف سنة 2003). وقد أظهرت نتائج الدراسة عدم صحة المزاعم النظرية الخاصة بوجود علاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة لها، كما أظهرت النتائج أن تصميم سياسات استثمارية بالاستناد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بمتوسط العوائد المحققة بالسوق. كما قامت الدراسة باختبار مدى منفعة السياسات الاستثمارية المعتمدة على أحد المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها وهو مضاعف الربحية Earnings Multiplier، بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. وقد أظهرت نتائج الدراسة العملية منفعة استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في تحقيق عوائد غير عادية سواء بالمقارنة بعائد السوق أو عائد المحافظ الاستثمارية لأسهم الشركات ذات القيمة الاقتصادية المضافة المرتفعة. وبصفة عامة فإن نتائج الدراسة العملية تؤيد نتائج العديد من الدراسات السابقة والتي تشير إلى أنه على الرغم من وجود تبرير منطقي للعلاقة النظرية بين القيمة المضافة وأسعار الأسهم وعوائدها، إلا أن نتائج الدراسات العملية لا تؤيد هذه العلاقة.

Aiman A. Ragaba and Mohammad M. Omran

08

Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market (2004)

بجنت هذه الدراسة فيما إذا كان المستثمرين المحليين والخارجيين في بورصة مصر للأوراق المالية يأخذون بعين الاعتبار المعلومات المحاسبية المعدة والمعتمدة على المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في تقييم أسعار الأسهم وعوائدها. تم استخدام عينة من الشركات المدرجة في بورصة مصر للأوراق المالية والبالغ عددها 56 شركة مساهمة خلال الفترة الممتدة ما بين (1998-2002)، تم تقييم منفعة الأرباح المحاسبية على أساس اختبار العلاقة بينها وبين أسعار الأسهم وعوائد أسهم الشركات. أشارت النتائج إلى وجود أهمية للأرباح المحاسبية في بورصة الأوراق المالية المصرية وذلك لوجود علاقة ارتباط معنوية بين مستوى الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات، كما جاءت النتائج مناقضة لبعض الدراسات السابقة فيما يخص عدم وجود علاقة ارتباط بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات. وهذا يدل على أن المستثمرين في بورصة مصر يعتمدون في الأساس على مستوى الأرباح في تقييم أسعار وعوائد

الأسهم وعدم الاهتمام بالتغير في الأرباح المحاسبية، لذلك فالبورصة تحتاج لمصادر معلومات أخرى يمكن إضافتها للقوائم المالية لتصبح أكثر كفاءة.

FODIL ADJAUD, IMED CHKIR, ABDUL RAHMAN

09

La prévision du bénéfice comptable par le dividende " Etude des entreprises canadiennes cotées sur la bourse de Toronto" (2006)

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين قرارات تغيير أرباح الأسهم والأرباح المحاسبية المستقبلية للشركات الكندية المدرجة في بورصة تورنتو خلال الفترة الممتدة ما بين (1985-2003)، وقد تم التمييز بين توزيعات الأرباح المرتفعة والتوزيعات المنخفضة. وقد تم استعمال المتغيرات التالية للتأكد من صحة الفرضيات وتمثل في حصة السهم من توزيعات الأرباح والربح المحاسبي لكل سهم ونسبة الأرباح إلى رأس المال، القيمة المحاسبية للسهم وسعر إغلاق السهم ونسبة السعر إلى القيمة المحاسبية للسهم. وقد تم تجميع الشركات إلى ثلاث فئات وفقا للتغير في توزيعات الأرباح (توزيعات مرتفعة وأخرى منخفضة والثالثة مستقرة). العينة الاجمالية للدراسة احتوت على 1379 مشاهدة منها 627 خاصة بتوزيعات الأرباح التي ارتفعت و235 للتوزيعات التي انخفضت و517 التي بقيت مستقرة. وقد تم استعمال أربعة نماذج لإنجاز هذه الدراسة. النتائج المتحصل عليها بينت أنه لا يوجد أي ارتباط بين التغير في توزيعات الأرباح والأرباح المحاسبية المستقبلية في نفس السنة. كما أوضحت النتائج أن قرارات التغير في التوزيعات النقدية للأرباح (وخاصة الزيادات) كانت متبوعة بزيادة الأرباح المستقبلية خلال السنتين التاليتين بعد اتخاذ القرار، وهذا يشير إلى أن توزيعات الأرباح تسير المعلومات الخاصة بالأداء المستقبلي للشركات الكندية، كما أنها تستخدم لتحديد التغيرات في الربحية المستقبلية. وبصفة عامة يمكن التنبؤ بربحية الشركات الكندية المستقبلية عن طريق الزيادة في توزيعات الأرباح.

Dimitrios I. Maditinos, Željko Šević, Prodromos Chatzoglou and Georgios N. Theriou

10

Earnings as an explanatory tool in explaining stock market returns and the use of EASTON and HARRIS (1991) Model: The case GREECE (2007)

هدفت الدراسة إلى ما إذا كان مستوى الأرباح، التغير في الأرباح المحاسبية، مستوى العائد على الاستثمار (ROI)، والتغير في مستوى العائد على الاستثمار، مستوى العائد على حقوق المساهمين (ROE)، التغير في مستوى العائد على حقوق المساهمين مع العلم أن تم قسمة جميع المتغيرات على سعر السهم في بداية الفترة، ذات أهمية والقدرة على تفسير عوائد الأسهم في بورصة اليونان للأوراق المالية. ومن أجل هذا تم الاعتماد على نموذج Easton and Harris (1991)، تم استخدام عينة مكونة من 163 شركة مدرجة في بورصة قبرص للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (1992-2001) وقد بلغت عدد المشاهدات 977 مشاهدة، تم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد. بينت النتائج وجود علاقة ارتباط معنوية بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم بالرغم من أنها منخفضة نوعا ما أما فيما يخص العلاقة بين مستوى العائد على الاستثمار ومستوى العائد على حقوق المساهمين وبين عوائد

الأسهم غير مشجعة، كما خرجت النتائج بأن في حالة استعمال المتغيرات الثلاث معا تفسر بشكل أفضل عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق اليونان للأوراق المالية.

MICHAEL J. COOPER, HUSEYIN GULEN, and MICHAEL J. SCHILL

11

Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns (2008)

هدفت الدراسة إلى تحديد طبيعة أثر وعلاقة النمو في أصول الشركة الكلية مع عائد السهم، استخدمت الدراسة عينة من الأسهم الأمريكية حيث اختبر الباحثون أسهم كل الشركات غير المالية المسجلة في أسواق NYSE/AMEX/NASDAQ من سنة (1963-2003)، فقد اعتمدت الدراسة على عينة زمنية واسعة اشتملت على جميع أسهم الشركات الأمريكية، حيث أنها اعتبرت السنوات كعينة وشملت كل تلك الشركات، ولم تنطرق إلى حجم عناصر تلك العينة كعدد الشركات مثلا بحيث مثلت العينة 39 سنة، واستخدمت الدراسة عدد من الأساليب الإحصائية أهمها تحليل الانحدار. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية قوية بين نمو الأصول وعوائد السهم للشركات الأمريكية. فعلى مدار 40 سنة حافظت الأسهم التي تصاحبت مع نمو أصول منخفض على عائد إضافي Return premium بنسبة 20% في السنة أكثر من الأسهم التي تصاحبت مع الأصول ذات النمو المرتفع.

معاذ بسام عبد القادر، مأمون محمد الدبعي، وفوزي عبد الرحيم غرايبة

12

العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة وإضافة (2008)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر طول نافذة قياس علاقة كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم على كل من القوة التفسيرية لنموذج تلك العلاقة ومعامل استجابة الأرباح، علاوة على تقديم تفسير لقيمة وسلوك معامل استجابة الأرباح لنوافذ قياس متعددة. بلغ عدد الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية التي تضمنتها عينة الدراسة 63 شركة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1992 - 2004)، وتراوح عدد المشاهدات بين 311 مشاهدة لنافذة قياس طولها اثنا عشر شهرا، و73 مشاهدة لنافذة قياس طولها اثنان وسبعون شهرا. وتشير النتائج إلى أن توسيع نافذة القياس يحسن من القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية فيما يتعلق بالتذبذبات في الأسعار السوقية للأسهم. كذلك لوحظ ازدياد في قيمة معامل استجابة الأرباح يؤدي إلى التزايد في قيمة التغير بين الأرباح المحاسبية والشهرة الاقتصادية غير المسجلة، فلقد اقترب معامل استجابة الأرباح من الواحد الصحيح عندما اقتربت قيم التغير من الصفر وذلك لنافذة قياس طولها عشر سنوات.

Panagiotis E. Dimitropoulos, Dimitrios Asteriou

13

The Relationship between Earnings and Stock Returns: Empirical Evidence from the Greek Capital Market (2009)

تمثل هدف البحث في دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية باليونان، وبالرغم من أن النتائج السابقة أثارت الكثير من الجدل فيما يخص النماذج المستعملة والنتائج التي تم التوصل إليها والمتغيرات التفسيرية للدراسة. اعتمد هذا البحث على أربعة نماذج المقترحة من طرف (Kothari and Zimmerman) والتي تتمثل في "The price, return, differenced and deflated models" وتم تطبيقها على أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي باليونان والتي بلغت 105 شركة خلال الفترة الممتدة ما بين (1994-2004). أشارت النتائج الأولية إلى القدرة المتزايدة لكل من نموذج الأسعار ونموذج العوائد في تفسير العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم من خلال توفير معاملات استجابة أكثر دلالة وتفسير للعلاقة. وأشارت النتائج النهائية لوجود قيمة ارتباط عالية في سوق رأس المال باليونان (ولكن يجدر الإشارة إلى أنه أصغر مقارنة عما أسفرت عنه نتائج الدراسات السابقة في الولايات المتحدة الأمريكية وهولندا وفرنسا).

MOHAMMAD FAWZI SHUBITA

14

The Relationship between EVA and Stock Returns (2010)

هدفت الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية: توفير أدلة كافية ومستقلة من الأبحاث التجريبية فيما يخص المحتوى المعلوماتي للقيمة المضافة، الدخل المتبقي والأرباح المحاسبية، إن الاهتمام المتزايد بالقيمة المضافة في عالم الأعمال وكثرة استعمالها من قبل الشركات والأكاديميين ودراسة فوائدها المحتملة بين صناعات السياسات المحاسبية، وذلك بالتطبيق على سوق عمان المالي. ولغرض القيام بالدراسة تم استخدام عينة تحتوي على 39 من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2000-2009). وقد بينت نتائج الدراسة أن الربح الصافي (Net Income (NI يتفوق على القيمة الاقتصادية المضافة EVA والربح المتبقي (RI) في علاقتهم مع عوائد الأسهم.

Faisal Mahmoud Shawawreh, Khaled Abed Hutaibat, Mohamad

15

Abdulrahim Dahiyat, Fawawz Khaled Shawawreh

The Impact of Annual Accounting Profit and Annual Dividend Rates Declaration on the Prices, volumes, and values of ordinary shares traded in ASE "an applied Study" (2010)

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر إعلان شركات المساهمة العامة المقيدة في البورصة عن أرباحها المحاسبية السنوية وتوزيعاتها النقدية على أسعار وأحجام وقيم تداول الأسهم العادية المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية، ولإنجاز الهدف المطلوب تم إجراء دراسة تطبيقية على أسعار وأحجام وقيم تداول أسهم الشركات المدرجة في البورصة بحيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع البيانات من خلال التقارير السنوية لشركات المساهمة العامة، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة والتي غطت الفترة الممتدة ما بين (2006-2009). وقد أسفرت هذه الدراسة عن عدة نتائج تتمثل في وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح المحاسبية، ربحية السهم، حصة السهم من التوزيعات النقدية، حصة السهم من الأرباح

المحتجزة أو المدورة) والمتغير التابع الذي يتمثل في القيمة السوقية (السعر السوقي، حجم التداول، قيمة التداول)، وقد تم التوصل إلى أن المتغير التابع يتأثر بتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية وحصصة السهم من الأرباح المحاسبية وحصصة السهم من التوزيعات النقدية وحصصة السهم من الأرباح المحتجزة أو المدورة. وقد قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات من أهمها العمل على ضرورة مراعاة تفضيلات المساهمين الحاليين والمحتملين عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه والعمل على تشجيع الشركات التي تتميز بسيولة عالية (فائض نقدي) على إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرت من قبل لأن ذلك يؤدي إلى انعكاس إيجابي على حصة السهم من الأرباح التشغيلية وتوزيعاتها النقدية وبالتالي زيادة قيمتها السوقية في البورصة.

IKRAM ABDRAHMAN FELLATA

16

Measure the Relationship between Economic Value added and Stocks Return in the Saudi corporate companies (Applied study) (2010)

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على السهم لقياس قدرتها بالتنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية، وتضمنت الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، كما قارنت الدراسة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان MVA و EVA والمؤشران المحاسبيان ROE و ROI من التنبؤ بعائد الأسهم المستقبلية في الفترة ما بين (2007-2009). وتم تطبيق الدراسة على 96 شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي تم اختيارها وفقاً لتوفر البيانات التي تطلبها الدراسة، وتم استخدام أسلوب الارتباط (بيرسون) والانحدار بنوعية الخطي وغير الخطي (اللوجاريتمي) بغرض مقارنة النتائج واختيار الطريقة التي تحقق درجات دلالة إحصائية عالية، وبعد تحليل النتائج تم استنتاج أن نموذج الانحدار غير الخطي حقق علاقات ذات دلالة إحصائية أعلى من النموذج الخطي، وترتبط EVA لعام 2008 بالعائد على السهم للعام نفسه ارتباط طردي متوسط بمقدار 0.502 درجة ثقة 99% وتنبأ ب 23.9% من عوائد الأسهم لنفس العام بدرجة ثقة 99%، كما حقق معامل ارتباط بيرسون علاقة طردية ضعيفة بمقدار 0.434 بين MVA و EVA لعام 2008 واستطاعت قيم EVA في ذلك العام من تفسير 17.8% من قيمة MVA للعام نفسه بدرجة ثقة 99% واستطاعت قيم EVA للعامين 2007 و 2008 من تفسير 13.5% من MVA لعام 2008 بدرجة ثقة 99%، وتفوق المؤشران الاقتصاديان MVA و EVA في التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في عام 2008 على المؤشران المحاسبيان ROE و ROI بنسبة 51.9% ، 44.5% على التوالي بدرجة ثقة 99% وحققت مؤشر MVA أعلى نسبة تنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية من بين المؤشرات المستخدمة في الدراسة.

مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء

17

العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (2011)

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة

التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة الصناعية الفلسطينية والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها 10 شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين (2004-2008). فقد عمدت الدراسة إلى استخدام نموذجي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، حيث تم الاعتماد على الانحدار الخطي البسيط لاختبار كل فرضية من فرضيات الدراسة على حدة، أما نموذج الانحدار الخطي المتعدد فقد تم استخدامه لاختبار تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيرا معنويا لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضا على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

MAHMOOD ZARE NIKOOPARVAR, EBRAHIM MANSOURI 18
and **MAHMOOD MOEINADIN**

**Investigating the Power of Accounting and Economic Criteria at Stock
Return Determinant (2011)**

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين متغيرات اقتصادية وأخرى محاسبية وعوائد الأسهم بحيث أجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (2004-2009) وأوضح النتائج أن هناك علاقة ارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم وأيضا العائد على إجمالي الأصول ROA وعوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة ارتباط بين التدفقات النقدية التشغيلية OCF والقيمة السوقية المضافة MVA.

MOHAMMAD EBRAHIMI and AREZOO AGHAEI 19
CHADEGANI

**The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock
Return: Evidence from Iranian Companies (2011)**

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين كل من ربحية كل سهم (Earning per share)، التوزيعات النقدية للأرباح (Dividends)، أسعار الأسهم (Stock price) وعوائد الأسهم (Stock returns) وما هو تأثير كل من المتغيرات على العوائد السوقية للأسهم، وقد شملت الدراسة الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين (2001-2010)، ولغرض القيام بالدراسة تم استخدام ربحية كل سهم على سعر السهم السوقي في

بداية الفترة (Earning per share/ Stock price) وعلاقتها مع العوائد السوقية وربح السهم على سعر السهم السوقي (Dividend per share/ Stock price) وعلاقتها بالعوائد ثم مقلوب سعر السهم السوقي (1/ Stock price) وربحية كل سهم على سعر السهم والعلاقة التي تربطهم بالعوائد، أما بالنسبة للأساليب المستعملة تم استخدام المقطع العرضي التراجعي (Cross-section regression)، وفيما يخص النتائج المتحصل عليها من خلال الدراسة فتمثلت في أن المساهمين يأخذون بعين الاعتبار أرباح الأسهم الحالية والسابقة والنسبة المتمثلة في أرباح الأسهم/أسعار الأسهم في بداية الفترة، كما أثبتت الدراسة وجود علاقة بين ربحية كل سهم مقسوم على سعر السهم السوقي في بداية الفترة وعوائد الأسهم، وبين أرباح الأسهم مقسومة على سعر السهم السوقي وعوائد الأسهم ويجدر الإشارة إلى أن هناك علاقة بين كل من ربحية كل سهم والتوزيعات النقدية للأرباح وعوائد الأسهم وهذا ما بينته الدراسات النظرية السابقة.

إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي

20

العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم "دراسة عينة من شركات المساهمة الأردنية" (2012)

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة النظامية والمخاطرة الكلية ومن جهة أخرى العلاقة بين الرفع المالي وعائد السهم، وذلك بالتطبيق على عينة من شركات المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2005-2009)، ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة والوصول إلى النتائج المطلوبة تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط وتم قياس المخاطرة النظامية بمعامل بيتا والمخاطرة الكلية بالانحراف المعياري وعائد الأسهم بربحية السهم الواحد. نتائج الدراسة أسفرت عن أن الرفع المالي مقاسا بدرجة الرفع المالي يؤثر في المخاطرة النظامية إذ أظهرت النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للرفع المالي على المخاطرة النظامية وذلك اعتمادا على العلاقة الطردية بين الرفع المالي والمخاطرة النظامية، إذ يفسر الرفع المالي 16% من مخاطرة السهم النظامية. أما فيما يتعلق بالمخاطرة الكلية فقد بينت النتائج أنه توجد علاقة قوية بين الرفع المالي والمخاطرة الكلية بمعنوية 10% وأن نسبة ما يفسره الرفع المالي 31.2% من التغيرات الحاصلة في مخاطرة السهم الكلية. وأخيرا وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وربحية السهم وأن الرفع المالي يفسر نسبة 39% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم الواحد.

عبد الرحمان ميرو، باسل البيطار

21

العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية (2013)

هدفت الدراسة إلى اختبار قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك بهدف تقييم منفعة الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية في اتخاذ القرار الاستثماري في تلك الأوراق. تم تطبيق الدراسة على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغة عددها 22 شركة مساهمة خلال الفترة الممتدة ما بين (2009-2012) باستخدام نموذج انحدار العوائد والذي يعتمد

على ربط عوائد السهم مع كل من ربحية السهم والتغير في ربحية السهم. أظهرت النتائج ضعف قدرة متغيرات النموذج على تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات المدروسة، وبالتالي ضعف منفعة الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية في اتخاذ القرارات الاستثمارية استناداً إلى نموذج العوائد.

Mohammad Fawzi Shubita

22

Earnings and Stock Returns Models: Evidence from Jordan (2013)

الهدف من الدراسة هو البحث عن علاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في شركات المساهمة المدرجة في بورصة الأردن، تم استعمال عينة من الشركات قدرت ب 67 شركة مدرجة في البورصة خلال الفترة (2004-2011) وقد بلغ عدد المشاهدات 460. وأظهرت النتائج الرئيسية أن النماذج الثلاثة المستعملة (نموذج السعر، نموذج توزيعات الأرباح على السعر، نموذج التغير في سعر السهم على التغير في توزيعات الأرباح) إيجابية في تفسير العلاقة ولكن بدرجات مختلفة على عكس نموذج السعر إذ يعتبر هو الأحسن، وبناء على النتائج فإن هذه العلاقة تتحسن بصورة كبيرة على المدى الطويل.

Vincent Y. S. Chen and Yew Kee Ho

23

The Association between Earnings and Returns: A Comparative Study between the Chinese and US Stock Markets (2013)

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في الأسواق المالية الأمريكية والصينية، وكأول خطوة تم دراسة مدى ملائمة الأرباح في تفسير العوائد خلال الفترة ما بين (1968-1986) في الأسواق المالية الأمريكية، ثم دراسة العلاقة خلال الفترة ما بين (1998-2011) والمقارنة بينهما، أما الخطوة الثانية العمل على مقارنة النتائج ما بين السوق المالي في الصين وأمريكا. أشارت النتائج إلى وجود تراجع وانخفاض ملحوظ لأهمية الأرباح خلال الفترة (1998-2011) مقارنة مع الفترة (1968-1986). أما نتائج المقارنة ما بين السوقين فأظهرت اختلاف في القوة التفسيرية لمستوى الأرباح في كلا السوقين. أما على وجه التحديد فقد اثبتت النتائج في السوق المالي الأمريكي ضعف القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح مقارنة بمتغير التغير في الأرباح مع محدودية متغير مستوى الأرباح في حالة استعمال المتغيرين معا في تفسير عوائد الأسهم. أما في الأسواق المالية الصينية فقد كان لكلا المتغيرين نفس القوة التفسيرية لعوائد الأسهم. أما فيما يخص اختلاف القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح في السوقين فقد يعود إلى اختلاف في خصائص الشركات وعوامل ومحيط كل شركة.

The Relationship between Accounting Information Reported in Financial Statements and Stock Returns – Empirical Evidence from Vietnam (2015)

هدفت الدراسة إلى التحقق من وجود علاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة في القوائم المالية السنوية (الأرباح المحاسبية) وبين عوائد الأسهم في بورصة الفيتنام، تم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة بلغ عددها 108 خلال الفترة الممتدة ما بين (2010-2013) تم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط ضعيفة بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الفيتنام وهذا راجع إلى ضعف الاعتماد على الأرباح المحاسبية من قبل المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.

The Relationship between Accounting Information and Stock Market Returns on the Nigerian Stock Exchange (2015)

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية وبين عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين (2007-2011) وتم استخدام عينة من الشركات بلغ عددها 40 شركة مساهمة. تم تجميع البيانات من القوائم المالية الرئيسية لشركات عينة الدراسة إضافة إلى الموقع الرسمي للبورصة. تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد، أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط معنوية بين الأرباح المحاسبية وبين أسعار الأسهم ووجود علاقة ارتباط معنوية بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا كما أظهرت النتائج أيضا عدم وجود علاقة ارتباط بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم وهذا راجع إلى أن الشركات النيجيرية تعمل على تضخيم أرباحها في نهاية كل سنة مالية، لذلك وجب على المستثمرين الحاليين والمستقبليين إجراء فحص دقيق ومعمق قبل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية" (2016)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية، وإلى اختبار مدى ملاءمة استخدام نسبة الربح إلى السعر لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، وإلى اختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة المنشأة في السوق المالي السعودي. وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة بلغ عددها 87 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2003-2013)، وبلغ عدد المشاهدات 870 مشاهدة. ولقد استخدمت الدراسة نماذج انحدار بسيطة ومتعددة المتغيرات حيث كان المتغير التابع في جميع النماذج العائد السوقي

للسهم، أما المتغيرين المستقلين فكانا متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح. وقد أظهرت النتائج أن كل من متغير "مستوى الأرباح" ومتغير "التغير في الأرباح" ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم، وأن متغير "مستوى الأرباح" يتفوق على متغير "التغير في الأرباح" في قوته التفسيرية لعوائد الأسهم، كما أثبتت النتائج أن ادخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة العوائد بالأرباح يزيد من القوة التفسيرية للنموذج. وبالإضافة لذلك أثبتت النتائج أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها مؤقتة أو دائمة، وتعكس أيضا فيما إذا كان المضمون المعلوماتي للأسعار أغنى من المضمون المعلوماتي للأرباح، وقدمت دليلا على أن تنفيذ نموذج علاقة العوائد بالأرباح بناء على نسب الربح إلى السعر يؤدي إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج. أيضا أثبتت النتائج أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكس المعلومات لمدة تمتد إلى ثلاث سنوات سابقة، وأن إدخال عوائد فترات مالية سابقة عند قياس علاقة العوائد بالأرباح يحسن من قوة تلك العلاقة، وأخيرا أن علاقة العوائد بالأرباح هي علاقة غير متزامنة، كما أن عوائد الفترات المالية السابقة هي بأهمية عوائد الفترة المالية الحالية.

خلاصة الدراسات السابقة

اعتمدت الدراسات السابقة في الأدبيات المحاسبية على نموذج انحدار العوائد من أجل اختبار منفعة الأرباح المحاسبية بالنسبة للقرار الاستثماري، حيث تم ربط عوائد السهم مع كل من الأرباح المحاسبية (1) التغير في الأرباح المحاسبية (2) الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية معا (3). وأظهرت تلك الدراسات تفاوتاً في شدة العلاقة بين عوائد الأسهم وتلك المتغيرات مفسرة ذلك بوجود العديد من العوامل الأخرى غير المحاسبية التي تؤثر على شدة العلاقة. حيث اتجه الباحثون إلى تفسير علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عن طريق دراسة المتغيرات المستخدمة في اختبار هذه العلاقة، ولقد خلصت تلك الدراسات بأن كل من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح ملائمان لتفسير علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، ولكن يبقى متغير مستوى الأرباح أهم من متغير التغير في الأرباح، حيث أن استخدام متغير مستوى الأرباح يؤدي إلى انخفاض خطأ قياس الأرباح غير المتوقعة مقارنة مع متغير التغير في الأرباح كما أن الأخير يفسر التغير في عوائد الأسهم بنسبة 10-15% فقط وأن علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم غير ثابتة عبر الزمن ومعاملاتها غير مستقرة.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي للمعايير المحاسبية الدولية، المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وجودة القوائم المالية

مقدمة الفصل.

- المبحث الأول: مدخل إلى المعايير المحاسبية الدولية.
- المبحث الثاني: أهمية المعايير المحاسبية وخصائصها.
- المبحث الثالث: القوائم المالية.
- المبحث الرابع: المعلومات المحاسبية وجودتها والعوامل المؤثرة فيها.
- المبحث الخامس: عرض القوائم المالية وجودتها.

خلاصة الفصل.

مقدمة

تزايدت الحاجة إلى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية International Financial Reporting Standards "IFRS" في ظل الاقتصاد العالمي وعمولة أسواق رأس المال والتطورات المتلاحقة في تكنولوجيا المعلومات ونشر التقارير المالية على شبكة الانترنت. فقد بدأ مجلس معايير المحاسبة الدولية منذ عام 2001 بتطوير مجموعة موحدة ذات جودة عالية ومقبولة دولياً من معايير التقارير المالية باعتبارها أحد ضوابط إنتاج معلومات شفافة وكاملة تعكس بوضوح الوضع الحقيقي للشركات بهدف حماية أصحاب المصالح من ناحية وإعلام الأسواق المالية من ناحية أخرى.

وقد أكدت العديد من أدبيات الفكر المحاسبي (Bruce et al, 2014, Joane et al, 2013, Philip et al; 2014) على أن تبني معايير التقارير المالية الدولية باعتبارها معايير عالمية تساهم في تخفيض الاختلافات بين هذه التقارير في الدول المختلفة، وتدعيم قابلية المعلومات المالية للمقارنة، وتحسين قدرتها التفسيرية كمؤشر لأداء الشركة، وتخفيض تكلفتها وتحسين الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات، وزيادة جودة التقارير المالية وكما تعطي للإدارة فرصة كبيرة للحد من ممارسات إدارة الأرباح وعمليات الغش المرتبطة بالتنبؤات وهو ما أشارت إليه دراسة (Joane et al, 2013) بقولها IFRS Gives Managers Greater opportunities to manipulate their and hence meet analysts forecasts. لذا أصبح التوافق (Convergence) مع هذه المعايير ضرورة حتمية لتعزيز الاستقرار الاقتصادي العالمي والاندماج فيه، كما أن هذا التوافق يشجع المستثمرين على الاستثمار خارج دولهم حيث يهتم المستثمرون بأن تكون المعلومات المالية ملائمة وموثوق منها ومفصح عنها في الوقت المناسب وقابلة للمقارنة.

مع أهمية هذه المعايير الدولية انتهجت العديد من الدول سياسة التوافق مع هذه المعايير حيث أصبح تبنيها أمراً ضرورياً ولا يمكن تجاهله. فعلى المستوى الدولي أصدر الاتحاد الأوروبي عام 2002 تشريعاً بإلزام الشركات المسجلة في دول الاتحاد بإعداد قوائمها المالية على أساس IFRS اعتباراً من أول جانفي 2005 كما قدمت SEC في الولايات المتحدة الأمريكية اقتراحاً بخارطة طريق يقضي بتطبيق IFRS في عام 2014. كما أوصت المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية The International Organization of Securities Commissions بتطبيق معايير التقارير المالية الدولية لإمكانية تداول الأوراق المالية عبر الحدود من أجل المصلحة العامة.

المبحث الأول: مدخل إلى المعايير المحاسبية الدولية

المطلب الأول: عوامل التوحيد المحاسبي الدولي

حتى نهاية الثمانينيات اقتصر مجال ممارسة معظم الدول لنشاطها المتعلق بالتوحيد على النطاق الوطني حيث كان تأثير الخارج ضعيفا، ولكن خلال الربع الأخير من القرن العشرين طرأ تغيير ملحوظ فمع ظهور العولمة وتعدد التبادلات ثم تأسيس العديد من الهيئات الدولية للتوحيد.

بدأ الاهتمام المتزايد في وضع قواعد محاسبية من قبل الهيئات المهنية منذ بداية النصف الثاني من القرن الماضي حيث لم يكن هناك قواعد مشتركة علمية يجري تطبيقها من قبل ممارسي مهنة المحاسبة وكانت كل هيئة في كل من الدول الصناعية تضع القواعد المحاسبية الخاصة بها والتي ترى أنها تتلاءم مع مفاهيمها المحاسبية.

إن أهمية معايير المحاسبة والتدقيق جعلت المنظمات المهنية في كثير من دول العالم تهتم بوضع معاييرها، ولعل من أهم هذه المنظمات في هذا المجال مجمع المحاسبين القانونيين في الولايات المتحدة الأمريكية AICPA الذي بادر إلى وضع معايير للتدقيق منذ عام 1939 كما تم تشكيل هيئة أو مجلس لمعايير المحاسبة المالية FASB في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1973 لتطوير لصيغة المبادئ المحاسبية المقبولة عموما GAAP التي بدأ العمل بها منذ عام 1932¹.

المطلب الثاني: تشكيلة وعمل مختلف هيئات معايير المحاسبة الدولية

وفيما يلي نستعرض مختلف الهيئات التي ساهمت في إنشاء وتطور المعايير المحاسبية الدولية²:

1- نشأة وتطور لجنة معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standards Committee

تعتبر لجنة معايير المحاسبة الدولية منظمة مستقلة تهدف إلى إعداد معايير يمكن استخدامها من قبل المؤسسات عند إعداد القوائم المالية في جميع أنحاء العالم، وقد تم تأسيس هذه اللجنة في 29 جوان 1973 إثر اتفاق بين المنظمات المحاسبية القائمة في كل من أستراليا، كندا، فرنسا، ألمانيا، اليابان، هولندا، المملكة المتحدة، أيرلندا، الولايات المتحدة الأمريكية. وذلك من أجل تحقيق جملة من الأهداف:

¹ مأمون حمدان: مقدمة عن معايير المحاسبة الدولية، على الرابط <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=1500>

² مرزوقي مرزقي، حولي محمد: مجلس معايير المحاسبة الدولية كهيئة منادية للتوحيد المحاسبي، الملتقى الدولي حول "الاصلاح المحاسبي في الجزائر"، 29 و30 نوفمبر 2011.

- إعداد ونشر معايير محاسبية لأجل الصالح العام، ذات نوعية عالية وقابلة للفهم والتطبيق في العالم كله، وتلتزم بتوفير معلومات شفافة وقابلة للمقارنة في القوائم المالية، من أجل مساعدة المتعاملين في الأسواق المالية في العالم والمستعملين الآخرين في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية.
- الحث على الاستعمال والتطبيق لهذه المعايير.

وفيما يلي نتطرق إلى التطورات التاريخية للجنة معايير المحاسبة الدولية منذ نشأتها إلى غاية إعادة هيكلتها سنة 2001، وتنقسم إلى مرحلتين:

• المرحلة الأولى (1973-1992)

تميزت هذه الفترة بتغيرات هيكلية واسعة وانضمام العديد من البلدان، مع إعداد مجموعة من المعايير المحاسبية:

- ◀ في سنة 1974 انضم 6 أعضاء مشاركين إلى عضوية اللجنة، وتم إصدار المعيار المحاسبي الدولي رقم 01 الخاص بالإفصاح عن السياسات المحاسبية.
- ◀ في سنة 1976 مول محافظو البنوك المركزية للدول العشر الكبرى مشروع إصدار معيار محاسبي دولي خاص بالقوائم المالية للبنوك، وهو ما يعد نقطة إيجابية في مسار تعميم تطبيق المعايير المحاسبية.
- ◀ في سنة 1977 تأسس الاتحاد الدولي للمحاسبين **IFAC** وهي هيئة تضم هيئات المحاسبة والمراجعة للدول الأعضاء في اللجنة والهيئات المهنية للدول المختلفة، وأسندت له مهمة إصدار قواعد السلوك المهني، وإصدار معايير المراجعة الدولية ورقابة الجودة ومناقشة أي تعديل في اللوائح التنظيمية للجنة معايير المحاسبة الدولية.
- ◀ انطلاقاً من سنة 1984 بدأت الاهتمامات الدولية لتوحيد وتوفيق المعايير المحاسبية، والبحث عن سبل حماية المستثمر خصوصاً مع تطور أسواق رؤوس الأموال وظهور منتجات مالية جديدة، وعلى إثر ذلك عقدت عدة مؤتمرات دولية نظمتها كل من منظمة التنمية والتعاون الدولي، الجمعية الدولية للأوراق المالية وهيئة تداول الأوراق المالية الأمريكية **SEC**.
- ◀ أما في سنة 1986 فقد انضم ممثل هيئة المحللين الماليين لعضوية مجلس إدارة اللجنة الدولية.
- ◀ في سنة 1987 انضمت المنظمة الدولية للبورصات العالمية إلى المجموعة الاستشارية للجنة الدولية، وهو ما أعطى حافزاً لتطوير أعمال هذه الأخيرة وكسب صدى عالمي ونوع من الاستقلالية عن الاتحاد الدولي للمحاسبين.

◀ في سنة 1988 تواصل الدعم الدولي للجنة بدخول مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB كملاحظ.

◀ في سنة 1989 حثت جمعية الخبراء الاستشاريين الأوروبية الدول الأوروبية المشاركة الفعلية في أنشطة اللجنة الدولية وهو نفس ما نصح به الاتحاد الدولي لمحاسبي المؤسسات العمومية.

◀ سنة 1990 فقد تميزت بانضمام الاتحاد الأوروبي إلى اللجنة الاستشارية، وتم تقنين حدود العلاقة بين الاتحاد الدولي للمحاسبين وبين اللجنة.

◀ وفي سنة 1991 قدم مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB عرضا لدعم اللجنة الدولية.

• المرحلة الثانية (1993-2001)

عملت اللجنة على إقرار المعايير التي تصدرها، ولقد نجحت في ذلك إذ أقرت المنظمة الدولية للبورصات العالمية المعيار المحاسبي الدولي IAS 7 الخاص بقائمة التدفقات النقدية، وتم الاتفاق على إعداد مجموعة معايير عصب المحاسبة وحدد تاريخ الانتهاء من المشروع سنة 1999 ليقدّم التاريخ إلى 1998.

◀ في سنة 1994 أقرت المنظمة 14 معيار من معايير اللجنة الدولية، وفي السنة ذاتها قبلت هيئة تداول الأوراق المالية الأمريكية 3 معايير دولية، كما وافق البنك الدولي على تمويل مشروع لإصدار معيار خاص بالمحاسبة الزراعية.

◀ سنة 1998 أصدرت كل من بلجيكا، فرنسا، ألمانيا قوانين تسمح للشركات الكبرى استخدام المعايير الدولية، وعرفت نفس السنة دخول أعضاء جدد للجنة الدولية ليصبح عدد أعضائها حوالي 100 دولة.

◀ وتواصل الدعم الدولي لما تصدره اللجنة من معايير سنة 1999 من طرف وزراء مالية الدول الصناعية السبعة، المنظمة الأوروبية للخبرة الاستشارية، هيئات المراجعة والمحاسبة للدول الأوروبية والآسيوية.

◀ أما سنة 2000 فقد عرفت مصادقة البرلمان الأوروبي على قانون يلزم المؤسسات المدرجة في البورصات الأوروبية تطبيق معايير المحاسبة الدولية في أجل أقصاه 2005، ومدد الأجل إلى 2007 للمؤسسات التي تطرح سندات فقط وأعلنت "لجنة بازل" دعمها للمعايير الدولية، وفي نفس السنة أبدت منظمة البورصات العالمية قبولها ل 30 معيار وهو ما يعد تأكيدا قاطعا على مصداقية معايير اللجنة ودعما قويا للعمل الدولي.

◀ وفي جويلية 2000 أقرت الأمم المتحدة بعد اجتماع محاسبي مختلف الدول في سويسرا، أن تطبيق المعايير المحاسبية الدولية هو في صالح كل من البلدان الناشئة ودول العالم الثالث لدعم التنمية الاقتصادية.

◀ وفي 01 أبريل 2001 تم اعتماد مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB كبديل IASC ، ومنذ ذلك الوقت أصبحت المعايير المصدرة من طرف المجلس تسمى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS بدل من معايير المحاسبة الدولية IAS.

لقد تميزت هذه المرحلة بإجماع دولي أكبر وبإصدار معايير تلمس جوانب حساسة نتجت جراء التطورات العالمية وعرفت هذه المرحلة أيضا إعادة الهيكلة لتتحول إلى مجلس معايير المحاسبة الدولية المسئول الأول عن إعداد المعايير المحاسبية. حيث تم إصدار أول معيار من نوع IFRS، وذلك في 19 جوان 2003 ليمثل الإطار النظري الجديد للعمل المحاسبي الدولي.

2- تشكيلة وعمل مجلس معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standards Board

أكملت لجنة معايير المحاسبة الدولية عملها سنة 1998، وبدأت لاحقا جهودا جديدة موجهة لدراسة قضايا وضع المعايير التي سبق بيانها، ولهذا الغرض شكل مجلس اللجنة جهة لوضع استراتيجية العمل لدراسة ما يجب أن تكون عليه استراتيجية لجنة معايير المحاسبة الدولية وهيكلتها لمواجهة التحديات الجديدة. وقد أصدرت هذه المجموعة سنة 1998 ورقة نقاش بعنوان " تشكيل لجنة معايير المحاسبة الدولية لمواجهة تحديات المستقبل "، حددت مقترحاتها لتغيير هيكل اللجنة وقد تم تسلم التعليقات حول الموضوع خلال مطلع سنة 1999 وتم اصدار التقرير النهائي، حيث وافق مجلس اللجنة في مارس 2000 بالإجماع على دستور جديد لإعادة هيكلتها. وفي 01 أبريل 2001 تم استبدال IASC ب مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB وحولت المسؤولية عن وضع المعايير إليه.

3- مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

هي مؤسسة غير حكومية، مستقلة، غير ربحية تعمل للصالح العام، كانت تسمى سابقا مؤسسة لجنة معايير المحاسبة الدولية IASCF تم إنشاؤها في فيفري 2001، ليتم تعديل القوانين الخاصة بها في فيفري 2010، تعتبر المؤسسة الرئيسية لمجلس معايير المحاسبة الدولية IASB. تتكون من 22 أمينا (Les trustees) تتمثل مهامهم في تأمين الوظائف والتمويل وتعيين أعضاء مجلس معايير المحاسبة الدولية¹.

يتم اختيار الأمانة من قبل لجنة التعيين، ويشترط في تركيبة الأعضاء أن تكون ممثلة للأسواق المالية العالمية والتنوع في الأصول الجغرافية والمهنية وذلك حسب التوزيع التالي:

¹ www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 2012-12-08.

- 06 أعضاء من آسيا.
- 06 أعضاء من أوروبا.
- 06 أعضاء من أمريكا الشمالية.
- 01 من إفريقيا.
- 01 من أمريكا الجنوبية.
- 02 من باقي أنحاء العالم.

يتم تعيين الأمناء لمدة 03 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، كما أن 05 أعضاء من بين 22 يتم تعيينهم من قبل الاتحاد الدولي للمحاسبين **IFAC**.

تتمثل مهام الأمناء فيما يلي:

- ✓ دراسة واستعراض المسائل التي تؤثر على الاستراتيجية العامة فيما يخص المعايير الدولية.
- ✓ تحديد إجراءات عمل وتنظيم كل من IASB ولجنة تفسير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية والمجلس الاستشاري للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.
- ✓ الموافقة على التعديلات التي أدخلت على القوانين والتي تتوافق مع المجلس الاستشاري.
- ✓ تحديد ميزانية مجلس معايير المحاسبة الدولية وضمان عمله.
- ✓ تقييم استراتيجية وفعالية IASB.

ومن ناحية أخرى تبقى مسؤولية إعداد المعايير الدولية من اختصاص مجلس معايير المحاسبة الدولية وليس من قبل الأمناء وتتكون مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية من عدة لجان تتمثل فيما يلي:

- ◀ لجنة التدقيق comité d'audit.
- ◀ لجنة التعليم comité chargé de l'éducation.
- ◀ اللجنة التنفيذية comité exécutif.
- ◀ اللجنة المالية comité financier.
- ◀ لجنة التمويل الطويل الأجل comité chargé du financement à long terme.
- ◀ لجنة التعيين comité de nomination.
- ◀ لجنة مراجعة الاجراءات comité de révision des procédures.

وفي يناير 2009 تم اضافة لجنة المراقبة comité de surveillance لضمان الوظائف الرئيسية والتأكد من أن الأمناء يمارسون مهامهم على النحو الذي حدده الدستور والموافقة على تعيين الأمناء.

4- مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB

هو هيئة مستقلة مكلفة بإعداد معايير المحاسبة الدولية /المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IAS/IFRS، حل محل لجنة معايير المحاسبة الدولية في أبريل 2001. يتكون من 16 عضوا يتم تعيينهم لمدة 5 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة والمؤهّل الأساسي لهم هو الكفاءة المهنية والخبرة العملية، ويجب أن يتأكد الأمناء أن المجلس لا تسيطر عليه أي مصالح إقليمية أو تنظيمية محددة بحث يجب أن يكون لديهم خلفية كمدققين ممارسين للمهنة، لديهم خلفية عن إعداد القوائم المالية واستخدامها وخلفية أكاديمية.

وتتمثل مهام مجلس معايير المحاسبة الدولية فيما يلي¹:

- ◀ إصدار وتطوير معايير محاسبية عالية الجودة وموحدة.
- ◀ العمل على ضمان حسن استخدام المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.
- ◀ الموافقة على التفسيرات الخاصة بالمعايير المقدمة من طرف لجنة تفسير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.

5- المجلس الاستشاري للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

المجلس الاستشاري للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ويسمى أيضا المجلس الاستشاري لمعايير المحاسبة الدولية SAC، يتكون المجلس من 40 عضوا يتم تعيينهم من قبل الأمناء لمدة 3 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، يتمتعون بخلفيات وظيفية وجغرافية مختلفة.

وتتمثل مهام ومسؤوليات المجلس فيما يلي:

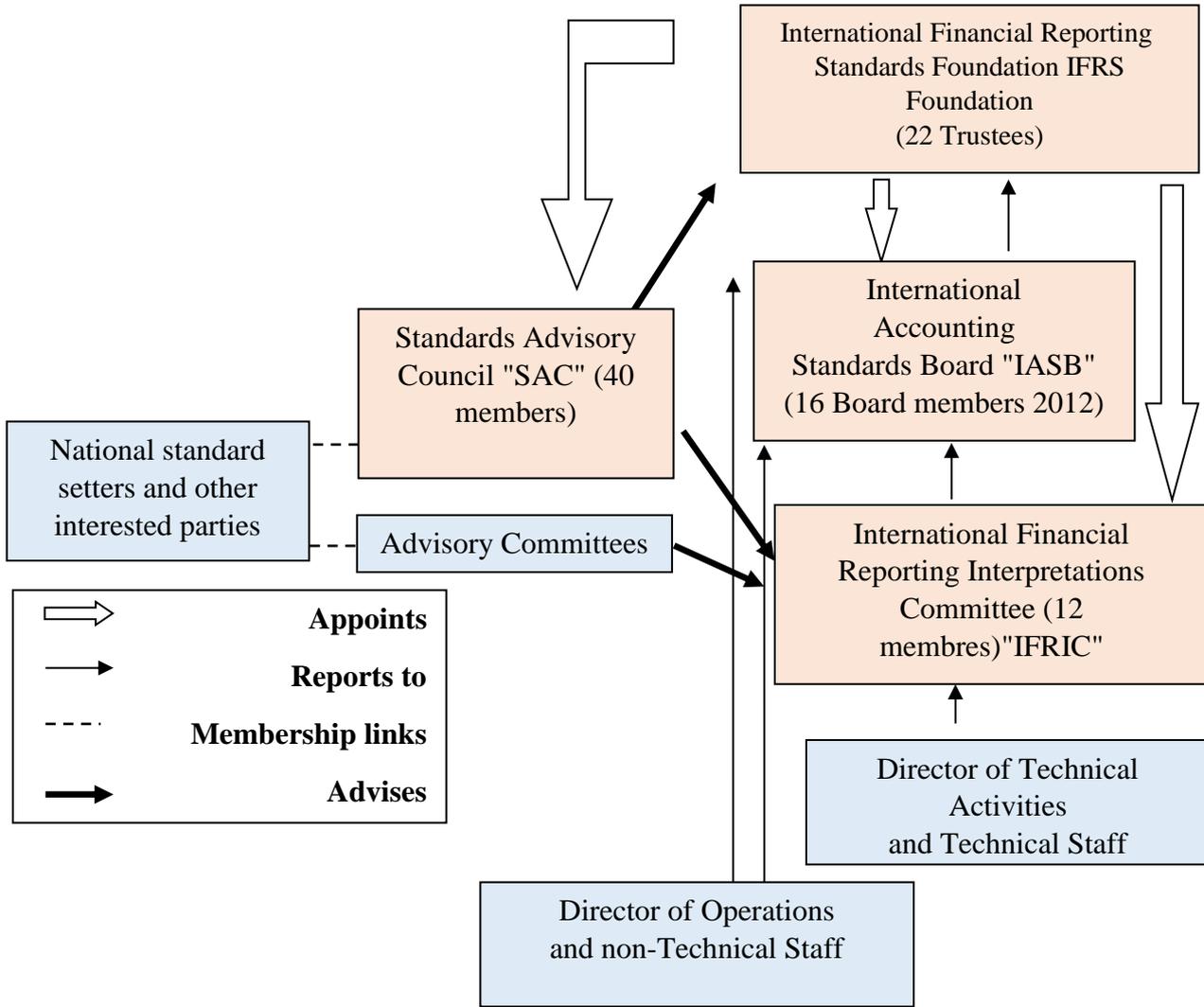
- ◀ إبداء الرأي لمجلس معايير المحاسبة الدولية فيما يخص الأولويات وبرامج العمل.
- ◀ إعلام المجلس برؤى الهيئات والخواص المنتمين للمجلس الاستشاري فيما يخص المشروعات الهامة التي تتعلق بإصدار المعايير.
- ◀ تقديم النصائح بصفة عامة فيما يخص كل من مجلس معايير المحاسبة والأمناء.

¹ www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 08-12-2012 .

6- لجنة تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

كانت تسمى سابقاً **SIC** ليتم تغييرها إلى لجنة تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في فيفري 2010، تتكون هذه اللجنة من 14 عضو يتم تعيينهم من قبل الأمناء لمدة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد. وتهتم هذه اللجنة بتفسير بعض النقاط الخاصة بمعايير المحاسبة الدولية والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية الموجودة وإعداد ونشر مشاريع تفاسير أودعت للإثراء بين الجمهور المهتمين لإتمام عملية التفسير كما يتم التنسيق والتعاون مع هيئات التوحيد الوطنية لضمان الحلول اللازمة¹.

شكل رقم 01: مختلف هيئات معايير المحاسبة الدولية



المصدر: مجلس معايير المحاسبة الدولية "IASB"

¹ www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 2012-12-08.

وتختلف المعايير عن الاجراءات فالمعايير لها صفة الارشاد العام أو التوجيه، بينما تتناول الإجراءات الصيغة التنفيذية لهذه المعايير على حالات تطبيقية معينة.

لقد جاءت كلمة معيار ترجمة لكلمة Standard الانجليزية وتعني القاعدة المحاسبية ويميل المحاسبون الى استخدام معيار محاسبي¹. ويقصد بكلمة معيار في اللغة بأنها نموذج يوضع، يقاس على ضوءه وزن شيء أو طوله أو درجة جودته، أما في المحاسبة فيقصد بها المرشد الأساسي لقياس العمليات والأحداث والظروف التي تؤثر على المركز المالي للمؤسسة ونتائج أعمالها وإيصال المعلومات إلى المستفيدين.

والمعيار بهذا المعنى يتعلق عادة بعنصر محدد من عناصر القوائم المالية أو بنوع معين من أنواع العمليات أو الأحداث أو الظروف التي تؤثر على المركز المالي للمؤسسة ونتائج أعمالها.

وقد عرفت لجنة القواعد الدولية القاعدة المحاسبية بأنها " عبارة عن قواعد ارشادية يرجع اليها المهنيون لدعم اجتهاداتهم واستلهم حكمتهم، ولكنها لا تلغي الاجتهاد أو الحكمة أبدا، كما أنها وصف مهني رفيع المستوى للممارسات المهنية المقبولة وتهدف الى تقليل درجة الاختلاف في التعبير أو الممارسة في الظروف المتشابهة، وتعتمد كإطار عام لتقييم نوعية وكفاءة العمل الفني ولتحديد طبيعة وعمق المسؤولية المهنية".

يمكن تعريف المعيار المحاسبي بأنه مقياس أو نموذج أو مبدأ أساسي يهدف إلى تحديد أساس الطريقة السليمة لتحديد وقياس وعرض والإفصاح عن عناصر القوائم المالية وتأثير العمليات والاحداث والظروف على المركز المالي للمنشأة ونتائج أعمالها، ويرتبط المعيار المحاسبي عادة بعنصر محدد من عناصر القوائم المالية مثل معيار الأصول الثابتة أو نتائج أعمالها مثل معيار الإيرادات أو بنوع معين من أنواع العمليات مثل معيار الاستثمار في الأوراق المالية أو الأحداث أو الظروف التي تؤثر على المركز المالي للمنشأة ونتائج أعمالها مثل معيار الأمور الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية المالية².

2- أهداف إصدار معايير المحاسبة الدولية/المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية³

¹ نشأة ومفهوم معايير المحاسبة الدولية على الرابط <http://kenanaonline.com.pdf>.

² معايير المحاسبة المالية على الرابط <http://www.abahe.co.uk/b/international-marketing/international-marketing-.075.pdf>.

³ يوسف محمود جربوع وسالم عبد الله حلس: المحاسبة الدولية مع التطبيق العملي لمعايير المحاسبة الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن 2002، ص رقم 22 و 23.

- إعداد ونشر المعايير المحاسبية التي يتم الاسترشاد بها عند إعداد وتجهيز القوائم والبيانات المالية بما يحقق المصلحة العامة مع العمل على القبول الدولي لهذه المعايير وتطبيقها عالميا.
- العمل على التحسين والتنسيق بين الأنظمة والقواعد والإجراءات المحاسبية المرتبطة بإعداد وعرض القوائم المالية.

ويتم تحقيق الهدفين الرئيسيين السابقين من خلال الهيئات المختصة والذين يعملون على إصدار ونشر المعايير المحاسبية الدولية بالدول التي ينتمون إليها وأن يبذلوا عنايتهم الخاصة لتحقيق ما يلي:

- ✓ التأكد من أن القوائم المالية المنشورة قد أعدت وعرضت بما يتفق مع معايير المحاسبة الدولية والإفصاح عن ذلك.
- ✓ اقناع الحكومات والشركات والجهات المعنية بوضع المعايير المحاسبية بالالتزام بمعايير المحاسبة الدولية.
- ✓ اقناع الهيئات الرسمية المشرفة على أسواق المال والمنظمات التجارية والصناعية بضرورة إلزام الوحدات الخاضعة لإشرافها أو التابعة لها بتطبيق معايير المحاسبة الدولية مع الإفصاح عن مدى تنفيذ هذا الالتزام.
- ✓ اقناع مراجعي الحسابات الخارجيين بالتحقق من مدى قيام الشركات بإتباع معايير المحاسبة الدولية عند إعداد وتجهيز القوائم المالية.
- ✓ العمل على اكتساب الدعم الدولي لقبول وتطبيق معايير المحاسبة الدولية.

3- الشكل التقليدي لمعايير المحاسبة

إن الدارس للمعايير المحاسبية يتضح له أن المعيار المحاسبي غالبا ما يتضمن الفقرات الرئيسية التالية:

- ◀ مقدمة المعيار.
- ◀ التعريف بالمصطلحات المحاسبية المستخدمة في المعيار.
- ◀ شرح المعيار.
- ◀ موضوع المعيار.
- ◀ الإفصاح.
- ◀ أحكام انتقالية (وذلك للمعايير التي تحتاج إلى فترة زمنية لتطبيقها وتحدد الأحكام الانتقالية في تلك الحالة ما يجب على الشركات أن تقوم به خلال تلك الفترة لحين تطبيق المعيار).
- ◀ تاريخ بدء سريان المعيار.

المبحث الثاني: أهمية المعايير المحاسبية الدولية وخصائصها

المطلب الأول: أهمية المعايير المحاسبية الدولية

تكمن أهمية المعايير المحاسبية في الدور الذي تلعبه في التوافق المحاسبي الدولي في سبيل الحصول على كشوفات مالية تتضمن معلومات محاسبية تتصف بالثبات والموثوقية وتساعد في اتخاذ قرارات رشيدة من قبل المستخدمين، فهي ضرورية للأسباب الآتية¹:

- **المقارنة:** تتطلب عملية اتخاذ القرارات المقارنة بين مجموعة من البدائل، وهذه العملية تطلب كشوفات معدة وفق أسس موحدة، وبما أن هدف المحاسبة هو توفير معلومات مفيدة لصنع القرارات لذا فإن المعايير المحاسبية تسهل عملية المقارنة عن طريق توحيد الأسس التي تعد بموجبها تلك الكشوفات.
- **كلفة معالجة المعلومات المحاسبية:** إن توحيد الأسس لإعداد الكشوفات هو ضروري لمتخذي القرارات، فإذا كانت الكشوفات المحاسبية معدة وفق أسس مختلفة ومتعددة، عندئذ يحتاج متخذ القرار لطريقة معينة لتوحيد أسس إعدادها وهذا من شأنه أن يكلف متخذ القرار كلفة إضافية لمعالجة هذه الكشوفات التي من الممكن الاستغناء عنها إذا كانت الأسس موحدة عن طريق المعايير المحاسبية.
- **القدرة على فهم المعلومات:** معظم مستخدمي الكشوفات المالية لديهم قدرة محددة في فهم المعلومات المحاسبية فإذا تم إعداد هذه الكشوفات وفق أسس غير محددة يكون من الصعب على مستخدميها الاستفادة منها بشكل فعال في إجراء المقارنات بين الوحدات أو الفترات المالية للوحد نفسها.
- **الدعم المنطقي:** إن المعايير المحاسبية مدعومة منطقياً وتشير إلى نقاط التقاء المحاسبين، لأنه لا بد من وجود نوع من الالتقاء بينهم في العمل فالمعايير المحاسبية هي بمثابة نقطة الالتقاء حتى وإن كانوا يعملون في وحدات اقتصادية وبلدان مختلفة.
- **انسيابية الاستثمار بين البلدان:** للمعايير المحاسبية أهمية كبيرة في جذب الاستثمارات، فالمستثمر حتى يستثمر أمواله في مشروع معين لا بد أن يقوم بإجراء المقارنات بين المشاريع التي من الممكن الاستثمار فيها في مختلف البلدان، وإن أهم ما يسهل عمل المقارنة هو اتباع طرق محاسبية موحدة عند إعداد الكشوفات المالية وهذا ما توفره معايير المحاسبة الموحدة.

¹ حسن عبد الكريم سلوم، بتول محمد نوري: دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2010.

ويرى معظم الباحثون بأن وجود المعايير المحاسبية ضروري من حيث توحيد حسابات الفروع وجعل القرارات المتخذة في الشركات أكثر دقة ورصانة وتساعد على مقارنة التقارير المالية في الدول المختلفة، كما توفر المعايير إمكانية لتسجيل الشركات في الأسواق المالية الخارجية دون الحاجة إلى إعداد كشوفات مالية وفق أسس محاسبية متعددة وإنما يتم استخدام أسس موحدة.

كما تتأكد أهمية المعايير المحاسبية في النقاط التالية:

أ- بسبب عدم وجود سوق كفي للمعلومات المحاسبية في الواقع العملي يمكن اعتبار الشركة محتكرة احتكاراً طبيعياً للمعلومات المحاسبية، وبالتالي فإن عدم وجود معايير محاسبية سيجعل الشركة تتحكم في نوعية وكمية المعلومات وطريقة الإفصاح عنها وهذا من شأنه أن يترتب عليه الآتي:

1. اختلاف في الطرق والأسس المحاسبية التي تستخدمها الشركات لمعالجة العمليات والأحداث ذات الصلة المالية المتماثلة ومن تم يكون من الصعوبة إجراء المقارنة.

2. قد يتم استخدام أساليب غير كافية لقياس وعرض الأحداث المالية المتعلقة بالشركة مما يؤثر بشكل سلبي على اتخاذ القرارات المتعلقة بالتخطيط والرقابة وتقييم الأداء.

3. إن منح الإدارة كامل الحرية للإفصاح عن الأساليب المحاسبية التي تختارها أو التي تطبقها قد يؤدي إلى تعارض مصالح الفئات المختلفة وهذا من شأنه أن يقلل الثقة بالكشوفات المالية.

ب- بسبب الرغبة بتحقيق الأهداف الاجتماعية، حيث أن هدف المجتمع هو تحقيق التوزيع الأمثل لموارده على المشاريع الاستثمارية المتزاخمة على تلك الموارد، لذا يتعين حماية حقوق الأطراف المستفيدة من المعلومات المحاسبية كافة. وهذه الحماية يمكن أن تتم عن طريق الإفصاح العام عن فرص ونتائج الاستثمار للجميع والذي يساعد على تحقيق هذا الهدف هو وجود المعايير المحاسبية التي ستمنع استفادة البعض من المعلومات المحاسبية دون البعض الآخر، هذا من جانب ومن جانب آخر ستتجه الدولة للاستثمار في المجالات التي لا تحظى بإقبال كاف من جانب المستثمرين لخدمة الصالح العام للمجتمع.

المطلب الثاني: خصائص المعايير المحاسبية الدولية

هناك مجموعة من الخصائص الواجب توافرها في هذه المعايير حتى تحقق الفائدة من وجودها وهي كالتالي¹:

¹ حسن عبد الكريم سلوم، بتول محمد نوري: دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره.

- الاتساق المنطقي الداخلي والخارجي: فالمعايير يجب أن تكون متسقة منطقياً من الناحية الداخلية والخارجية مع عناصر البناء الفكري من أهداف ومفاهيم وفروض ومبادئ.
- الملائمة: باعتبار أن المعايير تعد من أهم أدوات التطبيق العملي، لذا يجب مراعاة كافة الظروف البيئية المحيطة عند إعدادها بحيث تكون ملائمة لواقع التطبيق العملي وهذا يتطلب الملائمة بين متطلبات الفكر والتطبيق.
- المرونة: بسبب عدم ثبات الظروف البيئية وتغيرها من وقت لآخر ومن مكان لآخر فالمعايير يجب أن تكون مرنة بحيث عملية إعدادها تعد عملية مستمرة وقابلة للتجديد والاضافة.
- الواقعية: يجب أن تكون نابعة من الواقع وتتلاءم مع الظروف البيئية المحيطة بها كما تكون متلائمة مع الأعراف المحاسبية السائدة.

فضلاً عن الخصائص المذكورة يمكن إضافة ما يلي:

- المفهومية: يجب أن تكون مفهومة من قبل المستخدمين ويتم ذلك عن طريق أخذ رأي الجهات المستفيدة عند إعدادها.
- الحيادية: يجب ألا يتم التحيز اتجاه بلوغ هدف محدد مقدماً لمصلحة طرف معين.
- الانسجام مع أهداف المحاسبة المالية: بحيث يتم صياغتها في ضوء أهداف المحاسبة المالية من توفير معلومات مفيدة لمتخذي القرارات.

المطلب الثالث: قائمة معايير المحاسبة الدولية/المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

قبل التطرق الى قائمة معايير المحاسبة الدولية والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يجدر الاشارة إلى:

- التسمية القديمة (1973-2001): معايير المحاسبة الدولية **IAS**.
- التسمية الحالية منذ 2001: المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية **IFRS**.

1- معايير المحاسبة الدولية من 01 الى 24

جدول رقم 01: معايير المحاسبة الدولية من 01 الى 24

N° Norme	Libellé
IFRS pour les PME	IFRS pour les PME
Cadre conceptuel	Cadre conceptuel
Cadre conceptuel (version 2) - Phase 1	Cadre conceptuel (version 2) - Phase 1 (objectifs et caractéristiques qualitatives de l'information financière)
Améliorations annuelles (2009-2011) des IFRS	Améliorations annuelles (2009-2011) des IFRS
Améliorations annuelles (2008-2010) des IFRS	Améliorations annuelles (2008-2010) des IFRS
Améliorations annuelles (2007-2009) des IFRS	Améliorations annuelles (2007-2009) des IFRS
Améliorations annuelles (2006-2008) des IFRS	Améliorations annuelles (2006-2008) des IFRS
IAS 1	عرض القوائم المالية
Amendements à IAS 1 "Présentation des postes des autres éléments du résultat global (OCI)"	Amendements à IAS 1 "Présentation des postes des autres éléments du résultat global (OCI)"
IAS 2	المخزون Stocks
IAS 7	قائمة التدفقات النقدية Etat des flux de trésorerie
IAS 8	Méthodes comptables, changements d'estimations comptables et erreurs صافي ربح وخسائر الفترة والأخطاء الأساسية والتغيرات في السياسات المحاسبية
IAS 10	الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية Evénements postérieurs à la période de Reporting
IAS 11	عقود المقاولات Contrats de construction
IAS 12	ضرائب الدخل Impôts sur le résultat
Amendements à IAS 12	Impôts différés : recouvrement des actifs sous-jacents
IAS 14	التقارير المالية للقطاعات Information sectorielle
Remplacée par IFRS 8 "Segments opérationnels".	
IAS 16	الممتلكات والمصانع والمعدات Immobilisations corporelles
IAS 17	عقود الإيجار Contrats de location
IAS 18	الإيراد Produits des activités ordinaires
IAS 19 (version applicable avant le 1er janvier 2013)	مناافع (version applicable avant le 1er janvier 2013) Avantages du personnel
IAS 19 (version applicable à compter du 1er janvier 2013)	Avantages du personnel (version 2013)
IAS 20	Comptabilisation des subventions publiques et informations à fournir sur l'aide publique محاسبة المنح الحكومية والإفصاح عن المساعدات الحكومية
IAS 21	آثار التغيرات في أسعار آثار التغيرات في أسعار Effets des variations des cours des monnaies étrangères
IAS 23	تكاليف الاقتراض Coûts d'emprunt
IAS 24	الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة Information relative aux parties liées

المصدر: www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 19-02-2012.

2- معايير المحاسبة الدولية من 26 الى 41

جدول رقم 02: معايير المحاسبة الدولية من 26 الى 41

IAS 26	المحاسبة والتقارير والمحاسبة والتقارير Comptabilité et rapports financiers des régimes de retraite عن برامج منافع التقاعد
IAS 27	القوائم المالية الموحدة Etats financiers consolidés et individuels
IAS 27 (2011)	القوائم المالية الفردية Etats financiers individuels
IAS 28	المحاسبة عن الاستثمارات في Participations dans des entreprises associées المنشآت الزميلة
IAS 28 (2011)	المحاسبة عن الاستثمارات في Participations dans des entreprises associées et des coentreprises الشركات المشتركة
IAS 29	التقارير Information financière dans les économies hyper inflationnistes المالية في الاقتصاديات ذات التضخم المرتفع
IAS 31	التقرير المالي عن الحصة في المشاريع Participations dans des coentreprises المشتركة **Supprimé par IFRS 11 "Accords conjoints"
IAS 32	الأدوات المالية : الإفصاح والعرض Instruments financiers : Présentation
Amendements à IAS 32 et à IAS 1	الأدوات المالية : الإفصاح والعرض Instruments financiers remboursables au gré du porteur et obligations à la suite d'une liquidation
Amendement à IAS 32	التصنيف Classement des émissions de droits
Amendements à IAS 32	التعويضات Compensation des actifs financiers et des passifs financiers
IAS 33	حصة السهم من الأرباح Résultat par action
IAS 34	التقارير المالية المرحلية Information financière intermédiaire
IAS 36	انخفاض قيمة الموجودات Dépréciation d'actifs
IAS 37	المخصصات ، الالتزامات Provisions, passifs éventuels et actifs éventuels والموجودات الطارئة
IAS 38	الموجودات غير الملموسة Immobilisations incorporelles
IAS 39	الأدوات المالية : الاعتراف والقياس Instruments financiers : comptabilisation et évaluation
Amendements IAS 39	عناصر قابلة للتغطية Eléments éligibles à la couverture
Amendements à IAS 39 et à IFRS 7	إعادة تصنيف Reclassement d'actifs financiers
Amendements à IAS 39 et à IFRIC 9	المنتجات Dérivés incorporés
IAS 40	الممتلكات الاستثمارية Immeubles de placement
IAS 41	الزراعة Agriculture

المصدر: www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 19-02-2012.

3- المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

جدول رقم 03: المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

N° Norme	Libellé
IFRS 1	Première adoption des IFRS تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية لأول مرة
Amendements à IFRS 1	Exemptions additionnelles pour les premiers adoptants
Amendements à IFRS 1	Exemption limitée de l'obligation de fournir des informations comparatives selon IFRS 7 par les premiers adoptants
Amendements à IFRS 1	Hyperinflation grave et suppression des dates d'application ferme pour les nouveaux adoptants
Amendement à IFRS 1	Prêts gouvernementaux
IFRS 2	Paiement fondé sur des actions الدفع على أساس الأسهم
Amendement à IFRS 2	Conditions d'acquisition et annulations
Amendements à IFRS 2	Transactions intragroupes dont le paiement est fondé sur des actions et qui sont réglées en trésorerie
IFRS 3	Regroupements d'entreprises تجميع الأعمال
IFRS 4	Contrats d'assurance عقود التأمين
Amendements à IFRS 4 et à IFRS 7	Amélioration des informations à fournir sur les instruments financiers
IFRS 5	Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées الأصول غير المتداولة المحتفظ بها برسم البيع والعمليات المتوقفة
IFRS 6	Prospection et évaluation de ressources minérales استكشاف وتقييم الموارد المعدنية
IFRS 7	Instruments financiers : informations à fournir الأدوات المالية : الإفصاح
Amendements à IFRS 7 et à IFRS 4	Amélioration des informations à fournir sur les instruments financiers
Amendement à IFRS 7	Informations à fournir - Transferts d'actifs financiers
Amendements à IFRS 7	Informations à fournir - compensation des actifs financiers et des passifs financiers
IFRS 8	Secteurs opérationnels القطاعات التشغيلية
IFRS 9	Instruments financiers (phase 1 : classification et évaluation des actifs financiers) الأدوات المالية
Compléments à IFRS 9	Instruments financiers (phase 1 : option à la juste valeur pour les passifs financiers)
Date de prise d'effet d'IFRS 9	Date de prise d'effet d'IFRS 9
IFRS 10	Etats financiers consolidés القوائم المالية الموحدة
Amendements : dispositions transitoires IFRS 10, 11 et 12	Amendements : dispositions transitoires IFRS 10, 11 et 12
Entités d'investissement : amendements IFRS 10, IFRS 12 et IAS 27	Entités d'investissement : amendements IFRS 10, IFRS 12 et IAS 27
IFRS 11	Partenariats الشراكات
IFRS 12	Informations à fournir sur les intérêts détenus dans d'autres entités الكشف عن الاهتمامات في كيانات أخرى
IFRS 13	Evaluation de la juste valeur تقييم القيمة العادلة

المصدر: www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 2012-02-19.

4- تفسيرات معايير المحاسبة الدولية

جدول رقم 04: تفسيرات معايير المحاسبة الدولية

N° Interprétation	Libellé
SIC 7	Introduction de l'euro
SIC 10	Aide publique – Absence de relation spécifique avec des activités opérationnelles
SIC 12	Consolidation – Entités ad hoc ** Supprimée par IFRS 10 "Etats financiers consolidés".
SIC 13	Entités contrôlées conjointement – Apports non monétaires par des entrepreneurs ** Supprimée par IFRS 11 "Accords conjoints".
SIC 15	Avantages dans les contrats de location simple
SIC 21 **	Impôt sur le résultat – Recouvrement des actifs non amortissables réévalués ** Supprimée par les amendements à IAS 12 « Impôts différés : recouvrement des actifs sous-jacents.
SIC 25	Impôt sur le résultat – Changements de statut fiscal d'une entité ou de ses actionnaires
SIC 27	Evaluation de la substance des transactions prenant la forme juridique d'un contrat de location
SIC 29	Informations à fournir – Accords de concession de services
SIC 31	Produits des activités ordinaires – Opérations de troc portant sur des services de publicité
SIC 32	Immobilisations incorporelles – Coûts liés aux sites web

المصدر: www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 19-02-2012.

5- تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

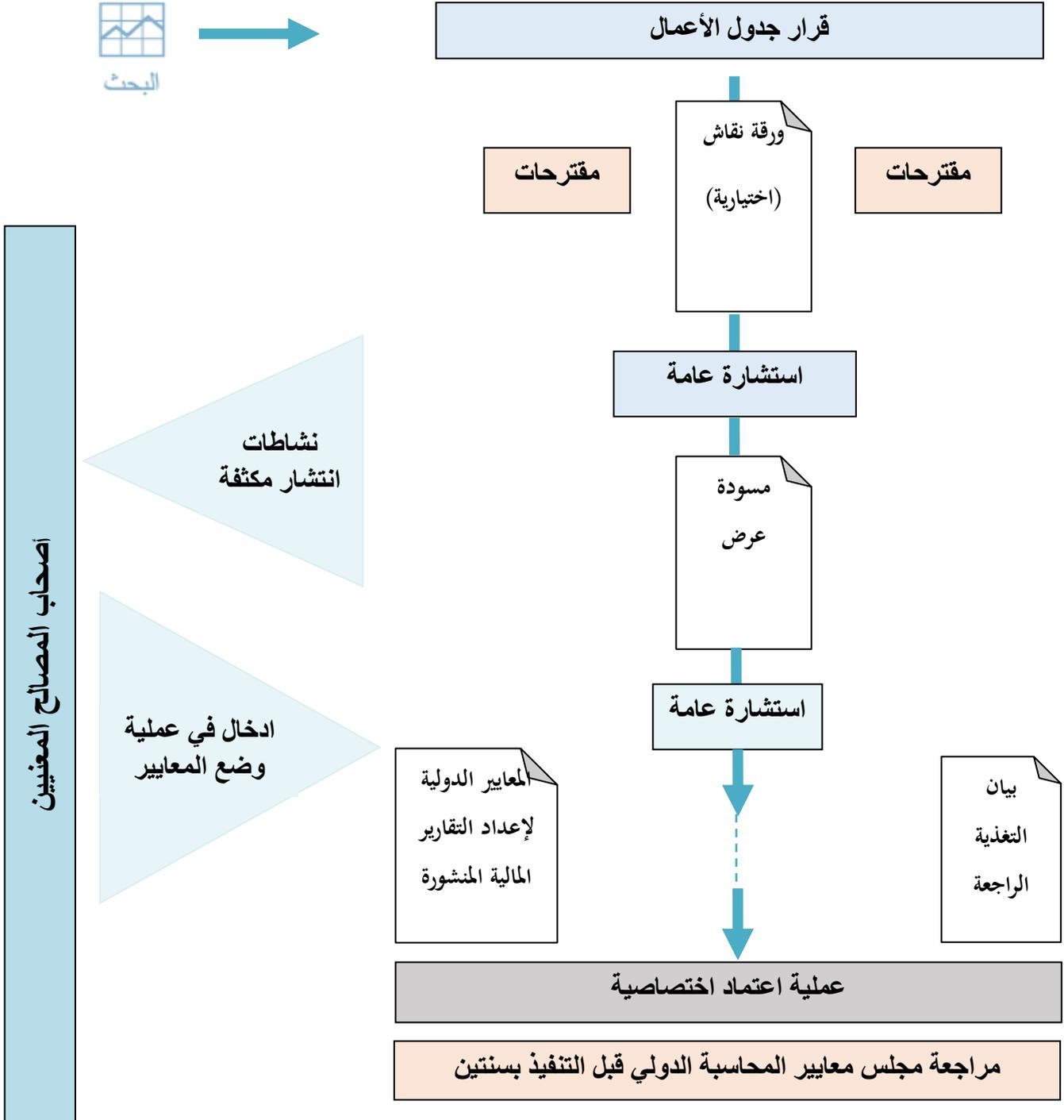
جدول رقم 05: تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

N° Interprétation	Libellé
IFRIC 1	Variation des passifs existants relatifs au démantèlement, à la remise en état et similaires
IFRIC 2	Parts sociales des entités coopératives et instruments similaires
IFRIC 4	Déterminer si un accord contient un contrat de location
IFRIC 5	Droits aux intérêts émanant de fonds de gestion dédiés au démantèlement, à la remise en état et à la réhabilitation de l'environnement
IFRIC 6	Passifs découlant de la participation à un marché déterminé - Déchets d'équipements électriques et électroniques
IFRIC 7	Application de l'approche du retraitement dans le cadre d'IAS 29 Information financière dans les économies hyper inflationnistes
IFRIC 8 **	Champ d'application d'IFRS 2 "Paiement fondé sur des actions" <i>** Supprimée par le règlement n° 244/2010 (23 mars 2010) qui introduit les dispositions dans IFRS 2</i>
IFRIC 9	Réévaluation de dérivés incorporés
Amendements à IFRIC 9 et à IAS 39	Dérivés incorporés
IFRIC 10	Information financière intermédiaire et pertes de valeur (dépréciation)
IFRIC 11 **	IFRS 2 - Actions propres et transactions intra-groupe <i>** Supprimée par le règlement n° 244/2010 (23 mars 2010) qui introduit les dispositions dans IFRS 2</i>
IFRIC 12	Accords de concession de services
IFRIC 13	Programmes de fidélisation de la clientèle
IFRIC 14	IAS 19 - Le plafonnement de l'actif au titre des régimes à prestations définies, les exigences de financement minimal et leur interaction
Amendements à IFRIC 14	Paiements d'avance d'exigences de financement minimal
IFRIC 15	Accords pour la construction d'un bien immobilier
IFRIC 16	Couvertures d'un investissement net dans une activité à l'étranger
IFRIC 17	Distributions d'actifs non monétaires aux propriétaires
IFRIC 18	Transferts d'actifs provenant de clients
IFRIC 19	Extinction de passifs financiers avec des instruments de capitaux propres
IFRIC 20	Frais de découverte engagés pendant la phase de production d'une mine à ciel ouvert

المصدر: www.focusifrs.com تاريخ الاطلاع عليه 19-02-2012.

ويوضح الشكل التالي كيفية تطوير معايير اعداد التقارير المالية ومعايير المحاسبة الدولية:

شكل رقم 03: كيفية تطوير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية



المصدر: www.ifrs.org تاريخ الاطلاع عليه 2012-12-07

المبحث الثالث: القوائم المالية

المطلب الأول: مفهوم القوائم المالية

تعتبر القوائم المالية أداة يمكن من خلالها أن نرى بوضوح الوضع المالي للشركة كما تسمح أيضا بتحديد الاتجاه الذي تسلكه ومعرفة درجة الاستقرار. تعطي القوائم المالية مثلا جيدا للمعلومات الجزئية المفصلة التي تعكس أداء الشركة، علما بأن القوائم المالية يمكن أن تعكس الاتجاه العام وبشكل موسع لقطاع الشركة عند ضم ذلك مع قوائم الشركات الأخرى في القطاع نفسه.

تهدف القوائم المالية إلى تقديم معلومات حول الوضع المالي والتغيرات التي تطرأ عليه وأداء الشركة بحيث تساعد هذه المعلومات عددا كبيرا من المستخدمين في اتخاذ القرارات الاقتصادية التي تعود بالمنفعة على الشركة.

ورد في الإطار النظري الذي أعدته لجنة معايير المحاسبة الدولية لإعداد القوائم المالية أن القوائم المالية تهدف إلى توفير معلومات حول المركز المالي، الأداء والتغيرات في المركز المالي للمؤسسة وتكون مفيدة لمستخدمين متنوعين في صنع القرارات الإدارية كذلك ورد في نفس الإطار ما يفيد أن القوائم المالية المعدة لذلك تلبي حاجة المعلومات لدى غالبية قراء القوائم المالية، ولكنها لا توفر كافة المعلومات الضرورية من أجل مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية لأنها تعكس الآثار المالية للأحداث السابقة ولا توفر معلومات غير مالية. ولكن القوائم المالية تظهر نتائج عمل الإدارة وتساعد على محاسبتها عن الموارد الموضوعة في عهدها مما يساعد قراء القوائم المالية على اتخاذ قراراتهم حول الاستمرار في الاستثمار في الشركة أو التنازل عنها وبيعها والاتجاه نحو شركة أخرى والتصويت على الإبقاء على الإدارة أو عزلها.

توصي لجنة البورصات والأوراق المالية الأمريكية "Securities and Exchange Commission" بتقديم أربعة قوائم مالية رئيسية للمساهمين وتمثل في¹:

- بيان (قائمة) الدخل **The Income statement**.
- الميزانية العمومية **The balance sheet**.
- بيان الأرباح المحتجزة **The statement of retained earnings**.
- قائمة التدفقات النقدية **The statement of cash flows**.

¹ Lawrence J. Gitman: **Principales of Managerial Finance**, tenth Edition, 2004, p 42.

ويتلو عادة التفصيل في الأجزاء السابقة جزء يتعلق بالإيضاحات على القوائم المالية وجدول التغيرات في الأموال الخاصة، إضافة إلى تقرير المراجع الخارجي (محافظ حسابات)، ويوضح كل جزء جانبا مختلفا من أداء الشركة.

المطلب الثاني: دور وأهداف القوائم المالية

تهدف القوائم المالية إلى تقديم معلومات حول الوضع المالي والتغيرات التي تطرأ عليه وأداء المؤسسة بحيث تساعد هذه المعلومات عددا كبيرا من المستخدمين في اتخاذ القرارات الاقتصادية التي تعود بالمنفعة على الشركة¹.

ورد في الإطار النظري الذي أعدته لجنة معايير المحاسبة الدولية لإعداد القوائم المالية أن القوائم المالية تهدف إلى توفير معلومات حول المركز المالي، الأداء والتغيرات في المركز المالي للمؤسسة وتكون مفيدة من أجل اتخاذ القرارات الاقتصادية (FASB, 1999, IASB, 2008).²

إن الهدف الأساسي للقوائم المالية هو تلبية احتياجات المستخدمين بالدرجة الأولى ولكن لا يمكن الاعتماد عليها فقط لأنها لا توفر جميع المعلومات التي تتعلق بالشركة، لأنها تتمثل في الناتج النهائي والأساسي للعمل المحاسبي ولكنها لا توفر كافة المعلومات الضرورية من أجل مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية لأنها تعكس الآثار المالية للأحداث السابقة ولا توفر معلومات غير مالية.

ويتحدد الهدف العام للقوائم المالية من خلال هدف المحاسبة وذلك بتوفير كافة المعلومات الضرورية والتي تلخص الأحداث المتعلقة بالشركة والتي تخدم مختلف الأطراف سواء الداخلية أو الخارجية كما تظهر القوائم المالية النتائج المترتبة عن مسؤولية الإدارة في الموارد التي تم استخدامها. كما تعطي القوائم المالية ملخص عن الوضع المالي وربحية الشركة على المدى القصير والبعيد.

باختصار إن الهدف الأساسي للقوائم المالية هو توفير معلومات مفيدة وصادقة عن وضعية الشركة من أجل استخدامها في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية³. لقد عرض الإطار المفاهيمي لمجلس معايير المحاسبة الدولية أن الهدف من القوائم المالية هو توفير المعلومات عن الوضع المالي والأداء والتغيرات في الحالة المالية للشركة التي تعتبر

¹ Eric Ducasse, Anne Jallet-Auguste, Stephane Ouvrard et autres : **Normes comptables internationales IAS-IFRS**, édition DE BOECK&LACIER, 2005, p 12.

² Ferdy van Beest, Geert Braam, Suzane Boelens: **Quality of Financial Reporting: measuring qualitative characteristics**, NiCE Working Paper 09-108, April 2009.

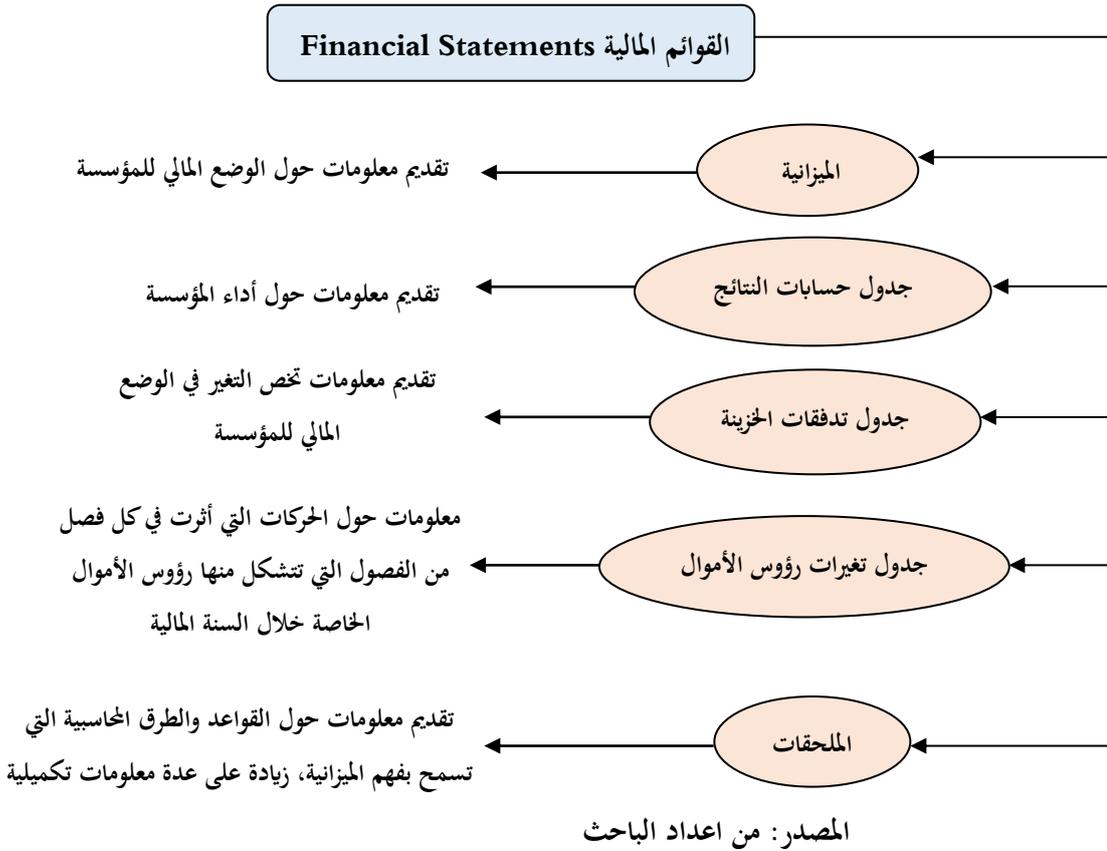
³ **Objectives of Financial Statements**, American Institute of Certified Public Accountants, October 1973, http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1970/1973_1001_TrueblodObjectives.pdf.

مفيدة لطائفة واسعة من المستخدمين لاتخاذ قراراتهم الاقتصادية، وبالأخص المستثمرين باعتبارهم الموردين الأساسيين لرأس المال، وبالتالي فإن تلبية احتياجاتهم من المعلومات وتتمثل فيما يلي¹:

- توفير المعلومات النافعة لتقدير احتمال تحقق تدفقات الخزينة وكذلك أهمية هذا التدفق وفترات حدوثه الممكنة.
- عرض الوضعية المالية للشركة وخصوصا الموارد الاقتصادية وكذلك الالتزامات وآثار العمليات والأحداث القابلة لتغيير الموارد والالتزامات وتعكس أداؤها.
- تبيين طرق المؤسسة في تحقيق وإنفاق السيولة باتجاه أنشطة الاستغلال وتمويل الاستثمارات.
- تقديم معلومات عن درجة وطرق تحقيق الأهداف المحددة من طرف المسيرين.

يلخص الشكل التالي باختصار دور القوائم المالية:

شكل رقم 04: دور القوائم المالية



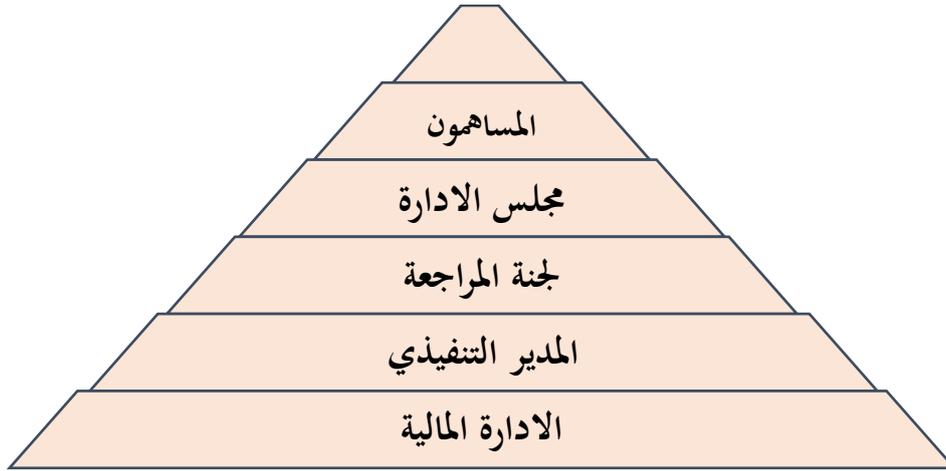
¹ منصورى الزين: أهمية اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وابعاد الإفصاح والشفافية، دراسة تحليلية تقييمية للنظام المحاسبي المالي الجديد المطبق في الجزائر، المنقذ الدولي حول "النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبية"، 13 و 14 ديسمبر 2011.

المطلب الثالث: مسؤولية إعداد القوائم المالية والمستفيدون منها

1- الأطراف المسؤولة عن إعداد القوائم المالية

يوضح الشكل التالي مختلف الأطراف المسؤولة عن إعداد القوائم المالية:

شكل رقم 05: مسؤولية إعداد القوائم المالية



المصدر: دور القوائم المالية في إدارة الأعمال على الرابط <http://www.chamber.org.sa.pdf>

2- المستفيدون من القوائم المالية

يوضح الجدول التالي الأطراف المستفيدة من القوائم المالية:

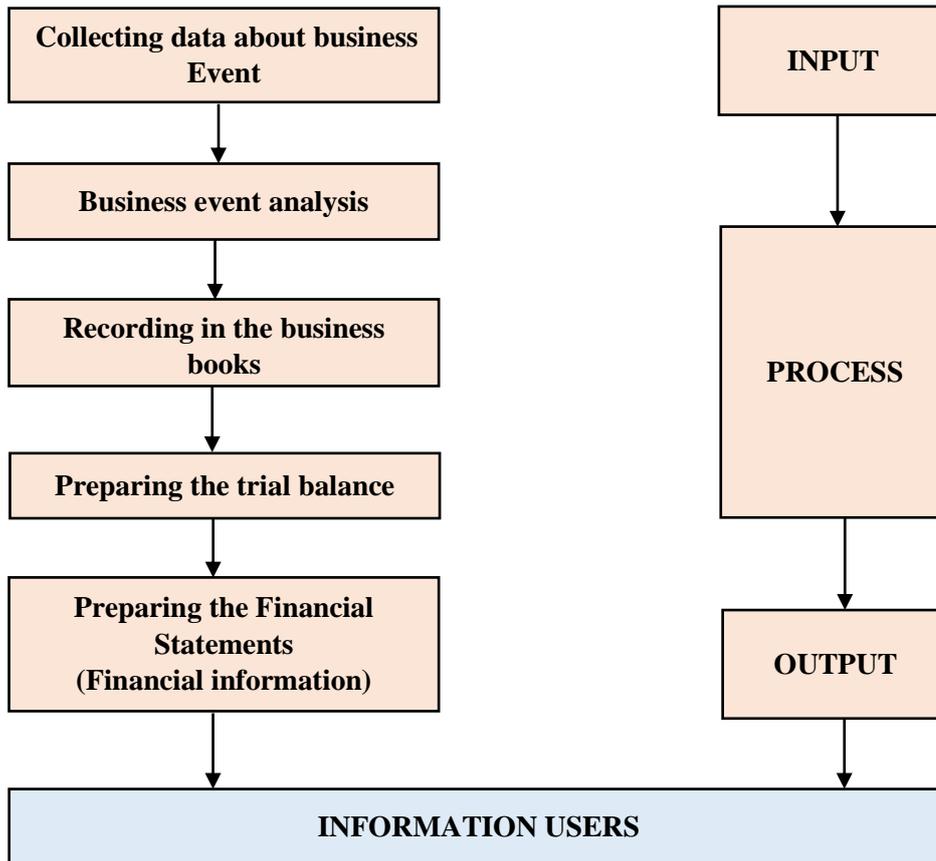
جدول رقم 06: الأطراف المستفيدة من القوائم المالية

اهتمام غير مباشر	اهتمام مباشر
- الدوائر الحكومية الرقابية.	- المستشارون الماليون والمرقبون.
- الوزارات الحكومية المسؤولة عن الاقتصاد الوطني.	- لجنة المراجعة.
- المجتمع ككل.	- مجلس الإدارة.
	- المقرضون الحاليون والمرقبون.
	- الدوائر الحكومية.
	- الموردون.
	- العملاء.
	- الموظفون، المساهمون.
	- المنافسون.

المصدر: دور القوائم المالية في إدارة الأعمال على الرابط <http://www.chamber.org.sa.pdf>

الشكل التالي يوضح مراحل وصول المعلومات والقوائم المالية لمختلف المستخدمين:

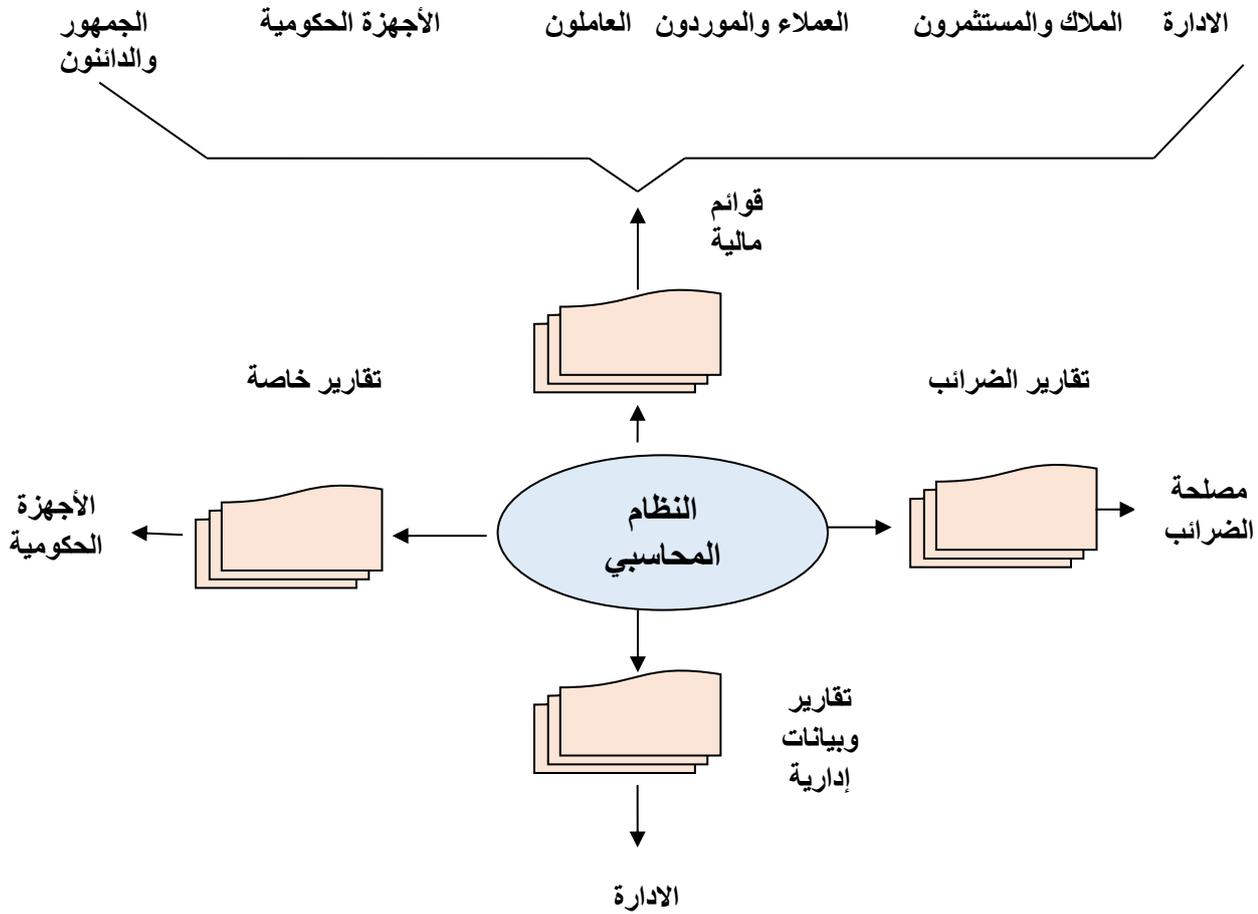
شكل رقم 06: مراحل وصول المعلومات والقوائم المالية لمختلف المستخدمين



Source: Katrina Zager, Lajos Zager: **The role of financial information in decision making process**,2006. http://businessperspectives.org/journals_free/im/2006/im_en_2006_03_Zager.pdf

ويمكن تلخيص المستفيدين من القوائم المالية في الشكل التالي:

شكل رقم 07: المستفيدين من القوائم المالية



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي: اعداد وعرض القوائم المالية في ضوء معايير المحاسبة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر 2008. ص رقم 14.

المبحث الرابع: المعلومات المحاسبية وجودتها والعوامل المؤثرة فيها

المطلب الأول: الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية

تتمثل الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في الصفات أو السمات الواجب توفرها في المعلومات المقدمة في القوائم المالية بحيث تصبح أكثر إفادة لمتخذي القرارات، أو تصبح معلومات ذات جودة عالية وتمثل في الملائمة، الموثوقية، القابلية للفهم والقابلية للمقارنة. وتحدد مفاهيم جودة المعلومات بالخصائص التي تتسم بها المعلومات المحاسبية المفيدة أو القواعد الأساسية الواجب استخدامها لتقييم نوعية المعلومات المحاسبية، ويؤدي تحديد هذه الخصائص إلى مساعدة المسؤولين عند وضع المعايير المحاسبية، كما تساعد المسؤولين عند إعداد القوائم المالية في تقييم المعلومات المحاسبية التي تنتج من تطبيق طرق محاسبية بديلة، وفي التمييز بين ما يعتبر ايضاحا ضروريا وما لا

يعتبر كذلك. وعندما تتسم المعلومات المحاسبية بالخصائص النوعية تصبح أكثر فائدة وذات جدوى في عملية اتخاذ القرارات، بحيث تجعل المعلومات المعروضة في التقارير المالية مفيدة للمستخدمين في اتخاذ القرارات الاقتصادية مما ينعكس بدوره على ترشيد القرارات الاستثمارية¹.

1- الملائمة Relevance

حتى تكون المعلومات مفيدة فإنه يجب أن تكون ملائمة لحاجات متخذي القرارات وتمتلك المعلومات حسب مجلس معايير المحاسبة الدولية خاصية الملائمة، عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية أو تعزيز أو تصحيح تقييماتهم الماضية. ولكي تكون المعلومات ملائمة يلزم توافر مجموعة من الخصائص الفرعية وهي²:

- وصول المعلومات إل مستخدميهما في الوقت المناسب.
- أن يكون للمعلومات قدرة تنبؤية.
- أن يكون للمعلومات قدرة على التغذية العكسية.

وهناك وجهان للملائمة، فحتى تكون المعلومات ملائمة يجب أن يكون لها قيمة تنبؤية وقيمة استرجاعية أو تأكيدية، إن الدورين التنبؤ والتأكيد للمعلومات متداخلان. وغالبا ما تستخدم المعلومات حول المركز المالي والأداء السابق كأساس للتنبؤ بالمركز المالي والأداء المستقبلي ومسائل أخرى تم المستخدمون مباشرة، مثل أرباح الأسهم ومدفوعات الأجور وتحركات أسعار الأوراق المالية ومقدرة الشركة على مواجهة التزاماتها عندما تصبح مستحقة. وحتى يكون للمعلومات قيمة تنبؤية فإنه ليس بالضرورة أن تكون على شكل تنبؤات صريحة حتى تعزز القدرة على عمل تنبؤات من التقارير المالية من خلال الأسلوب الذي تعرض فيه المعلومات عن العمليات المالية والأحداث الماضية. وترتبط خاصية الملائمة بمفهوم المادية Materiality، وقد ورد هذا المفهوم في كثير من الأطر المفاهيمية للمحاسبة.

2- الموثوقية Reliability

أشار FASB إلى أن الموثوقية تعني أن تكون المعلومات خالية بدرجة معقولة من الأخطاء والتحيز وتعتبر بصدق

¹ ماهر موسى درغام، تامر بسام الأغا: العلاقة بين أهمية القياس المحاسبي المستند إلى القيمة العادلة وتعظيم الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية "دراسة حالة المصارف المحلية العاملة في فلسطين"، المؤتمر الدولي السابع حول الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2012.

² رضا ابراهيم صالح: أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية العدد رقم 02، الجلد رقم 46، 2009.

عن الغرض الذي تستهدفه¹، ويمكن الاعتماد عليها من قبل المستخدمين كمعلومات تعبر بصدق عما يقصد أن تعبر عنه أو من المتوقع أن تعبر عنه بشكل معقول.

ويمكن أن تكون المعلومات ملائمة ولكن غير موثوقة، لدرجة أن الاعتراف بها من المحتمل أن يكون مضللاً، وقد بين مجلس معايير المحاسبة الدولية أن هذه الخاصية تتحقق من خلال الخصائص الفرعية الآتية:

أ- **التمثيل الصادق:** لتكون المعلومات موثوقة يجب أن تمثل العمليات المالية بصدق والأحداث الأخرى التي من المفروض أنها تمثلها أو من المتوقع أن تعبر عنها بشكل معقول.

ب- **الجوهر فوق الشكل:** لكي تمثل المعلومات المعروضة العمليات المالية والأحداث الأخرى تمثيلاً صادقاً، والتي من المفترض أنها تمثلها، وعندما يختلف الجوهر الاقتصادي للعملية عن شكلها القانوني، فإن صفة "الجوهر فوق الشكل" تتطلب أن تتم المحاسبة والتقرير عن جوهر العملية وآثارها، وليس عن شكلها القانوني فحسب. إن جوهر العمليات المالية والأحداث الأخرى ليس دائماً متطابقاً مع تلك الظاهرة في شكلها القانوني، مثال ذلك أنه في المعاملات المالية ما بين الشركة الأم والشركات التابعة لها، فإنه يجب إلغاء الأثر المالي لكافة العمليات المتبادلة فيما بينهما، مثل أرصدة المدينين والدائنين المستحقة لكل طرف على الآخر ومثل المبيعات التي تحدث بينهما والتي لم يتم إعادة بيعها لأطراف خارجية، لأنها تعتبر من حيث الجوهر منشأة واحدة، ولكن من حيث الشكل فهي منشآت اقتصادية كل منها ذات شخصية اعتبارية مستقلة.

ت- **الحيادية:** حتى تكون المعلومات موثوقة يجب أن تكون محايدة، أي خالية من التحيز، ولا يعتبر التقرير المالي محايداً إذا كان اختيار أو عرض المعلومات يؤثر على عملية اتخاذ القرار أو الحكم لأجل تحقيق نتيجة محددة سلفاً. ويقصد بذلك أن يكون الهدف من نشر المعلومات المحاسبية هو خدمة كافة الأطراف دون أي تحيز في توجيه هذه المعلومات لخدمة جهة معينة دون الأخرى، وهذا لا يعني أن يكون تأثير هذه المعلومات على الأفراد وسلوكهم بشكل متساو، ويعني الحياد أو عدم التحيز أنه يجب عدم اختيار معلومات بشكل ينتج عنه تفضيل أو محاباة جهة أو طرف معين من الأطراف المعنية والمهتمة بالمعلومات المحاسبية على حساب جهات أو أطراف أخرى، أي أن هذه الصفة تهتم بما إذا كانت بيانات التقارير المالية متحيزة أم لا (كون التقارير المالية تعرض بشكل يخدم أغراضاً عامة وليس لطرف محدد بذاته).

¹ زينب عباس حميدي: الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وأثرها في تقييم أضرار الحرب، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 57، 2009.

ث- الحذر والاكتمال: لتكون المعلومات ملائمة، فإن المعلومات في التقارير المالية يجب أن تكون كاملة ضمن حدود المادية والتكلفة، وأي حذف في المعلومات يمكن أن يجعلها خاطئة أو مضللة وبالتالي تصبح غير موثوقة وضعيفة من حيث ملاءمتها، وتتطلب الحفاضة أو الحذر.

3- القابلية للفهم Understandability

إن إحدى الخصائص الأساسية للمعلومات المعروضة بالتقارير المالية هي قابليتها للفهم من قبل المستخدمين، وتحقيقاً لهذا الغرض، يفترض أن لدى المستخدمين بعض المعرفة في الأعمال والأنشطة الاقتصادية والمحاسبية، وأن لديهم الرغبة في دراسة المعلومات بقدر معقول من العناية، ومهما يكن، فإنه يجب عدم استبعاد المعلومات المهمة والملائمة لحاجات متخذي القرارات الاقتصادية التي يجب تضمينها التقارير المالية اعتماداً على أنه من الصعب جداً فهمها من قبل المستخدمين العاديين، كونها تحتوي بعضاً من التعقيد، وبما أن الإطار المفاهيمي هو المرشد والدليل لوضع المعايير المحاسبية، فإن تحقق صفة القابلية للفهم للمعلومات المحاسبية تعتبر متطلباً أساسياً أو تحدٍ لوضعي المعايير، ليتأكدوا بأن المعايير التي طوروها لتعالج المواضيع الحساسة والمعقدة تنتج تقريراً مالياً وإفصاحاً مالياً مفهوماً. إن قابلية المعلومات للفهم لا تعتمد على الخصائص المتعلقة بذات المعلومات بل تعتمد أيضاً على خصائص أخرى تتعلق بمستخدمي المعلومات المحاسبية مثل مستوى التعليم، والإدراك وكمية المعلومات السابقة المتوفرة لديهم، هذا ما يفسر لنا كون خاصية قابلية المعلومات للفهم كحلقة وصل بين خصائص المعلومات وخصائص مستخدميها. لذلك يقع على عاتق معدي التقارير المالية مهمة الموازنة بين الرغبات والصفات المتعددة والمتباينة لمستخدمي هذه التقارير¹.

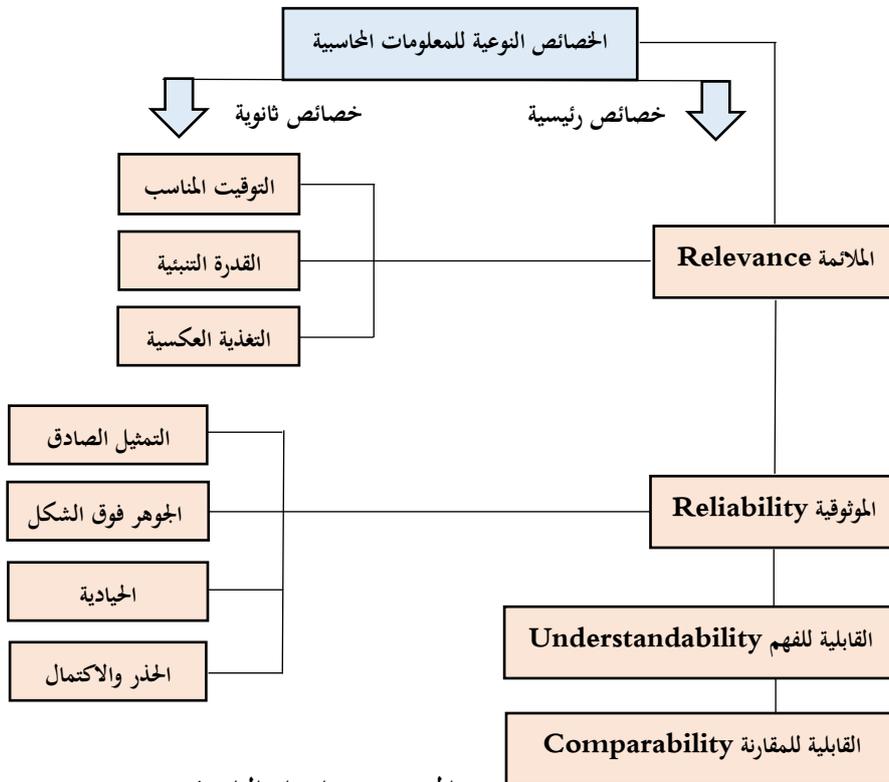
4- القابلية للمقارنة Comparability

يجب أن يتمكن المستخدمون من إجراء مقارنة للقوائم المالية للشركة على مرور الزمن من أجل تحديد الاتجاهات في مركزها المالي وفي الأداء العام، كما يجب أن يكون بإمكانهم مقارنة القوائم المالية للشركات المختلفة من أجل التقييم النسبي لمراكزها المالية، والأداء والتغيرات في المركز المالي، ومن هنا فإن عملية قياس وعرض الأثر المالي للعمليات المالية المتشابهة والإفصاح عنها يجب أن يتم على أساس ثابت على مرور الزمن ضمن الشركة وبطريقة متماثلة في كل الشركات ومن أهم ما تتضمنه خاصية القابلية للمقارنة، إعلام المستخدمين عن السياسات المحاسبية المستخدمة في إعداد التقارير المالية، وعن أي تغيير في هذه السياسات وآثار هذا التغيير، بحيث يمكن المستخدمون من تحديد الاختلافات في السياسات المحاسبية المستخدمة في الشركات للعمليات المالية المتشابهة والأحداث الأخرى من فترة

¹ رضا إبراهيم صالح: أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره.

لأخرى وبين الشركات المختلفة، فالالتزام بمعايير التقارير المالية الدولية بما في ذلك الإفصاح عن السياسات المحاسبية يساعد في تحقيق خاصية القابلية للمقارنة. إن قابلية المعلومات للمقارنة وما يتطلب ذلك من ثبات في تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية تعتبر خاصية متداخلة مع خاصيتي الملاءمة والموثوقية. وترتبط خاصية القابلية للمقارنة بمبدأ الاتساق أو التماثل وذلك بهدف إمكانية تحقيق المقارنة عبر الفترات المالية المختلفة نتيجة استخدام نفس المبادئ المحاسبية من فترة لأخرى، أي تعتبر خاصية الثبات متحققة عندما يتم استخدام نفس المعالجة المحاسبية لنفس الحدث وعلى طول الفترات، وهذا لا يمنع من تغيير المبادئ أو السياسات المحاسبية إذا كان ذلك أفضل وأكثر نفعاً، ولكن بشرط وجود ما يبرر هذا التغيير والإفصاح عن ذلك، ويجب توضيح سبب تفضيل الأسلوب الجديد والإفصاح عن طبيعة وأثر التغيير في فترة حدوثه وكذلك أثره المتراكم على الفترات السابقة. وتبرز أهمية هذه الصفة من أن أحد الأهداف الأساسية للمحاسبة هو عرض تقارير مالية وعلى أساس مقارن، كون الأرقام المحاسبية المفردة ذات محتوى معلوماتي منخفض ونادراً ما تكون ذات صبغة إخبارية، وعند مقارنتها مع أرقام أخرى مثل أرقام التقارير المالية للسنوات السابقة للشركة نفسها، فإن هذه الأرقام المقارنة تصبح أكثر فائدة للعديد من الأمور¹.

شكل رقم 08: الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية



المصدر: من إعداد الباحث

¹ محمد حسان بن مالك، محمد بشير غوالي: أثر القياس المحاسبي المستند إلى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشئة في الجنوب الشرقي -دراسة تطبيقية-، مجلة الباحث، عدد رقم 15، 2015.

المطلب الثاني: العلاقة بين تطبيق معايير التقارير المالية الدولية وجودة المعلومات المحاسبية وقيمة الشركة

استهدف مجلس معايير المحاسبة المالية الدولية **IASB** من إصدار المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تحسين جودة وشفافية المعلومات بحيث تعكس الأداء الاقتصادي والمركز المالي الحقيقي للشركة¹ (Erick, 2013) وأن تكون القوائم المالية متاحة للمستثمرين وأكثر قابلية للمقارنة بما يمكنه من اتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة عند تخصيص مواردهم (François, 2013).

إن للمعلومات المحاسبية دوراً أساسياً في نظام تقييم الأداء، فأداء أي مؤسسة لا يمكن أن يتم إلا من خلال توافر معلومات ذات جودة عالية تحدد كيفية أو قيمة الإنجاز المطلوب تحقيقه، وتعتبر المعلومات إحدى الركائز الأساسية في عمليات الرقابة وتقييم الأداء واتخاذ القرارات من وجهة نظر المستخدم الداخلي والخارجي، حيث أن مخرجات عملية تقييم الأداء والرقابة تشكل مدخلات لعمليات اتخاذ القرار سواء داخلياً أو خارجياً وتكون القرارات مفيدة وإيجابية إذا اعتمدت على معلومات ذات جودة عالية، فاتخاذ قرار جيد يتطلب معلومات دقيقة وجيدة².

المطلب الثالث: جودة المعلومات المحاسبية في الفكر المحاسبي والعوامل المؤثرة فيها

زاد اهتمام الدراسات المحاسبية في الفترة الأخيرة بجودة المعلومات المحاسبية بسبب التأثير المباشر لهذه المعلومات على مستخدميها خاصة في ظل تطور تكنولوجيا المعلومات. فالمعلومات المحاسبية العالية الجودة لها منافع متعددة حيث تساعد مستعمليها في قياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة والتنبؤ بها وكفاءة وتخصيص الموارد ومساعدة المستثمرين على اتخاذ القرارات الرشيد، وتخفيض تكلفة رأس المال وتحسن من كفاءة تخصيصه من خلال تقليل عدم تماثل المعلومات بين الموردين والمستثمرين وتقليل تكاليف الوكالة.

وتصف دراسة (Verleun et al, 2011) جودة المعلومات المحاسبية بأنها مفهوم غامض ولا يوجد لها مفهوم واحد متفق عليه حيث ترتبط بتفسيرات مختلفة في أدهان مستخدميها. كما استخدمت توصية المفاهيم رقم 2 لمجلس معايير المحاسبة المالية عدة مفاهيم للتعبير عن جودة المعلومات المحاسبية منها: جودة المحاسبة، جودة المعايير المحاسبية، جودة القوائم المالية، جودة الربح. يمكن للمشاكل المتعلقة بجودة المعلومات أن يكون لها تأثير كبير على مختلف العمليات التي تقوم بها الشركات، كما أنها تؤدي إلى ارتفاع التكاليف ونقص رضا العاملين وبالتالي عدم ثقة الزبائن والمستثمرين

¹ مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي: أثر التحول إلى معايير التقارير المالية الدولية على جودة المعلومات المحاسبية وقيمة الشركات المسجلة في بيئة الأعمال السعودية دراسة نظرية تطبيقية، مشروع بحث بجامعة سلمان بن عبد العزيز من خلال المقترح البحثي رقم 03/1609، 2014.

² حواس صلاح: التوجه الجديد نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة ورقلة، السنة الجامعية 2007-2008.

(Redman, 1998). في محيط عالمي ومتطور تشكل جودة المعلومات المحاسبية مصدر قوة بالنسبة للشركة بحيث تساعد على التأقلم مع الأحداث المستقبلية. إن جودة المعلومة المحاسبية تؤدي إلى عنصر النجاح أما العكس فيؤدي إلى فشل الشركة¹ (Bovee 2004, Redman, 1998, Redman, 2008).

ومن المفهوم السابق يتضح أن جودة المعلومات المحاسبية تعتمد على التكامل بين كل من الخصائص النوعية مثل الملاءمة والموثوقية، والقابلية للفهم، والقابلية للمقارنة. والخصائص الكمية التي تركز على حجم المعلومات المقدمة للمستثمرين والأطراف المستفيدة منها. كما أن تعدد وجهات النظر حول مفهوم جودة المعلومات المحاسبية قد يرجع إلى مرونة هذا المفهوم وتطوره عبر الزمن وتأثره بالعديد من العوامل، كما تظهر في الجدول التالي:

جدول رقم 07: العوامل المؤثرة على جودة المعلومات المحاسبية

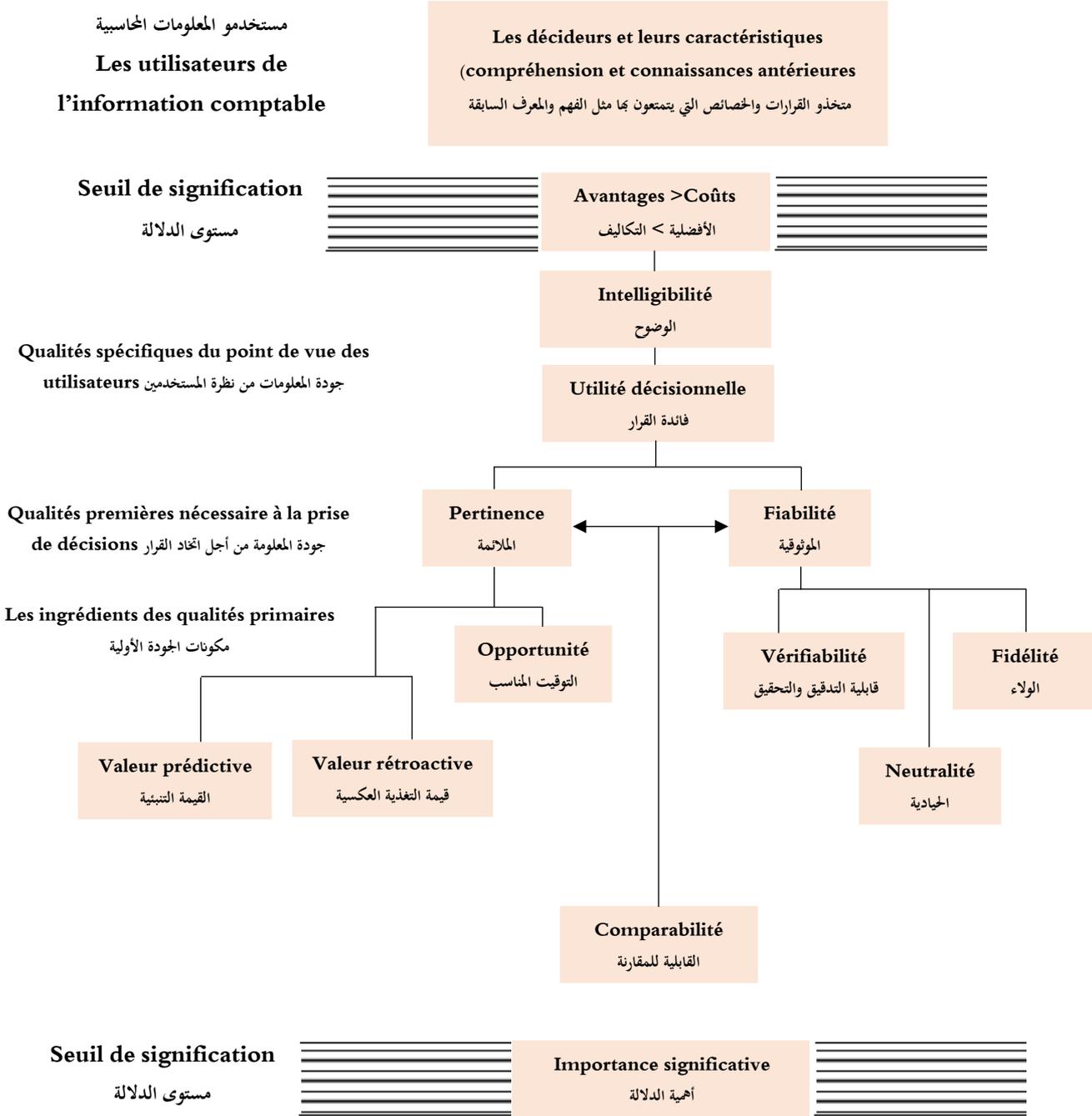
العوامل	الأثر على جودة المعلومات المحاسبية
جودة المعايير المحاسبية المطبقة	أشارت دراسة (Jara et al, 2011) إلى أن جودة المعلومات المحاسبية تختلف باختلاف جودة المعايير المحاسبية المطبقة فمعايير IFRS قد تحد من ممارسات إدارة الربح وعدم تماثل المعلومات بشكل أكبر من المعايير المحلية. وقد حددت البورصة الأمريكية مجموعة من الشروط لضمان جودة المعايير المحاسبية (محلية أو دولية) (Barth et al, 2007) منها: وجود تنظيم جيد للهيئة أو الجهة القائمة بإصدار المعايير، وتوافر الموارد البشرية والفنية عالية المستوى، والرقابة الفعالة على مدى التزام الشركات بالمعايير.
دوافع الإدارة	المرونة المتاحة أمام الإدارة في الاختيار بين السياسات المحاسبية المتاحة، وعمل التقديرات المحاسبية، وهيكله العمليات لاتباع طريقة معينة في معالجة بعض البنود المحاسبية، وقد تكون دافع لإساءة استغلالها لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب أصحاب المصالح وهو ما يقلل من جودة المعلومات المحاسبية.
المنظمات والجهات المسفولة عن تنظيم المهنة	يؤثر وجود تنظيمات مهنية متخصصة قوية في جودة المعلومات المحاسبية من خلال ما تصدره من معايير وتعليمات وقواعد ولوائح تنفيذية.
جودة عملية المراجعة	جودة إجراءات المراجعة وكفاءة واستقلال مراقب الحسابات تحد من المخاطر وممارسات الإدارة الاحتيالية، كما تؤثر على درجة التحفظ المحاسبي، وهو ما ينعكس إيجابيا على جودة المعلومات المحاسبية
الحوكمة	أشارت العديد من الدراسات المحاسبية إلى أن هناك تأثير إيجابي لأليات الحوكمة جودة لجان المراجعة، والمراجعة الداخلية، ومجلس الإدارة على جودة المعلومات المحاسبية.

المصدر: مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي: أثر التحول إلى معايير التقارير المالية الدولية على جودة المعلومات المحاسبية وقيمة الشركات المسجلة في بيئة الأعمال السعودية، مرجع سبق ذكره.

¹ Manirath Wongsim and Jing Gao: **Exploring Information Quality in Accounting Information Systems Adoption**, Communications of the IBIMA, Vol 2011.

وباختصار يمكن عرض ترتيب جودة المعلومات المحاسبية في الشكل التالي:

شكل رقم 09: ترتيب جودة المعلومات المحاسبية



Source : Céline Michaïlesco : **Qualité de l'information comptable**, "Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit", 2009.

المبحث الخامس: عرض القوائم المالية وجودتها

المطلب الأول: دور المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في تحقيق أهداف القوائم المالية وخصائصها

اهتمت المعايير المحاسبية بالقوائم المالية حيث أفردت معياراً خاصاً بهذا الموضوع وهو المعيار المحاسبي الدولي رقم 01 بعنوان "عرض القوائم المالية". هذا بالإضافة إلى أننا نجد في نهاية كل معيار فقرة مستقلة تتناول موضوع الإفصاح عن السياسات أو الطرق المستخدمة في قياس الأحداث الاقتصادية وآثار التغير فيها وتعليمات بشأن العرض في القوائم المالية.

وقد نص المعيار المحاسبي الدولي على عدة اعتبارات يجب الانطلاق منها في إعداد القوائم المالية، ونعرض فيما يلي أهمها¹:

- ◀ يجب أن تعرض القوائم المالية المركز المالي والأداء المالي والتدفقات النقدية للمنشأة بما يحقق العدالة في العرض.
 - ◀ الإفصاح عما إذا كانت القوائم المالية تنسجم مع ما تفرضه معايير المحاسبة الدولية وتطبق كل معيار ينطبق عليها.
 - ◀ الإفصاح عن أية مخالفة لمتطلبات معايير المحاسبة الدولية وعرض الأثر المالي لذلك.
 - ◀ اختيار وتطبيق السياسات المحاسبية بما ينسجم مع متطلبات مع معايير المحاسبة الدولية.
 - ◀ يجب عرض كل بند مادي بشكل منفصل في القوائم المالية وتجميع البنود غير المادية مع المبالغ ذات الطبيعة أو الوظيفة المشابهة.
 - ◀ الإفصاح عن المعلومات المقارنة.
 - ◀ تحديد كل مكونات القوائم المالية بشكل واضح وعرض المعلومات التالية بشكل واضح وصحيح:
 - اسم المنشأة صاحبة القوائم.
 - توضيح عائد القوائم للمنشأة الفردية أو لمجموعة من المنشآت.
 - تاريخ القائمة أو الفترة التي تغطيها.
 - العملة المستخدمة في القائمة.
- وقد عرض المعيار رقم 01 مكونات القائمة المالية فيما يلي:

¹ حسن القاضي ومأمون حمدان: المحاسبة الدولية ومعاييرها، مرجع سبق ذكره، صفحة رقم 274 و 275.

- الميزانية العمومية.
- قائمة الدخل.
- قائمة تظهر: - جميع التغيرات في حقوق المساهمين.
- التغيرات في حقوق المساهمين هذا تلك الناجمة عن العمليات الرأسمالية مع المالكين والتوزيعات عليهم.
- قائمة التدفقات النقدية.

المطلب الثاني: عرض القوائم المالية وفق المعايير المحاسبية الدولية

1- قائمة المركز المالي:

نص المعيار المحاسبي الدولي رقم 01 على المعلومات التي يجب عرضها في صلب الميزانية العمومية كحد أدنى وهي ما يلي:

- ❖ الأملاك والمصانع والمعدات.
 - ❖ الموجودات غير الملموسة.
 - ❖ الموجودات المالية.
 - ❖ الاستثمارات التي يتم المحاسبة عنها بتطبيق طريقة حقوق الملكية.
 - ❖ المخزونات.
 - ❖ الذمم التجارية المدينة والذمم المدينة الأخرى.
 - ❖ النقد ومعادل النقد.
 - ❖ الذمم التجارية الدائنة والذمم الدائنة الأخرى.
 - ❖ الالتزامات والموجودات الضريبية.
 - ❖ المخصصات.
 - ❖ الالتزامات غير المتداولة المنتجة للفائدة.
 - ❖ حصة الأقلية.
 - ❖ رأس المال الصادر والاحتياطات.
- هذا بالإضافة إلى معلومات أخرى يفصح عنها إما في صلب الميزانية العمومية أو في الإيضاحات.

2- قائمة الدخل:

نص المعيار رقم 01 على البنود الواجب عرضها كحد أدنى في قائمة الدخل، وهي:

- ❖ الإيراد.
- ❖ نتائج الأنشطة التشغيلية.
- ❖ تكاليف التمويل.
- ❖ حصة الشركات الزميلة والمشاريع المشتركة في الأرباح والخسائر التي تمت محاسبتها باستخدام طريقة حقوق الملكية.
- ❖ المصروف الضريبي.
- ❖ الربح أو الخسارة من الأنشطة العادية.
- ❖ البنود غير العادية.
- ❖ حصة الأقلية.
- ❖ صافي الربح أو الخسارة للفترة.

3- قائمة التدفقات النقدية:

نص المعيار المحاسبي الدولي رقم 07 على عرض قائمة التدفقات النقدية وذلك بتصنيف التدفقات النقدية وفق الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. وقد عرف المعيار المذكور التدفقات النقدية بأنها التدفقات الداخلة والخارجة من النقدية وما يعادلها. كما عرف أنواع الأنشطة كما يلي:

3-1 أنواع أنشطة التدفقات النقدية:

- الأنشطة التشغيلية: هي الأنشطة الرئيسية لتوليد الإيراد في المؤسسة والأنشطة الأخرى التي لا تعتبر من الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية.
- الأنشطة الاستثمارية: والمتثلة في امتلاك الأصول طويلة الأجل والتخلص منها وغيرها الاستثمارات التي لا تدخل ضمن البنود التي تعادل النقدية.
- الأنشطة التمويلية: هي التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات ملكية رأس المال وعمليات الاقتراض التي تقوم بها المؤسسة.

المطلب الثالث: جودة التقارير المالية وتحسينها

أشار كل من (Marston et Shrivies, 1991)¹ بأن المسيرين يستخدمون عدة قنوات فيما يتعلق بالكشف عن المعلومات للتواصل مع المحيط الخارجي بعضها تقارير رسمية كالتقارير السنوية والشهرية والربع سنوية، النشرات، التقارير الاجتماعية، الإعلانات الموجودة في الأسواق المالية ووسائل مادية أخرى. كما يمكن للمعلومة أن يكشف عنها بطريقة غير رسمية عن طريق عقد الاجتماعات مع المحللين، المحادثات عن طريق الهاتف... لقد بين كل من (Lung et Lundholm, 2003) أن مدى الكشوفات المالية للشركات يرتبط بشكل إيجابي مع مستوى المعلومات الموجودة في التقارير السنوية ومن ناحية أخرى فإن التقارير المالية السنوية هي القناة الأكثر تفضيلاً للاتصال مع الجمهور، ولكن دائماً توجد عدة احتكاكات بين المسيرين والمساهمين أو المستثمرين وهذا يؤثر على الأسواق المالية لأن المسيرين هم الأكثر دراية بالقوائم المالية والرؤية المستقبلية للشركة على عكس المستثمرين².

1- مفهوم جودة التقارير المالية

تعددت مفاهيم الجودة في مجال التقارير المالية من وجهة نظر المنظمات المهنية والباحثين المختصين فقد عرفها الاتحاد الدولي للمحللين الماليين على أنها تعني الوضوح والشفافية وتوافر المعلومات في التوقيت المناسب، في حين ترى اللجنة الخاصة بالتقارير المالية المنبثقة عن الجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين بأن الجودة تعني مدى القدرة على استخدام المعلومات في مجال التنبؤ، ومدى ملائمة المعلومات للهدف من الحصول عليها وأن الجودة هي مجموعة الخصائص التي يجب أن تتسم بها المعلومات المحاسبية كي تكون مفيدة لتلبية الاحتياجات الضرورية لمستخدميها فقد عرفت الجودة على أنها الوجه الشفاف للتقارير والقوائم المالية والذي يعكس طبيعة المنظمة، مما يمكن المستثمرون من اتخاذ القرارات في حين أن الجودة هي مصداقية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية وما تحققه من منفعة للمستخدمين. إن العامل المشترك الرئيسي بين تلك المفاهيم هو قدرة المعلومات المفصح عنها في توجيه قرارات المستثمرين أي أن الجودة في التقارير المالية ترتبط بشكل رئيسي بمدى قدرة المعلومات المفصح عنها على إحداث فرق في قرارات مستخدمي تلك التقارير³.

أما بالنسبة لطبيعة المعلومات الواجب توصيلها إلى المستخدمين عن طريق التقارير المالية فهي تتخذ أشكالاً مختلفة وتتلخص بمواضيع عديدة؛ فقد تكون معلومات مالية وغير مالية ونشرات أو تقارير مجلس الإدارة إضافة إلى التنبؤات

¹ Chiraz BEN ALI : **Qualité de publication financière et gouvernance "Cas de SBF 120"**, Association Francophone de Comptabilité, Poitier, 2007.

² Nemit Shroff: **Real Effects of Financial Reporting Quality and Credibility: Evidence from the PCAOB Regulatory Regime**, work paper, August, 2015.

³ رشا حمادة: قياس أثر الإفصاح الاختياري في جودة التقارير المالية "دراسة ميدانية في بورصة عمان"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 04، 2014.

المالية والأخبار ذات الصلة بالمؤسسة ووصف للخطط والتوقعات، وكذلك التأثير البيئي والاجتماعي لمشاريع المؤسسة في نطاق المحيط الذي تنشط فيه.

2- تحسين جودة القوائم المالية المعدة وفق المعايير الدولية للتقارير المالية

تعتبر ديلويت من أكبر الشركات في العالم التي تقدم الخدمات المهنية من محاسبة ومصادقة على الحسابات ومجالات الاستشارة في الجباية والمالية وغيرها من الخدمات الأخرى التي تحتاجها معظم الشركات الكبرى في العالم، فهي تعمل دائما على تقديم الأفضل لزبائنها فهي تطرح طرق بسيطة لتحسين نوعية وجودة التقارير المالية¹.

فمن وجهة تقدير خبراء هذه المؤسسة أن الحصول على أفضل جودة للتقارير المالية لا يحتاج لإجراء تغييرات في هذه التقارير وإنما يكمن في تحسين وضوح المحتوى الإعلامي لها، فهي تنصح بعشر طرق بسيطة أو أكثر لتحسين جودة التقارير المالية وهي كالتالي:

- إنشاء فئات أخرى تفصل بين الأصول والخصوم وبين الإيرادات والمصروفات مع استخدام عناوين فرعية تحدد طبيعة الفئات، على سبيل المثال في بيان العمليات يمكن تقسيم إجمالي الإيرادات حسب قطاعات العمل الرئيسية أما في الميزانية يمكن توزيع تحت كل عنوان رئيسي عدة فئات ثانوية.
- الملاحظات الإضافية والتي تعطي معلومات دقيقة عن بعض أرصدة عناصر الميزانية يجب أن تكون أكثر من وسيلة للمقارنة التي يستعملها المحاسب ويجب إضافة ملاحظات تفسيرية في البداية التي توضح بالتفصيل التغييرات الهامة التي حدثت في إحدى عناصر الميزانية.
- في الملاحظات التفسيرية فيما يتعلق بجدول حسابات النتائج يمكن إضافة معلومات حول التدفقات النقدية التي تخص البند الموضح.
- في سياق عدم التأكد يمكن طرح الخيارات المختلفة والمتاحة من أجل إزالة حالة عدم اليقين، على سبيل المثال هناك مشاكل في السيولة يجب حصر الحلول الممكنة والقابلة للتطبيق.
- تقديم المعلومات القطاعية المتعلقة بعناصر الإيرادات والمصاريف في جدول حسابات النتائج والتي تكون قريبة من المجموع الموحدة وهذا يمكن المستخدمين من تقدير التغييرات في مجمل العمليات.
- شرح الطرق المحاسبية المستخدمة من قبل المؤسسة مع ذكر طبيعة القرارات التي استخدمت في هذا الاختيار.

¹ Amélioration de la qualité des états financiers établis selon les IFRS, DELOITTE sur le lien : http://www.deloitte.com/assets/DcomCanada/Local%20Content/Articles/IFRS/ca_fr_ifrs_Amelioration_de_la_qualite_des_etats_financiers_IFRS_100410.pdf .

- إذا كانت نسبة تقييم أحد الأرصدة أو الحسابات مهمة يجب تحليل التغيرات التي حدثت في هذا التقييم أو إعطاء الفرضيات التي تفسر هذا التغير.
- تسجيل أرقام الفترات السابقة في نفس السطر للسنة الحالية في الميزانية أو القوائم الأخرى وهدفه تمكين مستخدمي القوائم المالية من إجراء المقارنة بين مختلف السنوات من أجل الحكم على وضعية المؤسسة.
- عندما يحتوي حساب ما على عدة مكونات التي تمثل التغيرات الحاصلة فيه يجب البدء بحصر مختلف العناصر التي تبين صورة القوائم المالية ثم إظهار العلاقة التي تربط كل عنصر مع الآخر.
- إعطاء معلومات عن الجوانب غير المحاسبية التي تعتبر مهمة وأيضاً المبالغ المجمعة عند ذكر التفاصيل المتعلقة بالأرصدة.

وبالإضافة إلى النصائح المذكورة توجد طرق أخرى للحصول على جودة التقارير المالية نذكر منها ما يلي:

- استعمال الأسلوب الواضح والبسيط فيما يخص المصطلحات التقنية.
- تحديد وشرح أسباب التغير في حالة ما، معيار محاسبي أو رصيد حساب معين.
- تحسين سيرورة العمليات المتعلقة بالتقديرات واختيار الطرق المحاسبية.

خلاصة

إن النتيجة النهائية للمحاسبة هو إنتاج معلومات ذات استخدامات متعددة من الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركات وعن طريق هذه المعلومات يمكننا المحافظة على حقوق هؤلاء الأطراف اتجاه هذه الشركات بتوجيه التقارير المالية نحو المصلحة العامة لتخدم العديد من المستخدمين وتمكنهم من تحديد مدى قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية، وتمدهم بمعلومات عن المكاسب ومكوناتها وكذلك عن الوضع المالي وأداء هذه الشركات.

إن التقارير المالية لا تتضمن القوائم المالية فقط بل تمثل هذه الأخيرة الجزء المحوري للتقرير المالي، إذ تعتبر القوائم المالية من الطرق الأساسية التي تمد الأطراف الخارجية بالمعلومات الأساسية مثل المستثمرين تساعد على اتخاذ القرارات الاقتصادية الصحيحة. إن القوائم المالية المعدة وفق المعايير المحاسبية الدولية تحتوي على كافة المعلومات المهمة التي يحتاجها المستثمر فهي تعكس الوضع الحالي للشركة وأدائها ففي حالة غياب هذه المعايير يؤدي إلى إعداد قوائم مالية بطريقة غير صحيحة مما يؤدي إلى تقديم معلومات محاسبية لا تتسم بالواقعية ولا تعكس الوضعية الحقيقية للشركة وبالتالي تنعكس سلباً على المستثمرين في الأسواق المالية.

الفصل الثاني الأسواق المالية

مقدمة الفصل.

- المبحث الأول: مفهوم البورصة في اللغة والاصطلاح.
- المبحث الثاني: خصائص، وظائف الأسواق المالية وأهميتها.
- المبحث الثالث: الهيكل الإداري للسوق المالي وطرق، أساليب تداول الأوراق المالية.
- المبحث الرابع: أهمية المعلومات ومصادرها للأسواق المالية.
- المبحث الخامس: أسواق الأسهم وكفاءتها.

خلاصة الفصل.

مقدمة

تقوم الأسواق المالية بدور هام في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الاقتصاديات المعاصرة، فهي تعمل من خلال ما تنتجه من أدوات استثمارية عديدة ومتنوعة على حشد وتعبئة المدخرات ممن لديهم فائضا في هذه الأموال (قطاعات الفائض) وتوجيهها إلى الشركات والمشروعات الاستثمارية (قطاعات العجز) فهي مصدر الفرص الاستثمارية بالنسبة لقطاعات الفائض ومصدر التمويل بالنسبة لقطاعات العجز، لذلك يعتبر السوق المالي بمثابة قناة اتصال هامة بين أصحاب المدخرات وأصحاب الفرص الاستثمارية. أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من المواضيع المهمة والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. إن زيادة هذا الاهتمام بالأسواق المالية لم يكن بالصدفة فهناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء ذلك، فبالإضافة إلى أن الأسواق المالية تعتبر أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من رفاهية المواطنين فإن انحصار الملكية العامة وزيادة توسع القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتقدم التكنولوجي في مجال المعلومات والاتصال وتحرير النظم الاقتصادية بالعديد من الدول شكلت في مجموعها عاملا مؤثرا على ظهور ونمو الأسواق المالية بالعديد من دول العالم.

المبحث الأول: مفهوم البورصة في اللغة والاصطلاح.

المطلب الأول: مفهوم البورصة بصورة عامة

1- البورصة في الاشتقاق اللغوي

البورصة كلمة فرنسية تعني كيس النقود. وسبب إطلاق لفظ البورصة على السوق التي تعقد فيها الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية يرجع إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس¹.

يقال إن كلمة البورصة (Stock Exchange) مشتقة من أحد المصدرين التاليين:

✓ فندق في مدينة بروج **Bruge** بلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود،

وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، 2002، ص 23 إلى 26.

✓ نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج ببلجيكا معروفة بـ (Van Der Burse) حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون للتجار في أعمالهم.

2- البورصة في الاصطلاح الاقتصادي

للبورصة تعريفات عدة لاعتبارات متعددة و (المكان، الاجتماع، نوع العمليات):

- المكان الذي تعقد فيه اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية.
- الاجتماع الذي يعقد لأجل القيام بعمليات بيع وشراء البضائع والأوراق المالية.
- مجموع العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الأفراد لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضرا (وجود عينة منه) أو غائبا عن مكان العقد أو حتى لا وجود له أثناء العقد (معدوم) لكن يمكن أن يوجد.
- وقد عرفها آخرون ب: سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية والمثلثيات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل.
- ولقد حدد مفهوم البورصة بصورة شاملة " البورصة مكان معلوم ومحدد مسبقا، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل شراء وبيعا، ويتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتجدد بناء عليها الأسعار سواء صعودا أو هبوطا أو ثباتا. كما يتم من خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة، وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها، وتحليل هذه الاتجاهات والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل. ثم في النهاية يمكن اتمام حركة المعاملات بجوانبها: المالية، القانونية من حيث تيسير واطمأن عملية نقل الحيازة وتحقيق الانتفاع في الأصل الذي تم بيعه "

3- البورصة في الاصطلاح القانوني

لقد عرف قانون التجارة الفرنسي البورصة (المادة 71) بأنها: مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة.

ينص قانون البورصة على اعتبارها شخصية اعتبارية عامة، تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في البورصة. مهمته مراقبة تنفيذ القوانين وحضور اجتماعات لجان البورصة، وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو الصالح العام.

المطلب الثاني: مفهوم بورصة الأوراق المالية

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد كسوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال والسوق المالية ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم: "بورصة الأوراق المالية". وقبل أن نعرف بورصة الأوراق المالية، نبدأ بتعريف مصطلحات ذات صلة بها، وهي: السوق والأوراق والمال¹.

1- السوق (Market)

للسوق في اللغة معان متعددة منها: موضع البياعات أي السوق التي يتعامل فيها، تذكر وتؤنث، والمفهوم التجاري للسوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لتبادل سلعة معينة.

أما المفهوم الاقتصادي للسوق فيعني به المؤسسات والاجراءات التي تجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، سواء تم ذلك داخل السوق المنظمة (البورصة)، أو تم داخل السوق غير المنظمة (خارج البورصة) عن طريق الوسطاء من سماسرة ووكلاء.

2- الأوراق (Stocks)

الورقة في الاصطلاح الاقتصادي (Paper): كميالة، سفتجة أو كل سند يشكل ركيزة لدين، أو لحق بالملكية يمكن أن يكون محل تداول واسع في أسواق رؤوس الأموال، والأوراق التي تمثل الملكية هي الأسهم، والتي تمثل المديونية هي السندات. أوراق (Notes): وسائل تمويل على شكل كميالات قصيرة الأجل (من 30 يوم إلى 80 يوم) أو على شكل سندات متوسطة الأجل (من 3 إلى 5 سنوات)، وهي عموماً متداولة في بريطانيا.

3- المال

كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عروض تجارة أو عقار أو نقود أو منافع أعيان، وجمعه أموال ويطلق رجال الأعمال المال على النقود أو ما يقوم مقامها مثل الأوراق التجارية، ويعرفه آخرون بأنه "الثروة التي تنتج لصاحبها دخلاً".

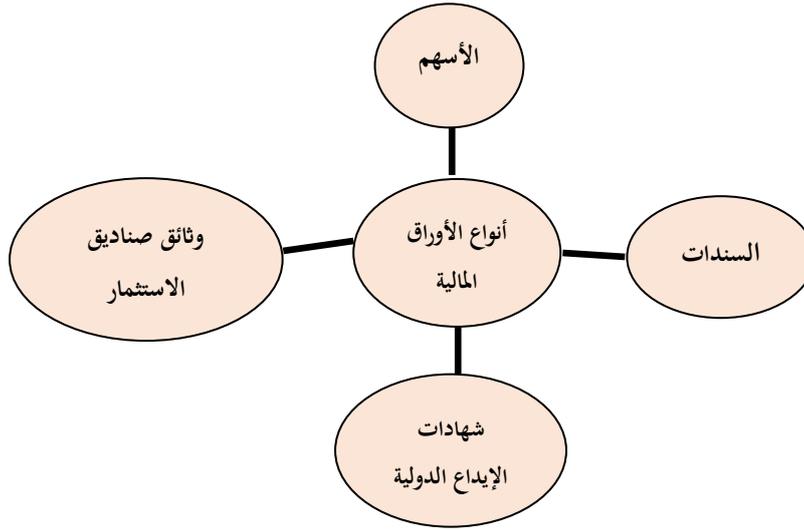
¹ شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 27 إلى 30.

إذن الورقة المالية (Financial Paper) كيميالية أو سند لأمر يتم إصداره تجسيدا لفتح اعتماد ما، يقال عن الورقة إنها مالية عندما يتعلق الأمر بسندات منشأة بمناسبة اعتمادات قابلة لإعادة الحسم لكنها غير ممثلة لديون تجارية.

المطلب الثالث: أنواع الأوراق المالية

يوجد العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية يمكن ذكر أهمها في الشكل التالي:

شكل رقم 10: أنواع الأوراق المالية



المصدر: محمد عبد الحميد عطية: الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011، ص 35.

1- الأوراق المالية والفرق بينها وبين الأوراق التجارية

إن الأوراق المالية كأوراق مكتوب عليها بيانات ليست هي محل التعامل في الحقيقة، وإنما محل التعامل هو ما تحمله هذه الأوراق من حقوق مالية.

والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم 08: الفرق بين الورقة المالية والورقة التجارية.

الأوراق التجارية	الأوراق المالية
- صكوك تمثل نقودا، وتقوم مقامها فبإفاء الديون بسبب سهولة تداولها بطريقة التظهير والمناولة، وهي واجبة الدفع في وقت معين، وتطلق على الكميبيالات والسند الأذني والشيك، لأنه يغلب استعمال هذه الأوراق في محيط التجارة، وهذه التسمية من شأنها أن تميزها عن الأوراق المالية كالأسهم والسندات.	- صكوك أو مستندات تثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثماراتها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدره الورقة مثل السندات، أو الحق العائد فقط مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات.

المصدر: من إعداد الباحث

2- تعريف بورصة الأوراق المالية (Stock Exchange Market)

لقد عرفت بورصة الأوراق المالية (سوق الأوراق المالية) بتعريفات عدة¹:

✓ المكان الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية نقداً أو بالقسط على يد وسطاء رسميين ويقال أيضاً بورصة القيم المنقولة.

✓ سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً تحت إشراف وإدارة هيئة محددة لها نظام خاص ويحكم عملها عدة لوائح وقوانين، ويقابل فيها البائعون والمشترون للأسهم والسندات لعدة صفقات بيع وشراء بهدف الاستفادة من تقلبات الأسعار لتحقيق أرباح مرتفعة تمثل عائداً على الاستثمار بالنسبة لهم².

✓ سوق منظمة لتداول الأوراق المالية، ويحكم فيها المتعاملون فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات.

✓ السوق المالية هي الآلية (الأسلوب والإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع والخدمات أو الأصول المالية (الأسهم والسندات وما شابهها)³.

✓ السوق التي يتم فيها عملية تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق الأخرى (شهادات الاستثمار، أوراق المساهمة، الخ...) وتجري هذه العملية في مكان ومواعيد محددة ومعروفة وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين يتقيد بها المتعاملون⁴.

من الملاحظ أن هذه التعاريف لم تعط الدور التنموي للبورصة حيث اقتصر على جعلها المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون ومجموع العمليات التي تنعقد فيها بحيث أن التعريف التالي يوضح الدور الاقتصادي لها: "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد". أما التعريف الذي يجمع بين كافة التعريفات المتقدمة في نسق جامع بما يفصح عن كينونة هذه السوق ودورها في النشاط

¹ شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص رقم 31.

² حمدي عبد العظيم: اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص رقم 08.

³ بن محياوي سميحة: دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية "دراسة حالة بعض الدول العربية"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خضير بسكرة، 2014-2015.

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية: دروس وتطبيقات)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص رقم 439.

الاقتصادي: "سوق المال Financial Market هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل فيها الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية واذونات الخزانة طويلة الأجل كالأسهم والسندات. وتعد سوق النقد وسوق رأس المال المكونين الأساسيين لهذه السوق. وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسستها دورا بالغا الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلا عن كونها آلية هامة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية"¹.

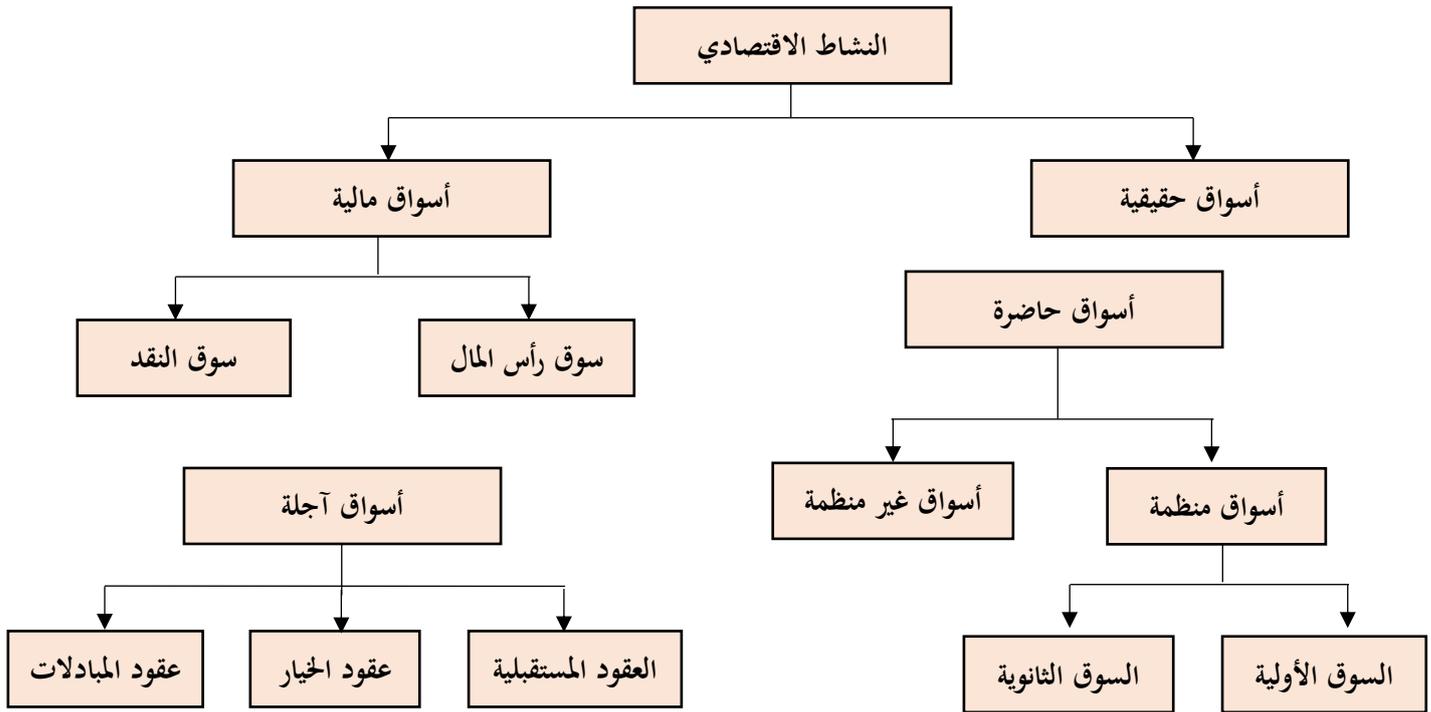
المبحث الثاني: خصائص، وظائف الأسواق المالية وأهميتها.

المطلب الأول: مكونات وخصائص الأسواق المالية.

1- مكونات الأسواق المالية

يمكن تقسيم الأسواق المالية الى عدة أسواق كما يظهر في الشكل التالي:

شكل رقم 11: مكونات أسواق المال



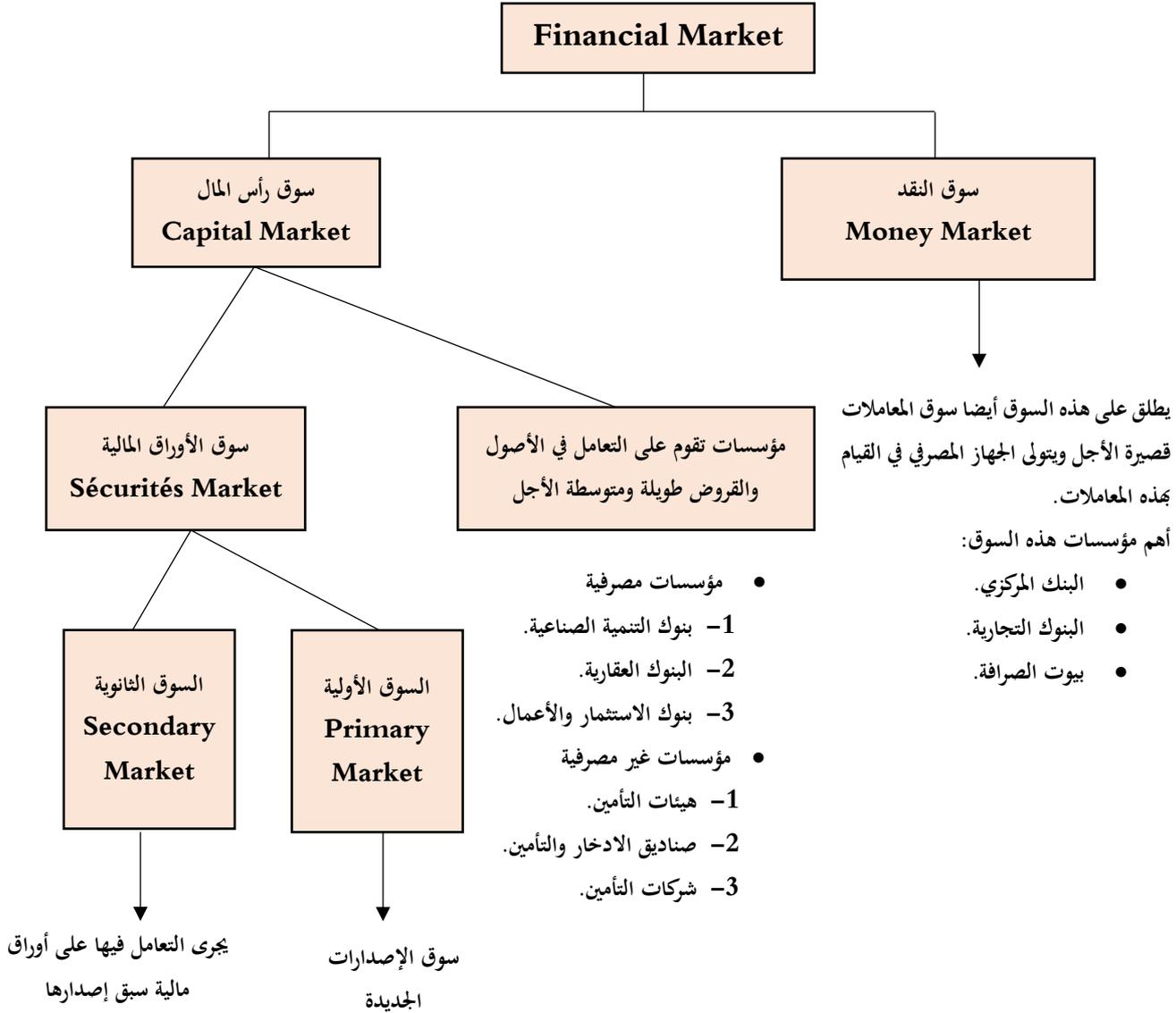
المصدر: بن اعمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2012-2013.

¹ سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص رقم 15.

1.1- الأسواق المالية وموقع سوق الأوراق المالية منه

يمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

شكل رقم 12: موقع سوق الأوراق المالية في السوق المالي



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر

الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996، ص رقم 36.

2- خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها¹:

¹ بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006.

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

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

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

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

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

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

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية وهي:

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

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

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

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في توفير الفرصة لأصحاب المؤسسات كي يحشدوا رؤوس أموال جديدة وبالتالي بناء شركات مساهمة كبيرة الحجم، ويمثل رأس مال المؤسسات مدخرات الأفراد. وتقدم سوق الأوراق المالية إلى المدخر الفرصة كي يستثمر مدخراته مع الاحتفاظ بسيولتها. فمدخرات الأفراد لها قيمة لذلك وجب الحفاظ

عليها وحمايتها. لذلك فمن بين وظائف الأسواق المالية نشر معلومات منتظمة صادرة عن مصدري الأسهم بحيث تكون للمستثمر صورة وافية على وضعية المؤسسات التي يستثمر فيها أمواله وعلى العملية التي يتم من خلالها تحديد أسعار تلك الأسهم. وبالتالي فإنه من الضروري ومن باب العدالة والكفاءة الاقتصادية أن يتم تنفيذ كافة وظائف سوق الأوراق المالية بما في ذلك تحديد أسعار الأسهم بصورة شفافة¹.

المطلب الثاني: وظائف بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي والجزئي

وجدت البورصات من أجل تأدية وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي من تنمية واستثمار وتسهيل للأوراق المالية².

1- دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

تؤدي بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- ✓ إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلباً لفائدة المتولدة منها أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر.
- ✓ إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب. ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- ✓ تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فالبورصة تحول مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد. كما تمويل البورصة الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.
- ✓ تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها البنوك والشركات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

¹ تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الاقتصادي

بين الدول الإسلامية، 2004، على الرابط <http://www.sesrtic.org/files/article/211.pdf>

² شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص رقم 45.

- ✓ الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية.
- ✓ جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقا لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.
- ✓ التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

2- دور البورصة في الاقتصاد الجزئي

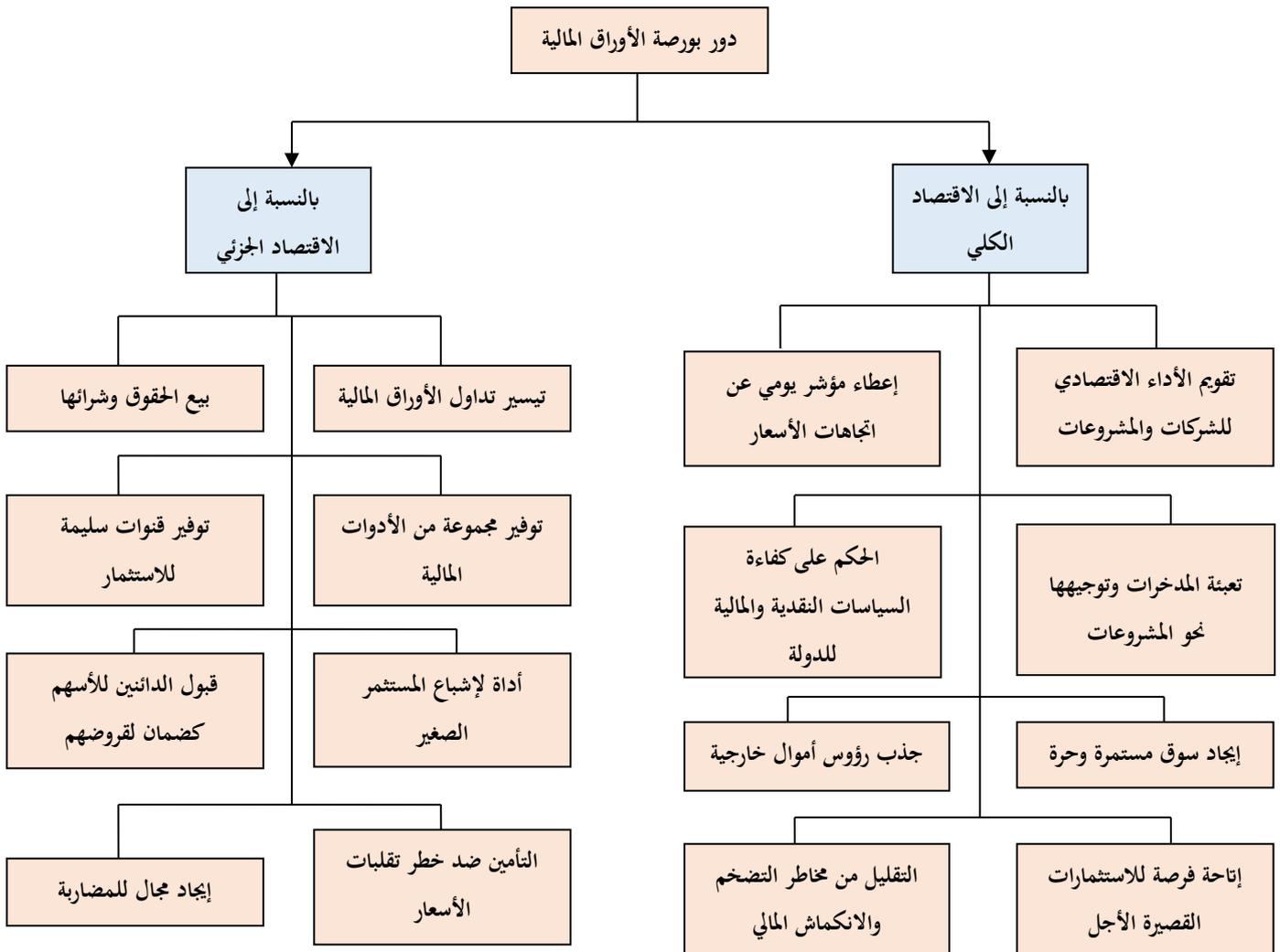
تؤدي بورصة الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:

- ✓ تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة. إذ أن بورصة الأوراق المالية توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته، ومكانا لتسييلها عند الحاجة. كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.
- ✓ بيع الحقوق وشرائها: فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات إلخ.
- ✓ توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.
- ✓ توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الانفاق الاستثماري وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- ✓ تعتبر البورصة أداة لإشباع المستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشئ مشروعاً لقله رأسماله، وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.
- ✓ قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعا وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور الآتية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة.
- ✓ التأمين ضد تقلبات الأسعار، يستفيد من البورصة التاجر والصانع والزراع حيث يتمكن كل واحد منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحويط أو التخطية، فالمضارب مثلا

يشتري سلعة لبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

✓ إيجاد مجال للمضاربة: عن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة للارتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان. وهي لازمة لاستمرار العمل في البورصة. ولكن تخرج عن وظيفتها وتتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار.

شكل رقم 13: دور بورصة الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحث

وباختصار كلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال¹:

- توفير الحافز للمستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في سوق الأوراق المالية وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عد عوامل يمكن تلخيصها في النقاط الآتية²:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية.
- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة.
- تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة مقارنة بالبنوك.
- كثيراً ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من محلية إلى دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالباً ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم مما يعود عليهم بالربح.

المبحث الثالث: الهيكل الإداري للسوق المالي، طرق وأساليب تداول الأوراق المالية

المطلب الأول: الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية وكيفية عملها

¹ حسان خضر: تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.

² حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفظ أحمد جودة: الأسواق المالية "مفاهيم وتطبيقات" ص رقم 17.

نقصد بالهيكل الإداري للبورصة: التنظيمات التي تكون منها إدارة البورصة من لجان وأعضاء وسماسرة ووسطاء، والتي تنظم عمل هؤلاء وترتب العلاقة بينهم وذلك وفقا لقواعد ولوائح تضمن الاستمرارية والانضباط لعمليات البورصة وسيهرها بسهولة تامة.

ونعرض فيما يلي نموذجا للهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية يكون قاسما مشتركا بين معظم بورصات الأوراق المالية في العالم.

1- لجان بورصة الأوراق المالية

لبورصة الأوراق المالية لجنة تكون في قمة الهرم الإداري للبورصة، ولجان فرعية يتم تشكيلها من قبل اللجنة العليا لمساعدتها في المسائل المختلفة والمتعلقة بعمل البورصة.

• اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة إلى أخرى. وتقوم بمجموعة من المهام منها:

- ✓ الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.
 - ✓ تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.
 - ✓ الإشراف على الأسعار: كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.
 - ✓ قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.
- وللجنة البورصة مكتب يتكون من رئيس ونائبه وأمين صندوق يباشر مهمة السكرتارية، وتنظيم أعمال لجان البورصة وتحديد جدول الاجتماعات والإشراف على النواحي المالية الخاصة باللجنة.

• اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

عند أول جلسة تعقدها اللجنة العليا للبورصة بعد كل انتخاب دوري (تختلف دورتها من سوق لآخر) تشكل لجانا فرعية لتساعدتها في تأدية وظيفتها، وتتكون هذه اللجان من ثلاثة أعضاء على الأقل وهي مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها أمام لجنة البورصة. وقد تختلف أسماء هذه اللجان من سوق إلى آخر إلا أن المهام المنوطة بها متشابهة إلى حد بعيد، وأهم هذه اللجان ما يلي:

- ✓ لجنة التأديب: تختص بالفصل في المخالفات التي ترتكب أثناء العمل والنظر في الشكاوى المرفوعة لها.

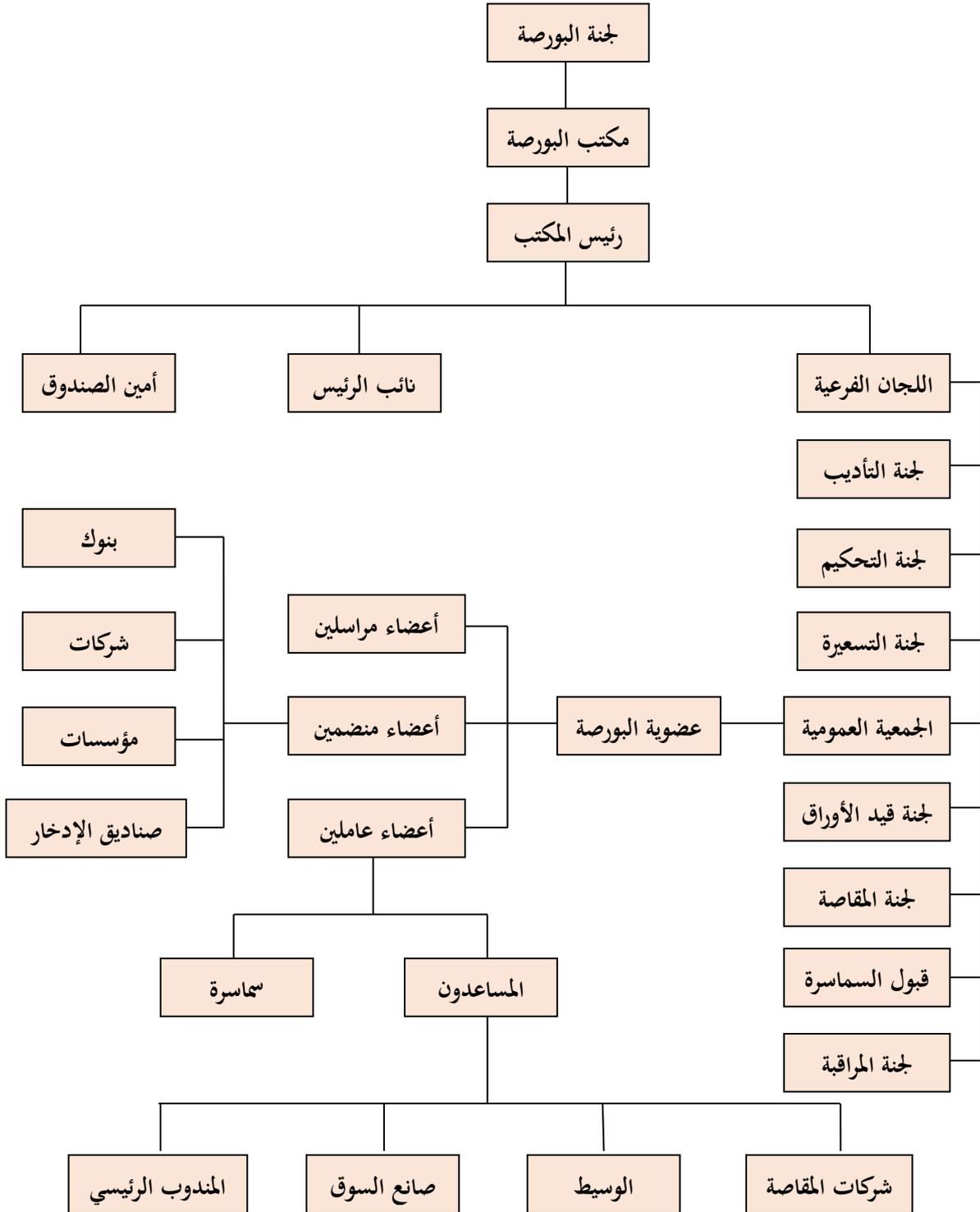
- ✓ لجنة التحكيم: تختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين وكذلك المنازعات التي تقع بين هؤلاء وعملائهم.
- ✓ لجنة التسعيرة: تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة.
- ✓ لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعيرة، وفقا للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة.
- ✓ لجنة المقاصة: تختص بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة بعضهم لبعض من بائعين ومشتريين أو دائنين ومدينين.
- ✓ لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة.
- ✓ الجمعية العمومية: تختص بالتصديق على الميزانية المقدمة إليها وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء والبورصة.
- ✓ لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقا للشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة.

2- عضوية البورصة

تتكون الجمعية العمومية في بورصة الأوراق المالية من ثلاث مجموعات من الأعضاء وهي:

- ✓ الأعضاء المنضمون: وهم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، ويتم تعيينهم من قبل لجنة البورصة.
 - ✓ الأعضاء المراسلون: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية على أن يعمل هذا السماسر المراسل من خلال سمسار محلي، ويشترط المعاملة بالمثل وبعد أداء رسوم القيد والاشتراك.
 - ✓ الأعضاء العاملون: وهم السماسرة ومساعدوهم.
- من خلال هذه المجموعات الثلاث من الأعضاء يتم ممارسة العمل في البورصة، حيث يتوقف نشاط وفعالية البورصة على قدراتهم العلمية وخبرتهم ودرايتهم بأمور البورصة ومدى تحقيقهم لأهداف المتعاملين فيها وإشباع احتياجاتهم.

شكل رقم 14: الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص رقم 54، مرجع سبق ذكره.

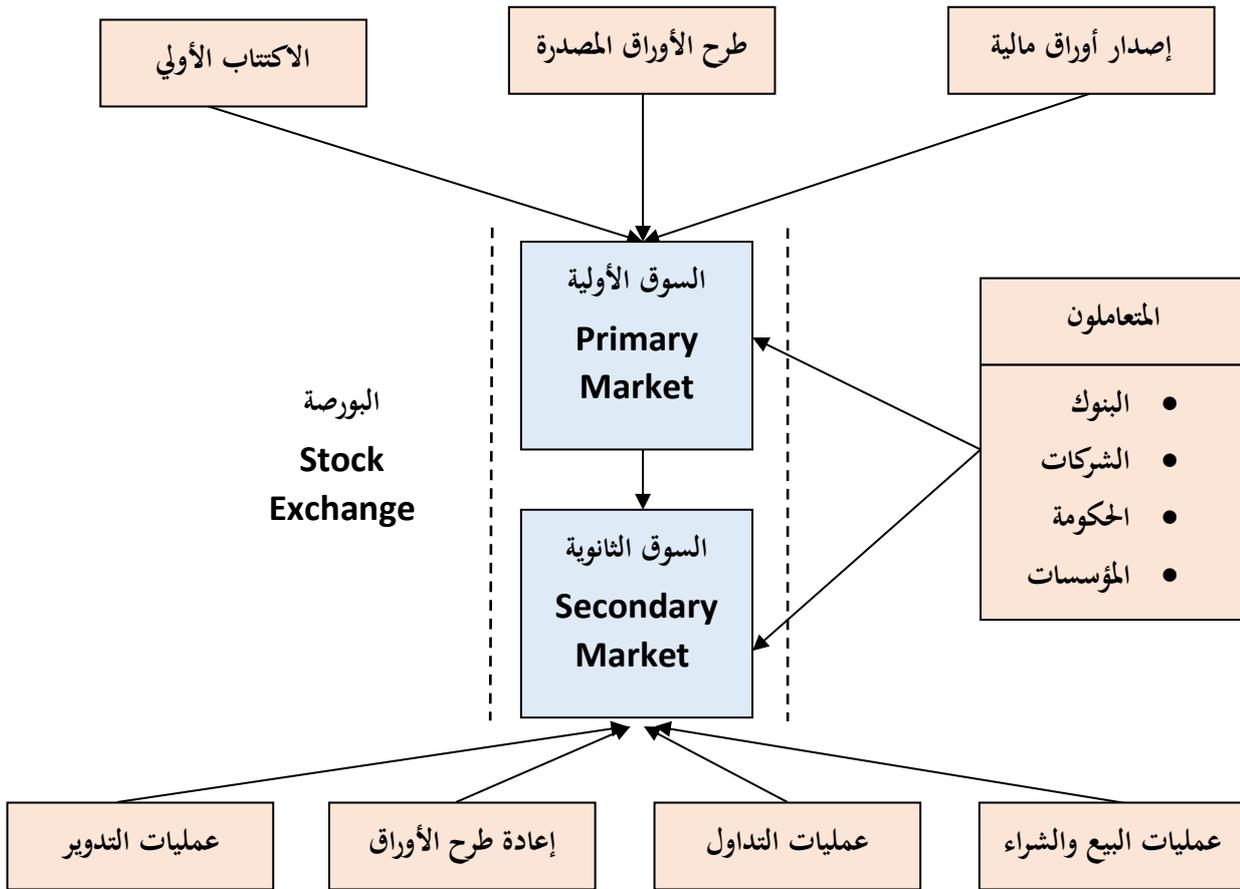
المطلب الثاني: طرق تداول الأوراق المالية وكيفية قيدها

قبل أن نستعرض طرق تداول الأوراق المالية، نتطرق بإيجاز إلى كيفية إصدار الأوراق المالية وقيدها في البورصة.

1- إصدار الأوراق المالية

يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية (Primary Market) ويطلق عليها سوق الإصدار أو الاكتتاب الأول، حيث تقوم الجهة العارضة (بنك، شركة، حكومة...) بطرح أوراقها المالية للاكتتاب لأول مرة في البورصة بقيمتها الاسمية (Nominal Value). وتعرف هذه العملية بالدورة الأولى للإصدار في السوق الأولية، حيث تنشأ بموجبها وتدخل أوراق مالية جديدة: أسهم، سندات، صكوك في البورصة لأول مرة. ويشترط في إصدار الورقة المالية أن تكون عن طريق السمسار أو عضو منظم كبنك أو شركة. ويتم تدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص في السوق الثانوية (Secondary Market)، والمخطط التالي يوضح العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين:

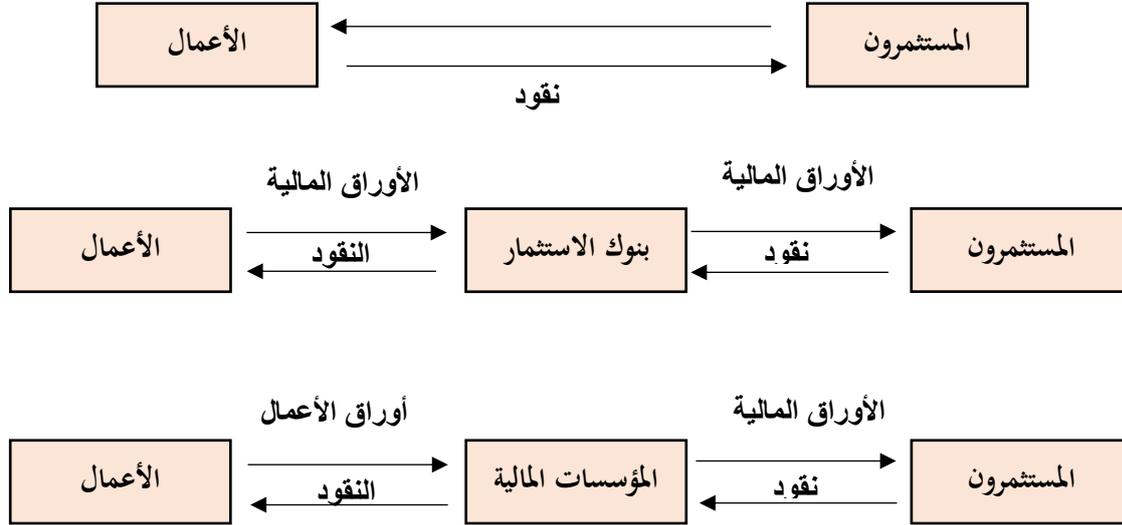
شكل رقم 15: العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين



المصدر: شعبان محمد إسلام البروراي: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص رقم 69، مرجع سبق ذكره.

أما الشكل التالي يوضح التبادل بين المؤسسات المالية مباشرة وبين المستثمرين مثل قيام البنوك بطرح أسهم وسندات وذلك للحصول على نقود من المستثمرين:

شكل رقم 16: عمليات تبادل الأوراق المالية



المصدر: مفهوم وأهمية وأنواع الأسواق المالية على الرابط

<http://www.hrdiscussion.com/attachment.php?s=7def87541037262eef510c1e632845fe&attachme ntid=11039&d=1336569375>

2- كيفية قيد الأوراق المالية

يتم قيد الأوراق المالية في البورصة بتقديم طلب من قبل الجهة المصدرة للأوراق المالية (بنك، شركة، ...) لقيدها في جدول الأسعار بالبورصة خلال مدة معينة، تحدها لجنة البورصة اعتباراً من تاريخ قفل باب الاكتتاب في تلك الأوراق. وعلى الجهة المصدرة تقديم جميع الوثائق اللازمة للقيد، وأن تؤدي رسوم الاشتراك وغيرها من المبالغ المنصوص عليها في اللائحة الداخلية للبورصة، ولا يجوز التعامل في غير الأوراق المالية المقبولة في جدول الأسعار أو في الجدول المؤقت، ولا يجوز تداولها في غير المكان المخصص لها في البورصة أو في غير المواعيد المحددة لذلك.

3- طرق وأساليب عمليات التداول

للقيام بعملية الاستثمار في الأموال عن طريق البورصة من بيع أو شراء يتطلب معرفة الطرق اللازمة لذلك، حيث هناك طريقتان لذلك:

- **البنك:** يتوجه المستثمر إلى البنك الذي يريد التعامل معه، ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها، وسيقوم البنك بكافة الإجراءات اللازمة بالنيابة عن العميل وفي حدود التعليمات التي يتلقاها منه.
- **السمسار:** يتصل المستثمر بأحد بيوت السمسرة (House Brokerage) المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية.

نرى في كلتي الطريقتين لابد للعميل أن يصدر أوامر إلى السمسار أو البنك محددًا الأمور الآتية:

- تحديد الورقة المالية المطلوب تداولها.
 - تحديد كمية الأوراق المالية المطلوب تداولها والأسعار التي يرغب التعامل بها.
- فلا بد أن يكون للمتعامل لإمام بأنواع الأوامر التي يصدرها للسمسار، وما تتضمن هذه الأوامر من محددات. ومن الأوامر التي لابد للمستثمر أن يكون له علم بها، ما يلي:

- ✓ **الأمر السوقي (Market Order):** وهو أمر طلب تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق من بيع أو شراء.
- ✓ **الأمر المحدد (Limit Order):** وهو الأمر المحدد بعدد معين من الأوراق المالية أو بسعر محدد أو بفترة محددة.
- ✓ **الأمر اليومي (Day Order):** وهو الأمر الذي لا بد من تنفيذه خلال يوم العمل.
- ✓ **الأمر الساري المفعول حتى إلغائه (Good Till Cancelled G.T.C):** وهو الأمر المتعلق بشراء ما يعرض في السوق بسعر معين دون تحديد نوع الورقة ومدة التنفيذ.
- ✓ **الأمر المتدرج (Step Order):** وهو الأمر الذي يوجه على السمسار ببيع أو شراء عدد معين من الأوراق بأسعار متفاوتة بالتدرج.
- ✓ **الأمر بوقف التعامل (Stop Loss Orde):** وينقسم على وقف الشراء أو وقف البيع.
- ✓ **الأمر الخاص بشراء الخيارات (Option Contracts Order).**
- ✓ **الأمر الخاص بالعقود الآجلة (Forward Contracts Order):** وهو أمر متعلق بعقد ملزم للطرفين بسعر ثابت وخلال فترة معينة بدفع الثمن كله أو بالتقسيم.

✓ الأمر الخاص بعقود المستقبل (Future Contracts Order): وهو أمر متعلق بعقد ملزم للطرفين ونهائي.

✓ الأمر بشراء الهامش أو الشراء الحدي (Margin Order): وهو أمر متعلق بشراء أوراق مالية عن طريق التمويل الجزئي من قبل العميل، وتولي الوسيط تمويل الجزء المتبقي.

المطلب الثالث: نظم تداول الأوراق المالية وطرق تحديد أسعار الأوراق المالية

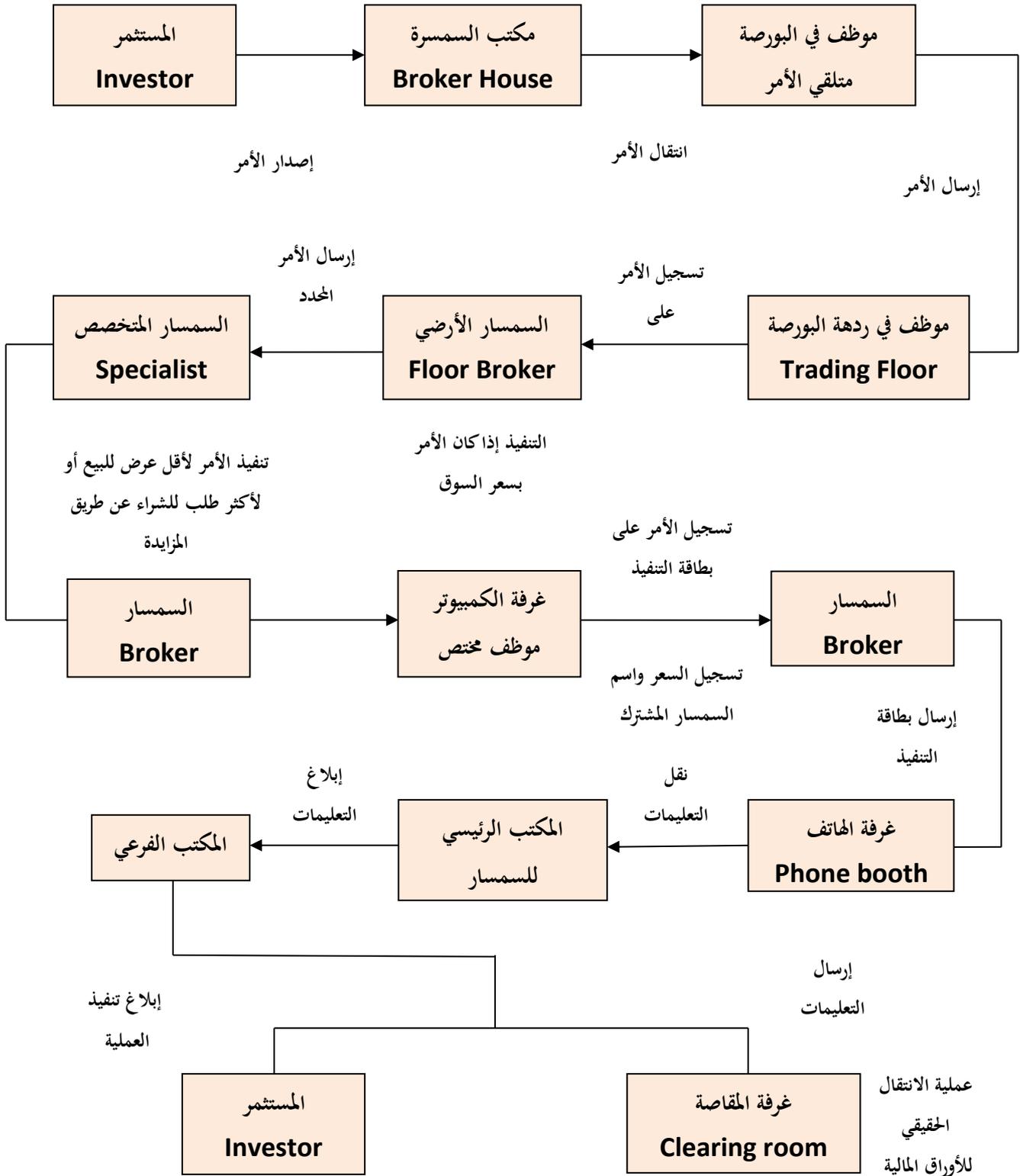
1- نظم تداول الأوراق المالية

هناك نظامان رئيسيان لتداول الأوراق المالية في البورصة:

1.1 - نظام المزاد العلني (Auction System): وهو نظام يعطي الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر أي طلب للشراء ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة، وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية.

وفيما يلي سنعرض كيفية التداول في بورصة نيويورك كنموذج لهذا النظام:

شكل رقم 17: مخطط توضيحي يبين كيفية تداول الأوراق المالية في بورصة نيويورك



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص رقم 74، مرجع سبق ذكره.

2.1- نظام التفاوض والمساومة (Negotiation & Bargaining System)

هذا النظام يقوم على المساومة والتفاوض بين المتعاملين على الأسعار، فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة. وهو نظام معمول به في بورصة لندن للأوراق المالية.

2- طرق تحديد أسعار الأوراق المالية

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب). فإن سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط نظرا لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل:

- قوى العرض والطلب.
- المركز المالي للجهة المصدرة للورقة وللبلاد بصورة عامة.
- العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة.

ولتحديد أسعار الأوراق المالية عدة طرق متبعة في معظم البورصات العالمية، وهي¹:

1.2- التسعير بالمناداة (Quotation by Action):

يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة وذلك بوضع الساعد (أفقا في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسيا في حالة البيع).

2.2- التسعير بالأدراج (Quotation By Racks):

في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم. حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

3.2- التسعير بالاعتراض أو المقارنة (Price Fixing):

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وذلك عن طريق وسيط متخصص.

4.2- التسعير بالصندوق (Quotation By Box):

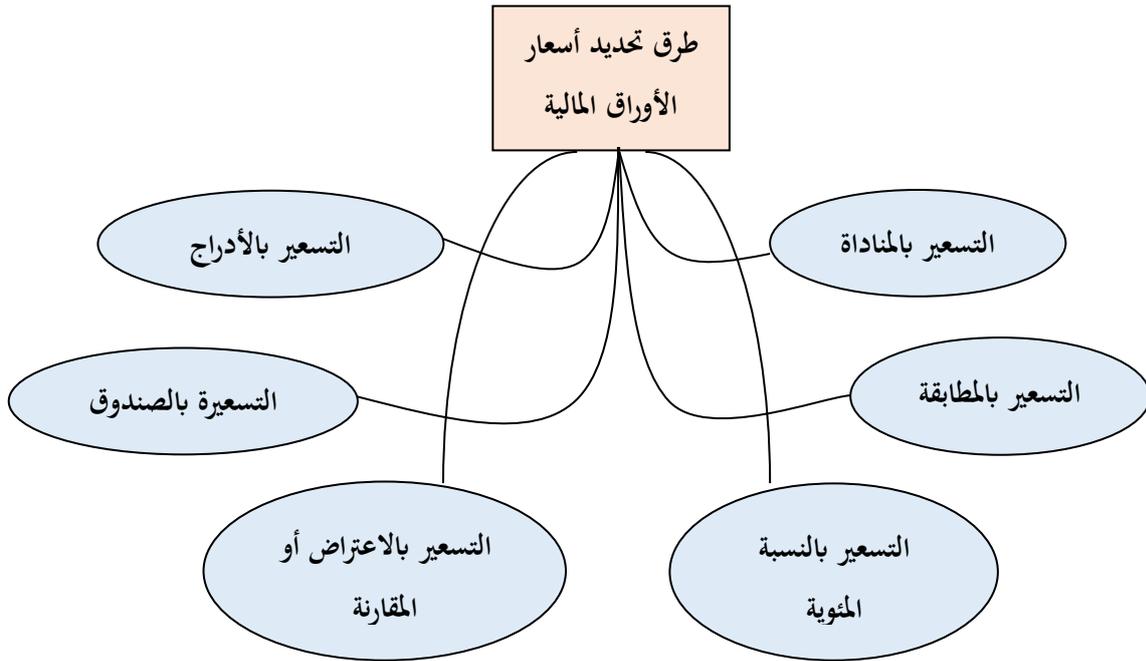
تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة. فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

¹ على غازی: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية على الرابط: <http://www.manaratweb.com> -المالية-الأوراق-أسعار-تحديد-أسعار-الأوراق-المالية

5.2- التسعير بالنسبة المئوية (Quotation By Percentage): في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعير بالنسبة المئوية من قيمة السهم الإسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6.2- التسعير بالمطابقة: عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني. وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

شكل رقم 18: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة



المصدر: من إعداد الباحث

3- أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية:

- سعر الافتتاح (Opening Price): وهو أول سعر يحدد للورقة المعينة بعد افتتاح البورصة.
- أعلى سعر للورقة المالية (Higher Price).
- أدنى سعر للورقة المالية (Lower Price).
- سعر الإقفال (Closing Price): وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعده على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم. ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

4- كيفية قراءة لوحة أسعار الأسهم

نستعرض فيما يلي الجداول المتعلقة بأسعار الأسهم، وكيفية قراءة لوحة أسعارها.

يوجد في أعلى كل لوحة خط يحتوي على مجموعة رموز بواسطتها يتم قراءة أسعار الأسهم المعروضة من قبل الشركات والبنوك المسجلة في تلك البورصة. والمثال التالي (بورصة طوكيو) يوضح ذلك:

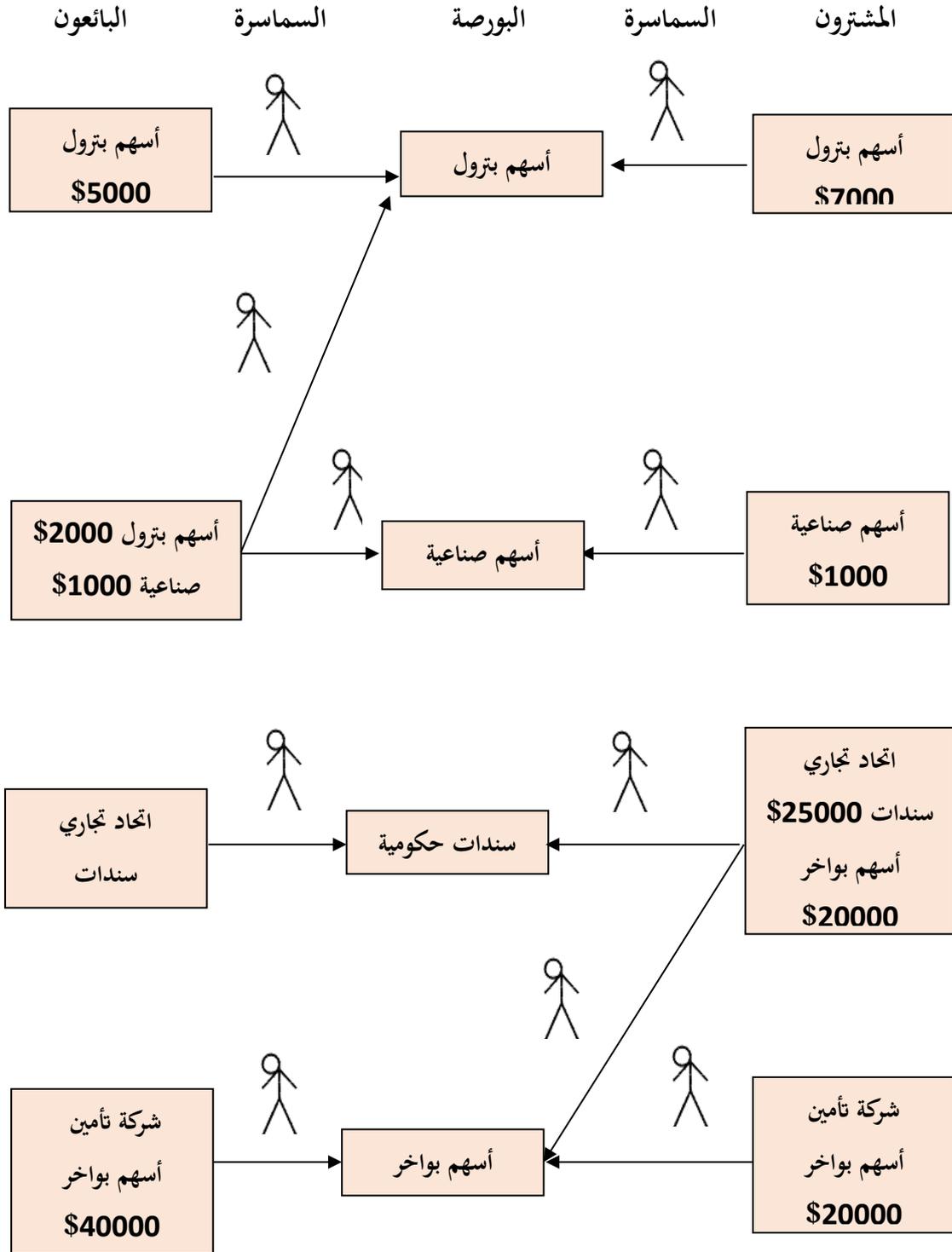
-Period-				-Daily-			
High	Low	Issue	Vol/1000	High	Low	Close	Chg
4470	2225	Aiwa	334	3140	2970	2990	-160
980	731	Casio	214	765	760	760	+6

- **(Period)** تعني الفترة الزمنية التي تم فيها تسجيل أعلى و أدنى سعر لأسهم تلك الشركة. في الدول الآسيوية تلك المدة الزمنية تعبر عن سنة كاملة، ما عدا السعر الذي يتم نشره في هذا اليوم.
- **(Low)** و **(High)** تشير إلى أعلى وأدنى سعر سجلته البورصة في خلال سنة، والأرقام الموجودة تحت كل منهما تشير إلى سعر السهم.
- **(Issue)** تثبت تحتها أسماء الشركات المصدرة للسهم، فعندنا شركة **Aiwa** و **Casio**.
- **(Vol/1000)** تعطينا عدد الأسهم التي يتم التعامل بها من خلال اليوم، وذلك بضرب الرقم الذي تحت هذا العمود في ألف أي: $(334 \times 1000 = 334000)$.
- **(High)** تعني أعلى سعر تم تسجيله للسهم الواحد خلال اليوم.
- **(Low)** تعني أدنى سعر تم تسجيله للسهم الواحد خلال اليوم.
- **(Close)** سعر الإقفال للسهم الواحد.
- **(Chg)** تبين التباين بين سعر إقفال اليوم السابق. فإن كان موجبا (+) يعني أن قيمة السهم ارتفع، والسالب (-) يدل على نزول سعره، قياسا على سعر إقفال اليوم السابق. ففي هذا اليوم كان لشركة (Aiwa) هبوط (-160) مقارنة مع سعر إقفال اليوم السابق للسهم الواحد. وأما شركة (Casio) فكان لها صعود (+6) بالنسبة لسعر إقفال اليوم السابق.

ويوجد في لوحة أسعار الأسهم لبورصة نيويورك (أربعة رموز) أخرى:

- (SYS) تعني رمز الشركة أو الجهة المصدرة.
- (Div) مختصر لكلمة (Annual Dividend) أي الربح السنوي للسهم الواحد بالدولار.
- (YID%) مختصر ل (Yield Dividend) نسبة العائد الموزع وتحسب بتقسيم معدل الربح السنوي للسهم الواحد على سعر الإغلاق للسهم في هذا اليوم.
- (PE) مختصر ل (Price Earning ratio) معدل رسملة الفوائد، وهي النسبة التي يجب أن يضرب بها مردود السهم للحصول على سعره في البورصة.

شكل رقم 19: مخطط مبسط يوضح كيفية عمل بورصة الأوراق المالية



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص رقم 81، مرجع سبق ذكره.

المبحث الرابع: أهمية المعلومات ومصادرها للأسواق المالية

المطلب الأول: أهمية المعلومات في الأسواق المالية

الأسواق المالية مثل أي سوق يحتاج المتعاملون فيه إلى معلومات بل إن الاحتياج إلى معلومات في هذا السوق يعتبر أكثر من غيره من الأسواق. وبجانب الاحتياج إلى معلومات فإنه تتعدد مصادر هذه المعلومات. للمعلومات أهميتها في كل مجالات الحياة، وتزداد هذه الأهمية في الأسواق وتزداد على نحو خاص في الأسواق المالية، والأسباب التي تزيد من أهمية المعلومات في الأسواق المالية كثيرة ومتنوعة، ومن أهمها ما يلي¹:

- الأسواق المالية لها درجة حساسة عالية لكل ما يتعلق بالتطورات في القطاعات الاقتصادية المحلية، بل إن الأمر لا يقتصر على الاقتصاد المحلي وإنما يمتد إلى الاقتصاد الدولي، إن التطورات في الاقتصاد الدولي تظهر آثارها في الأسواق المالية على نحو أسرع من القطاعات الاقتصادية الأخرى.
- الأسواق المالية بها درجة عالية من الخطورة، وسبب هذه الخطورة يكمن في نوع السلع موضع التبادل وفي التطورات السريعة في هذا السوق وفي الآثار التي تترتب على هذا السوق.
- بعض التوقعات في هذا السوق تستند إلى عناصر موضوعية، ولكن توقعات أخرى في هذا السوق، وقد تكون كثيرة وخطيرة لا تستند إلى عناصر موضوعية.
- يستهدف المتعاملون في هذا السوق الحصول على ربح، وقد يكون المستهدف هو الربح السريع. دون الحكم على ذلك أي على سرعة الحصول على الربح فإن هذا يتطلب معلومات تستند إليها القرارات السريعة.
- هذا السوق يتعلق بالاستثمارات، ومن المعروف في الأدبيات الاقتصادية أن الاستثمار فيه جزء يتعلق بالحالة النفسية. وهذه الفكرة تعمقت منذ أن ظهرت آراء كينز على وجه الخصوص (1932). هذه الحالة النفسية مع أنها غير موضوعية إلا أنها تحتاج إلى معلومات.
- نوع السلع موضع التبادل في هذه الأسواق وآليات التعامل فيه تتيح درجة عالية من المضاربات. والمضاربات تحتاج إلى معلومات سريعة وفورية.
- تجربة الإنسان مع الأسواق المالية من حيث نجاحها وفشلها ومن حيث التقلبات العنيفة فيها ومن حيث أزماتها ومن حيث تأثير هذه الأزمات — هذه الأبعاد وغيرها مما يدخل في تجربة الإنسان مع الأسواق المالية تشكل عاملاً أو سبباً للاهتمام بالمعلومات.

¹ رفعت السيد العوضي: الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي، 29 ديسمبر 2010.

- لا يمنع ونحن في نطاق البحث العلمي أن نذكر أن الاختيارات في الأسواق المالية والخسائر فيها أدت إلى موت ناس موتا حقيقيا أو موتا اقتصاديا. وأمر على هذه الدرجة من الخطورة تكون المعلومات فيه أيضا على هذه الدرجة من الخطورة.

المطلب الثاني: المصادر العامة للمعلومات في الأسواق المالية

يلزم بالضرورة أن يستند القرار إلى معلومات، ينطبق هذا على الأسواق المالية كما ينطبق على غيرها، وإن كانت الحاجة إلى معلومات عند اتخاذ قرار في الأسواق المالية تبدو لها أهميتها وهذا يجعلنا نقول إن الأسواق المالية ضمن المجالات التي ترتفع فيها أو تزيد فيها درجة الحاجة إلى معلومات على هذا النحو. إن المعلومات أمر لازم وضروري لاتخاذ القرار، وطبيعة المعلومة تتحدد حسب طبيعة القرار وحسب المجال أو المجالات التي يعمل عليها، وطبيعة المعلومة تحدد مصدرها أو مصادرها، القرار في الأسواق المالية يحتاج إلى معلومات، وهذه المعلومات لها طبيعتها ولها مصادرها. ويمكن توضيحها في النقاط التالية¹:

- يلزم للتعامل في الأسواق المالية معلومات عن الاقتصاد الوطني من حيث حجم الناتج المحلي وطبيعته وتطوره. وهذه المعلومات لها مصادرها في الإحصاءات المنشورة عن الدخل القومي والناتج القومي وعن الادخارات والاستثمارات.
- يلزم للتعامل في الأسواق المالية معلومات عن متغيرات مثل الادخارات والاستثمارات، وكذلك معلومات عن معدل التضخم ومعدل البطالة. وهذه لها مصادرها التي تصدرها الهيئات الرسمية، وقد تصدرها هيئات غير رسمية.
- المعلومات اللازمة للقرار في الأسواق المالية لا تقتصر على معلومات محلية، بل يدخل فيها معلومات عن الاقتصاد العالمي. ومن المصادر التي تعطي معلومات عن الاقتصاد العالمي التقارير التي تصدرها المنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وكذلك التقارير التي تصدرها المنظمات الإقليمية مثل الاتحاد الأوروبي.

المطلب الثالث: المصادر الخاصة للمعلومات في الأسواق المالية

إن ازدياد أهمية الأسواق المالية دفع المؤسسات الدولية للاهتمام بعمل مؤشرات للأسواق المالية، وهذه المؤشرات وإن كانت تعمل على اقتصاد دولة معينة إلا أنه قد أصبحت له أهمية على مستوى الأسواق المالية للعالم كله، بحيث أن هذه المؤشرات أصبحت لها دلالتها في حركة الأسواق المالية وأهم هذه المؤشرات نذكر ما يلي:

¹ رفعت السيد العوضي: الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره.

● **مؤشر فينانشال تيمز: (Financial Times– stock Exchange 100 (FT – SE 100)**

تأسس هذا المؤشر في 03 يناير 1984 ويتكون من 100 شركة مسجلة في بورصة لندن، وفي هذا المؤشر تعطي الشركة رقما يحدد وزنها. ويعتبر هذا المؤشر دليلا مرجحا بالقيمة السوقية للشركات التي يمثلها.

● **مؤشر داوجونز للشركات الصناعية: (Dow Jones Industrial Average (DJiA)**

هذا المؤشر يتكون من أربعة مؤشرات:

- مؤشر داوجونز للشركات الصناعية (30 شركة).

- مؤشر داوجونز لشركات النقل (20 شركة).

- مؤشر داوجونز لشركات المرافق العامة (15 شركة).

- مؤشر داوجونز المركب، ويشمل جميع الشركات السابقة (65 شركة).

وهذا المؤشر يعتبر من أشهر المؤشرات على مستوى العالم وبدأ العمل به في أكتوبر 1928 في الولايات المتحدة الأمريكية. ويعتبر هذا المؤشر متوسطا مرجحا بأسعار أسهم الشركات التي يشملها.

● **مؤشر ستاندرد وبور: (Standard and poor 500 Index (S and p 500)**

يتكون هذا المؤشر من 500 سهم لأربعة أنواع من الشركات موزعة كما يلي:

- 40 شركة صناعية.

- 20 شركة نقل.

- 40 شركة مرافق عامة.

- 40 شركة مالية.

هذا المؤشر يعتبر دليلا وليس متوسطا، ويتم الترجيح فيه على أساس القيمة السوقية للشركات الداخلة في الدليل. ويسبب كبر القيمة في هذا المؤشر فإن المحللين الماليين، يعتبرونه ممثلا لسوق الأوراق المالية. بالإضافة إلى المؤشرات الثلاثة السابقة توجد مؤشرات أخرى تصدر في بعض الدول وتتفاوت هذه المؤشرات في أهميتها.

المبحث الخامس: أسواق الأسهم وكفاءتها

تقوم أسواق الأسهم بالعديد من الوظائف الرئيسية ألا وهي:

● تعد مصدرا لرأس المال الجديد للشركات.

● تعد هذه الأسواق وسيلة يمكن للمستثمرين من خلالها شراء أسهم الشركات.

- توفر هذه الأسواق مخرجا لمستثمري الأسهم الذين يرغبون في تحويل أسهمهم إلى نقود.
- في الدول التي تمثل فيها شركات المساهمة جزءا كبيرا من اقتصاد الدولة، يكون الأداء في أسواق المال مؤشرا للحالة العامة للاقتصاد بتلك الدولة.

المطلب الأول: أنواع أسواق الأسهم

1- الأسواق الأولية والأسواق الثانوية

تقوم أسواق الأسهم بتأدية مهام كل من الأسواق الأولية والثانوية. إن أسواق الأسهم الأولية هي الأسواق التي تقوم فيها الشركات بإصدار أسهم جديدة يتم بيعها للمستثمرين، وتعد هذه الأسواق أسواقا لزيادة رأس المال.¹ أما الأسواق الثانوية فهي الأسواق المخصصة لتداول الأسهم بعد إصدارها. وتوفر هذه الأسواق وسيلة يستطيع من خلالها المساهمون:

- تصفية استثماراتهم، أي بيع حصتهم من الأسهم مقابل مبلغ معقول.
 - تبادل محافظهم الاستثمارية عن طريق تبديل بعض الأسهم التي يمتلكونها مع غيرهم من المستثمرين.
- على الرغم من أن الشركات لا تستثمر رأس مالها في الأسواق الثانوية، فإنها تعد ذات أهمية كبيرة بالنسبة للشركات. فدون وجود سوق ثانوية نشطة سيزداد امتناع المستثمرين عن شراء الأسهم بالأوراق الأولية. ويتعين على بنوك الاستثمار أو مؤسسات الأوراق المالية المسؤولة عن تنظيم إصدارات الأسهم طمأنة المستثمرين المحتملين أن السوق الثانوية التي تتسم بقدر كاف من السيولة سوف تعمل في الأسهم بعد إصدارها. ومن المتوقع أن تقوم بشرح كيفية حدوث ذلك وعادة ما تتعهد البنوك التي تعمل بالسوق الأولية بتوفير سوقا ثانوية للأسهم عن طريق التعامل في الأسهم لحسابها إذا اقتضى الأمر ذلك أو العمل كصانع سوق في حالة اعتماد السوق على عروض الأسعار.

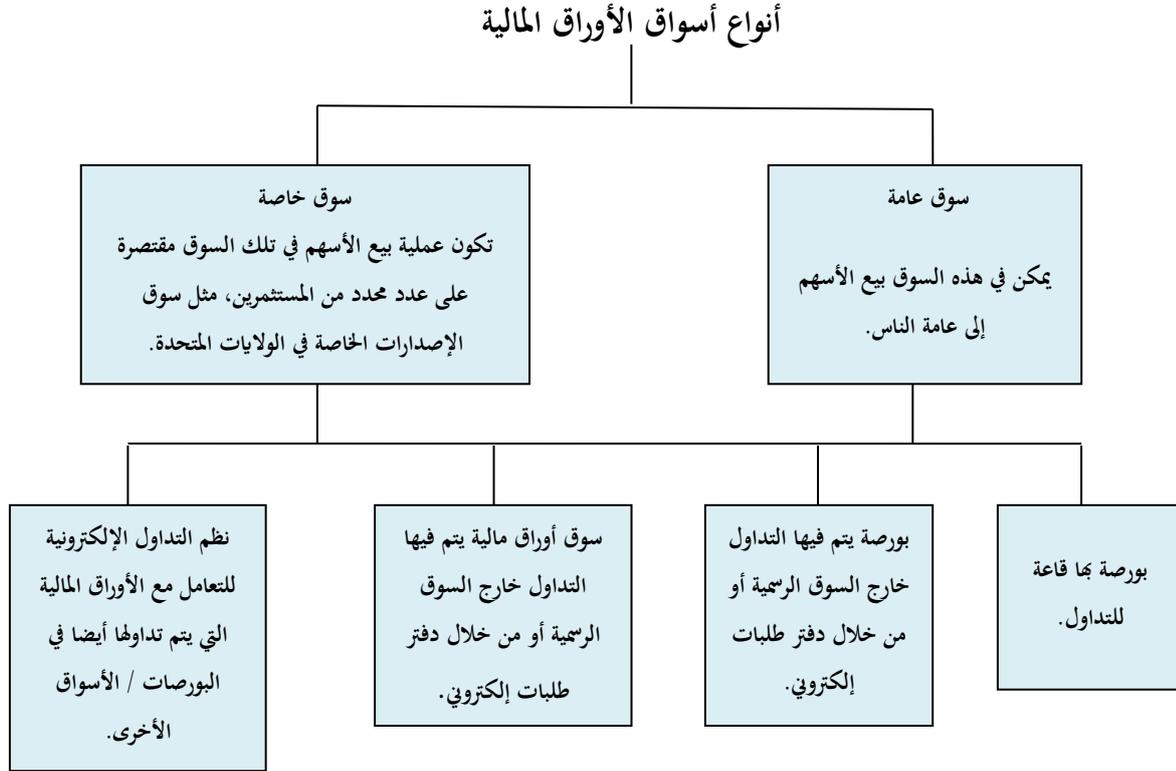
2- الأسواق العامة والأسواق الخاصة

إن سوق المال العامة هي السوق التي يمكن فيها شراء الأوراق المالية والأسهم وإعادة بيعها بواسطة جمهور المستثمرين. أما في سوق المال الخاصة، فهناك قيود على بيع الأسهم للمستثمرين ولا يمكن عرض الأسهم للاكتتاب العام. وعادة ما يتم بيع الأسهم إلى مجموعة محددة من المستثمرين. ففي الولايات المتحدة مثلا تعد سوق الإصدارات الخاصة

¹ برايان كويل: التمويل المالي للأسهم "Equity Finance" ترجمة خالد العامري، دار الفاروق للاستشارات الثقافية، الناشر الأجنبي ليسونز، الطبعة الأولى، القاهرة، 2007، الطبعة الأجنبية 2002، ص رقم 57.

إحدى الأسواق التي يمكن للشركات إصدار الأسهم والسندات فيها، لكنها تكون مقصورة على المستثمرين المتمكنين المؤهلين، وفي الأسواق الثانوية يسمح للمستثمرين المؤهلين فقط بالبيع أو الشراء.¹

شكل رقم 20: أنواع أسواق الأوراق المالية



المصدر: برايان كويل: التمويل المالي للأسهم "Equity Finance"، مرجع سبق ذكره.

كما قد تواجه الشركات الصغرى بعض الصعوبات فيما يتعلق بإصدار الأسهم في أسواق الأوراق المالية الكبيرة، وذلك لعدة أسباب:

- التكاليف المرتفعة لتلبية متطلبات الموافقة على طلب إدراج الأسهم في البورصة.
- التكاليف المرتفعة والجهود الشاقة لتلبية المتطلبات المستمرة للإبقاء على إدراج الأسهم في البورصة.
- تفضيل التجار في أسواق المال الكبرى لتداول أسهم الشركات الكبرى. فقد لا يكون لدى التجار الرغبة في التعامل في أسهم الشركات الصغرى.

¹ برايان كويل: التمويل المالي للأسهم، ص رقم 59، مرجع سبق ذكره.

3- أسواق الأسهم المحلية والدولية

يتم إجراء معظم أنشطة الأسواق الأولية والثانوية للأسهم في أسواق الأسهم المحلية. ومن السهل أن نعتبر أسواق الأسهم المحلية سوق تقوم فيها الشركات بإصدار الأسهم داخل حدود الدولة التي توجد بها، بغرض بيع الأسهم في المقام الأول إلى مستثمري هذه الدولة، ومع ذلك تعد هذه النظرية مبالغاً في تبسيطها نظراً لأن أسواق الأسهم المحلية تستخدم بواسطة الشركات الأجنبية والمستثمرين الأجانب، إلى جانب الشركات المحلية والمستثمرين المحليين.

المطلب الثاني: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية ومقوماتها

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين البيانات المالية المتعلقة بالشركة التي أصدرت هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة لدى فئات عديدة منها إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية، والمراجعون المحاسبون الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرون الذين يشترون ويقومون ببيع الأوراق المالية؛ وكذلك لدى الشركات المنافسة. إن كل فئة من هذه الفئات ولأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية وتأثير المعلومات في هذه الأسعار، إذ يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل، فعلى سبيل المثال نجد أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية تؤثر في القيمة السوقية لثروة المستثمر مما يغير قرارات المفاضلة بين فرص الاستهلاك وفرص الاستثمار بالنسبة إلى الفرد، أما بالنسبة إلى المشروع فإن تغير أسعار الأوراق المالية يؤثر في تكلفة مصادر التمويل المتاحة.

ويلاحظ وجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية - وبصفة خاصة الأسهم - وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار اهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات استخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها في سوق رأس المال وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال¹.

وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة سوق المال وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (أو تحليل القوائم المالية) الذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية

¹ سليمان موصلي، حازم السمان: دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الثاني، 2013.

المسعرة تسعيرا مغلوطا فيه، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه " انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية "

1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يتصف السوق الكفء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل سلسلة المعلومات التاريخية، والمعلومات الجارية وهي المعلومات المعلنة للعامّة. كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية ومنه يمكن تعريفها " تتسم سوق الأوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب ويتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات (Bodie Z, Kane et Marcus AB, 1995) كما يمكن تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية على النحو التالي " أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة (Charles, P. Jones 1996). وهناك تعريف آخر لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث نجد (Fama 1965) يكون السوق كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدججة في سعر ذلك الأصل"¹.

السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فإذا ظهرت معلومات جديدة عن إحدى المؤسسات المتداول أسهمها يتحرك سعر السهم بسرعة وبرشد من حيث الحجم والاتجاه ليعكس هذه المعلومة الجديدة².

تعرف كفاءة السوق المالي: بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة. وعلى هذا الأساس فإن اختلاف المعلومات المتوفرة للمتعاملين في السوق تؤدي إلى تقلب تلك الأسعار. ولكي يكون السوق المالي كفؤا، لابد من

¹ بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، بن بوزيان محمد: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.

² ماجد أحمد عطا الله: إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص رقم 162.

توافر شرطين على الأقل: أولهما: أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، ثانيهما أن تعكس تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة¹.

نستنتج مما سبق تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء يفترض أن يكون سعر الورقة المالية يعكس كافة المعلومات للمستثمرين ولعامّة الجمهور².

ومن أجل الوصول إلى المفهوم الدقيق لكفاءة السوق المالي يجب أن نتعرض إلى مفهوم الأسواق المالية الكاملة باعتبارها التنظير الأول للأسواق الكفاءة. يعتبر مفهوم السوق المالي الكامل أحد أهم مقومات النظرية المالية وتحقق هذه الصفة إذا توافرت الشروط التالية³:

- لا توجد أي حواجز على دخول وخروج المتعاملين ورؤوس الأموال في السوق المالي.
- لا توجد تكاليف للمعاملات مرتبطة بالإقراض والاقتراض ولا قيود على البيع على المكشوف كما لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكاليف على الإفلاس.
- المنافسة في السوق المالي تكون كاملة حيث لا يستطيع المتعاملون التأثير على الأسعار ومعدلات الفائدة.
- وجود عدد غير محدود من الأصول المالية ويمكن شراء أو بيع أي كمية منها صغر حجمها.
- كل المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين وبدون تكلفة.
- جميع المستثمرين يتميزون بالرشد ويسعون إلى تعظيم منفعتهم.

2- المقومات الأساسية للسوق الكفاء

بشكل عام يوجد ثلاث مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي (Reilly, 1985) ويضيف (Bemstien, 1987) سمة رابعة هي عدالة السوق⁴.

¹ جبر إبراهيم الداعور، محمد نواف عابد: أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد السابع عشر، العدد الأول، يناير 2009.

² Aswath Damodaran: **Market Efficiency: Definitions and Tests**, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/invphiloh/mktefficiency.pdf>

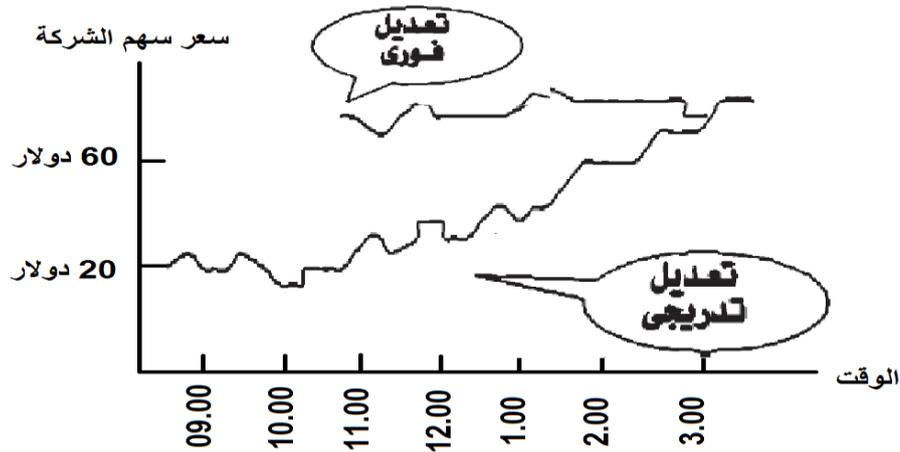
³ شوقي بورقبة: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 10، 2010.

⁴ بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، بن بوزيان محمد: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مرجع سبق ذكره.

- دقة وسرعة وصول المعلومات: إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.
- كفاءة التشغيل والتسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق: يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية. أما كفاءة التسعير يقصد بها الكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير.
- السيولة: يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية.
- عدالة السوق تعني عدالة السوق إتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير للمعلومات.

والشكل التالي يوضح تأقلم أسعار الأسهم مع المعلومات الجديدة:

شكل رقم 21: تأقلم أسعار الأسهم مع المعلومات الجديدة



المصدر: جاري جراي، باتريك ج. كوستيس، ج. راندال وولريدج: دليلك لتقييم الأسهم "دليل المستثمر الذكي للأداء المتميز في سوق الأوراق المالية"، مكتبة جرير، الطبعة الأولى، 2007، ص رقم 33.

المطلب الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء¹:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنهم لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار.
- في مثل هذه الأسواق لا يستطيع أي مستثمر تحقيق عائد مرتفع يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

1- أنواع كفاءة سوق المال

وتتمثل أنواع كفاءة سوق المال فيما يلي²:

1.1 الكفاءة الكاملة

وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

- عدم وجود قيود على التعامل حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها، أي قابلية الأوراق المالية للتجزئة.
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، مما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين، بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية " دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010.

² صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، 2011-2012.

- تتمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوق يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

هذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات وهناك تكاليف بالمعاملات... الخ. وهذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية له وهذا الأمر الشائع مهما بلغت درجة تطور السوق المالية.

2.1 الكفاءة الاقتصادية

تستند إلى فرضية السعي المستثمر في تعظيم منفعته الخاصة. وبالتالي يظل في سباق المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة والسوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية. وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفء للأوراق المالية، هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المرفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

2- مستويات الكفاءة في الأسواق المالية

يفرق الفكر المحاسبي وفقا لفرض كفاءة السوق بين ثلاثة أشكال، هي الشكل الضعيف والشكل شبه القوى والشكل القوي، ويمكن القول إن الشكل القوي من سوق الأوراق المالية هو الأكثر قدرة على تحديد السعر العادل للسهم، حيث يستمد قدرته المؤثرة من جودة محتوى المعلومات الذي تتيحه للمستخدمين. ويمكن القول إن الشكل القوي، يتسم بالقدرة على توفير جميع المعلومات المؤثرة على أسعار الأسهم القابلة للتداول لجميع المستخدمين في توقيت واحد.

وفيما يلي بعض النتائج التي توصل إليها بعض الباحثين بشأن أهمية كفاءة سوق المال¹:

يرى أحد الباحثين أن الأسعار التي يحددها هذا الشكل تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة. أي أن القيمة الحقيقية تعكسها القيمة العادلة للأسهم. ويرى البعض الآخر أن سعر السهم في السوق الكفء يعكس كافة المعلومات عن الشركة التي أصدرت السهم، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها

¹ أحمد رجب عبد الملك: دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية " دراسة تحليلية "، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم 01، المجلد رقم 45، يناير 2008.

تعكس قيمته الحقيقية، حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين والتي تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية. وتتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكن السوق من القضاء على أية درجة من عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين أما عن طريق القضاء على مسبباته أو استخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة.

قد تم تقسيم فرضية السوق الكفاء إلى ثلاثة مستويات يتعلق كل منها بنوع معين من المعلومات وعلى النحو الآتي:

- مستوى الكفاءة الضعيف Weak form Efficiency: الأسعار الحالية للأسهم تعكس كل المعلومات المتوفرة في السجلات التاريخية للأسهم (المعلومات الماضية)¹.

- مستوى الكفاءة شبه القوي Semi-Strong Form Efficiency: يتضمن هذا المستوى من الكفاءة أن الأسعار السوقية للأسهم تعكس جميع المعلومات المنشورة المتاحة من التقارير السنوية أو المعلومات المنشورة الأخرى كتلك المعلومات الخاصة بالأرباح السنوية وتوزيعاتها ومعدلات الفوائد وأسعار الصرف..... إلخ. وهذا يعني بأنه من غير الممكن لأي من المتعاملين من تحقيق عوائد غير عادية تفوق الآخرين، نتيجة تحليله للمعلومات الموجودة في التقارير المالية المنشورة. ذلك لأن الأسعار في السوق سوف تعدل فوراً مع أي أخبار جيدة أو سيئة تتضمنها التقارير عندما تنشر².

- مستوى الكفاءة القوي Strong Form Efficiency: تعني الصيغة القوية لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة والمنشورة فحسب، وإنما تعكس أيضاً المعلومات التي لم تنشر بعد أو غير المعروفة بعد³. هذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا متاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، وتقوم بها المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار والمتخصصون في الأوراق المالية.

ينشغل السوق الكفاء أساساً بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وأن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل

¹ عقيل شاكر الشرع: فرضية السوق الكفاءة "دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد 04، 2013.

² مروان جمعة درويش: اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 23، حزيران 2011.

³ محفوظ جبار: اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 "دراسة تجريبية"، مجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007.

المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وأن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

خلاصة

تعتبر سوق الأوراق المالية قناة ناقلة لتدفقات رؤوس الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. كذلك تمثل سوق الأوراق المالية المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب. وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهم أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم ويسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

ولقيام سوق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني. ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بعنصر كفاءة الأسواق الأوراق المالية ومؤشراتها بحيث يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة وبدقة وتكون متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.

الفصل الثالث

الأسهم وعوائدها

مقدمة الفصل.

- المبحث الأول: تعريف الأسهم، خصائصها وطرق تداولها.
- المبحث الثاني: أنواع الأسهم، مزايا ومخاطر حامل الأسهم.
- المبحث الثالث: الأسهم العادية.
- المبحث الرابع: شركات المساهمة.
- المبحث الخامس: عائد السهم العادي ومخاطره.

خلاصة الفصل.

مقدمة

الأوراق المالية عبارة عن أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، كما يعتبرها المستثمرون أصول مالية، ومن بين هذه الأوراق الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من التوزيعات النقدية أو العائد الرأسمالي أو كلاهما، كما أنها تضمن لأصحابها الحق في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها. تصنف الأسهم بأنها وسيلة للتمويل، وهي عبارة عن حصة فرد ما أو نصيبه في الملكية لشركة معينة، وكما يمكن وصفها بأنها حصة فرد معين في شركة ما، وتلجأ الشركات إلى طرح أسهم لها في السوق المالي كوسيلة لتشجيع الأفراد في الادخار على حسب رغبتهم في ذلك من أجل الحصول على رأس المال لتكوين استثمارات الشركة التي تحتاجها، وتمثل حصص الأفراد المدخرين بأسهم تمنح حاملها الحق الكامل قانوناً بالحصول على نصيبه من أرباح الشركة وفقاً لنسبة الادخار بالأسهم، وتتبنى الشركات مسؤولية تقسيم الأرباح لمستحقيها وفقاً لسياسة الشركة، أو باتباع سياسة وضعها على شكل احتياطات. من المعروف أن من أهم ما يتداول في بورصة الأوراق المالية هي الأسهم لما تحققه من عوائد لحملتها، فأسعار الأسهم بالنسبة لإدارة الشركة يمكن اعتباره معيار نجاح أو فشل لها وذلك بسبب كونه يعكس الأداء العام أو الكلي للشركة، لذلك سنتطرق في هذا الفصل إلى كل الأمور المتعلقة بالأسهم.

المبحث الأول: تعريف الأسهم، خصائصها وطرق تداولها.

المطلب الأول: تعريف الأسهم

الأسهم أكثر الطرق انتشاراً لاستثمار المدخرات وتعد الأسهم من الاستثمارات التي تمنح صاحبها حصة أو جزء معين من ملكية الشركة بما يجعله شريكاً فيها ويمكن تعريف السهم كالتالي:

السهم هو حصة في شركة يعطي لحامله ملكية جزءاً منها ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة والحق في القيمة المتبقية عند التصفية¹.

السهم عموماً هو الحصة أو النصيب وهو حصة شائعة يملكها المساهم في محل الشركة تمثل الحد الأدنى للمشاركة على الأقل نظرياً، فهي غير قابلة للانقسام وتوثق ملكية المساهم لها بوثائق متساوية القيمة وقابلة للتداول في الأسواق المالية².

¹ محمد عبد الحميد عطية: الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص رقم 35.

² عبد الجبار حمد السبهاني: الأسهم والتسهيم "الأهداف والمآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد 02، 2009.

السهم في حقيقته جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضا سهما، فالسهم إذن هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضا الصك المثبت لهذا الحق¹.

المطلب الثاني: خصائص الأسهم

تتصف الأسهم بالخصائص الآتية²:

- التساوي في القيمة الاسمية التي تصدر بها الأسهم فلا يجوز نظاما أن يكون لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر.

والتساوي في القيمة يترتب عليه التساوي في الحقوق والالتزامات، سواء من حيث توزيع أرباح الشركة أو موجوداتها بعد تصفيتها، أو في التصويت أو في تحمل الديون والالتزامات المترتبة على الشركة، والشريك يسأل عن ديون الشركة بمقدار أسهمه التي يملكها فقط.

- ومن خصائص السهم عدم قابليته للتجزئة في مواجهة الشركة، فإذا تملك السهم أشخاص متعددون سواء بطريق الشراء أو بطريق الإرث أو الوصية أو بأي طريقة من طرق انتقال الملكية، لذلك وجب على هؤلاء أن يختاروا أحدا فيؤكلونه لينوب عنهم في استعمال الحقوق المختصة بالسهم في مواجهة الشركة كحق حضور الجمعية العمومية والتصويت وغيرها³.

- أنها قابلة للتداول بالطرق التجارية بيعا وشراء ورهنا وغيرها بمعنى يمكن انتقالها إلى شخص آخر بعيدا عن سلطة الشركة.

المطلب الثالث: تداول الأسهم

1- معنى تداول الأسهم

¹ مبارك بن سليمان آل فواز: الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2010، ص رقم 11.

² صالح بن محمد بن سليمان السلطان: الأسهم حكمها وآثارها، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2006، ص رقم 11.

³ أسهم الشركات على الرابط <http://dralshaikh.com/download/item100.pdf>.

انتقال ملكيتها بين الأشخاص من مساهم لآخر وهكذا. وتعتبر قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية من الخصائص الجوهرية في الشركات المساهمة، بل إن التداول هو المعيار أكثر قبولاً للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال. كما أنه من الناحية الأخرى فإن حق التنازل عن السهم هو من حقوق المساهم المتعلقة بالنظام العام ولا يجوز حرمانه منه، غير أن ذلك لا يمنع من وضع قيود اتفاقية على هذا الحق. والقابلية للتداول هي التي يسرت جمع رؤوس الأموال الضخمة في شركات المساهمة وانتشار الأسهم بين كل الطبقات الاجتماعية. ولا ينقص تداول السهم من حقوق دائني الشركة لأن المساهم الذي يبيع سهمه لا يحصل على قيمته من الشركة وإنما يحل محله شخص آخر فيفضل رأس المال ثابتاً لضمان حقوق الدائنين¹.

2- توفير التداول

لكي يتوافر التداول أوجبت المواد القانونية للشركات أن تقدم أسهم شركات المساهمة التي تصدر بطريق الاكتتاب العام خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب إلى جميع بورصات الأوراق المالية لتقيدها في جداول أسعارها طبقاً للشروط والأوضاع المنصوص عليها في لوائح تلك البورصات. ويكون عضو مجلس الإدارة المنتدب مسؤولاً عن تنفيذ أحكام هذه المواد وعن التعويض الذي يستحق بسبب مخالفتها عند الاقتضاء. وتشترط اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية لقبول الأوراق المالية في جدول الأسعار أن تكون الأسهم في صكوك من فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم ومضاعفاتها، بحيث لا تزيد عن ألف سهم في الصك الواحد. وكذلك لا يجوز التعامل بالأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أم خارج ذلك الجدول، إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية. ويكون السمسار الذي تتم الصفقة بواسطته ضامناً لسلامة البيع ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل يتم خلافاً لذلك ويعاقب كل من خالف أحكام هذا القانون بغرامة مالية مقدرة في النظام.

3- طرق تداول الأسهم

- إذا كان السهم اسماً فإن تداوله والتنازل عنه يتم بطريق القيد في سجل الشركة، ويؤشر بهذا القيد على السهم ذاته. ويتم التنازل عن السهم بين المتعاقدين بالاتفاق، ولكن لا يجوز الاحتجاج بالتنازل على الشركة أو على الغير إلا من تاريخ قيده في سجل الشركة. ومتى تم التقييد اعتبر المتنازل إليه هو المساهم في نظر

¹ أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2003، ص رقم 65.

الشركة. ويكون لها مطالبته بالجزء غير المدفوع من قيمة السهم. كما يكون للمتنازل إليه الحق في الأرباح التي تستجد بعد التنازل والحق في التصويت في الجمعيات العامة.

- وإذا كان السهم لحامله فان التنازل عنه يتم تسليمه من يد إلى أخرى.

4- الشروط الرئيسية الاتفاقية المقيدة لتداول الأسهم

تمثل هذه الشروط فيما يلي¹:

• شرط الاسترداد للمساهمين:

وهذا الشرط يعني أنه يجب على المساهم الذي يرغب في بيع سهمه إلى غير المساهمين أن يخبر الشركة بذلك، مع بيان اسم المشتري والثمن المعروض ولأي مساهم آخر حق شراء السهم خلال مدة معينة بثمن عادل.

• شرط الاسترداد لمصلحة مجلس الإدارة:

وهو يسمح لمجلس الإدارة أن يخرج بعض المساهمين غير المرغوب فيهم من الشركة عن طريق استرداد أسهمهم إما لمصلحة الشركة أو لمصلحة شخص آخر يحل محل الأول في الشركة، ولا يجوز الاسترداد من رأس المال بل لابد أن يكون من الاحتياطي أو الأرباح.

• حق الاسترداد في حالة الوفاة:

وهو يعني للشركة حق استرداد السهم في حالة وفاة لمساهم بقصد منع الورثة من دخول الشركة.

• شرط القبول:

أي يشترط لبيع السهم موافقة مجلس الإدارة أو الجمعية العامة للمساهمين في كل تنازل عن ملكية سهم، ويقترن شرط القبول غالباً بشرط الاسترداد، وإذا اعترض مجلس الإدارة على مشتر معين فلا بد أن يقترح مشترياً آخر أو يشتري هو السهم بثمن عادل.

• شرط منع بيع السهم لأشخاص معينين:

كالأجانب أو الأشخاص الذين يزاولون صناعة أو تجارة تعتبر منافسة للشركة.

المبحث الثاني: أنواع الأسهم، مزايا ومخاطر حامل الأسهم

المطلب الأول: أنواع الأسهم

¹ أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص رقم 69 و70.

تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة، إلى عدة أنواع بيانها فيما يأتي¹:

1- من حيث سداد المساهم لقيمتها:

تنقسم الأسهم إلى أسهم نقدية وأسهم عينية وأسهم مجانية.

- الأسهم النقدية وهي التي يتم الحصول عليها بشكل نقدي أو هي التي يتم سداد قيمتها نقداً، ويتم ذلك إما دفعة واحدة أو على شكل أقساط.
- الأسهم العينية وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في حصة رأس مال الشركة عينا من الأعيان كأرض، مبنى، بضاعة أو مصنع.
- الأسهم المجانية وهي الأسهم التي توزع على قدامى المساهمين كبديل عن نصيبهم من الأرباح -التوزيعات النقدية- ويتم ذلك بتحويل جزء من الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة إلى رأس المال.

2- أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها

وتتنوع إلى ثلاثة أنواع وهي:

- الأسهم الاسمية وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكيها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم.
- الأسهم لحاملها وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها حيث يعتبر حاملها مالكا لها.
- الأسهم الإذنية أو لأمر وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره.

3- أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها

وتتنوع إلى نوعين، هما:

- الأسهم العادية وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتُحَوَّل حاملها حقوقاً، منها:
 - حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.
 - حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
 - حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة في حالة تحققها وتوزيعها.
 - حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
 - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز: الأسواق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص رقم 12 و13.

- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر عن طريق البيع في الأسواق المالية.
 - حق انتخاب أعضاء مجلس ادارة الشركة.
 - حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.
- الأسهم الممتازة وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها مجموعة من الحقوق الإضافية التي لا يتمتع بها حملة الأسهم العادية، إذ أن حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في الحصول على توزيعات الأرباح قبل حملة الأسهم العادية ويمكن تبين تلك الامتيازات فيما يلي¹:
- تضمن الأسهم الممتازة لحاملها أولوية المطالبة بحقوقه في أصول الشركة عند التصفية.
 - تضمن للمستثمر دخل شبه ثابت وذلك وفقا للنسب المتفق عليها.
 - في الغالب ليس لها حق التصويت في الجمعيات العمومية.
- يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاما ثابتا، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال.
- اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها، ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة نظرا لوضوح تدفقاتها النقدية المتوقعة وثباتها. كما أن للسهم الممتاز سمات محددة منها أنه يصدر بفئات وقيم اسمية مختلفة تكون الأساس في احتساب العائد من السهم، ويحصل حاملتهم على أرباحهم قبل حملة السهم العادي وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه.
- وبالمقابل معظم الأسهم الممتازة ليس لحاملتها حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائه، ولكن يمن أن يرد مثل هذا الشرط في حالة تراكم أرباح السهم الممتاز إذا نصت الاتفاقية على ذلك. وقد يكون السهم الممتاز قابل للإطفاء ضمن صناديق تخصصها الشركات بهدف استهلاك السهم وإطفاءه إما بسعر السوق أو بسعر إطفاء يحدد مسبقا أو حسب ظروف الشركة والسوق. كما يمكن أن يكون السهم الممتاز قابل للتحويل إلى أسهم عادية وضمن

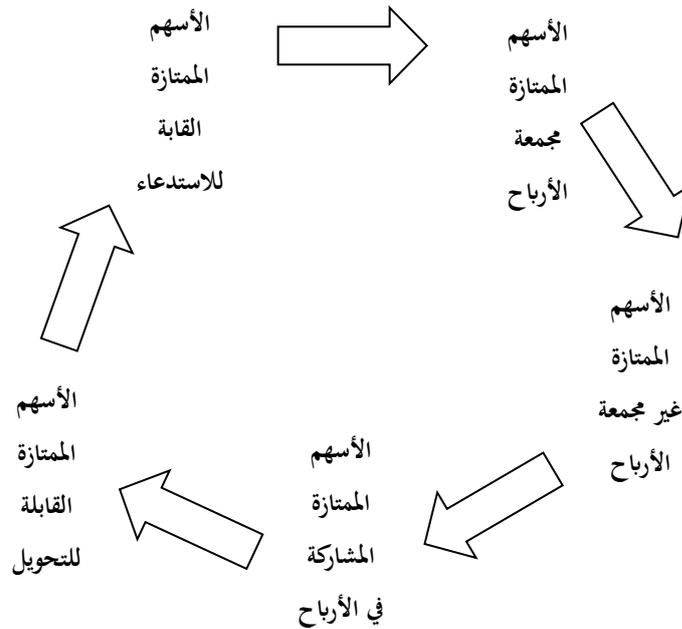
¹ TĂNASE Alin-Eliodor, CALOTĂ Traian-Ovidiu: **Types of Shares**, Romanian Economic and Business Review, Vol 09 N01.

شروط يتفق عليها مسبقا وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة وسعر التحويل، وعادة خيار التحويل يترك لحامل السهم.

وتتنوع الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع منها:

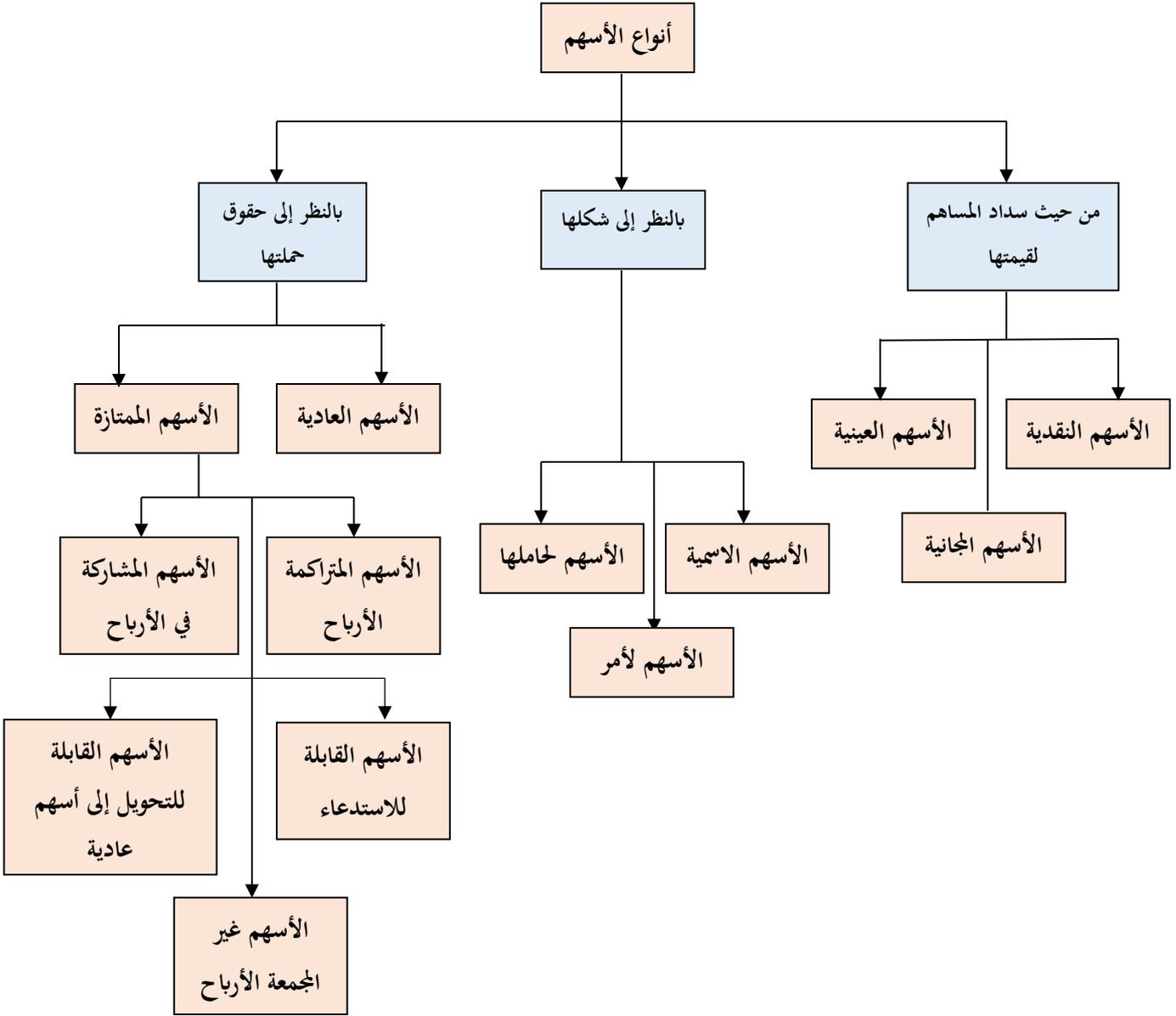
- الأسهم الممتازة الممثلة أو المتراكمة الأرباح: وهي الأسهم التي يكون لحاملها حق المطالبة بالكوبونات التي لم يعلن عنها في السنوات السابقة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح: وهي الأسهم التي لا يكون لحاملها حق المطالبة بالكوبونات التي لم يعلن عنها في السنوات السابقة.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: هي الأسهم التي يحصل حاملها على نصيب تلك الأسهم في الأرباح وبعدها يشارك حملة الأسهم العادية في التوزيعات المقررة لهم.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: هي الأسهم التي يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية أو سندات وذلك وفقا لإجراءات محددة مسبقا.
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي الأسهم الممتازة التي يحق للشركة من حاملها مقابل سعر استرداد محدد مسبقا يكون عادة أكبر من سعر إصدار السهم.

شكل رقم 22: أنواع الأسهم الممتازة



المصدر: محمد عبد الحميد عطية: الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص رقم 40.

شكل رقم 23: أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الثاني: أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز

الجدول التالي يوضح أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة رغم أن كلاهما أداة ملكية:

جدول رقم 09: أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة

معيار المقارنة	الأسهام الممتازة	الأسهام العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	أداة ملكية صرفه
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائماً طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح الأسهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع ونشطة
القيمة الإسمية	يصدر بقيم إسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات

المصدر: أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة

العربية، عمان، الأردن، 2010، ص 180.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر حامل الأسهم

يوضح الجدول التالي مزايا ومخاطر حامل الأسهم:

جدول رقم 10: مزايا ومخاطر حامل الأسهم

المخاطر التي يتعرض لها حامل السهم	المزايا التي يحصل عليها حامل السهم
<ul style="list-style-type: none"> ● مخاطر تقلب أرباح الشركة ما يعني تقلب العائد على السهم. ● مخاطر انخفاض سعر السهم في السوق مما يعني ضياع استثمارات حامل السهم. ● حقوق الملكية والتي تمثل جزء من رأس مال الشركة وحملة الأسهم العادية ليسوا لهم كامل الحقوق مثل حملة الأسهم الممتازة وبالتالي الانتظار حتى دفع أجور الموظفين وحقوق الموردين والدائنين وذلك قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم. ● فيما يخص المعلومات التي تتعلق بالأسهم تكون ناقصة مما يجعل صعوبة في تحقيق الأرباح والتأثير على القرارات الاستثمارية الأخرى. 	<ul style="list-style-type: none"> ● سهولة التعامل مع المستثمرين فيما يخص البيع والشراء وإمكانية البحث عن المعلومات المتعلقة بها وإجراء مختلف الدراسات المالية. ● زيادة قيمة السهم كلما زادت قيمة الشركة، مما يعني حصول المستثمر على العائد المناسب على استثماراته. ● السيولة: تتمتع الأسهم بسيولتها مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى ما يعني عملية الشراء والبيع تكون سهلة وبالتالي إمكانية تحويلها إلى نقد بكل سهولة. ● الحصول على نسبة من أرباح الشركة وذلك عند إجراء توزيعات للأرباح إما عن طريق التوزيعات النقدية أو توزيع أسهم مجانية.

المصدر: <http://www.boursedeparis.fr>

المبحث الثالث: الأسهم العادية

المطلب الأول: مفهوم السهم العادي Common Stock Concept

يعرف السهم العادي بأنه "أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول الحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة، إضافة إلى حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم".

تعرف الأسهم العادية بأنها "عبارة عن حصة في ملكية الشركة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات اتجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة الشركة"¹.

وهناك تعريف آخر "الأسهم التي لا تمنح لحاملها أي ميزة خاصة عن سواه من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال مدة بقائها، أو في أصولها عند تصفيتها. وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة".

وتتسم الأسهم العادية بالخاصيتين الرئيسيتين الآتيتين:

✓ أنها تمنح مقسوم أرباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للأرباح من قبل الشركة، أي أن الشركة تدفع مقسوم نقدي كأرباح إلى المستثمر، بمعنى آخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول على مقسوم أرباح.

✓ بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي بإمكان تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الأسهم العادية عندما يتوقع الحصول على أرباح في المستقبل.

المطلب الثاني: حقوق ملاك الأسهم العادية

- التصويت على انتخاب المديرين واتخاذ بعض القرارات الهامة.
- الاشتراك في أرباح الشركة.
- الحق في شراء قدر من الأسهم التي تصدرها الشركة مستقبلاً: قد تنص سياسة الشركة على أن ملاك الأسهم العادية لهم الأسبقية قبل غيرهم في تملك أو شراء بعض الأسهم في المستقبل.
- الحق في اقتسام ناتج التصفية.

المطلب الثالث: ميزات وعيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل

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

- أن الشركة غير ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن: تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) "دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، 2010.

- تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

وإلى جانب هذه المزايا يعتري التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب من أهمها¹:

- ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين: أولهما أن العائد الذي يتطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعا، نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
- إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية Pre-emptive Rights.
- حق الأولوية وتمثل هذه الأولوية بأنه إذا رغبت الشركة في الحصول على التمويل عن طريق طرح أسهم فتكون ملزمة أن تقوم بطرح الأسهم أولا على المساهمين القدامى إلا إذا كانت رغبة المساهمين عدم ممارسة هذا الحق. ومن أجل الحفاظ على تركيبة الملكية الحالية للشركة فإن الأسهم الجديدة تطرح بأسلوب النسبة والتناسب Pro-Rata بمعنى كل مساهم يأخذ حقه حسب نسبة مساهمته في الشركة كأن يكون سهم لكل أربعة أسهم.

1- آليات التأثير على أسعار الأسهم

هناك بعض الآليات تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم سواء باتجاه رفع سعر الأسهم أو خفضها وضمن ضوابط معينة ندرج أهمها:

• إعادة شراء الأسهم Share Repurchase

¹ إبراهيم الكراسنة: إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010.

إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين. وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها. ويؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية السهم وقيمه السوقية.

وتشير الأدبيات إلى وجود ثلاثة أساليب يشاع استخدامها في إعادة شراء الأسهم من السوق وهي كالتالي:

- **الأسلوب الأول: عمليات السوق المفتوحة Open Market** وهذه الطريقة تولد ضغوط كبيرة على سعر السهم، لا سيما إذا كان عدد الأسهم المراد شراؤها كبيرة نسبياً بالمقارنة مع عدد الأسهم المتداولة بالسوق.

- **الأسلوب الثاني: العروض الخاصة Special Offers** تكون هذه العروض رسمية يحدد فيها عدد الأسهم المراد شراؤها وسعر السهم الواحد، والذي يكون أعلى من السعر السائد في السوق وذلك من أجل تنشيط الطلب على السهم. وفي حالة عدم تحقيق الشركة لهدف إعادة شراء العدد المطلوب من الأسهم عندها تلجأ إلى شراء الأسهم المتبقية عن طريق عمليات السوق المفتوح. وتفضل الشركات أسلوب العروض عندما يكون عدد الأسهم المراد شراؤها كبير نسبياً كونها تتيح فرصة متساوية أمام حملة الأسهم للاستفادة من العرض الذي تقدمه الشركة.

- **الأسلوب الثالث: أسلوب التفاوض Negotiated** لإعادة شراء الأسهم، فعند إعادة شراء الأسهم بأعداد كبيرة من واحد أو أكثر من حملة الأسهم الرئيسيين. وعند لجوء الشركة لاستخدام هذا الأسلوب فإن عليها في هذه الحالة إيضاً إعلام حملة الأسهم عن ذلك، وأن السعر الذي ستعيد شراء الأسهم بموجبه يجب أن يكون عادلاً يأخذ بالاعتبار مصلحة وفرص حملة الأسهم الآخرين.

● التوزيعات في صورة أسهم Stock Dividends

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. من مميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين. كذلك، ونتيجة لزيادة عدد الأسهم فإن ذلك سيعمل على خفض نسبة القروض/ أسهم الملكية للشركة. ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضاً إلى انخفاض ربحية السهم.

- إن الإعلان عن توزيع أسهم المنحة على المساهمين له أهمية تكمن في الأسباب الآتية:
- ✓ حاجة إدارة الشركة إلى السيولة النقدية لتمويل فرص النمو أو التوسع.
 - ✓ إرضاء حملة الأسهم واستجابة لتفضيلهم لمثل هذا النوع من التوزيع للأرباح.
 - ✓ تمكين حامل السهم من تكوين سياسة توزيع شخصية من خلال تصفية جزء أو كل ما يستلمه من أسهم لتغطية احتياجاته الشخصية.
 - ✓ إضفاء صفة السيولة لأسهم الشركة والحفاظ على الأسعار السوقية ضمن مديات التداول التي تسمح للمستثمرين الصغار من اقتناء أسهم الشركة. وعادة نسبة التوزيع المعتمدة لهذا الغرض في الغالب تتراوح بين 20% و 25%.
 - ✓ استخدام هذه التوزيعات من قبل الإدارة لتأشير الأداء المتوقع للشركة، لا سيما الأرباح والتوزيعات النقدية المتوقعة.

• اشتقاق الأسهم Stock Split

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

ولكن ما هو المنطق الذي يحكم قرار اشتقاق الأسهم؟ إلى جانب تحسين مستوى سيولة السهم، حيث أن هناك سببين آخرين هما التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للسهم والتأثير على مقدار التوزيعات. فعلى الرغم مما سبق ذكره من حصة المساهم في ملكية الشركة لن تتأثر بقرار اشتقاق الأسهم، فقد يكون لذلك القرار تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم. ويحدث ذلك إذا ما نظر المتعاملين في السوق إلى قرار الشركة على أنه إشارة مالية Financial Signal لمستقبل مبشر للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على سيولة السهم¹.

¹ إبراهيم الكراسنة: إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره.

2- أنواع الأسهم العادية

تصنف الأسهم العادية بموجب معايير ومؤشرات عديدة تبعا لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية وفق الآتي¹:

1.2- الأسهم الدورية Cyclical Stocks

وتتمثل في الأسهم التي يرتبط مستوى أسعارها وأرباحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد.

2.2- الأسهم المضاربة Speculative Stocks

هي الأسهم التي يأمل المستثمر تزايد أسعارها مستقبلا وبدلا من الاعتماد على قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فان المستثمرين يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابا على أسعار أسهم الشركة، وتميل هذه الأسهم إلى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة.

3.2- الأسهم الناجحة Bleu-chip Stocks

تعود هذه الأسهم إلى شركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي أنها أسهم أصدرتها شركات قائمة في ميدان صناعاتها، وتتمتع بكفاءة وفعالية أدائها وتقديمها لمنتجات مختلفة وذات جودة عالية.

4.2- أسهم الدخل Income Stocks

يتم شراء هذه الأسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، كما تقدم هذه الأسهم شكلا منتظما من توزيعات الدخل وقابلة للتنبؤ بها مستقبلا.

5.2- أسهم النمو Growth Stocks

وهي أسهم تعود لشركات تتعامل بمنتجات ذات تكنولوجيا عالية تحتاج إلى احتجاز الأرباح للإعداد دراسات متطورة ومستمرة من شأنها أن تحقق عائدا متميزا يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم مستقبلا، لكن بالمقابل يتحمل المستثمر في أسهم تلك الشركات مخاطر عالية في حالة عدم الوصول إلى الهدف من احتجاز الأرباح وإعادة استثماراتها ومن أمثلتها شركات صناعة الأدوية والبرمجيات وتقنيات الحاسوب².

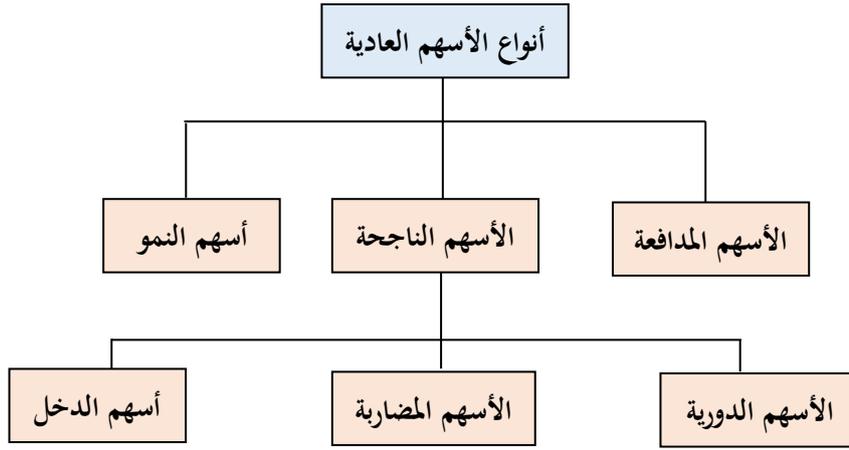
¹ هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن: تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم، مرجع سبق ذكره.

² أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره ص 162 و163.

6.2- الأسهم المدافعة Defensive Stocks

يقصد بها تلك الأسهم التي لا يتوقع أن يتعرض عائدها إلى الانخفاض في فترات الكساد بل قد تحقق عائدا يفوق معدل عائد السوق. وبذلك تكون مخاطرها المنتظمة أقل من حجم مخاطر السوق ومن أمثلتها شركات الخدمات العامة.

شكل رقم 24: أنواع الأسهم العادية



المصدر: من إعداد الباحث

3- مفاهيم القيمة للسهم العادي Value Concepts of Common Stock

مصطلح القيمة من المصطلحات التي ترد بشأن السهم العادي، كونه يمثل مشاركة في رأس المال. وبهذا الصدد يمكن التمييز بين العديد من القيم وهي كالتالي¹:

1.3- القيمة الاسمية Par Value وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية. وهي قيمة متساوية بالنسبة لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأس مال الشركة. وقد تسمح بعض التشريعات في الدول المتقدمة إصدار أسهم بدون قيمة اسمية على أن تتحدد قيمتها وفقا لعملية العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية.

2.3- قيمة إصدار السهم تصدر أسهم الزيادة في رأس المال بقيمتها الإسمية مضاف إليها مصاريف الإصدار في الحدود التي تقرها الهيئة العامة لسوق المال. ويجوز لمجلس الإدارة في غير حالة تحويل المال الاحتياطي إلى

¹ أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره ص 160.

أسهم إن يضاف إلى القيمة الاسمية علاوة إصدار تحددها بناء على تقرير يقدم إليه من مراقب الحسابات. وهكذا فإن قيمة إصدار السهم تشمل قيمته الاسمية بالإضافة إلى مصاريف الإصدار وعلاوة الإصدار¹.

3.3- القيمة الدفترية Book Value هي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية

العمومية. وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين. لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. وعليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في السوق المالية على أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل. وبمعنى آخر أن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (P/BV) سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة. وتحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة.

4.3- القيمة السوقية Market Value وتعرف بأنها السعر الذي يتعامل به في سوق الأوراق المالية، والتي لا

تتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت لآخر. وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع. وكذلك تعرف بأنها قيمة السهم العادي في السوق المالية وتتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على السهم المعروض للتداول في السوق، وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار فهي تتقلب باستمرار أو تبعا لتغير توقعات المستثمرين بشأن عائد ومخاطرة الأسهم والحالة الاقتصادية للبلد وعادة ما يداخل هذه التوقعات عنصر الاشاعات وعدم اعتمادها على التحليل السليم.

تكون التنبؤات حول قيم الأسهم السوقية عادة مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق كما تختلف هذه التنبؤات من شخص لآخر، وعليه فإن هذا الاختلاف يكون سببا في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية. لذا تكون القيمة السوقية للسهم أعلى أو معادلة أو أقل من القيمة الحقيقية. ويتوقف هذا على تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية مدى ربحية الشركة في المستقبل ولمقدار الأرباح المتوقع توزيعها وللحالة الاقتصادية العامة وعدلات التضخم وأسعار الفوائد. وتتغير هذه القيمة من وقت لآخر وفي العادة تزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحات في مستوى انتاجها ومبيعاتها وكلما وزعت الشركة أرباحا كثيرة على المساهمين مقارنة بالشركات الأخرى وتزداد أيضا كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية إيجابية حول تقدم الشركة وتطورها².

¹ طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 257.

² هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن: تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم، مرجع سبق ذكره، ص 57.

5.3- القيمة الحقيقية Intrinsic Value وتعرف بأنها " القيمة العادلة أو المعقولة أو القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات والأرباح وربحية السهم الواحد وتوزيعات الأرباح، وآفاق النمو المستقبلية وتحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية - توزيعات الأرباح والعوائد أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية.

6.3- القيمة التصفية تمثل قيمة السهم الخاص بالوحدة الاقتصادية عند الشروع بتصفيته وتساوي القيمة السوقية لموجودتها مطروحا منها ديونها وقسمة النتيجة على عدد الأسهم¹.

4- العوامل المؤثرة على سعر السهم

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر أو قيمة الورقة المالية، نذكر منها:

1.4- عوامل متعلقة بسوق رأس المال وبالحالة الاقتصادية العامة

من بين هذه العوامل نجد: اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط، منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال، التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال.

1.1.4- اتجاه أسعار سوق الأوراق المالية نحو الصعود أو الهبوط

ونقصد بذلك هل أن أسعار الأوراق المالية تتجه نحو الارتفاع أو نحو الانخفاض. هذا الاتجاه تتحكم فيه مجموعة من العوامل، نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر، الكتلة النقدية المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية. فإذا زاد حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية، سنسجل ظهور اتجاه لارتفاع أسعار الأوراق المالية نتيجة لزيادة الطلب، والعكس صحيح. بمعنى أن انخفاض حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية. بمعنى آخر أن المعروض منها يفوق الطلب عليها مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. وكخلاصة لكل ذلك يمكننا أن نقول إن اتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع أو الانخفاض يخضع لقانون العرض والطلب على هذه الأوراق المالية. هذا العرض والطلب الذي يتأثر بدوره بمجموعة من العوامل كحجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية، واتجاهات وتفضيلات المستثمرين حيث أن تفضيل المستثمر لمجال استثماري آخر غير مجال الأوراق المالية (كالذهب والعقارات)، سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية

¹ كرار سليم الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب: قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج الربحية " دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" على الرابط <http://iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=85440>

مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. كما يؤدي إلى انكماش سوق الأوراق المالية نتيجة لانخفاض عدد المتعاملين فيها، والعكس صحيح.

2.1.4- منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال

إن لاشتداد المنافسة بين مختلف المجالات التي يمكن أن يستثمر فيها رأس المال تأثيرا كبيرا على اتجاهات أسعار الأوراق المالية، خاصة إذا كانت القوة التنافسية لباقي المجالات أكبر من القوة التنافسية لمجال الاستثمار في الأوراق المالية. أو بتعبير أصح إذا كانت باقي المجالات لها جاذبية أكبر للمستثمرين من مجال الاستثمار في الأوراق المالية، ويظهر هذا التأثير بشكل أكبر عند تدخل الدولة مثلا. فمثلا إذا كانت الدولة تهدف إلى تشجيع الاستثمار في مجال العقارات، سوف نجد أن السياسة العامة للدولة ستهدف إلى جذب المستثمرين إلى مجال العقارات مما يؤدي إلى انسحاب المستثمرين من الاستثمار في الأوراق المالية إلى الاستثمار في العقارات، وهو الأمر الذي سينتج عنه انخفاض في الأسعار في السوق الأول، وارتفاعها في الثاني (العقارات).

3.1.4- التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال

قد تقوم بعض التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال بممارسة دورها في الاستثمار في الأوراق المالية أو في أي مجال آخر من مجالات الاستثمار. هذا وقد تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية إلى فرنسا متبعة في ذلك معايير نقدية معينة تم وضعها من جانب الحكومة الفرنسية وقد ساعدت هذه التدفقات على البحث على ارتفاع الأسعار في الفترة من 1959 إلى 1961 و يجوز لرؤوس الأموال أن تقوم بالانسحاب من بعض مجالات التوظيف المالي بسبب وجود مخاطر معينة مثل مخاطر الحرب و الاضطرابات الاجتماعية - كالأضراب- أو تعرض حق الملكية لبعض الاعتداءات - كالتأميمات- وهذا ما حدث في نوفمبر 1968 حيث قامت رؤوس الأموال الفرنسية بالهروب إلى ألمانيا مما سبب انخفاضا كبيرا في حجم المعاملات في البورصة الفرنسية.

2.4- عوامل متعلقة بالورقة المالية تصدر الورقة المالية بسعر معين، وهو ما يعرف بالقيمة الاسمية، تتغير هذه

القيمة فيما بعد أثناء التعامل بها بيعا وشراء، وهذا راجع لعدة عوامل، منها عوامل تتعلق بالورقة المالية في حد ذاتها، ومن بين هذه العوامل يمكن أن نذكر¹:

¹ لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربي"، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.

1.2.4 - درجة العائد

من المعروف أن الفرد يقبل عادة على شراء الأوراق المالية التي تكون عوائدها مرتفعة، أو بتعبير آخر يقبل الأفراد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية التي تكفي عوائدها لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية. مع العلم أنه يوجد نوعين من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، الأسهم وتعتبر الأرباح هي العوائد المنتظرة من وراء الاستثمار في الأسهم، وهي متغيرة. ويوجد كذلك السندات التي تدر عائدا ثابتا وهو الفائدة. وعليه فإن قيمة الورقة المالية تتغير تبعا لتغير عائدها.

2.2.4 - أهمية المدخرات

يجب أن نأخذ في الاعتبار أهمية المدخرات، إذ أن هذه المدخرات تعتبر ضمانا لثبات الربح ودوامه، كما أن هذه المدخرات تسمح بزيادة رأس المال عند الاقتضاء.

3.2.4 - الزيادة في رأس المال العيني

قد تؤدي الزيادة في أصول الشركة إلى ارتفاع في أسعار أوراقها المالية بطريقة غير مباشرة. كما أن اندماج شركة مع شركة أخرى سوف يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة وهو ما سينعكس إيجابيا على قيمة أوراقها المالية نتيجة لتطور أعمالها، وزيادة قوتها السوقية، زيادة مبيعاتها... الخ من الأسباب.

3.4 - عوامل فنية متعلقة بآليات خاصة بالبورصة

من بين العوامل الفنية الخاصة بآليات عمل البورصة يمكن أن نذكر؛ علم النفس المتعلق بالبورصة، درجة اتساع السوق، صفة حاملي الأوراق المالية، العمليات الآجلة.

1.3.4 - علم النفس المتعلق بالبورصة

تتأثر البورصة كثيرا بتوقعات المتعاملين فيها، سواء كانت هذه التوقعات متشائمة أو متفائلة، إذ أن طبيعة هذه التوقعات يمكن أن تحدث فارقا كبيرا في أسعار الأوراق المالية هبوطا أو صعودا. فمثلا التنبؤ بحدوث حرب، أو ظهور إشاعات حول إمكانية تعرض شركة معينة للإفلاس من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار أوراقها المالية.

4.3.2- درجة اتساع السوق

عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع يتسم السوق بالسعة الشراء، حيث يسهل في ظلّه إعادة الخلل في الأسعار بسرعة. وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية. وعلى العكس من ذلك فإن قلة عدد الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة سيؤدي إلى حدوث انكماش، وكل هذا سيؤثر على كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية المتعامل بها. إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار كذلك أن هناك فرق بين اتساع السوق، وعمق السوق. فعمق السوق نقصد به أن تكون أوامر البيع والشراء مستمرة عند المستويات العليا والدنيا لأسعار الأوراق المالية. أما اتساع السوق فنقصد به أنه بالإضافة إلى كون أوامر البيع والشراء مستمرة عند المستويات العليا والدنيا، فيجب أن تكون كبيرة كذلك¹.

4.3.3- صفة حاملي الأوراق المالية

تعتبر صفة حاملي الأوراق المالية من أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية من الناحية الفنية، إذ أن الأوراق المالية يتم تداولها بين العديد من الأيدي، وتصبح محفوظة في محافظ الأوراق المالية. ويقال إن الورقة "مصنفة" داخل محفظة الأوراق المالية، أي موضوعة طبقاً لترتيب معين لبقية الأوراق المالية الأخرى التي تشترك معها في بعض الخصائص، مثل وجود محفظة خاصة بالأسهام وأخرى خاصة بالسندات يكون سوقها أقل انتهاكاً من غيره من الأسواق الأخرى لتنوعها لأن تنوع الأوراق المالية داخل محفظة المضارب يؤدي إلى الحد من المخاطر وعليه يمكن القول كذلك أن طريقة إدارة محفظة الأوراق المالية تؤثر أيضاً على أسعار الأوراق المالية، ذلك لأن التنوع في مكونات المحفظة من شأنه أن يقلل من مخاطر التقلبات في أسعار ورقة مالية معينة، فبدلاً من تخصيص مبالغ مالية ضخمة للاستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية، يمكن توزيع المبلغ المستثمر على أكثر من نوع من الأوراق المالية، لتفادي الخسائر التي قد تنتج عن حدوث انخفاض حاد في سعر ورقة مالية معينة.

4.3.4- العمليات الآجلة

التغيرات السعرية التي تحدث في سوق العمليات الآجلة تكون أكبر من تلك التي تحدث في السوق العاجلة. حيث أنه في إطار سوق العمليات الآجلة يتم عقد صفقات بيع أو شراء على كميات كبيرة من الأوراق المالية، لكن لا

¹ لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربي"، مرجع سبق ذكره.

يتم تنفيذها في الحال وإنما تؤجل إلى فترات لاحقة، وكذلك لا يتم دفع ثمنها فوراً، وهذا لتحقيق فارق في الأسعار بين تاريخ عقد الصفقة وتاريخ تنفيذها وهو ما يعرف بالمضاربة. وقد ينتج عن المضاربة ارتفاع كبير ومفاجئ في أسعار الأوراق المالية، كما قد يحدث وأن تنخفض أسعار الأوراق المالية انخفاضاً محسوساً.

المبحث الرابع: شركات المساهمة

تعتبر شركات المساهمة النموذج الأمثل لشركة الأموال لأن هدفها الأساسي هو تجميع الأموال قصد القيام بالمشاريع الصناعية والاقتصادية، كما أنها تعتبر كأداة للتطور الاقتصادي في العصر الحديث، وقد نمت وتطورت بسرعة بفضل تجميع رؤوس الأموال وتركيزها في قبضة بعض الأشخاص حتى كادت تحتكر المجال الصناعي والتجاري للدولة والسيطرة على سياستها لقيامها وحدها بالمشروعات الكبرى التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة.

يمكن تمويل المنشآت بأشكال متعددة منها رأس المال الفردي، وشركات الأشخاص، ولكن في مثل هذه الحالات يكون التمويل محدوداً، وفي حالة الحاجة إلى رأس مال كبير لتمويل مشروعات عملاقة، فإنه يتم توزيع رأس المال على عدد كبير من الأفراد (المساهمين). وللوصول إلى هذا العدد يجب تجزئة رأس المال إلى حصص ملكية صغيرة تعرف بالسهم يمثل كل منها حقا لملكه في الحق الباقي لشركة المساهمة كما يتم تحديد قيمة للسهم عند تأسيس الشركة تعرف بالقيمة الاسمية ويحدد التشريع السائد في كل دولة الحد الأدنى للقيمة الاسمية والحد الأقصى لها.

إن السمة الأساسية لشركة المساهمة هي انفصال ملكية رأس المال عن الإدارة. فتولي الإدارة مجموعة متخصصة من المديرين لديهم الكفاءة في إدارة المشروعات وتحقيق أهداف أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة. أما رأس المال فإنه يتوفر من خلال المستثمرين الذين لديهم مدخرات يبحثون لها عن فرص استثمارية تدر لهم العوائد التي يرغبون في تحقيقها. وهذا لا يعني أن ظاهرة انفصال الملكية عن الإدارة سائدة في جميع شركات المساهمة، فتشريعات الدول تحدد حداً أدنى لعدد المساهمين الذين يشتركون في تأسيس شركة مساهمة وكثيراً ما نجد أن يتفق عدداً محدوداً من الأفراد في حدود الحد الأدنى على تأسيس شركة مساهمة للاستفادة من مزايا الشركات المساهمة دون أن يفتحوا الباب لملكية الأسهم أمام عامة المستثمرين، وتعرف هذه النوعية من الشركات بالشركات المغلقة وفيها لا تنفصل تماماً ملكية رأس المال عن إدارة الشركة كما هو الحال في الشركات المساهمة العامة المفتوحة.

ويمكن تعريفها "هي كيان معنوي ينشأ عن طريق القانون وله وجود مستمر مستقل عن أعضائه الذين هم في حالة تغير مستمر (أي عن طريق تداول الأسهم في البورصة فتنتقل من مالك لآخر) ويتمثل أعضاء هذا الكيان في المساهمين الذين يعتبرون المالكون الأساسيون لهذه الشركة".

المطلب الأول: تعريف، مزايا شركات المساهمة

1- تعريف شركات المساهمة

شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم، ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة (7) ويطلق على شركة المساهمة تسمية الشركة ويجب أن تكون مسبوقة أو متبوعة بذكر شكل الشركة ومبلغ رأسمالها، ويجوز إدراج اسم شريك واحد أو أكثر في تسمية الشركة. يجب أن يكون رأسمال شركة المساهمة بمقدار خمسة ملايين دينار جزائري على الأقل، إذا ما لجأت الشركة إلى علنية الادخار، ومليون دينار في الحالة المخالفة، كما تختلف إجراءات تأسيس شركة المساهمة تبعاً لما إذا كان التأسيس باللجوء العلني للادخار أو من دونه، أو بمعنى آخر طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام عن طريق اللجوء إلى الجمهور قصد الحصول على أموال، وقد يقتصر الاكتتاب على المؤسسون دون اللجوء إلى الاكتتاب العام¹.

2- مزايا شركات المساهمة

قد يفضل منظمي الأعمال تأسيس شركات مساهمة بدلا من غيرها من الشركات للمزايا التي تتمتع بها شركة المساهمة والتي تتمثل في الآتي²:

- تتميز شركة المساهمة بشخصية معنوية قانونية منفصلة عن شخصية أصحاب رؤوس الأموال. وتقوم الشركة بممارسة الأنشطة الإنتاجية والتسويقية والاستثمارية والتمويلية باسمها وليس باسم الشركاء.
- استقلال شخصية الشركة يمكنها من الاستمرار بصرف النظر عن استمرار علاقة حملة الأسهم الحاليين بها، فخروج أي مساهم من ملكية حصة في رأس المال لا يعني توقف الشركة.
- الديون المستحقة على الشركة لصالح الغير ليست مسئولية حملة الأسهم.
- تجزئة رأس المال على عدد من الأسهم يمكن من إشراك عدد كبير من المستثمرين في تمويل رأس المال وبالتالي توفير رؤوس أموال ضخمة لا توفرها الأنواع الأخرى من الشركات ويظل كل منهم مسئولا عن الشركة بقدر ما يملكه من أسهم فقط.
- تجزئة رأس المال والمسئولية المحدودة لحملة الأسهم وانفصال ملكية رأس المال عن الإدارة يساعد في إمكانية تداول أسهم الشركة في سوق مفتوحة توفر السيولة النقدية للمساهم الذي يرغب في التخلص مما لديه من أسهم.

¹ المواد 592، 593، 594 من القانون التجاري الجزائري.

² http://jps-dir.com/forum/forum_posts.asp?TID=4758 تاريخ الاطلاع عليه 11-08-2013.

ويمكن تلخيص مميزات شركات المساهمة كشكل قانوني فيما يلي:

- مسؤولية المساهمين محدودة.
- سهولة انتقال الملكية.
- استمرارية الوجود.
- الشخصية القانونية.
- سهولة الحصول على رأس المال.

المطلب الثاني: مشاكل شركات المساهمة

نتيجة لانفصال الملكية عن الإدارة في شركات المساهمة وخصوصا عندما تكون إدارة الشركة من النوع الذي يتخصص في أعمال الإدارة فقط دون تحمل مخاطر رأس المال، لذلك فإن شركات المساهمة تواجه العديد من المشاكل والتي يطلق عليها مشاكل الوكالة. وتنشأ مشاكل الوكالة بصفة عامة عندما يعهد طرف (أو مجموعة أطراف) إلى آخر (أو آخرين) بالقيام ببعض الأعمال نيابة عنه (أو عنهم). ففي شركات المساهمة يعهد أصحاب رؤوس الأموال إلى المديرين بتولي مهام إدارة أموالهم وتحقيق زيادة في ثروة أولئك الملاك. ومع هذا، ونتيجة لاعتبارات سلوكية، فإن المديرين سوف يعملون على تحقيق مصالحهم أولا قبل تحقيق مصالح أصحاب رؤوس الأموال وربما قد يعمد المديرين إلى تحقيق مصالحهم والانتفاع من رؤوس الأموال وبالتالي إنقاص ثروة أصحابها. ولو كان الأمر كذلك لما نجحت المنشآت التي تأخذ شكل شركات المساهمة وتوقفت عن شركات الأشخاص. ولكن لاعتبارات اقتصادية تلقائية واعتبارات تشريعية تتوقف على ظروف كل بلد فإنه لابد من اتخاذ كافة التدابير التي تجعل المديرين يحققون مصالح أصحاب رؤوس الأموال ومصالحهم في ذات الوقت¹.

المطلب الثالث: حقوق الملكية، المصطلحات الخاصة بشركات المساهمة

1- المصطلحات الخاصة بشركات المساهمة

- **المساهم shareholder** واحد من الملاك وله الحقوق التالية:
 - ✓ حق التصويت (صوت واحد مقابل كل سهم يملكه).
 - ✓ يشترك في الأرباح ويمكن نقل ملكيته.
 - ✓ يشترك في اقتسام أرباح التصفية.

¹ جمال شحات: الشركات المساهمة "ملكيتها وأهميتها وأنظمتها ومشاكلها" على الرابط

<http://www.flyingway.com/vb/showthread.php?t=82102>

- **السهم share**: الوحدة التي يقاس بها حق المساهم في الشركة.
- **القيمة الاسمية Par Value**: هي المبلغ الذي يحدد قيمة السهم وينص عليه القانون النظامي للشركة، ولا توجد علاقة بين القيمة الاسمية للسهم وقيمتها السوقية لأن هذه الأخيرة تتحدد وفق قانون العرض والطلب في البورصة.
- **الأسهام المرخص بها**: هي الأسهم التي رخص للشركة بإصدارها وبيعها، وذلك كما تحددت في قانونها النظامي، وبمعنى آخر أن كل الأسهم المصدرة والمباعة هي أسهم مرخص بها وليس بالضرورة أن كل الأسهم المرخص بها هي أسهم مباعه فقد يكون للشركة أسهم كثيرة مرخصة للبيع فتطرح البعض منها للتداول وجزء منها تحتفظ به لأسباب وظروف تعود للشركة.
- **الأسهام المصدرة**: هي أسهم مرخص بها ولكنها لم تعرض بعد للبيع (التداول في الأسواق المالية).
- **الأسهام المكتتب فيها**: أحيانا يتم التعاقد بين المشتري والشركة على عدد معين من الأسهم ولكن الشركة لم تستلم قيمة هذه الأسهم بعد فتسمى أسهم مكتتب فيها حتى تستلم كامل قيمتها فتصبح بعد ذلك أسهم مصدرة، إذن هي الأسهم التي تعاقد المشترون على شرائها بسعر محدد في تاريخ محدد ولا تصدر هذه الأسهم قبل دفع كامل قيمتها.
- **أسهم الخزنة**: هي أسهم أصدرتها الشركة بالفعل، ثم عادت وتملكها بأحد طرق التملك المعروفة.
- **الأسهام القائمة**: هي الأسهم المرخص بها والمصدرة ويحملها المساهمون، ولا تدخل أسهم الخزنة في هذا النوع لأنها أصبحت ملكا للشركة.

2- حقوق الملكية في شركات المساهمة

نجد أن حقوق الملكية في شركات المساهمة تنقسم بشكل رئيسي إلى قسمين أساسيين هما رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة حيث يتم الفصل بينها لأن أية توزيعات تكون من الأرباح المحتجزة لذلك لا يجوز القيام بتوزيعات من مصادر أخرى، وفي نفس الوقت فإن رأس المال المدفوع ينقسم إلى رأس مال الأسهم ورأس المال الإضافي المدفوع وعليه فإن حقوق الملكية تتكون من ثلاثة أقسام رئيسية:

- رأس مال الأسهم: ويبين القيمة الاسمية للأسهم المصدرة.
- رأس المال الإضافي المدفوع: ويبين ما دفعه المساهمون زيادة عن القيمة الاسمية للأسهم.
- الأرباح المحتجزة: وتتمثل في الأرباح المتجمعة والأرباح الناتجة عن نشاط الشركة.

3- تمويل الشركات والمدير المالي Corporate Finance and Financial Manager

في بداية إنشاء الشركة التي يرغب فيها المساهمون لابد من الإجابة على الأسئلة التالية:

- ✓ ما هو الاستثمار الذي ترغب فيه الشركة وهل هو طويل الأجل؟ وما هو القطاع الخاص به وما هي الأصول التي تحتاجها (أراضي، مباني، آلات ومعدات.....).
- ✓ من أي مصدر يتم الحصول على الأموال لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل؟ هل الأموال الخاصة كافية أم يتم طلب قروض؟

- ✓ كيف يتم مراقبة العمليات المالية اليومية (التحصيل من الزبائن، الدفع إلى الموردين.....)؟
- هذه الأسئلة ضرورية ولكن ليست كلها لكنها تعتبر الأهم عند بداية إنشاء الشركة المساهمة.

1.3- المدير المالي The Financial Manager

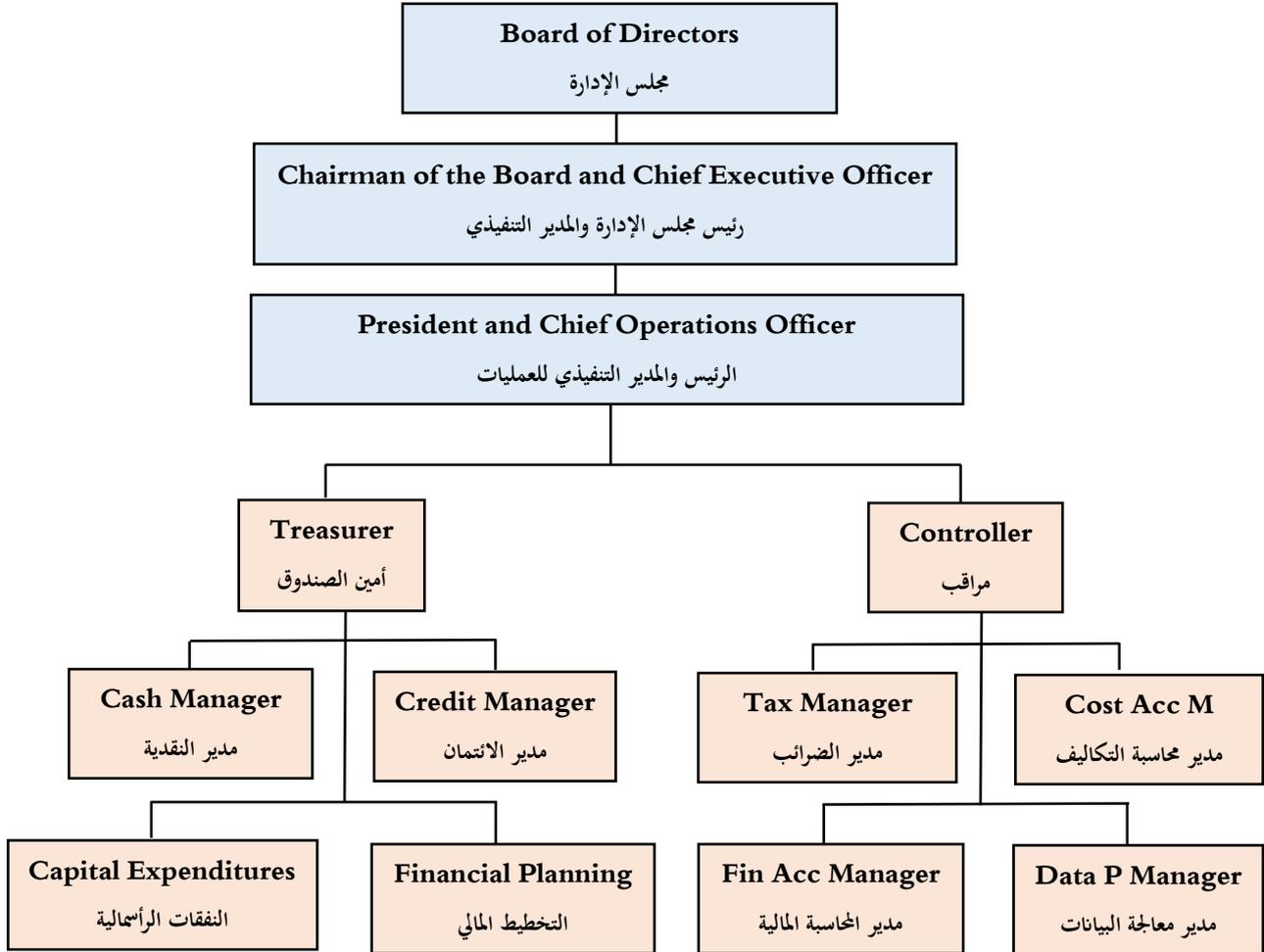
في أغلب شركات المساهمة لا يكون المدير المالي من المالكين (المساهمين) ولا يكون المساهمين هم الذين يتخذون القرارات الاقتصادية، وإنما يقوم مجلس الإدارة بتعيين المدير الذي يقوم بتسيير الشركة، لذلك لابد من اتخاذ كافة التدابير التي تجعل المديرين يحققون مصالح أصحاب رؤوس الأموال ومصالحهم في ذات الوقت، وعليه فمن الواجب تطبيق آليات تمكن من تحقيق مراقبة فعالة على أداء المديرين الأمر الذي يجعلهم مرتبطين ببقاء الشركة¹. إن وظيفة تسيير الموارد المالية للشركة هي في العادة تكون تحت تصرف إطار أعلى في الشركة يليه عدة رؤساء في مختلف المصالح من المحاسبة والتسيير والإنتاج والتسويق والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لشركة مساهمة:

¹ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan: **Fundamentals of Corporate Finance**, Sixth Edition, Alternate Edition, 2003, p36-37.

2.3- الهيكل التنظيمي لشركة مساهمة

يوضح الشكل التالي الهيكل التنظيمي لشركة مساهمة:

شكل رقم 25: الهيكل التنظيمي لشركة مساهمة



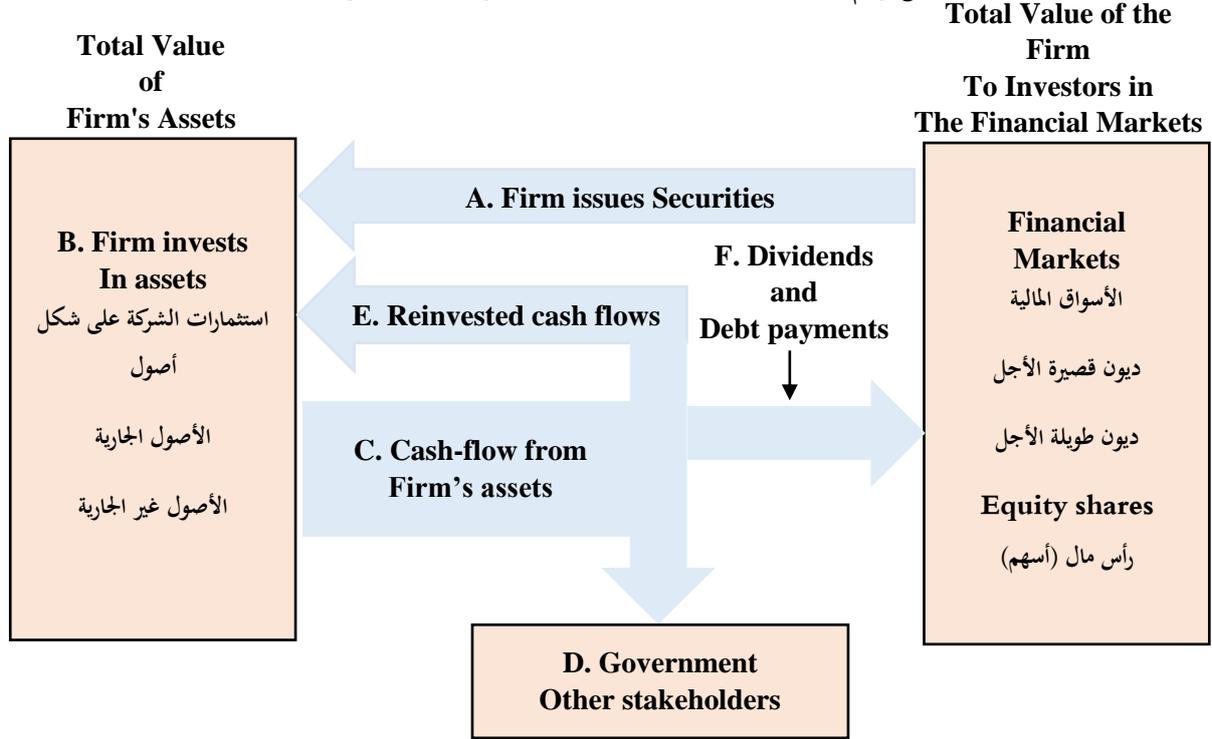
Source: Ross–Westerfield–Jaffe: Corporate Finance, Sixth Edition, volume 01, The McGraw–Hill companies, 2002, p 13.

الأصل أن إدارة الشركة المساهمة، من حق جميع المساهمين، لأن الشركة المساهمة تقوم أصلاً على المساهمين، وتضم عدداً كبيراً من الشركاء، إلا أن كثرة المساهمين، وتغييرهم نتيجة تداول الأسهم في السوق المالي، أدى إلى أن تكون الإدارة في هذا النوع من الشركات وفق أسلوب خاص يتناسب مع حجم هذه الشركات، حيث يستحيل اضطلاع كل مساهم بأعباء الإدارة، وفي ذات الوقت لا يحرم المساهم من حق المساهمة في الإدارة، بطريق غير مباشر مما يمكنه من ممارسة حق توجيه ورقابة الإدارة المباشرة¹.

¹ محمد علي عموش: الشركات المساهمة بين الشريعة والقانون، المجلة الجامعة، العدد 17، المجلد 03، سبتمبر 2015.

كما يوضح الشكل التالي التدفقات النقدية بين الشركات والأسواق المالية:

شكل رقم 26: التدفقات النقدية بين الشركات والأسواق المالية



A : الحصول على الأوراق المالية وتحويلها إلى نقد

D : النقد الواجب دفعه إلى الدولة على شكل ضرائب ورسوم

B : استثمارات الشركة على شكل أصول

E : استثمار التدفقات النقدية

C : التدفقات الناتجة عن الأنشطة التشغيلية

F : تدفقات نقدية مدفوعة على شكل أرباح أسهم وفوائد مستحقة على القروض

Source: Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan: Fundamentals of Corporate Finance, P 49.

المبحث الخامس: عائد السهم العادي ومخاطره

المطلب الأول: عائد السهم العادي Common Stock Return

يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد و/ أو قيمة مضافة عبر القيمة المثبتة (أو المسجلة) بالورقة المالية في شكل ربح في رأس المال، الذي توفره أو تحققه الورقة المالية للمستثمر فيها وحساب العائد التاريخي أو العائد المتولد عن الاستثمار في ورقة مالية معينة، يجب تحديد سعر الورقة المالية خلال فترة محددة، بالإضافة إلى تحدي التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر في نفس الفترة، وبذلك فإن العائد التاريخي يساوي الفرق بين سعر الورقة المالية في سنتين أو فترتين مختلفتين مضافا إليه التوزيعات في حالة الأسهم¹.

¹ لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربي"، مرجع سبق ذكره.

يوصف عائد السهم العادي بأنه مؤشر أساسي للاستثمار بأسهام الشركات فهو مقياس مناسب للمفاضلة بين الأسهم. ويعرف بأنه المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة من توظيف الأموال في الأسهم العادية. معبراً عن هذه المكافئة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة، كما يعرف بأنه التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر خلال مدة محددة. أو يعرف بأنه الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة.

هو عبارة عن مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة¹.

هو المكافئة على الاستثمار في الأسهم وتتضمن الأرباح الجارية بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية ويطلق على هذا العائد بالترفضيل الزمني حيث يفضل الأفراد الحاضر على المستقبل، لأنه أمر يقيني أما المستقبل فهو أمر محتمل، والعائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه عادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الفترة².

المطلب الثاني: تقديم التدفقات النقدية الخاصة بالمداخيل التي يحصل عليها حملة الأسهم

فيما يخص تعظيم وإنشاء الثروة للمساهمين فإن قيمة الشركة (**Valeur de l'entreprise**) تتمثل في تحديث قيمة التدفقات النقدية الخاصة بالمداخيل التي تنتج لحملة الأسهم في المستقبل³.

لنفرض أن:

V = القيمة الحالية للشركة **Valeur actuelle de l'entreprise**.

N = الفترة الزمنية **Période retenue**.

F = تدفقات السنة "t" **Flux année "t"**.

VT = القيمة المتبقية النهائية **Valeur terminale résiduelle**.

I = معدل التحديث المناسب **Taux d'actualisation approprié (taux de rémunération espéré par l'actionnaire)**

من خلال المعطيات نحصل على المعادلة التالية:

¹ دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص رقم 61.

² أمين السيد أحمد لطفي: التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص رقم 11.

³ Pascal Barneto, Georges Gregorio: **Finance "Manuel et applications" DSCG 2, 2ème Edition, DUNOD, Paris, 2009. P 25.**

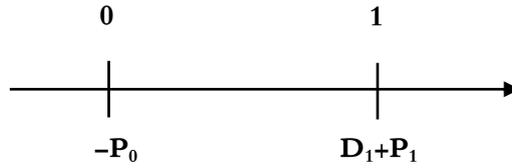
$$V = \sum_{t=1}^n F_t (1+i)^{-t} + VT(1+i)^{-n}$$

خلال فترة زمنية معينة (سنة) يمكن للمساهم أن يملك نوعين من المداخل تكون مؤقتة:

- مبلغ التوزيعات النقدية (**Dividendes**) التي سيحصل عليها في نهاية السنة.
- الفرق بين سعر البيع والشراء.

إذا افترضنا أن D_t و P_t هو سعر السهم وتوزيعات الأرباح على التوالي والمتحصل عليهما خلال السنة "t" فإن

المساهم يحصل على التدفقات النقدية التالية:



من الواضح أن الأرباح الرأسمالية وتوزيعات الأرباح تمتاز بعدم التأكد، هذه القيم تعتمد على توقعات المستثمر عند شرائه للسهم، ولأنها تمتاز بعدم التأكد والمخاطرة لذلك يجب تحديثها بمعدل يمثل المخاطرة المحتملة وبتكلفة رأس المال، \bar{i} يمثل معدل العائد المتوقع للسهم الموجود في السوق المالي ومستوى الخطر متساوي بالنسبة لجميع الأسهم، لذلك فإن القيمة الممنوحة لسعر السهم P_0 هي كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+i)}$$

إذا قمنا بضرب المعادلة في $(1+i)$ نحصل على ما يلي:

$$i = \frac{D_1 + P_1}{P_0} - 1 \Leftrightarrow i = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

هذه العلاقة تعتبر مهمة لأنها تبين الفرق بين العائد والمردودية¹.

- العائد (على العموم يمثل بنسبة مئوية) هو معدل أو نسبة مالية تبين النتيجة المتحصل عليها والوسائل المستعملة (رأس المال).
- المردودية تستعمل من قبل المستثمرين أو الاقتصاديين والتي تتعلق بتوظيف الأموال.

¹ Pascal Barneto, Georges Gregorio: **Finance "Manuel et applications"**, p 26-27.

عائد السهم *Rentabilité d'une action*

$$i = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Rendement de l'action

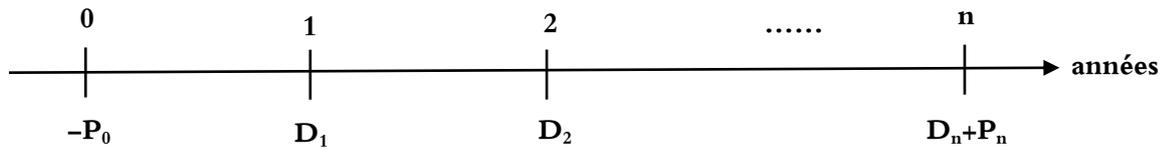
Plus-Value

إذن مردودية السهم تتمثل في توزيعات الأرباح على سعر السهم ولا تأخذ بعين الاعتبار المداخيل الناتجة عن الفرق بين سعر البيع والشراء **Plus-value** ولا خصم **Moins-value** في حالة البيع، لذلك فأن مصطلح المردودية يعتبر محدودا وضيقا بالمقارنة مع مصطلح العائد.

عائد السهم = المردودية + الأرباح الرأسمالية

Rentabilité d'une action = Rendement + Plus-value

وإذا أردنا حساب معدل العائد خلال عدة سنوات نستعمل النموذج التالي:



من خلال الشكل نحصل على المعادلة التالية:

والشكل العام للنموذج يصبح كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+i)} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{P_n}{(1+i)^n} .$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_t(1+i)^{-t} + P_n(1+i)^{-n} .$$

يهدف المستثمرون من الاستثمار في الأسهم إلى تحقيق عائد من هذا الاستثمار والواقع أن يوجد عدة أنواع من العائد في الأسهم هي:

- عائد التوزيعات:

يُحصل السهم العادي على توزيعات عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحاً وتقرر توزيع بعضها أو كلها، ويتم تحديد توزيعات السهم كما توضح المعادلة التالية¹:

$$\text{توزيعات السهم} = \text{التوزيعات/عدد الأسهم المصدرة}$$

$$= (\text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية} * \text{نسبة التوزيعات}) / \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

أما عن عائد التوزيعات فيتم حسابه وفقاً للمعادلة الآتية:

$$\text{عائد التوزيعات} = \text{توزيعات أرباح السهم/القيمة الاسمية للسهم}$$

قد تكون قيمة السهم في هذه الحالة القيمة الاسمية أو القيمة السوقية. فالأمر متوقف على المبلغ الذي دفعه المستثمر في السهم عند امتلاكه.

• العائد الرأسمالي:

يقصد بالعائد الرأسمالي للسهم العادي، العائد الذي يحققه المستثمر نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ويتم حساب العائد الرأسمالي للسهم بالمعادلة الآتية:

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = (\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{القيمة الاسمية للسهم}) / \text{القيمة الاسمية للسهم}.$$

• العائد الإجمالي للسهم العادي

يقصد بالعائد الإجمالي للسهم العادي، العوائد الاجمالية التي يجنيها المستثمر في الأسهم العادية وهي العائد الناتج من التوزيعات التي يحصل عليها السهم، والعائد الناتج من الارتفاع في القيمة السوقية للسهم بالإضافة على العائد الإضافي الذي يمكن أن يحققه المستثمر من استثمار التوزيعات التي تحصل عليها أسهمه.

$$\text{العائد الإجمالي للسهم العادي} = (\text{توزيعات السهم} + \text{العائد الإضافي من التوزيعات} + \text{الربح الرأسمالي للسهم}) / \text{القيمة الاسمية للسهم العادي}.$$

في الواقع يمكن قياس العائد الرأسمالي للسهم بالفرق بين قيمة المستثمر في السهم (أيا كانت هذه القيمة هل هي القيمة الاسمية أم غير ذلك) والقيمة السوقية للسهم منسوبا ذلك على قيمة المستثمر في السهم.

¹ محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 36 و37.

مثال

اشترى أحد المستثمرين سهما بقيمة إسمية 1000 وبعد مرور عام بلغت القيمة السوقية للسهم 1100، كما حصل على توزيعات مقدارها 50 في نهاية العام.

ما هو عائد التوزيعات للسهم؟ والعائد الرأسمالي للسهم؟

$$\text{عائد التوزيعات للسهم} = \text{توزيعات السهم} / \text{القيمة الاسمية للسهم} = 1000 / 50 = 5\%$$

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = \text{الأرباح الرأسمالية} / \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

$$= (\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{القيمة الاسمية للسهم}) / \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

$$= (1000 - 1100) / 1000 = 10\%$$

• نسبة العائد الجاري Dividend Yield

يقصد بالعائد الجاري مقدار الربح الموزع (التوزيعات) للسهم الواحد وهذا الرقم لا يعطي في حد ذاته معلومات كافية، والأمر الأكثر أهمية للمستثمر وهو نسبة العائد الجاري وهو ما يطلق عليه أيضا عائد التوزيعات، حيث يقاس العائد الجاري بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد الجاري (عائد التوزيعات)} = \text{توزيعات السهم العادي} / \text{القيمة الاسمية للسهم العادي}$$

وتمثل نسبة العائد الجاري (عائد التوزيعات) مؤشرا لمدى قبول المستثمر في تملك أسهم شركة معينة أو التخلص منها. فمثلا إذا كانت نسبة العائد الجاري لسهم شركة ما هي 7% بينما العائد السنوي على الودائع لأجل 8% فمن المتوقع أن يقوم المستثمر بالتخلي عن الأسهم وتحويل أمواله إلى حساب بنكي في شكل وديعة آجلة واغتنام الزيادة في العائد السنوي.

وشكل العائد إما يكون بصيغة مقسوم أرباح نقدي Dividend يخضع لسياسة التوزيع المعتمدة من قبل الشركة المصدرة، أو عوائد رأسمالية قد يحصل عليها المساهم من فروقات الأسعار السوقية في البورصة. ويميز الباحثون في حقل المالية والاستثمار العائد إلى¹:

¹ أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره ص 163-166.

✓ عائد فترة الاحتفاظ.

✓ العائد المتوقع.

✓ العائد المطلوب.

وفيما يلي يأتي توضيح كل واحد على حدة:

1- عائد فترة الاحتفاظ Holding Period Return

هو ذلك العائد المتحقق فعلا Actual ويعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ما تم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ، لذلك هو مقياس لنجاح المستثمر في زيادة أو انخفاض قيمة الاستثمار الرأسمالية بالإضافة إلى الأيراد المتوقع الحصول عليه. ويحسب على وفق الآتي:

$$HPR = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

إذ أن P_1 سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)، P_0 سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)، D مقسوم الأرباح للسهم الواحد.

مثال: اشترى أحد المستثمرين سهم بسعر 400 وفي نهاية السنة تم بيعه بسعر 460 وحصل المستثمر على مقسوم أرباح 25 للسهم الواحد. فما هو عائد فترة الاحتفاظ؟

$$HPR = ((460-400) + 25) / 400 = 21.25\%$$

يتضح من المثال أن عائد فترة الاحتفاظ يتكون من جزئين الأول الأرباح الرأسمالية المتحققة من فرق السعر وهو بنسبة 15% $[400 \div (400-460)]$ ونواتج مقسوم الأرباح وبنسبة 6.25% $(25 \div 400)$. وفي كثير من الأحيان يبقى المستثمر ماسكا للسهم لفترة أطول وفي هذه الحالة يحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ على وفق الصيغة الآتية:

$$HPR = (D + (p_1 - p_0) / N) / ((p_1 + p_0) / 2)$$

إذ أن N تمثل فترة الاحتفاظ، أما المقام يمثل متوسط سعر السهم خلال فترة الاحتفاظ. نفرض في المثال السابق أن المستثمر باع السهم بعد مرور ثلاث سنوات فما هو عائد فترة الاحتفاظ؟

$$HPR = 25 + ((460-400) / 3) / (460+400) / 2 = 10.46\%$$

2- العائد المتوقع Expected Return

يقصد به بالمتوسط المرجح لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، ويحسب بالصيغة الآتية:

$$E(r) = \sum_{t=1}^n RPr$$

إذ أن R معدل العائد وفقا للظرف الاقتصادي، Pr احتمال تحقق العائد.

أي أن متخذ القرار يعتمد نظرية الاحتمالات في تحديد العائد من السهم. وبموجبها يعتمد المستثمر أو مدير الاستثمار توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكنة تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها. وعلى فرض أن هذه التوزيعات طبيعية فان المستثمر يحدد احتمالات تحقق العائد في ضوء الحالة الاقتصادية العامة Stat of Economy سواء للانتعاش أو الركود أو الحالة الاقتصادية الطبيعية. فعلى سبيل المثال:

البيانات الآتية تعبر عن الفرص الاستثمارية A و B المطلوب تحديد معدل العائد المتوقع في ضوء احتمالات تحقق العوائد للحالات الاقتصادية.

State of Economy	Probability	Return A	Return B
Boom	0.5	60%	10%
Recession	0.5	-10%	20%

$$E(r_a) = (0.5 \times 60) + (0.5 \times -10\%) = 25\%$$

$$E(r_b) = (0.5 \times 10\%) + (0.5 \times -20\%) = 15\%$$

3- معدل العائد المطلوب Required Rate of Return

هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الأصول ذات المخاطرة Asset Risky ويعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة Risk-Return Trade off بمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو من أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة. وقياس معدل العائد المطلوب وليكون نموذج مرجعي لتقييم الاستثمارات، ويحتل مكانة متميزة بين عموم المستثمرين في سوق الأوراق المالية. إن معدل العائد المطلوب يحسب على وفق الآتي:

$$K = R_F + B_i (R_m - R_F)$$

إذ أن:

K : معدل العائد المطلوب.

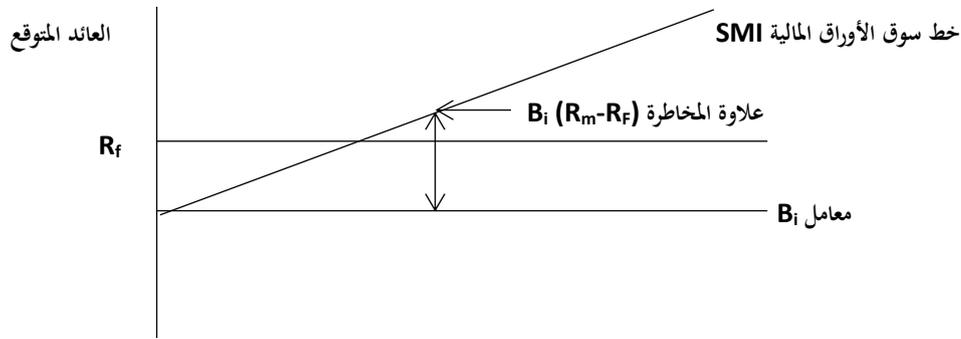
R_F : معدل العائد الخالي من المخاطرة متمثلاً بعائد الأوراق المالية الحكومية.

B_I : المخاطرة النظامية للورقة المالية وهي جوهر النموذج.

R_M : معدل العائد لمحفظه السوق المالي.

وعلى خلفية هذه الصيغة فإن العائد المطلوب دالة خطية للعائد الخالي من المخاطرة وسعر المخاطرة، الذي يمثل تعويضاً للمخاطر $B_i (R_M - R_F)$ هذه الدالة الخطية تعرف في أدبيات الاستثمار بخط سوق الأوراق المالية¹.

شكل رقم 27: خط سوق الأوراق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره ص 44.

إن المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب ويحكم على جاذبية السهم العادي للاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاباً، والعكس صحيح. فعلى سبيل المثال إذا علمت أن بيتنا سهم شركة ما هو 1.5 ومعدل العائد الخالي من المخاطرة هو 6% ومعدل العائد لمحفظه سوق الأوراق المالية هو 10% فما هو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر؟

$$K = 6\% + 1.5 (10\% - 6\%) = 12\%$$

¹ هو خط مستقيم يوضح توازن السوق عندما تقع جميع عوائد الأصول ذات المخاطرة على ذلك الخط، وطبقاً لمفهومه : "Security Market Line "SML" ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإن العائد الإضافي (الزائد) الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر من الأصول ذات المخاطرة يكون مساوياً إلى سعر المخاطرة وعلى وفق الآتي $K - R_F = B_i (R_M - R_F)$

المطلب الثالث: مخاطر السهم العادي والاستثمار في الأسهم

1- مفهوم المخاطرة وأنواعها

1.1 - مفهوم المخاطرة Risk Concept

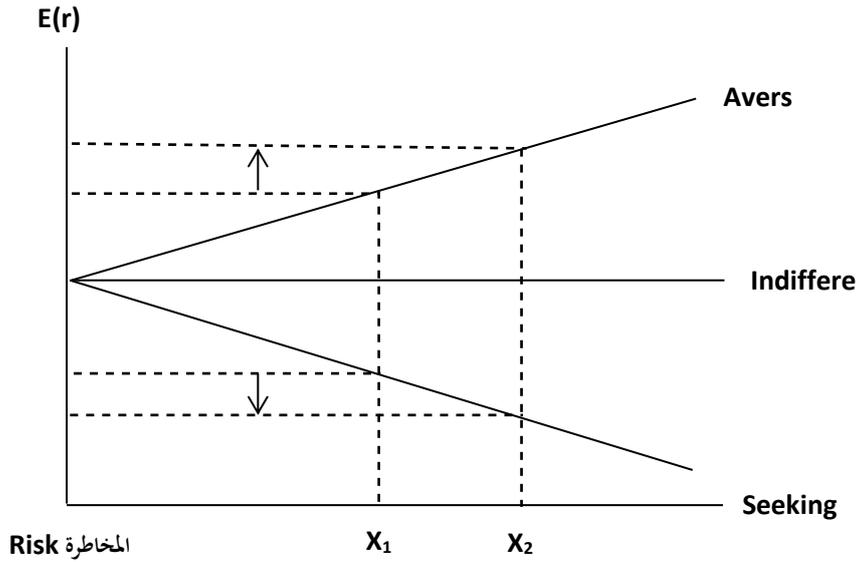
المخاطرة بشكل عام هي فرصة لتحقيق خسارة مالية. وفي إطار الاستثمار بالأوراق المالية المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع. وطبقاً لهذا المفهوم فإن المخاطرة ترتبط بالعائد. ولكون العائد له مفهوم مالي فإن المخاطرة لها مفهوم مالي قابلة للقياس الكمي. في كثير من الأحيان يستخدم مصطلح المخاطرة وعدم التأكد بشكل مترادف للإشارة إلى تقلب عوائد الاستثمار. ولكن لكل منهما مفهوم ومعنى. فالمخاطرة دالة لاحتمالات متخذ القرار في تقييم وقياس المخاطرة فهو يستند إلى معلومات في تقييم المخاطرة، في حين يشير مفهوم عدم التأكد إلى عدم امتلاك متخذ القرار المعلومات الكافية في تحديد العائد المتوقع.

وتختلف مخاطر الاستثمار باختلاف الجهة المصدرة، فالأوراق المالية الحكومية تتمتع بضمانة تحقق العائد ولذلك تكون خالية المخاطرة. في حين الاستثمار في أسهم الشركات تتسم بالمخاطرة، لأنه يصعب التنبؤ الدقيق بحجم وتوقيت تدفقاتها النقدية. كما يختلف المستثمرين ومدراء الاستثمار في تفضيلهم للمخاطرة، وهناك ثلاث سلوكيات أساسية لتفضيل المخاطرة وهي كالتالي¹:

- **المتجنب للمخاطرة Risk-Avers** هذا السلوك يتطبق على المستثمر أو المدير الذي يرغب بعائد متوقع أكبر للتعويض عند المخاطر المحتملة. لذا فإن قانون تناقص المنفعة الحدية يتطبق على هذا السلوك. أي تحقيق منفعة حدية متناقصة كلما زاد العائد على الاستثمار.
- **لا يكره للمخاطرة Risk-Indifferent** يتسم سلوك المستثمر اتجاه المخاطرة بالجمود فهو ينظر إلى التغير في العائد المتوقع مع الرغبة في ثبات المخاطرة ومثل هذا السلوك افتراضي لأنه في الواقع العملي العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة تلغي مثل هذا المفهوم.
- **الباحث عن المخاطرة Risk Seeking** سلوك المستثمر هنا يوصف بالمغامر وييدي اهتماماً متناقصاً بالمخاطرة كلما توقع عائداً أكبر. لذلك ينطبق على هذا السلوك قانون تزايد المنفعة الحدية. أي أن الاشباع المتحقق من الدينار الثاني من العائد يفوق الدينار الأول ويقل عن الدينار الثالث وهكذا.

¹ أسواق الأسهم العادية على الرابط <http://www.slideserve.com/yardley-carver/6356851>

شكل رقم 28: تفضيل المستثمر للمخاطرة



المصدر: أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره ص 168.

2.1 - أنواع المخاطرة Type of Risk

تنقسم المخاطر في الأسهم العادية إلى مخاطرة غير النظامية **Unsystematic Risk** ومخاطرة نظامية **Systematic Risk** فالمخاطرة غير النظامية تتمثل بتقلب عوائد سهم معين ناتج عن عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للسهم مثل الإضرابات العمالية، سوء الإدارة وتغير أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة. لذلك يطلق عليها أيضا بالمخاطر المنفردة **Unique Risk**، المقياس الاحصائي المطلق لهذه المخاطرة الانحراف المعياري والنسبي ومعامل الاختلاف.

ويمكن تعريفها بأنها تلك المخاطرة التي تنفرد بها شركة معينة دون غيرها، بمعنى أن التقلب الحاصل في أرباحها يعود إلى أسباب تتعلق بالشركة ذاتها. وأن هذه المخاطرة مستقلة عن محفظة السوق، أي أن معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي الصفر. وتتكون هذه المخاطرة من نوعين هما المخاطرة غير النظامية التشغيلية والمخاطر المالية.

فالمخاطر التشغيلية هي المخاطر التي تكمن في اعتماد الشركة على التكاليف التشغيلية الثابتة أو التي ترتبط أساسا بالقرارات الاستثمارية أو بهيكل الأصول. أما المخاطر التمويلية فهي ذلك الجزء من المخاطر الناتج عن استخدام الشركة للدين في هيكلها المالي¹.

¹ فاروق رفيع التهموني، أسماء إبراهيم العمرانة: العلاقة بين العائد والمخاطر " دراسة تطبيقية لأثر الروافع على عوائد الشركات الأردنية"، المجلة العربية للإدارة، مجلد رقم 32، العدد 02، ديسمبر 2012.

وتحسب المخاطرة غير النظامية عن طريق التباين في معدل العائد على حقوق الملكية وكما هو مبين في الصيغة الرياضية الآتي (Weston and Copeland)¹:

$$CV_{ROE} = \frac{\sigma_{ROE}}{\overline{ROE}}$$

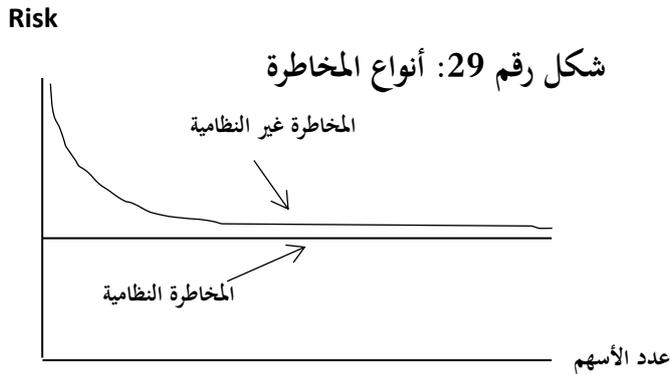
حيث أن:

CV_{ROE} معامل تباين المخاطرة غير النظامية.

σ_{ROE} الانحراف المعياري لمعدل العائد على حقوق الملكية.

\overline{ROE} متوسط معدل العائد على حقوق الملكية.

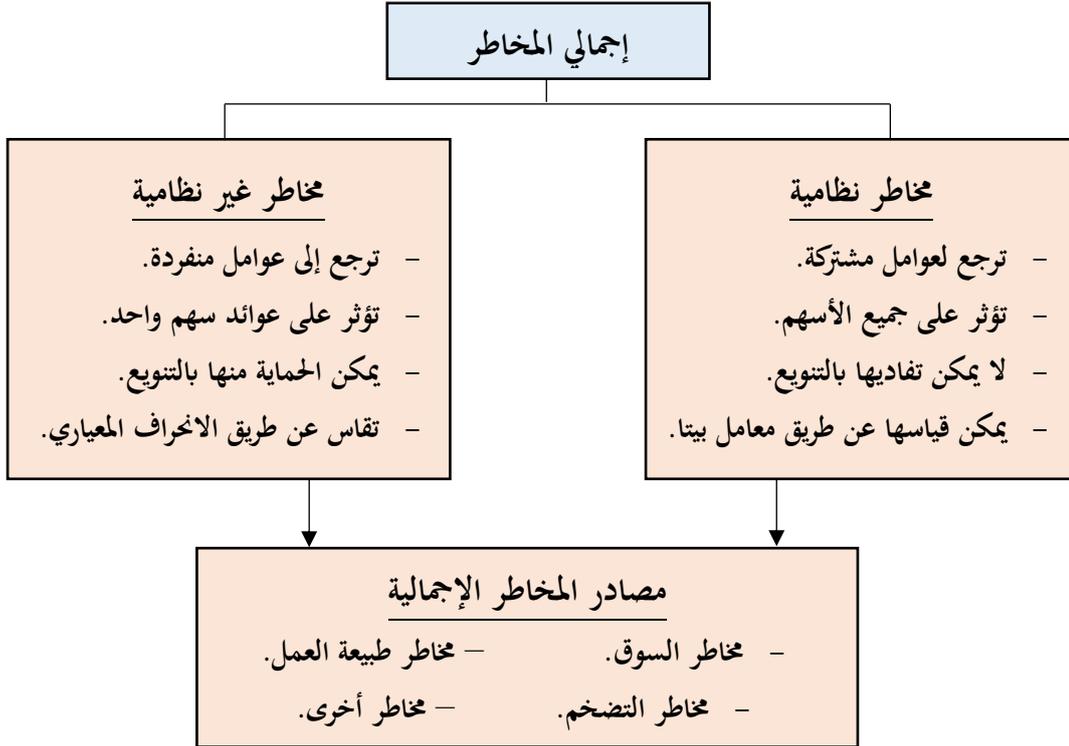
أما المخاطرة النظامية فهي ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية وسياسية وقانونية...) تصيب الاقتصاد الوطني ككل. وهذا يعني أن جميع الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال تتأثر بهذه المخاطرة، ولذلك تسمى بالمخاطرة السوقية ولا يمكن للمستثمر تجنب هذه المخاطر بتنوع محفظته الاستثمارية قطاعياً أو على مستوى نوعي وتقاس المخاطرة النظامية بمعامل بيتا.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره ص 169.

¹ عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها غير النظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 17، عدد رقم 01، 2003.

شكل رقم 30: أسس ومصادر المخاطر الاجمالية للاستثمار في الأوراق المالية



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي: التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص رقم 23.

2- الاستثمار في الأسهم واتخاذ القرار

تلعب بورصات الأوراق المالية باعتبارها سوقاً منظماً لتداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً بين المستثمرين، دوراً هاماً في تشجيع هؤلاء المستثمرين على توجيه مدخراتهم لسوق الأوراق المالية اغتناماً للفرص الاستثمارية المتاحة وتحقيق للعوائد المرغوبة.

يعتبر الاستثمار في الأسهم من الاستثمارات الطويلة الأجل، لأن المستثمر بعد مدة زمنية نسبياً يحصل على الفوائد. فالمستثمر الرشيد في الأوراق المالية هو المستثمر الذي يلتزم بالمبادئ التالية¹:

- الاختيار السليم للفرص الاستثمارية المتاحة أمامه، أي يقوم باختيار الشركات الجيدة التي تحقق له أكبر عائد ممكن عند الدرجة من المخاطر التي يمكنه تحملها، ويستعين في ذلك بالأساليب الفنية في تقييم جدوى الاستثمار، وقد يلجأ للمؤسسات المالية المتخصصة للاسترشاد بنصائحها.
- تنوع الاستثمار بين الفرص المختلفة، أي بين شركات المساهمة المختلفة، وبين المصادر المختلفة والمزج بينها طبقاً للأصول الفنية.

¹ ندوة حول تنمية الوعي الاستثماري على الرابط <http://www.tdwl.net/vb/showthread.php?t=157787>

- المزج بين الأدوات المالية المختلفة من الأسهم والسندات والوحدات الاستثمارية التي تصدرها صناديق الاستثمار ومن منتجات الإيداع المتعددة لدي البنوك.
- المتابعة المستمرة للمعلومات التي تنشرها الشركات، وخاصة المعلومات الفنية والمالية المفصّل عنها والتي يمكن من خلالها متابعة وتقييم أداء الشركات للتأكد من قدرتها على تحقيق الأرباح المتوقعة أو لاتخاذ قرار الخروج منها للحد من الخسائر المتوقعة ببيع ما يملكه من أوراقها المالية.
- الاستعانة دائما بخبرات ونتائج الدراسات التي تقوم بها المؤسسات المالية التي تؤدي خدمات للمستثمرين كشرركات الوساطة وشركات تحليل المعلومات والاستشارات المالية والفنية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الحكم السليم على أداء الشركات التي يتم الاستثمار فيها يستلزم وقتا طويلا نسبيا. لذا فإن الاستثمار الذي يمكن معه تحقيق معدلات عالية من العوائد لا يمكن أن يتم في فترات قصيرة، إنما تتوقف المدة الملائمة له على طبيعة الدورة الإنتاجية للشركة المعنية وظروف السوق التي تعمل خلاله. وتشير كثير من الدراسات إلى أن الحد الأدنى من مدة الاستثمار المناسبة في هذا الصدد هي ثلاث إلى أربع سنوات في المتوسط. ويرتبط متابعة النتائج على توقيتات الإفصاح من خلال نشر القوائم المالية وهي عادة ربع سنوية أو طبقا لما تقدره لوائح السوق. وتوفر المعلومات الدقيقة والمدققة التي يجري إعدادها طبقا لمعايير المحاسبة والمراجعة يعتبر عنصرا هاما لتقييم نتائج أداء الشركات واتخاذ قرار الاستمرار في الاستثمار فيها أو الخروج منها.

إن الاستثمار في الأوراق المالية هو الاستثمار الذي يتصف بالخصائص التالية:

- هو الاستثمار الذي يدر أعلى عائد حقيقي من وجهة نظر المستثمر، وفي توقيت زمني معين.
- هو الاستثمار الذي يرتبط بدرجة من المخاطر المحسوبة يقبلها المستثمر.
- هو الاستثمار الذي يتم تحويله بسرعة وبسهولة إلى سيولة إلى نقود عند الحاجة.

وتختلف هذه الأهداف من مستثمر إلى آخر وبدرجات متفاوتة، إلا أنهم يندرجوا جميعا تحت فئة الاستثمار طويل الأجل بعكس الحال بالمقارنة مع الاستثمار قصير الأجل.

1.2- القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري أهم وأصعب وأخطر القرارات التي يتخذها المستثمر، ويقوم هذا القرار على جملة من المبادئ والمقومات، وتلعب المعلومات دورا هاما في تنشيط سوق رأس المال وكذا بالنسبة للمتدخلين فيه. فالكثير من الأفراد والجهات يحتاجون إلى هذه المعلومات لاستخدامها في قرار الاستثمار، فتوفر المعلومات الموثوق فيها وخاصة المعلومات

الحاسبية يؤدي إلى زيادة حجم السوق وتخفيض تكلفة العمليات وزيادة عدد المتعاملين في السوق المالية وهذا ما يؤدي إلى زيادة العائد في التعاملات وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.

2.2- أنواع القرارات الاستثمارية والمبادئ التي تقوم عليها

يعتبر قرار الاستثمار خطوة أولية لاختيار البدائل المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة، وهناك ثلاث أنواع من القرارات الاستثمارية وهي قرار الشراء، البيع والتداول. كما يقوم القرار الاستثماري على جملة من المبادئ.

1.2.2- أنواع القرارات الاستثمارية

كل قرار استثماري يقوم به المستثمر يهدف من ورائه تعظيم الفوائد وتدنية المخاطرة ومن أجل تحقيق هذه الغاية يواجه المستثمر ثلاث أنواع من القرارات الاستثمارية وهي¹:

- **قرار الشراء:** يتمثل هذا القرار في الرغبة في حيازة أصل مالي ويلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما يرى بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية، تفوق القيمة السوقية الحالية للأصل المالي محل التداول، فهذه المعادلة تكون الرغبة والحافز لدى المستثمر لاتخاذ قرار الشراء.
- **قرار عدم التداول:** في هذا النوع من القرارات الاستثمارية يكون المستثمر أمام أصل مالي تكون قيمته السوقية الحالية تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وفي خضم هذه الوضعية لا تكون عوائد ينتظرها المستثمر وبالتالي لا يقوم بأي قرار سواء الشراء أو البيع.
- **قرار البيع:** يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة. وبالتالي يرى المستثمر في هذه الحالة بأن الفرصة مواتية لتحقيق أرباح وعندما يتخذ قرار البيع وينتظر الوضعيات الجديدة التي تفرزها قوى العرض والطلب في السوق، ليعيد من جديد اتخاذ قرار الشراء أو عدمه، وهكذا تدور الدورة الاستثمارية.

2.2.2- المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري

حتى يتمكن المستثمر من القيام بعملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ينبغي عليه مراعاة مجموعة من المبادئ تتمثل فيملي يلي:

¹ سليمة نشنش: ورقة بحث بعنوان دور المعلومات الحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري.

● مبدأ الاختيار

يفترض في المستثمر الرشادة ومنه فإنه دائما يبحث عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له. ويتوقف تحقيق هذا المبدأ على وجود سوق مالية كفؤة مزودة بنظام معلوماتي وهياكل قوية وذات شفافية، حيث تكون فيها كل المعلومات متاحة للجميع.

● مبدأ المقارنة

إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العائد والمخاطرة، حيث يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الذي يناسبه، لا بد أن يقوم بعملية المقارنة بين تلك البدائل المتاحة بالاستعانة بأدوات التحليل والتقييم لتحديد وحصر البديل المناسب لرغباته وامكانياته الاستثمارية التي يتميز بها.

● مبدأ الملائمة

كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر، الدخل والرغبات هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار المتمثلة فيما يلي:

- معدل العائد على الاستثمار.
- درجة المخاطرة التي يتصف بها.
- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر.

● مبدأ التوزيع

تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنويع من هذه الأصول، وذلك من أجل الحد من المخاطر وزيادة العوائد.

3.2.2- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يقوم القرار الاستثماري الناجح على مقومات أساسية تتمثل فيما يلي:

1- الاستراتيجية الملائمة للاستثمار

تبنى استراتيجية المستثمر على ضوء منحى تفضيله الشخصي، وهو المعيار الذي يصنف المستثمرين الى عدة أصناف.

1.1- العناصر المحددة لاستراتيجية المستثمر

يتميز المستثمرون عن بعضهم البعض من حيث ميولتهم وأولوياتهم الاستثمارية، فلكل مستثمر منحى تفضيله الاستثماري الذي يتخذه من خلال الربحية، السيولة والأمان. وتحدد ميول المستثمر اتجاه عنصر السيولة، وعنصر الأمان بالمخاطرة التي يستطيع تحملها مقابل العائد الذي يتوقعه بينما يترجم ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار المتوقع.

2.1- أصناف المستثمرين

وطبيعياً أنه كلما زاد العائد تزيد المخاطرة، وتبعاً لهذا سوف يكون هناك مستثمر يقبل بعائد منخفض ومخاطرة متدنية بينما مستثمر آخر لا يهاب المخاطرة يذهب إلى أبعد الحدود فيستثمر في أصول ذات مخاطرة مرتفعة مقابل عائد مغري، وعليه فإن المستثمرين يصنفون إلى عدة أصناف تتمثل فيما يلي:

• المستثمر المتحفظ

هذا النوع من المستثمرين يهاب المخاطرة، وبالتالي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، ولكن يقبل باستثمارات ذات مخاطرة متدنية بالرغم من عوائدها المنخفضة بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.

• المستثمر المضارب

هو على عكس من المستثمر المتحفظ، هناك نوع آخر من المستثمرين لا يهبون من المخاطرة فيفضلون الأصول المالية ذات المخاطرة المرتفعة وذلك قصد الحصول على عوائد مرتفعة. بمعنى هذا الصنف من المستثمرين يعطي الأولوية لعنصر العائد مهما كانت المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

• المستثمر المتوازن

وهو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه اهتمامه لعنصر العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالربحية على حساب الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الاستثماري في أصول مالية ذات عائد ومخاطرة معقولين.

2- الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

ينبغي على متخذ القرار الاستثماري الرشيد أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار والذي يقوم عادة على خطوات محددة أهمها ما يلي:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

3- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة

تشكل العملية الاستثمارية عملية مبادلة ما بين العائد والمخاطرة وتوجد علاقة طردية بين العائد والمخاطرة فكلما زادت المخاطرة فإن العائد المتوقع يجب أن يكون أكبر، وعليه فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد مرتفع فعليه أن يتوقع مخاطرة أكبر.

خلاصة

تعتبر الأسهم من أهم الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية فالسهم في حقيقته يعتبر كجزء من رأس مال شركة المساهمة، كما تتميز بالتساوي في القيمة الاسمية التي تصدر بها وعدم قابليته للتجزئة، كما يسهل التعامل مع المستثمرين مع إمكانية البحث عن المعلومات المتعلقة به وإجراء مختلف الدراسات المالية. كما تتمتع الأسهم بسيولتها مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى ما يعني عملية الشراء والبيع تكون سريعة وبالتالي إمكانية تحويلها إلى نقد بكل سهولة. إن الاستثمار في الأسهم يحمل مزايا لحامله كما يمكن أن يحمل معه عدة مخاطر، فالاستثمار في الأسهم يعد من أفضل الاستثمارات على المدى الطويل فبمجرد أن يصبح الشخص حائزا لسهم في شركة ما يحق له المشاركة في أرباحها ويحقق له مزايا من خلال زيادة حصة الشريك في الشركة بما تمثله قيمة السهم الذي يملكه مع زيادة نمو الشركة، وكما هو معلوم أن عائد السهم يتكون من عائد التوزيعات النقدية والذي يمثل جزء من الأرباح التي تقوم الشركات بتوزيعها على حملة الأسهم وعائد الأرباح الرأسمالية والمتمثلة في الفرق بين سعر شراء وبيع السهم لذلك يعتبر هذا الأخير من أكثر الأوراق المالية استعمالا وطلبا من قبل المستثمرين.

الفصل الرابع الأرباح المحاسبية

مقدمة الفصل.

- المبحث الأول: مفهوم الأرباح المحاسبية.
- المبحث الثاني: جودة الأرباح المحاسبية.
- المبحث الثالث: ربحية السهم الواحد (EPS) **Earning Per Share**.
- المبحث الرابع: المعيار المحاسبي الدولي **IAS 33**.
- المبحث الخامس: العرض، الإفصاح وتعريفات المصطلحات الرئيسية طبقا للمعيار **IAS33**.

خلاصة الفصل.

مقدمة

تختلف القرارات التي تبنى على معلومات الأرباح حسب اختلاف مستخدمي القوائم المالية، فالمساهمون ينظرون إلى الأرباح كمقياس لأداء الشركات وفعالية المديرين، أما المقرضين يعتمدون على عنصر الأرباح لاتخاذ القرارات الائتمانية، أما المستثمرون المحتملون فإنهم يعتمدون على الأرباح لتقييم استثماراتهم من خلال ما تحتويه الأرباح الحالية من قدرة تنبؤيه باستمرارية الأرباح في الفترات المستقبلية. أما المحللون الماليون فيصنفونها في مقدمة المدخلات الأساسية اللازمة لعملية اتخاذ القرارات. إلا أن الاهتمام برقم الربح من قبل الأطراف المختلفة عند اتخاذهم لقراراتهم لا يعني اتخاذ قرارات تتسم بالعقلانية، لأن الاعتماد على رقم الربح بحد ذاته يؤدي إلى إغفال ما تحتويه بنود المستحقات من معلومات لها أثر مهم فيما سيتمخض عن عملية اتخاذ القرارات من نتائج.

ولعل من المناسب الإشارة إلى دور المعلومات التي تحتويها بنود المستحقات في التنبؤ باستمرارية الأرباح في المستقبل، إذ أن زيادة الأرباح المصحوبة بزيادة المستحقات تشير إلى أن جودة الأرباح منخفضة، وهذه الجودة المنخفضة للأرباح ترتبط أو تؤدي إلى عوائد مستقبلية ضعيفة، وعليه فإنه يمكن استخدام المستحقات كمؤشر يعكس جودة الأداء في الشركات. وكذلك تعتبر جودة الأرباح المقاسة بالمستحقات مقياساً مهماً في تقييم الوضع المالي للوحدة الاقتصادية، وهذا ما لا يؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمرين والمقرضين والمستخدمين الآخرين للقوائم المالية حيث إن جودة الأرباح تدل على قدرة الأرباح المصحح عنها في بيان أرباح الشركة الحقيقية، كما أنها تمثل منفعة الأرباح المصحح عنها في التنبؤ بالأرباح المستقبلية.

المبحث الأول: مفهوم الأرباح المحاسبية

المطلب الأول: المفهوم اللغوي للربح

إن للربح ألفاظ مترادفة هي الزيادة والفضل والكسب والنماء، يقابله باللغة الفرنسية **Bénéfice** وباللغة الإنجليزية **Profit**، وبالنظر إلى معنى الربح في المعاجم اللغوية نجد أنه فسرتة بمفهوم ضيق و-أو واسع، في حين جانب بعضها الصواب في إعطاء مفهوم لغوي سليم للربح¹.

¹ عبد الحلیم عمار غربي: قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، الإصدار الإلكتروني الأول، سوريا، آذار 2013، ص رقم 27.

1- المفهوم الضيق للأرباح

الربح والرباح وهو النماء في التجارة بمعنى الزيادة الحاصلة في التجارة خاصة حيث يسند الفعل إما إلى التاجر (ربح في تجارته) أو مجازاً إلى التجارة نفسها (ربحت تجارته).

2- المفهوم الواسع للأرباح

الربح هو المكسب بمعنى الكسب مطلقاً حيث لم يربط مصدر الربح بالأنشطة التجارية فقط، بل جعله شاملاً لجميع الأنشطة الاقتصادية الأخرى (عائد التجارة والصناعة والزراعة والخدمات....).

المطلب الثاني: المفهوم الاقتصادي للأرباح

لقد تعرض علماء الاقتصاد للربح عند حديثهم عن نظرية التوزيع ونظرية الربح¹.

1- مفهوم الأرباح في نظرية التوزيع

تشتمل نظرية توزيع الدخل على قسمين رئيسيين هما:

- التوزيع الشخصي: يختص بتوزيع ملكية عناصر الإنتاج في المجتمع.
- التوزيع الوظيفي: يختص بتوزيع الدخل الوطني بين عناصر الإنتاج بناء على الوظيفة التي يؤديها كل عنصر في العمليات الإنتاجية.

وإذا كان التحليل الاقتصادي قام بتقسيم عناصر الإنتاج إلى: الأرض ويحصل أصحابها على الربح، والعمل ويحصل العمال على الأجور، ورأس المال ويحصل أصحابه على الفائدة، وأخيراً التنظيم ويحصل المنظمون على الأرباح، فإن الربح هو نوع من الدخل يستحقه عنصر التنظيم. فالمنظم يحصل على عائد يتمثل في الربح مقابل مشاركته في العملية الإنتاجية، فلا تدخل فيه العوائد المحققة من عناصر الإنتاج الأخرى.

2- مفهوم الأرباح في نظرية الربح

الربح الاقتصادي هو زيادة في العائد ناشئة عن المخاطرة، حيث يحصل المنظم على الربح بسبب تحمله المخاطرة، ففي تحمله لمخاطر الابتكارات وظروف عدم التأكد يكمن استحقاقه للربح. ويعتبر المتبقي بعد اقتطاع - بالإضافة للاقتطاعات المحاسبية العائد الاقتصادي الخاص بخدمات عناصر الإنتاج المملوكة لصاحب الشركة التي ساهم بها في العملية الإنتاجية. ويقدر هذا العائد بتكلفة الفرصة البديلة لتلك الخدمات، أي مقدار الأجور والربح والفائدة التي كان يمكنه الحصول عليها لو أنه قام بتأجير عمله أو أرضه أو اقراض ماله إلى الغير، ولكنه استغل هذه الخدمات في الشركة الخاصة به وما يتبقى بعد ذلك هو ما يعتبر ربحاً اقتصادياً.

¹ عبد الحلیم عمار غربي: قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص رقم 32 و33.

ويُفرق التحليل الاقتصادي بين الربح العادي والربح غير العادي انطلاقاً من فرضية المنافسة الكاملة، التي تجعل الربح يميل في الأجل الطويل إلى أن يتساوى مع التكاليف. والربح العادي هو أدنى ربح ممكن يبقى المستثمر في استثماره، وما زاد عن ذلك فهو ربح غير عادي.

المطلب الثالث: المفهوم المحاسبي للأرباح وأنواعه

تعرض المحاسبون لمفهوم الربح في تحاليلهم ودراساتهم للفروض والمبادئ المحاسبية (استمرارية الوحدة المحاسبية، القياس الدوري للربح، مبدأ مقابلة الإيرادات بالمصاريف) نظراً لحاجة مستخدمي المعلومات المحاسبية إلى معرفة ربح المؤسسة على فترات دورية.

1- مفهوم الربح المحاسبي

يعرف الربح وفق المفهوم المحاسبي على أنه: الفرق بين الإيراد الكلي للسلعة والتكاليف الكلية. أي أنه المبلغ المتبقي للمؤسسة بعد دفع عوائد عناصر الإنتاج التي تشترك في العملية الإنتاجية على أساس تعاقدية كالأجور والفوائد والربح. بالإضافة إلى الالتزامات الأخرى كالضرائب وأقساط الاهتلاك.

2- أنواعه

تفرق المحاسبة بين نوعين من الأرباح:

- **الربح الإجمالي:** هو الإيراد من المبيعات مطروحاً منه تكلفة البضاعة المباعة.
- **الربح الصافي:** يعادل مجموع الإيرادات مطروحاً منه مجموع المصاريف.

3- مقارنة بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي

من الانتقادات التي يوجهها الاقتصاديون للمحاسبين اعتمادهم على مبدأ التكلفة التاريخية وإغفالهم حساب تكلفة الفرصة البديلة (أي النفقات الضمنية) عند احتساب الأرباح.

ويلتقي الربح بمفهومه الاقتصادي مع الربح بمفهومه المحاسبي في بعض الجوانب، ويختلف معه في جوانب أخرى مثلما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم 11: أوجه الاختلاف والاتفاق بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي

عنصر المقارنة	الربح في المنظور الاقتصادي	الربح في المنظور المحاسبي
أوجه الاتفاق	- يتحدد الربح عن طريق الفارق الإيجابي بين الإيرادات والنفقات. - ارتباط الإيرادات بالسلع والخدمات المنتجة. - ارتباط النفقات بتكلفة الحصول على الإيرادات. - عائد ناتج عن جميع الأنشطة الاستثمارية.	
تحقق الإيراد	- يتحقق بمجرد الإنتاج.	- يتحقق بالبيع.
عناصر النفقة	- تتكون من جميع النفقات الفعلية (الظاهرة) والمحسبة (الضمنية).	- جميع النفقات المسددة فعلا أو المستحقة، دون النفقات الضمنية.
أثر تقلبات الأسعار	- يأخذ تقلبات الأسعار في الاعتبار	- يأخذ بمبدأ التكلفة التاريخية.
الربح مكافئة عن:	- المخاطرة.	- رأس المال المملوك. - العمل. - المخاطرة.

المصدر: عبد الحليم عمار غربي: قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص رقم 35.

ويلاحظ إمكانية أن تظهر الدفاتر المحاسبية للمؤسسة أرباحا في بعض الأحيان، في الوقت التي تكون فيه الأرباح غير معتبرة من الناحية الاقتصادية.

4- الفرق بين الربح المحقق والربح المتوقع

إن الربح المحقق هو المقصود عندما يتم التمييز بين الربح وغيره من العوائد، لأن الربح المتوقع يعتمد على التقدير الذي إذا تم بدرجة من الدقة في بعض المشاريع استنادا إلى التجارب أو الخبرات السابقة، فإنه قد يفيد المستثمر من حيث تخفيض درجة المخاطرة المحتملة فقط، كما أن الربح المتوقع قد يتحقق (كلياً أو جزئياً) وقد لا يتحقق إطلاقاً وتحدث الخسارة.

المبحث الثاني: جودة الأرباح المحاسبية

صافي الدخل (أو ما يطلق عليه الأرباح) هو البند الفردي الأكثر أهمية في القوائم المالية، فهو مؤشر على القيمة المضافة للشركة، وهو الإشارة التي تساعد في توجيه تخصيص الموارد في الأسواق الرأسمالية، وفي الواقع إن القيمة النظرية

لأسهم الشركة هي القيمة الحالية لأرباحها المستقبلية، وعليه فإن لزيادة في هذه الأرباح تمثل انعكاساً لزيادة قيمة الشركة، بينما يدل التراجع في الأرباح على تراجع هذه القيمة (Lev, 1989).

ويعتبر المحللون الماليون الأرباح العنصر الأهم في المدخلات التي يعتمدونها في عملية اتخاذ القرارات (Block, 1999) ولكن الاعتماد على رقم الربح وحده دون الأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل التي قد تؤدي إلى تخفيض مستوى جودة الأرباح، كإدارة الأرباح وارتفاع نسبة المستحقات فيها، الأمر الذي قد يؤدي بدوره إلى اتخاذ قرارات لا تتسم بالعقلانية بسبب تركيزها على حجم الأرباح دون التركيز على جودتها (Chan et al, 2005) ومن هنا نلاحظ الحاجة الماسة إلى الاعتماد على مستوى جودة الأرباح في اتخاذ القرارات الرشيدة.

المطلب الأول: مفهوم جودة الأرباح

تناول الباحثون في مجال المحاسبة جودة الأرباح ومفهومها بمعان عدة تبعاً لاختلاف مستخدمي القوائم المالية وهدفهم من هذا الاستخدام، وتبعاً لاختلاف وجهة نظرهم فيما تحتويه الأرباح من خصائص تجعلها تتمتع بالجودة؛ إذ يرى الباحثون في المجالات المالية أن اشتغال الأرباح المفصح عنها على بنود غير عادية يؤدي إلى إحداث خلل في مقدار ما تحتويه تلك الأرباح من جودة حتى ولو توافق ذلك مع المبادئ المحاسبية المقبولة قبلاً عام. ويرى كل من واضعي المعايير والمشرعين والمدققين، بأن الأرباح ذات جودة عالية إذا ما تم الإفصاح عنها بما ينسجم مع المبادئ المحاسبية المقبولة قبلاً عاماً، إلا أن الدائنين يعتبرونها كذلك كلما تمتعت بقدرة أكبر على التحول إلى تدفقات نقدية. كما وينظر إلى الأرباح على أنها ذات جودة مرتفعة إذا ما عكست الأداء الحقيقي للمديرين دون تأثير يذكر للعوامل الخارجة عن سيطرتهم (Dechow, Schrand 2004).

بناءً على ما سبق فقد عرف العديد من الباحثين مفهوم جودة الأرباح وفقاً لتصوراتهم الخاصة لطبيعة الأهداف المرجو تحقيقها من استخدام القوائم المالية كأهداف المتعلقة باستخدام القوائم المالية لتقييم أداء الشركة المالي الحالي، وكذلك التنبؤ بقدرتها على الاستمرار وتحقيق أرباح مستقبلية؛ فقد أشار (Richardson, 2003) إلى أن مفهوم جودة الأرباح يمكن تحقيقه من خلال مدى قدرة الأرباح الحالية على الاستمرار في الفترات المستقبلية، فكلما تمتعت الأرباح باستمرارية أكبر فإن ذلك يشير إلى ارتفاع مستوى جودة الأرباح المستقبلية¹.

¹ إقبال عدنان الشريف، عماد محمد أبو عجيلة: العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمية المؤسسية، على الرابط <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/29.pdf>

البعض الآخر يشير إلى جودة الأرباح بخلوها من ممارسات إدارة الأرباح، فكلما انخفضت نسبة المستحقات الاختيارية في الأرباح، زادت جودتها. إن الأساليب المختلفة لقياس جودة الأرباح أدت إلى تقييم مختلف وأن الشركة الواحدة يمكن أن تعطي تقييما عالي الجودة أو متدني الجودة بالنسبة للأرباح حسب نموذج القياس المستخدم¹.

تعرف جودة الأرباح بأنها مدى ارتباط الأرباح بالتدفقات النقدية، وهي عبارة عن علاقة موجبة وكلما زاد الارتباط دل ذلك على ارتفاع جودة الأرباح، ويختلف مفهوم جودة الأرباح تبعا لاختلاف أهداف مستخدمي القوائم المالية، حيث يرى البعض أن وجود بنود غير عادية في الأرباح المفصح عنها يؤدي إلى انخفاض جودة الأرباح، ويرى آخرون بأن الأرباح ذات جودة عالية إذا ما تم قياسها والإفصاح عنها بما يتفق مع المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، كما يرى الدائنون بأن الأرباح تعتبر ذات جودة عالية إذا كان يمكن تحويلها إلى تدفقات نقدية بسرعة².

وانسجاما مع المفهوم السابق فقد أشار (Penman, 2003) إلى أن الأرباح ذات الجودة العالية تتمثل في الأرباح التي تحتوي على مؤشر جيد فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية. وفيما يتعلق جودة بتقييم الأداء الحالي للشركة فقد عرفت كل من (Dechow, Schrand 2004) الأرباح بالاعتماد على الهدف من التحليل المالي المتمثل في تقييم الأداء الحالي للشركة وإلى أي مدى يمكن الاعتماد على هذا الأداء للتنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة، ومن هنا اعتبرت الباحثتان أن الأرباح تكون ذات جودة عالية إذا عكست الأداء التشغيلي الحالي للشركة، كما أنها تمثل مؤشرا جيدا للأداء التشغيلي المستقبلي وتقدم مقياسا جيدا عن قيمة الشركة.

وانسجاما مع التصورات السابقة لمفهوم جودة الأرباح فقد بين العديد من الباحثين بأن جودة الأرباح تتمثل في القدرة التنبؤية للأرباح في المستقبل وفي قدرتها كذلك على التعبير عن الأداء الحقيقي للشركة واستمراريتها في المستقبل، وفي هذا السياق فقد بين (Bellovary et al, 2005) أن جودة الأرباح إنما هي قدرة الأرباح المفصح عنها في التعبير عن الأداء الحقيقي للشركة، والتنبؤ بالأرباح المستقبلية حيث أن جودة الأرباح تتمثل في استمرارية وعدم تذبذبها وقد اعتمدت دراسة (Afaanz Newsleter, 2005) أيضا هذا المفهوم لجودة الأرباح حيث عرفت جودة الأرباح: على أنها مدى استمرارية الأرباح وقدرتها أن مفهوم، الحالية على التنبؤ بالأرباح المستقبلية. كما بين أيضا (Demerjian et al, 2007) أن مفهوم جودة الأرباح يرتبط بمدى استمرارية تلك الأرباح، حيث أنه كلما كان

¹ علام محمد موسى حمدان: العوامل المؤثرة في جودة الأرباح: دليل من الشركات الصناعية الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرين، العدد الأول، يناير 2012.

² سامح محمد رضا رياض أحمد: أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح، وانعكاسها على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 08، العدد 04، 2012.

ارتباط المستحقات بالتدفقات النقدية أكبر دل ذلك على أن الأرباح تتمتع بجودة أعلى، حيث أن جودة الأرباح تدل على قدرة الأرباح المفصح عنها في بيان أرباح الشركة الحقيقية كما أنها تمثل منفعة الأرباح المفصح عنها في التنبؤ بالأرباح المستقبلية¹.

بالإضافة إلى ما سبق فقد أشار كل من (Schiper and Vincent, 2003) إلى أن جودة الأرباح يعبر عنها من خلال المدى الذي يقترب فيه الدخل المفصح عنه من الدخل الاقتصادي.

المطلب الثاني: القدرة التنبؤية للأرباح المحاسبية

تشكل القدرة التنبؤية أحد محددات ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لاحتياجات المستخدمين، ولهذا الأمر خصوصية في الأسواق المالية إذ تبنى القرارات الاستثمارية على توقعات المستثمرين وتصوراتهم لأداء المنشأة المستقبلية. وقد جاء في إطار إعداد البيانات المالية وعرضها أنه: "غالبا ما تستخدم المعلومات حول المركز المالي والأداء السابق كأساس للتنبؤ بالمركز المالي والأداء المستقبلي ومسائل أخرى تهم المستخدمين مباشرة، مثل أرباح الأسهم... وتغيرات أسعار الأوراق المالية" كما تؤكد الدراسات أن العديد من الأطراف - ولاسيما المحللين الماليين تعتمد في إجراءات تنبؤاتها بأداء المنشأة المالية مستقبلا، على التنبؤ بأرقام بيانات القوائم المالية مع الرجوع بشكل محدد إلى الأرباح المحاسبية. وقد ركزت العملية البحثية تركيزا كبيرا على مدى قدرة الأرباح المحاسبية الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. وجاء هذا التركيز بناء على ما حددته الهيئات المهنية من أفضلية المعلومات الناتجة عن تطبيق أساس الاستحقاق من هذه الناحية. فقد عد مجلس معايير المحاسبة الدولية في إطار إعداد البيانات المالية وعرضها أن الهدف من البيانات المالية هو: "توفير معلومات عن المركز المالي والأداء والتغيرات في المركز المالي للمنشأة تكون صالحة لقاعدة عريضة من المستخدمين في اتخاذ القرارات الاقتصادية".

إن القرارات الاقتصادية التي يتخذها مستخدمو البيانات المالية تتطلب تقييم قدرة المنشأة على توليد النقدية وما يعادها وتوقيت ودرجة تأكيد هذه التوليدات. إن البيانات المالية المعدة على أساس الاستحقاق تبلغ المستخدمين ليس فقط عن العمليات المالية السابقة المنطوية على دفع النقدية واستلامها بل وتبلغهم كذلك عن التزامات دفع النقدية في المستقبل. وأكد مجلس معايير المحاسبة الدولية من بيانات مفاهيم المحاسبة المالية أفضلية المعلومات التي

¹ علام محمد موسى حمدان، عماد محمد أبو عجيلة: جودة التدقيق في الأردن وأثرها في إدارة وجودة الأرباح، المجلة العربية للمحاسبة، أكتوبر 2012.

تقدمها محاسبة الاستحقاق من خلال الأرباح المحاسبية وعناصرها على المعلومات التي تقدمها التدفقات النقدية الحالية، وذلك من حيث القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية¹.

واستناداً إلى ذلك ناقش الباحثون في المحاسبة مدى ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، مع التركيز على التدفقات النقدية التشغيلية (Subramanyam and Venkatachalam, 2007)، كما يشير (Malacrida et al , 2010) إلى نشأت عملية بحثية على المستوى الدولي تركز على دراسة قدرة المعلومات المحاسبية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وتحليلها، وإحدى القضايا المهمة لهذا الأمر هي دور عملية تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة في تسعير الأوراق المالية. إذ أن قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية تتأثر بقيمة أوراقها المالية. وعد الباحثون ملاءمة الأرباح بأنها قدرة الأرباح المحاسبية في السنة الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية للسنة التالية (Kim and Kross, 2005) إذ أن القدرة النسبية لكل من الأرباح المحاسبية المعدة وفق أساس الاستحقاق والتدفقات النقدية في التنبؤ بقدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية، تعد قضية أساسية في المحاسبة (Venkatachalam and Subramanyam, 2007).

المطلب الثالث: أهمية ومقاييس جودة الأرباح المحاسبية

1- أهمية جودة الأرباح

تقيس أدبيات المحاسبة جودة الأرباح باستخدام عدد من المؤشرات، ومن تلك المؤشرات ديمومة أو تكرار الأرباح الحالية في المستقبل. فجودة الأرباح تزيد كلما كانت الأرباح الحالية لها صفة ديمومة أي تكرر مستقبلاً، مما يعني أن الأرباح الحالية هي مؤشر جيد للأرباح المستقبلية وتعد المعلومات المحاسبية ملائمة وبالتالي ذات جودة عالية كلما كانت تساعد على التنبؤ المستقبلي².

تستمد أهمية جودة الأرباح من أهمية الأرباح نفسها، إذ أن أرباح الشركة، بغض النظر عن جودتها - كونها خضعت لممارسات إدارة الأرباح أم لا - تعتبر من المدخلات الهامة في عملية اتخاذ القرارات المالية والاستثمارية وغيرها من القرارات الأخرى، وكذلك فإن الأرباح يتم استخدامها في العديد من الدراسات التنبؤية والتقييمية لأداء الشركة الحالي

¹ علي يوسف: أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني، 2012.

² يحيى بن علي الجبر: العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية والمراجع الخارجي "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد رقم 11، العدد الثاني، 2012.

والمستقبلي. وفي هذا المجال فقد أشار (Dechow, 1994) إلى أن أرباح الشركات تتمتع بأهمية كبيرة حيث تعود تلك الأهمية إلى استخدام الأرباح في تقييم الأداء من قبل عدد كبير من المستخدمين.

وبما أن جودة الأرباح تعود إلى قدرة الأرباح المفصح عنها في التعبير عن الأرباح الحقيقية للشركة ومنفعتها في التنبؤ بالأرباح المستقبلية، فإن جودة الأرباح تمثل جانبا هاما في تقييم الوضع المالي للشركات من قبل العديد من الأطراف مثل المستثمرين المحتملين والدائنين ومستخدمي القوائم المالية بشكل عام (Chan et al, 2006) وكذلك فإن جودة الأرباح في الشركة قد يتم استخدامها كمؤشر على توزيعات الأرباح وخصوصا كون الأخيرة من الأمور الهامة التي تؤخذ في الحسبان عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وفي هذا الصدد فقد تطرق الباحثون في مجال جودة الأرباح إلى وجود عدة مقاييس يتم استخدامها لتحديد مستوى جودة الأرباح، وذلك يعود إلى اختلاف مستخدمي القوائم المالية وبالتالي اختلاف أهدافهم من استخدام تلك القوائم مما يؤدي إلى اختلاف وجهات نظرهم فيما يتعلق بمفهوم جودة الأرباح، وهذا يفضي إلى اختلاف المقاييس المستخدمة للوقوف على مستوى جودة الأرباح أو تحديده. وقد بينت دراسة (Dechow & Schrand, 2004) أن واضعي المعايير المحاسبية والمستثمرين والدائنين يختلفون في وجهة نظرهم حول مفهوم جودة الأرباح. وبما أن هذه الجهات تنظر إلى جودة الأرباح من زوايا مختلفة تبعا لأهدافها من استخدام القوائم المالية، فلا بد من أن يؤدي هذا الاختلاف إلى استخدام مقاييس مختلفة لتحديد جودة الأرباح¹.

2- مقاييس جودة الأرباح المحاسبية

يعتبر مفهوم جودة الأرباح متعدد الأبعاد والصعوبة الرئيسية لتحديد هذا المفهوم هو وجود عدد كبير من المقاييس التي استخدمت في الدراسات لتقييم جودة الأرباح، واختيار المقياس المناسب يعتمد بالطبع على السؤال البحثي المراد الإجابة عليه وعلى توافر المعلومات وعلى المتغيرات التي يمكن تقديرها في النموذج المستخدم.

وقد ناقش كل من (Schipper and Vincent, 2003) عدة مقاييس استخدمت في الدراسات السابقة لتقييم جودة الأرباح والتي تم تصنيفها وفق أربع فئات:

- **الفئة الأولى:** مستمدة من السلسلة الزمنية لخصائص الدخل والمرتبطة بجودة الأرباح والتي تشمل خاصية الاستمرارية والتذبذب والقدرة على الاستمرارية.

¹ إقبال عدنان الشريف، عماد محمد أبو عجيبة: العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمة المؤسسية، مرجع سبق ذكره.

- **الفئة الثانية:** مستمدة من خلال العلاقة بين التدفق النقدي والاستحقاقات والدخل.
- **الفئة الثالثة:** تتعلق بالخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية والمستمدة من الإطار النظري وأهداف المحاسبة المالية من مجلس معايير المحاسبة المالية.
- **الفئة الرابعة:** تعتبر أن جودة الأرباح مستمدة من كيفية تنفيذ القرارات، أي تلك التركيبات التي تركز على الحوافز والخبرات الخاصة لمعدي ومراجعي الحسابات.

هذه الفئات الأربع بالطبع ليست شاملة، لأنها على سبيل المثال لم تأخذ في الاعتبار التقييم من منظور (Penmen, 2003). إضافة إلى ذلك هذه الفئات قد تكون متداخلة على سبيل المثال جودة الأرباح المشتقة من تنفيذ القرارات قد تقاس في بعض الأحيان في إطار العلاقة بين الدخل النقدي والاستحقاق. ووفقاً لما ذكره (Schipper and Vincent, 2003) ليس أياً من هذه المفاهيم يتطلع إلى أن يكون فعلاً مقياساً مناسباً وحيداً لجودة الأرباح.

أيضاً ناقش (Francis, 2004) وآخرون عدة مقاييس لتقييم جودة الأرباح والتي كانت تستخدم على نطاق واسع في مجال البحوث المحاسبية حيث أشاروا إليها أنها سمات الأرباح. وقد قسموا سمات هذه الأرباح إلى سمات محاسبية وسمات سوقية وذلك اعتماداً على الافتراضات الأساسية حول وظيفة الأرباح وقد لاحظوا أن هذه الافتراضات سوف تؤثر بدورها على الطريقة التي يتم فيها قياس هذه السمات إلى سمات محاسبية وسوقية تبدو مهمة من خلال تسليط الضوء على الوظائف المختلفة التي قد تقدمها الأرباح. وبالتالي هذه الوظائف سوف تؤثر بدورها في الطريقة التي يتم فيها قياس هذه السمات وكما لاحظ الباحثون أن الاختلاف في الطريقة مبني على افتراضات ضمنية أو صريحة حول دالة الأرباح المستخدمة. وعلى وجه التحديد، سمات جودة الأرباح المحاسبية تفترض أن وظيفة الأرباح هي تخصيص أو توزيع التدفقات النقدية على فترات محاسبية عن طريق استعمال مبدأ الاستحقاق. في حين أن السمات السوقية تفترض أن وظيفة الأرباح هي أن تعكس هذه الأرباح الربح الاقتصادي والذي يكون منعكساً في عوائد الأسهم. بمعنى آخر ينظر للأرباح من خلال المنظور المحاسبي على أنها توزيع للتدفقات النقدية المستحقة، أما من خلال المنظور السوقي فينظر للأرباح على أنها انعكاس للربح الاقتصادي والمتمثل في عوائد الأسهم¹.

¹ أحمد بن محمد السلطان: تطور جودة المعلومات المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة السعودية بين الفترة 2001-2008"، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد رقم 11، العدد الثاني، 2012.

وبصفة عامة تتألف سمات الأرباح المحاسبية من: جودة الاستحقاقات والاستمرارية، والقدرة على التنبؤ والتذبذب وتمهيد الدخل. هذه السمات تستند إلى التدفقات النقدية أو الأرباح نفسها كإطار مرجعي لتقييم جودة الأرباح. أي أن هذه السمات قد تأخذ أرباحاً أو نقدية كمرجع بناء لها، ويتم تقديرها باستخدام بيانات محاسبية وليس بيانات سوقية. أما بالنسبة للسمات السوقية فهي تتألف من مدى ملائمة القيمة والوقتية والحیطة والحذر. هذه السمات تأخذ الأسعار أو العوائد كمرجع بناء لها ويتم تقديرها باستخدام كل من المعلومات المحاسبية والعوائد على حد سواء، وتفترض وجود علاقة بين الدخل وأسعار أو عائدات الأسهم، وبالتالي يمكن تقييم جودة الأرباح من خلال مدى هذه العلاقة.

ويمكن أيضاً باختصار هذه المقاييس¹:

- استمرارية الأرباح

لقد استخدم العديد من الباحثين استمرارية الأرباح كمقياس لجودة الأرباح وتشير الاستمرارية إلى مدى ارتباط الأرباح الحالية بالأرباح المستقبلية.

- خلو الأرباح من ممارسات إدارة الأرباح

ومن المقاييس التي تم استخدامها كذلك لقياس جودة الأرباح، خلو الأرباح من ممارسات إدارة الأرباح - من قبل إدارة الشركة - لتحديد جودة الأرباح حيث اعتمدت هذه الدراسات على نسبة المستحقات الاختيارية المستخرجة من المستحقات الكلية للتوصل إلى وجود أو عدم وجود إدارة أرباح، ومن ثم فإذا كانت الأرباح خالية من وجود ما يدل على أنه تم إدارتها فإن ذلك يشير إلى مستوى جيد لجودة الأرباح.

- مقاييس أخرى لجودة الأرباح

بالإضافة إلى ما سبق فقد تطرق العديد من الباحثين إلى بعض المقاييس الأخرى التي يمكن استخدامها لقياس جودة الأرباح حيث قام (Bellovary et al, 2005) بتطوير نموذجاً يعتمد على إعطاء درجات لعشرين خاصية من خصائص الأرباح لتحديد مستوى جودة الأرباح، وكلما كانت الدرجات التي تحزها الشركة أكبر كلما دل ذلك

¹ إقبال عدنان الشريف، عماد محمد أبو عجيلة: العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمية المؤسسية، مرجع سبق ذكره.

على مستوى أفضل لجودة الأرباح. كما اعتمد (Risberg, 2006) أيضا على أن توقيت الاعتراف بالإيرادات والخسائر يعتبر مقياسا للتحديد لجودة الأرباح.

المبحث الثالث: ربحية السهم الواحد (Earning Per Share (EPS)

المطلب الأول: مفهوم ربحية السهم وأهميتها

تعتبر ربحية السهم عن مؤشر مالي يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للشركات ويجب الإفصاح عنها وأن تكون متاحة لجميع المستثمرين لأنه من المفترض أن يكون لها دور هام في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد قام مجلس معايير المحاسبة الدولية بإصدار معيار المحاسبة الدولي رقم 33 لربحية السهم.

كما تعتبر ربحية السهم الواحد من أكثر المقاييس استخداما لقياس عائد حامل السهم. وتمثل الأرباح المستحقة الدفع من قبل الشركة لحملة أسهمها أصحاب الحق في التصويت أي حملة الأسهم العادية. وذلك عند احتساب هذا المؤشر يتم أولا خصم أية أرباح أسهم يتم دفعها لحملة الأسهم الممتازة من أرباح الشركة.

تمثل ربحية السهم (Earnings per Share, EPS) نصيب السهم العادي الواحد من صافي الدخل الذي يؤول إلى حملة الأسهم العادية إذ تشير إلى مقدار صافي الدخل المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية المصدرة للشركة بمعنى آخر أنها تؤشر مقدار الربح بعد الفائدة والضريبة، ومقسوم الأرباح للأسهم الممتازة المتحقق لكل سهم عادي يحمله المساهم من أسهم الشركة¹.

وتحظى ربحية السهم باهتمام واسع، إذ عادة ما تستخدم في نشرات الاكتتاب والتقارير السنوية المصدرة للمساهمين، كما أنها محل تركيز الصحافة والمحللون الماليون وبسبب المخاطر المتأصلة في تركيز الاهتمام على ربحية السهم فقط فقد خلصت المهنة المحاسبية إلى ضرورة الإفصاح عنها ضمن قائمة الدخل إذ أكدت معظم المعايير المحاسبية الصادرة عن الجمعيات المهنية العالمية على ضرورة الإفصاح عنها في صلب القوائم المالية المنشورة. وغالبا ما تصدر البورصات العالمية هذه النسبة فضلا عن نسب السوق الأخرى في صورة مقارنة، وذلك في نشرات دورية تصدر عنها، كما توجد أيضا مؤسسات متخصصة في اشتقاق هذه النسبة أو المؤشر مثل مؤشر داوجونز، ومؤشر ناسداك، ومؤشر الفايينشال تايمز، ومؤشر نيكاي وغيرها. وبسبب أهمية معلومات ربحية السهم، فإن أغلب الشركات تلتزم بالإفصاح

¹ حسنين فيصل حسن شومان، كوثر حميد هاني الموسوي: أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة "دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد الثاني، 2012.

عنها في صلب قائمة الدخل، ولا يستثنى من ذلك شركات إلا شركات الاكتتاب المغلق نتيجة لاعتبارات التكلفة/المنفعة، إذ لا تلتزم هذه الشركات بالإفصاح عنه.

وتتجلى أهمية ربحية السهم أيضا كونها دليل لمقسوم الأرباح النقدية المتوقع إذ يهتم المستثمرين بالربحية المتوقعة للشركة، وبالأخص ربحية السهم العادي الواحد على اعتبار أن تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية تنعكس بشكل زيادة على ما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات نقدية هذا بالإضافة إلى أنها تدخل في حساب أحد النسب المالية المستخدمة بشكل واسع في تقييم السهم، وهي نسبة السعر إلى الربح والتي من خلال ربطها بأرباح الشركة المتوقعة، يتمكن المحللون الماليون من معرفة ما إذا كانت أسهم الشركة مقيمة بأكثر أو أقل من قيمتها الحالية. إذ تعد ربحية السهم من أهم المتغيرات التي تحكم نماذج تقويم الأسهم العادية، كما تستند معظم الطرق المستخدمة في تقييم السهم العادي على الربح المتوقع في المستقبل للسهم، وبذلك فإنها من المتغيرات المهمة في حساب القيمة الحقيقية (الحالية) للسهم العادي فضلا عن أنها تستخدم في حساب نسبة عائد الأرباح وهي المقياس الأكثر قبولاً لمقارنة الأداء قياساً بنسبة عائد المقسوم لأنها غير متأثرة بسياسة التوزيع للإدارة، كما يستخدمها المساهمون لتقدير النمو المستقبلي الذي سوف ينعكس في سعر السهم المستقبلي فهي مقياس للنمو خلال الفترة، إذ يرتبط النمو فيها ارتباطاً جوهرياً بأسعار الأسهم في السوق المالية، إذ أن التغيرات في هذه الأسعار تكون حساسة للتغيرات في أرقام ربحية السهم العادي الواحد.

وتسعى الشركات جاهدة لتعظيم ربحية السهم لتتمكن من زيادة المقسوم النقدي المتوقع علاوة على دورها المهم في تحديد سعر السهم باعتبارها تعكس ما يصيب السهم الواحد من الأرباح التي تدعم سعره في السوق. فالمستثمرين في السهم العادي يسعون إلى كسب عائد على استثماراتهم عن طريق مقسوم الأرباح المدفوع أو الزيادة في سعر السهم في السوق، وكلاهما دفع مقسوم الأرباح النقدي وارتفاع سعر السهم يرتبط بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح وبهذا فإن ربحية السهم تعد محددًا لأسعار الأسهم، إذ أن تحركات هذه الأسعار تكون متوافقة مع التغيرات في الأرباح، ولذلك فالمهتمون بالاستثمار في الأسهم العادية لشركة ما، عليهم أن يقدروا ربحية السهم المتوقعة الخاصة بالشركة، وبصورة عامة كلما كانت ربحية السهم أعلى كلما كانت الأسهم العادية أكثر جذبا كفرص استثمارية، ومن ثم فهي تم المستثمر المالي الحالي والمستثمر المرتقب لكونها تحدد امكانية الاستثمار في الشركة، ومن ثم فهي تضع

المستثمر المالي في موقع اتخاذ القرار في الاستثمار في السهم، والمستثمر المرتقب في المستقبل من الاستثمار أو عدم الاستثمار في أسهم الشركة¹.

إن ربحية السهم تعد من أهم النسب المالية التي يستخدمها محللوا الاستثمار وهناك العديد من المستثمرين ومنهم المتبرسين يولون أهمية كبيرة لرقم ربحية السهم، مع أنها من أكثر النسب مخادعة، لذا ينبغي توخي الحذر ولا يجب التركيز عليها بأكثر مما تستحق. فبالرغم من أن ربحية السهم لها تأثيراً جوهرياً على سعر السهم السوقي إلا أن هنالك عدد من المحددات لاستخدامها مقياساً للأداء هي أنها تستند على الأرباح التاريخية، فالإدارة ربما تتخذ قرارات بزيادة نمو الأرباح الحالية على حساب نفقة النمو المستقبلي على سبيل المثال تقليل المبالغ المصروفة على الاستثمارات الرأسمالية والبحث والتطوير فالنمو فيها لا يمكن الاعتماد عليه للتنبؤ بالنمو المستقبلي، كما أنها لا تأخذ التضخم بنظر الاعتبار، فالنمو الحقيقي ربما يكون مختلفاً عن النمو الظاهر، فضلاً عن أن الأرباح تتأثر باختيار الإدارة للسياسات المحاسبية على سبيل المثال الاختيار لطريقة الاندثار، علاوة على أن ربحية السهم تتأثر بهيكل رأس المال على سبيل المثال التغيرات في عدد الأسهم عن طريق القيام بإصدارات التعويض.

فالاختلاف في الطرائق المحاسبية المستخدمة في حساب الاندثار، فضلاً عن التفاوت في نسبة الضرائب والفوائد التي تتحملها الشركات، وكذلك الاختلاف في هيكل رأس المال بين الشركات يجعل ربحية السهم تعني أشياء مختلفة لمختلف الشركات، كما يجعل أي مقارنة بين الشركات بدون معنى ولغرض زيادة قابلية المقارنة بين الشركات على أساس ربحية السهم، فالأرباح لكل سهم يجب أن تحسب على أساس مماثل بالنسبة لكل شركة تتم مقارنتها على هذا الأساس.

وزيادة على ما تقدم فإن ربحية السهم تنتقد بأنها تتجاهل التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين، بمعنى أن ربحية السهم لا تمثل التدفق النقدي المتاح فعلاً للمساهمين يستلمون التدفقات النقدية إما في صورة مقسوم أرباح يدفع لهم بشكل دوري أو على شكل مكاسب رأسمالية من بيع الأسهم بسعر أعلى من سعر الشراء، وربحية السهم المرتفعة لا تعني بالضرورة أن مجلس إدارة الشركة سوف يصوت لزيادة مقسوم الأرباح فضلاً عن أن ربحية السهم المرتفعة لا تترجم أسعار أعلى للأسهم. فالشركات تعاني أحياناً من زيادة الأرباح بدون أي تغيير مفضل بصورة مماثلة في سعر السهم.

¹ حسنين فيصل حسن شومان، كوثر حميد هاني الموسوي: أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة "دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره.

المطلب الثاني: كيفية حساب ربحية السهم

1- هيكل رأس مال بسيط

يمكن أن يكون حساب ربحية السهم الواحد عملية معقدة، ويتوقف ذلك على ما إذا كان لدى الشركة أوراق مالية أخرى (أسهم وسندات) متداولة وقابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وفي أبسط الحالات وهي التي يكون للشركة فقط أسهم عادية فإن حساب ربحية السهم الواحد يكون كالآتي¹:

ربحية السهم الواحد = صافي الربح بعد الضرائب/المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.

أما في حالة وجود أسهم ممتازة فإن:

ربحية السهم الواحد = صافي الربح بعد الضرائب - توزيعات الأسهم الممتازة/ المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.

ويتأثر المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام بالعديد من العوامل مثل:

- تجزئة الأسهم.
- توزيع أسهم مجانية.
- إصدار أسهم جديدة.
- إصدار أسهم مقابل الاندماج.
- الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- عقود الاختيار والضمانات.
- أسهم الخزنة.

ويجب أن يراعى عند حساب المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام ما يلي:

- أن المتوسط المرجح الصحيح هو إجمالي الأسهم المتداولة كل يوم مقسوم على عدد أيام الفترة.
- تعامل الأسهم المجانية وتجزئة الأسهم والتي تصدر في أي وقت خلال السنة معاملة الأسهم الأصلية الموجودة في بداية العام.
- تعامل الأسهم التي يتم إصدارها خلال العام مقابل الاندماج بين منشأتين وعلى أساس القيم الدفترية للمنشأتين وهو ما يطلق عليه طريقة اندماج المصالح Pooling of Interest على أنها صدرت في أول

¹ طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 242.

- العام وليس من تاريخ الإصدار ويرجع السبب في ذلك إلى أن كل من المنشأتين كانت قائمة منذ بداية العام وتزاول نشاطها ولا يخرج الأمر عن تجميع أرباحها وعناصر قوائمها المالية.
- تحسب الإصدارات الجديدة لزيادة رأس المال من تاريخ الإصدار وحتى نهاية الفترة، كما يحسب من تاريخ الإصدار أيضا ممارسة حق اختيار الأسهم Stock option exercised.
- تحسب الفترة الفعلية لأسهم الخزنة من تاريخ الشراء أو البيع مع ملاحظة أن شراء أسهم الخزنة يظهر بالسالب لأنه يمثل نقص في عدد الأسهم المتداولة.

2- هيكل رأس مال معقد Complex capital structure

تتصف الشركات من هذا النوع (هيكل رأس مال معقد) بأن لديها أوراق مالية متداولة ذات خصائص تخفض من ربحية السهم الواحد مثل الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، الخيارات options والضمانات warrants واتفاقيات إصدار الأسهم الأخرى.

والمقصود بالخصائص التي تخفض من ربحية السهم الواحد (أو زيادة الخسارة الصافية للسهم) هو ما ينتج عن الاعتقاد بأن الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم قد تحولت إلى أسهم عادية وأن الخيارات والضمانات فقد مورست بالفعل أو أن الأسهم قد تم إصدارها بما يتوافق مع عقود معينة. ويجب أن تقدم الشركات التي لديها هيكل رأس مال معقد بيان مزدوج بربحية السهم الواحد EPS وذلك إذا كان التأثير المتراكم ذو الخصائص المخفضة للأوراق المالية القابلة للتحويل والأخرى ويتم إظهار ذلك في قائمة الدخل مع توضيح:

- ربحية السهم الواحد الأولية Primary earning per share.
- ربحية السهم الواحد المخفضة كليا Fully diluted EPS.

المطلب الثالث: أنواع ربحية السهم

1- ربحية السهم الواحد الأولية Primary earnings per share

يتم حساب ربحية السهم الواحد الأولية (مستوى التخفيف الأولي) عن طريق قسمة الأرباح القابلة للتوزيع لأصحاب الأسهم العادية على المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة زائد ما يعادل الأسهم العادية.

ربحية السهم الواحد الأولية = الأرباح القابلة للتوزيع على الأسهم العادية/المتوسط المرجح للأسهم العادية+ المعادل للأسهم العادية.

1.1- تعريف المعادل للأسهم العادية (CSE) Common stock equivalents

يقصد بالمعادل للأسهم العادية تلك الأوراق المالية التي لا تكون من حيث الشكل أسهم عادية، ولكنها تتضمن وفقا لشروط وظروف إصدارها إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية. وهذه بعض الأمثلة على ذلك:

- الديون القابلة للتحويل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- اختيارات وضمائم الأسهم (تشمل عقود شراء الأسهم) **Stock-options and warrants**.
- الأوراق المالية المشاركة **Participating Securities**.
- الأسهم المحتمل إصدارها **Contingent shares**.
- الأوراق المالية للفروع.

2.1- حساب ربحية السهم الواحد الأولية

إن حساب ربحية السهم تعتبر غاية في الأهمية بالنسبة للمتعاملين في الأسواق المالية وأيضا يدخل في ذلك نسبة السعر إلى ربحية السهم من أجل معرفة وضعية المحفظة المالية. فهي مهمة جدا من أجل حساب القيمة السوقية للأسهم العادية¹.

إن حساب ربحية السهم الواحد الأولية يتطلب إدخال تعديلات على كل من البسط والمقام للمعادلة المستخدمة في حسابه. ويرتكز هذا الحساب على الارتكاز القائل بأن الأوراق المالية القابلة للتحويل تكون معادلة للأسهم العادية عند تحويلها في بداية الفترة. كذلك يتطلب الأمر تعديل صافي الربح القابل للتوزيع. ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

المقام	البسط
متوسط الأسهم المتداولة يضاف: عدد الأسهم العادية الناتجة من تحويل الأسهم الممتازة والسندات القابلة للتحويل والتي تعتبر معادلة للأسهم العادية، ويتم تحويلها وضبطها وفقا لفترة التداول الزمني.	صافي الدخل عن الفترة ناقصا: أرباح الأسهم الممتازة التي لا تعتبر معادلة للأسهم العادية. يضاف: أثر ضريبة الدخل الناتج عن تسوية فوائد السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والمعادلة للأسهم العادية.

¹ Joshua Livnat and Dan Segal: **The calculation of Earnings per share and market value of Equity "should common stock equivalents be Included"**? Leonard N. Stern School of Business; New York University, January 24, 2000.

2- ربحية السهم الواحد المخفضة كلياً FD-EPS

تم تصميم ربحية السهم الواحد المخفضة كلياً لتوضيح أقصى انخفاض لربحية السهم الواحد الجارية على أسس مستقبلية، إن EPS المخفضة كلياً هي مقدار الـ EPS الجارية التي تعكس أقصى انخفاض من الممكن أن يحدث نتيجة لتحويل كل الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية سواء كانت معادلة للأسهم العادية CSE كما سبق أم لا، طالما أنها تؤدي إلى أثر يخفض من ربحية السهم الواحد ويتم حساب ربحية السهم الواحد المخفضة كلياً بالمعادلة التالية:

الأرباح القابلة للتوزيع على حملة الأسهم العادية/المتوسط المرجح للأسهم العادية + الأوراق المالية المعادلة للأسهم العادية
+ الأوراق المالية الأخرى ذات الأثر التخفيضي المحتمل.

مثال

نفترض أن الربح الصافي لشركة A لسنة 2000 هو 1.991م دولار والعدد المتوسط المرجح للأسهم العادية هو 464.2 مليون سهم¹.

ربحية السهم الأساسية = 1.991 م دولار / 464.2 م = 4.29 دولار للسهم.

كما أن الشركة لديها أسهم مؤقتة وهي كالتالي:

خيارات أسهم = 8.8 م

أسهم ممتازة = 6.6

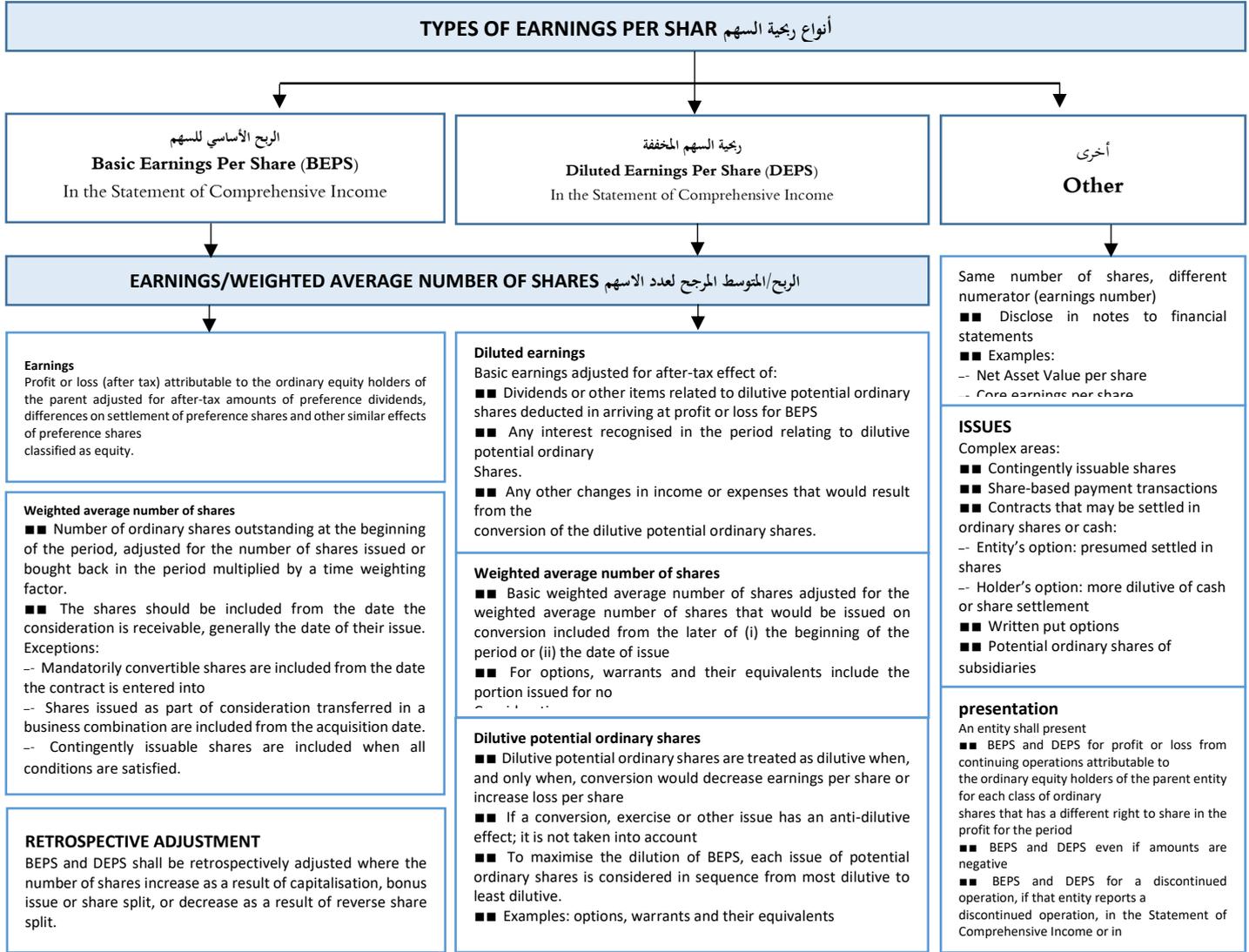
أخرى = 0.1

إذن الأسهم المحتملة = 15 م.

ربحية السهم المخفضة = 1.991 م دولار / 479.2 م = 4.15 دولار للسهم.

¹ Pamela P. Peterson, Frank Fabozzi: **Analysis of Financial Statements**, New Hope Pennsylvania, 1999, p 149.

شكل رقم 31: أنواع ربحية السهم



المصدر: من إعداد الباحث

1.2 - مضاعف السعر للأرباح P/E Price-Earnings ratio

تعتبر نسبة سعر السهم السوقي إلى ربحية السهم من أكثر المؤشرات استخداماً لقياس الإمكانات الاستثمارية لشركة ما. ويمكن التعبير عنه بالصيغة التالية:

نسبة السعر للأرباح = السعر السوقي للسهم العادي/ربحية السهم الواحد.

ويعتبر مضاعف سعر السهم عن عدد المرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم السنوية وفقاً لآخر ميزانية معتمدة، فعلى سبيل المثال مضاعف سعر السهم 10 مرات معناه أن

استرداد القيمة السوقية للسهم يحتاج إلى 10 مرات أو سنوات تحقق خلالها الشركة ربحية للسهم مماثلة لآخر ربحية معتمدة للسهم. وهناك بعض المقارنات يجريها المحلل المالي لمعرفة مدى مناسبة مضاعف السعر/الربحية لشركة ما وهي كالتالي:

- مقارنة مضاعف السعر/الربحية بمتوسط المضاعف في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.
- مقارنة مضاعف السعر/الربحية بمتوسط المضاعف في السوق.
- مقارنة مضاعف السعر/الربحية بما هو متوقع في ضوء احتمالات النمو المستقبلي للشركة وظروفها الحالية والمستقبلية.
- مقارنة مضاعف السعر/الربحية بمتوسط المضاعف في الفترات السابقة.
- مقارنة مضاعف السعر/الربحية في ضوء معدل العائد المتوقع.
- مقارنة مضاعف السعر/الربحية في ضوء ظروف السوق.

2.2- نسبة تغطية أرباح الأسهم Equity Dividend Cover

تبين هذه النسبة عدد مرات أرباح الأسهم المغطاة بمجموع الربح، الربح الصافي بعد الضرائب ناقص الأرباح الممتازة وتأخذ الشكل التالي¹:

$$\text{Equity Dividend Cover} = \frac{\text{Net profit (after tax)} - \text{preference dividend}}{\text{dividend paid on equity capital}}$$

$$= \frac{\text{Earning per equity share}}{\text{dividend per equity share}}$$

3.2- عائد الكوبون Dividend Yield

يهتم بعض المستثمرين بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها شركة ما على حملة أسهمها، وبالنسبة لهؤلاء المستثمرين فإن الأرباح الموزعة نقدا على الأسهم تعتبر مؤشرا هاما، ويحسب هذا المؤشر بقسمة الأرباح الموزعة نقدا لكل سهم عادي على السعر السوقي للسهم العادي الواحد كما يلي:

$$\text{الأرباح الموزعة للسهم} = \frac{\text{الأرباح الموزعة نقدا لكل سهم عادي}}{\text{سعر السهم العادي الواحد في السوق}}$$

¹ M.E Thukaram Rao: **Management Accounting**, New Age International (p) LTD, Publishers, 2006, p 103.

ويخبر هذا المؤشر المستثمرين بمعدل توزيعات الأرباح النقدية على السهم العادي بناء على سعر بيعه الجاري.

4.2- نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة Dividend Payout ratio

يوضح هذا المؤشر العلاقة بين الأرباح الموزعة فعلا على حملة الأسهم العادية والأرباح المتاحة للتوزيع (أي التي تشمل الأرباح الموزعة فعلا + الأرباح المحتجزة). وتقاس كما يلي¹:

نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة = أرباح الأسهم المدفوعة لحملة الأسهم العادية/صافي الربح بعد الضرائب-أرباح الأسهم الممتازة (إن وجدت).

ويقاس هذا المؤشر النسبة المئوية في أرباح الشركة والتي وزعت فعلا على حملة الأسهم العادية في شكل توزيعات نقدية، ويعكس هذا المؤشر سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، وزيادة هذه النسبة تؤدي إلى ارتفاع نصيب السهم الواحد من التوزيعات وهو ما ينعكس عادة على زيادة أسعار الأسهم في السوق.

من مقاييس أداء الكيان الرئيسية رقم عائد سهمه **EPS** وهو عنصر هام في نسبة السعر العوائد وغالبا ما يستعمل في أغراض تقييم منشآت الاعمال ومع ذلك فعوائد السهم تكون جيدة فقط بقدر ما يكون أساس احتسابها جيدا وإذا لم تكن هناك قواعد إرشادية تبين كيف ينبغي احتساب مثل هذا المقياس. فسوف تكون لدى الكيانات القدرة على اشتقاق مقياس يعرض مركزا مواتيا حتى عندما لا يكون ذلك هو الواقع².

بعبارة بسيطة، يتم احتساب عوائد السهم على أنها الأرباح المثبتة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أن الكيانات تنتهج سياسات محاسبية مختلفة قد تؤثر على أرباحها المثبتة في التقارير المالية. إلا أنه مطلوب منها احتساب عدد الأسهم بطريقة متسقة وثابتة. ويقلل مثل هذه القواعد الإرشادية على الحد الأدنى قدرة الكيان على إثبات رقم عوائد السهم ثم ضبطه وتعديله ليتلاءم مع ظروف معينة. ويحسن اتساق وثبات الاحتساب التقارير المالية للكيان وقدرة المستخدمين على عقد مقارنات مفيدة بين الكيانات المختلفة.

¹ طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 256.

² طارق عبد العال حماد: دليل استخدام معايير المحاسبة، الجزء الثاني، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009 ص 353.

المبحث الرابع: المعيار المحاسبي الدولي IAS 33

المطلب الأول: أهداف ونطاق IAS 33

1- الهدف من المعيار

إن الهدف من IAS 33 هو وضع مبادئ لاحتساب وعرض عوائد السهم لتحسين مقارنات الأداء بين الكيانات المختلفة في الفترة المحاسبية الواحدة وبين الفترات المحاسبية المختلفة للكيان الواحد. حيث أن عوائد السهم مقياس لأداء يقوم على الأرباح المثبتة لدى الكيان. ويسري IAS 33 على الكيانات التي يتم تداول أسهمها العادية في أسواق عامة أو على وشك الصدور في أسواق عامة. وعندما يعرض الكيان الأوراق المالية للمجموعة والقوائم المالية للكيان الفردي معاً. كون إفصاحات عائد السهم مطلوبة فقط في القوائم المالية المجمعة. ومع ذلك مسموح للكيان بالإفصاح عن المعلومات المتصلة بعوائد السهم في القوائم المالية للكيان الفردي.

2- نطاق المعيار

المنشآت التي يتم تداول أسهمها:

- يجب تطبيق هذا المعيار بواسطة المنشآت التي تتداول أسهمها العادية أو أسهمها العادية المحتملة وكذلك بواسطة المنشآت التي هي في طور إصدار أسهم عادية أو أسهم عادية محتملة في أسواق الأوراق المالية.
- عند عرض كل من البيانات المالية الخاصة بالشركة القابضة والبيانات المالية (الموحدة) فإن المعلومات المطلوبة بموجب هذا المعيار تحتاج إلى عرض فقط على أساس المعلومات المجمعة.
- يهتم ويحتاج عادة مستخدمي البيانات المالية للشركة القابضة إلى إعلامهم بنتائج عمليات المجموعة ككل.

المنشآت التي لا يتداول أسهمها:

- يجب على المنشأة التي ليس لديها أسهم عادية أو أسهم عادية محتملة يتم تداولها ولكن تفصح عن ربحية السهم أن تحسب وتفصح عن ربحية السهم حسب هذا المعيار¹.
- لا يشترط على المنشأة التي ليس لها أسهم عادية أو أسهم عادية محتملة متداولة أن تفصح عن ربحية السهم ولكن إذا اختارت المنشأة الإفصاح عن ربحية السهم واحتسبته حسب قواعد هذا المعيار فإنه يمكن تحقيق المقارنة بين التقارير المالية.

¹ المعيار المحاسبي الدولي رقم 33 على الرابط <http://www.kantakji.com/media/174608/file1952.pdf>

المطلب الثاني: عوائد السهم الأساسية

مطلوب من الكيان احتساب وعرض مبلغ عوائد السهم الأساسي على الربح أو الخسارة عن الفترة القابلة للإرجاع إلى حاملي الأسهم العادية للكيان الأم. وإذا كان قد أثبت العمليات المستمرة بشكل منفصل فإنه يكون مطلوباً من أيضاً إثبات رقم عوائد السهم الأساسي بناء على الربح أو الخسارة المستمرة عن الفترة (IAS 33-9).

وإذا تم إيقاف العمليات خلال الفترة ينبغي احتساب عوائد السهم على هذه النتائج (IAS 33-68).

ويتم احتساب مبلغ عوائد السهم الأساسي بقسمة الربح أو الخسارة وثيقة الصلة (البسط) على العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية المتداولة (المقام) خلال الفترة¹ (IAS 33-10).

وينبغي إدراج الأسهم عموماً في العدد المتوسط المرجح للأسهم في التاريخ الذي يكون فيه التعويض مقابل إصدارها مستحق القبض (ويكون هو تاريخ إصدارها بوجه عام).

1- احتساب العوائد

للوصول إلى الربح أو الخسارة القابلة للإرجاع لحملة الأسهم العادية من الضروري خصم أي أرباح أسهم أو تكاليف تمويلية أخرى فيما يتعلق بالأسهم الممتازة. ومثل هذه التعديلات سوف تشمل التكلفة التمويلية المرتبطة بأي علاوة استرداد مستحقة الدفع على الأسهم الممتازة. ويتم عادة إدراج الأرباح على الأسهم الممتازة القابلة للاسترداد في قائمة الدخل كتكاليف تمويل طبقاً لـ IAS 32 الأدوات المالية: العرض. وعندما لا يكون ربح سهم قد تم الإعلان عنه فيما يتعلق بأسهم ممتازة غير تراكمية ينبغي عدم إجراء خصم في هذه الحالة. ومع ذلك عندما يكون للكيان أسهم ممتازة تراكمية ينبغي خصم سنة واحدة من أرباح الأسهم بغض النظر عن متى يتم الإعلان عن ربح السهم وصرفه فعلياً (IAS 33-12).

2- احتساب العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية

يستخدم العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية عند احتساب رقم عوائد السهم الأساسي، ويأخذ ذلك في الاعتبار التغيرات في عدد الأسهم خلال الفترة ونقطة البداية هي عدد الأسهم التي كانت متداولة في بداية الفترة. ويتم بعد

¹ C.MAILLET-BAUDRIER, A. LE MANH : Normes comptables internationales IAS/IFRS, Copyright Editions FOUCHER, Paris,2006, Copyright Berti Editions, Alger, 2007, p 111.

ذلك تعديل هذا العدد وفق الأسهم التي تم إصدارها أو إلغاؤها خلال الفترة. وعندما يكون عدد الأسهم قد تغير خلال الفترة ينبغي تطبيق عامل ترجيح زمني وهو عدد الأيام التي كانت الأسهم متداولة فيها كنسبة من العدد الكلي للأيام في الفترة.

المطلب الثالث: عوائد الأسهم المخفضة

يشترط **IAS 33** الإفصاح عن رقم عوائد السهم المخفض. ويأخذ رقم عوائد السهم المخفض في الاعتبار أي أدوات قابلة للتحويل المصدرة فعلا. عارضا مقياس أداء يبين التأثير الذي ستحدثه هذه الأدوات على حساب عوائد السهم الأساسي إذا حدث التحويل. والتخفيض هو في الأساس تخفيض في رقم عوائد السهم (أو زيادة في خسارة السهم) سوف ينتج عنه تحويل الأدوات المصدرة القابلة للتحويل كنتيجة لوجود المزيد من الأسهم المصدرة.

1- احتساب العوائد

إن نقطة البداية عند احتساب الربح أو الخسارة المستخدمة في رقم عوائد السهم المخفض هي عوائد السهم الأساسية ومع ذلك بعد تحويل الأدوات القابلة للتحويل لن يكون الكيان مضطرا بعد ذلك لدفع تكاليف التحويل على الأدوات القابلة للتحويل. وسوف يكون من حق حملة الأسهم بدلا من ذلك المشاركة في الربح الصافي القابل للإرجاع إلى حملة الأسهم العادية من خلال امتلاكهم أسهم إضافية. ولذلك ينبغي زيادة الربح الصافي بمقدار تكاليف التمويل التي لم تعد مستحقة الدفع على هذه الأدوات القابلة للتحويل.

2- احتساب العدد المتوسط المرجح للأسهم

العدد المتوسط المرجح للأسهم هو ذلك المستخدم لعوائد السهم الأساسية زائد عدد الأسهم التي كان سيتم إصدارها إذا تم تحويل الأدوات القابلة للتحويل. ومن المفترض أن التحويل حدث في بداية أسبق فترة مثبتة أي أنها كانت موجودة دائما. يجب افتراض تحويل كل الأدوات التي يحتمل أن تكون أسهم عادية ويتضمن ذلك ليس فقط الدين القابل للتحويل أو الأسهم الممتازة بل أيضا خيارات الأسهم على سبيل المثال ويتم إدراج كل هذه الأدوات في الاحتساب إذا كان تحويلها المفترض سيؤدي إلى تخفيض في عوائد السهم الأساسية (زيادة في عوائد السهم أو انخفاض في خسارة السهم). ولمعرفة إذا ما كانت مثل هذه الأدوات ذات تأثير خافض ينبغي تقرير تحويلها باستخدام الربح أو الخسارة من العمليات المستمرة. وفي حالة الاحتفاظ بخيارات أسهم ذات تأثير خافض، يفترض أن العائدات

المستلمة من ممارستها ناتجة من إصدار أسهم بالسعر السوقي المتوسط. وإذا كان عدد الأسهم من هذا الحساب أقل من العدد الفعلي لأسهم المطلوب إصدارها عند الممارسة، يفترض عندئذ أن الأسهم الإضافية تم إصدارها مجاناً.

المبحث الخامس: العرض، الإفصاح وتعريفات المصطلحات الرئيسية طبقاً للمعيار IAS33

المطلب الأول: العرض والافصاح

مطلوب من الكيان عرض أرقام عوائد السهم الأساسية والمخفضة عن الربح أو الخسارة من العمليات المستمرة في صلب قائمة الدخل. وينبغي عرض أرقام عوائد السهم الأساسية والمخفضة بدرجة متساوية من الوضوح والبروز عن كل الفترات المثبتة- أي أن الأرقام المقارنة مطلوبة كذلك. وتكون أرقام عوائد السهم مطلوبة حتى عندما يكون الكيان قد حقق خسارة أثناء الفترة، وفي هذه الحالة سوف تمثل الأرقام المثبتة خسارة السهم.

بالإضافة إلى ذلك إذا كان الكيان قد أوقف عمليات خلال الفترة ينبغي إثبات رقم عوائد السهم الأساسي والمخفض بناء على النتائج الموقوفة للكيان. ويجوز عرض هذا الرقم إما في صلب قائمة الدخل أو كجزء من الإيضاحات.

وينبغي على الكيان الإفصاح ما يلي فيما يتعلق بأرقام عوائد السهم الأساسية والمخفضة¹:

- المبالغ المستخدمة كبسط في كلا الحسابين ومطابقة بين تلك المبالغ والربح أو الخسارة لمثبتة القابلة للإرجاع إلى الكيان الأم عن الفترة.
- العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية المستخدم كمقام في كلا الحسابين.
- مطابقة بين العدد المتوسط المرجح للأسهم المستخدم في حساب عوائد السهم الأساسي والعدد المستخدم فيما يتعلق بعوائد السهم الأساسية. وينبغي التعريف بالتعديلات الفردية بشكل منفصل في المطابقة.

1- خلفية

- عوائد السهم (EPS) هي ببساطة رقم ربح مقسوم على عدد من الأسهم ويتركز المعيار على تحديد عدد الأسهم التي سيتم استخدامها في الحسابات ووفق قواعد إرشادية محدودة حول احتساب رقم الربح. وقد

¹ IAS 33 "Résultat par action" sur le lien

http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/textes_des_normes_et_interpretations/ias_33_resultat_par_action.

- أدى الاستخدام المستمر لنسبة مضاعف السعر/الربح **P/E** بواسطة مستخدمي القوائم المالية كمؤشر للأداء في البورصة إلى الحاجة إلى معيار حول عوائد السهم التي تمثل مكون رئيسي في نسبة السعر/الأرباح.
- ومع ذلك فإن وجود أي تناقض في السياسات المحاسبية بين الكيانات سوف ينتج عنه انعدام قابلية مقارنة رقم عوائد السهم، ويحسن المعيار **IAS33** التقارير المالية عن طريق ضمان وجود حد أدنى من الثبات والاستمرارية والاتساق في احتساب المقام عند حساب عوائد السهم.
 - يسري **IAS33** على: الكيانات التي تكون أسهمها العادية أو أسهمها العادية المحتملة متداولة في أسواق مالية عامة أو التي تكون بصدد إصدار أسهم في أسواق مالية عامة. والكيانات التي تختار الإفصاح طوعية.
 - عندما يتم عرض معلومات الشركة الأم والمجموعة معاً، يكون الإفصاح مطلوباً فقط عن عوائد سهم المجموعة، وإذا كانت الشركة الأم تفصح عن معلومات عن عوائد السهم في حساباتها المنفصلة، فإن هذه المعلومات ينبغي عدم الإفصاح عنها في القوائم المالية المجمعة.

2- تعريفات المصطلحات الرئيسية طبقاً للمعيار **IAS33**

- **السهم العادي:** أداة حقوق ملكية متأخرة في المرتبة لكل فئات أداة حقوق الملكية الأخرى.
- **السهم العادي المحتمل:** أداة مالية أو عقد آخر قد تعطي حاملها حقاً في أسهم عادية (الأمثلة هي الخيارات والكفالات والالتزامات المالية أو أدوات حقوق المصلحة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية).
- **عوائد السهم الأساسية:** تحتسب بقيمة الربح أو الخسارة القابلة للإرجاع إلى حملة الأسهم العادية على متوسط عدد الأسهم العادية المتداولة المرجح خلال فترة المحاسبة.
- **التخفيف:** انخفاض في عوائد السهم أو زيادة في خسارة السهم نتيجة الافتراض أن الأسهم العادية المحتملة سوف تتحقق.
- **انعكاس التخفيف:** زيادة في عوائد السهم أو انخفاض في خسارة السهم نتيجة الافتراض أن الأسهم العادية المحتملة سوف تتحقق (أي يتم التحويل فعلاً).
- **حقوق الاكتتاب أو الخيارات:** عبارة عن أدوات مالية تعطي حاملها الحق في شراء أسهم عادية.
- **الأداة المالية:** عبارة عن أي عقد ينشئ كلاً من أصل مالي في إحدى المنشآت وخصم مالي أو أداة حقوق ملكية في منشأة أخرى.
- **أداة حقوق ملكية:** عبارة عن أي عقد يدل على حقوق متبقية في موجودات منشأة بعد طرح متطلباتها.

- القيمة العادلة: هي القيمة التي يمكن بها تبادل أصل أو تسوية التزام فيما بين أطراف يتوافر لهم الدراية والرغبة في معاملة متكافئة.

3- الأسهم العادية

- يشترك السهم العادي في الربح عن الفترة فقط بعد أن تكون أنواع الأسهم الأخرى مثل الأسهم الممتازة قد حصلت على حصتها.
- قد يكون للكيان أكثر من فئة واحدة من الأسهم العادية على سبيل المثال: يوجد للكيان A فئتان من الأسهم العادية فئة X و Y. إذا كانت الفئة X تستحق ربح سهم ثابت قدره 10 دولارات للسهم زائد ربح سهم بنسبة 5%، وكانت الفئة Y تستحق ربح سهم بنسبة 5% فقط، فإن الفئة X من الأسهم لا تكون أسهم عادية حيث أن ربح السهم الواحد الثابت 10 دولارات ينشأ عنه تفضيل عن الفئة Y وبالتالي تأتي أسهم الفئة Y في مرتبة ثانية لأسهم الفئة X.

4- عرض عوائد السهم

- ينبغي أن يعرض الكيان في صلب قائمة الدخل كل من عوائد الأهم الأساسية والمخفضة عن الربح أو الخسارة من العمليات المستمرة القابلة للإرجاع إلى حاملي الأسهم العادية للشركة الام بالنسبة لكل فئة من الأسهم العادية ذات الحقوق المختلفة.
- يجب عرض عوائد السهم الأساسية والمخفضة بدرجة بروز متساوية عن كل الفترات المعروضة، حتى إذا كانت المبالغ سالبة. وفي حالة إثبات عملية موقوفة يجب الإفصاح عن المبالغ الأساسية والمخفضة للسهم من العمليات الموقوفة في صلب قائمة الدخل أو في الإيضاحات.

المطلب الثاني: علاقة حساب عوائد السهم الأساسية

يتم حسابها عن طريق العلاقة التالية:

صافي الربح أو الخسارة القابلة للتوزيع على حملة الأسهم العادية/متوسط العدد المرجح من الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة

يتم احتساب العوائد كما يلي:

- مبالغ قابلة للتوزيع على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالربح أو الخسارة من العمليات المستمرة وصافي الربح أو الخسارة.

- بعد خصم كل النفقات بما في ذلك الضرائب وحصص الأقلية.

- بعد خصم كل أرباح الأسهم الممتازة المتراكمة عن الفترة سواء كانت معلنة أم لا.

- بعد خصم أرباح الأسهم الممتازة غير التراكمية المعلنة عن الفترة.

- بعد إجراء التعديلات الأخرى المتصلة بالأسهم الممتازة (تم تجاهل توزيعات أرباح الأسهم الممتازة المتراكمة عن الفترات السابقة).

عدد الأسهم العادية هو متوسط عدد الأسهم العادية المتداولة المرجح خلال الفترة:

- عدد الأسهم العادية في بداية الفترة يضاف إلى عدد الأسهم المصدرة خلال الفترة ناقص عدد الأسهم المعاد شراؤها في الفترة.

- تضرب الأسهم المصدرة والمعاد شراؤها في عامل ترجيح زمني تبعا للتوقيت الذي وقع فيه الحدث.

- يتم إدراج الأسهم من تاريخ استحقاق قبض التعويض.

- يتم إدراج الأسهم المدفوعة جزئيا كأسهم تسوية بقدر ما تستحق الاشتراك في أرباح الأسهم خلال الفترة بالنسبة إلى سهم عادي مدفوع بالكامل. بقدر ما لا تستحق الأسهم المدفوعة جزئيا الاشتراك في أرباح الأسهم خلال الفترة تأمل على أنها معادلة للكفالات أو الخيارات.

- والأسهم المصدرة بشكل محتمل يتم إدراجها عند استيفاء الشروط.

- الأسهم العادية المصدرة كجزء من اندماج أعمال ما ينتم إدراجها من تاريخ الاستحواذ.

يتضمن **IAS33** قواعد إرشادية حول تواريخ الاعتراف المناسبة بالأسهم المصدرة في ظروف مختلفة (فقرة 21).

يجوز للكيان أن يزيد أو يخفض أسهمه العادية بدون تغيير في موارده. ومن أمثلة ذلك إصدارات العلاوة (أسهم مجانية)، توزيعات أرباح الأسهم، عمليات تجزئة الأسهم (أي عندما يتم إصدار الأسهم بدون تعويض) وعمليات تجزئة الأسهم العكسية (دمج وتجميع الأسهم). في هذه الأحوال يتم تعديل عدد الأسهم المتوسطة المرجح تماشيا مع المعاملة كما لو كان الحدث وقع في بداية الفترة. ويجب تعديل كل الفترات المعروضة في ضوء مثل هذه الأحداث.

إذا حدث إصدار العلاوة (الأسهم المجانية)، ربح السهم والأحداث الأخرى المماثلة بعد تاريخ الميزانية العمومية، ولكن قبل التصريح بإصدار القوائم المالية فإن حسابات عوائد السهم ينبغي أن تعكس هذه التغيرات. ويسري ذلك أيضا على الفترات السابقة وعوائد السهم المخففة.

يتم أيضا تعديل عوائد السهم الأساسية والمخففة في ضوء:

- تأثيرات الأخطاء والتعديلات الناتجة من التغيرات في السياسات المحاسبية والتي تتم بأثر رجعي.
- التغيرات في الافتراضات المستخدمة في حسابات عوائد السهم أو من أجل تحويل الأسهم العادية المحتملة إلى أسهم عادية IAS33 الفقرة (64-65).

من الممكن أن تصدر الشركات أدوات رأسمالية تعطي حملة الأسهم الحاليين الحق في شراء أسهم عادية بسعر أقل من سعر السوق، ويوجد لإصدارات الحقوق هذه نفس تأثير إصدار أسهم بالسعر السوقي الكامل ثم إصدار علاوة مباشرة على حملة الأسهم. ومن أجل عكس عنصر العلاوة، يكون العدد الواجب استخدامه في حساب عوائد السهم الواحد الأساسية عن كل الفترات السابقة لإصدار الحقوق هو عدد الأسهم العادية المتداولة قبل إصدار الحقوق مضروبا في العامل التالي:

(القيمة العادلة للسهم الواحد قبل ممارسة الحقوق مباشرة) / (القيمة العادلة النظرية للحقوق السابقة/السهم)

القيمة العادلة النظرية للحقوق السابقة / السهم هي مجموع القيمة السوقية للأسهم المتداولة قبل ممارسة الحقوق وعوائد إصدار الحقوق مقسوما على مجموع الأسهم المصدرة بعد ممارسة الحقوق.

بعد ممارسة إصدار الحقوق، يتم وزن عدد الأسهم في الإصدار عن النسبة المتبقية في السنة كما سيحدث في حالة إصداره بالسعر السوقي الكامل. وهكذا يتم التعامل مع عنصر العلاوة في إصدار الحقوق عن طريق تطبيق العامل السابق قبل الإصدار. ويتم التعامل مع عنصر السعر السوقي الكامل عن طريق تقسيم الوقت/الوزن (الترجيح) بعد الإصدار.

المطلب الثالث: عوائد السهم المخففة

تعد عوائد السهم المخففة إحصاء مهم بالنسبة للمحللين والمستثمرين المحتملين لأنها تبين تأثير جميع الأسهم العادية المحتملة المخففة التي كانت متداولة خلال السنة مع عوائد السهم. وتشمل الأسهم العادية المحتملة الأسهم الممتازة

القابلة للتحويل إلى أسهم عادية وكفالات وخيارات الأسهم والأسهم التي يجوز إصدارها للموظفين كجزء من مكافأته أو كجزء من خطط أخرى لشراء الأسهم. والأسهم القابلة للإصدار بشكل عرضي عند شراء منشأة مثلاً.

عند احتساب عوائد السهم المخففة سيكون هناك تعديلات في كل من شق العوائد وشق السهم الواحد عند الحساب. وإذا كان السهم العادي المحتمل انشاؤه خلال الفترة فإن تأثيره على الربح يجب عكسه. حيث أن الافتراض هو أنه قد تم تحويله الآن إلى أسهم عادية ما كانت لتنشئ ذلك الدخل أو النفقة.

وهكذا فإن الربح الصافي القابل للإرجاع إلى حملة الأسهم العادية يتم تعديله وفقاً لتأثيرات العناصر التالية بعد خصم الضريبة:

- أرباح الأسهم الممتازة على الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.
- الفائدة على أدوات رأس المال مثل السندات القابلة للتحويل.
- التغيرات الأخرى في الدخل أو النفقة على سبيل المثال التغيرات في الربح.

تعتبر الأسهم العادية المخففة أنها محولة في بداية الفترة أو في تاريخ الإصدار، إذا تم إصدار سهم جديد محتمل (مخفف) خلال الفترة.

ينبغي أن يعكس معدل التحويل أو سعر الممارسة المعدل أو السعر الأكثر ملائمة لحملة الأسهم العادية المحتملة. يتم إدراج الأسهم العادية المحتملة التي انقضت أو تم إلغاؤها عن الفترة التي كانت متداولة فيها. ويتم إدراج الأسهم العادية المحتملة التي تم تحويلها خلال الفترة في:

- عوائد السهم المخففة حتى تاريخ التحويل.
- العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية بعد تاريخ التحويل وسوف يستخدم هذا الرقم الأخير عندئذ في حساب كل من عوائد السهم الأساسية وعوائد السهم المخففة.

يتم إدراج الأسهم القابلة للإصدار بشكل طارئ أو عرضي في حساب عوائد السهم المخففة من بداية الفترة أو تاريخ اتفاقية الظروف الطارئة إذا تم الوفاء بالشروط. وفي حساب عوائد السهم الأساسية ويتم إدراج هذه الأسهم من تاريخ الوفاء بالشروط وليس بداية الفترة/تاريخ اتفاقية الظروف الطارئة.

يمكن أن يكون للأسهم العادية المحتملة المصدرة بواسطة شركة تابعة أو شقيقة أو حليفة للمنشأة تأثير مخفف أو مضاعف على عوائد سهم الشركة المصدرة للقوائم المالية ويجب عكسه في الحساب.

تكون خيارات الأسهم وغيرها من ترتيبات شراء الأسهم الأخرى مخففة بقدر ما ينتج عنها إصدار أسهم عادية مقابل أقل من القيمة العادلة. ويزيد IAS32:

- تعتبر الخيارات/ترتيبات شراء الأسهم أنها قد مورست بسعر الممارسة.
- تتم بعد ذلك تحويل العائد إلى عدد من الأسهم بالقيمة العادلة.
- يعتبر الفرق بين الأسهم أنه قد تم إصداره وأن السهم الذي كان سيتم إصداره بالسعر السوقي الكامل هي التخفيف أسهم مصدره مقابل "تعويض معدومة".

يتم إدراج أي أسهم عادية محتملة أنقضت أو تم الغاؤها في حسابات عوائد السهم المخففة عن الفترة التي كانت متداولة فيها. وهكذا فإن خيارات الأسهم التي انتهى أجلها خلال الفترة سيتم إدراجها في الحساب ووزنها في الفترة التي كانت متداولة فيها.

تكون الأسهم العادية المحتملة إذا كان تحويلها المعتر إلى أسهم عادية سيخفض صافي الربح/السهم من العمليات العادية المستمرة. وهكذا "الرقم الأساسي" هو صافي الربح من العمليات المستمرة. وتأثير الأسهم العادية المحتملة على هذا "الرقم" هو الذي يحدد ما إذا كان إصدار الأسهم العادية المحتملة أم لا.

يتم تجاهل تأثيرات الأسهم العادية المحتملة ال antidilutive عند احتساب عوائد الأسهم المخففة (diluted). ويراعي إصدار للأسهم العادية المحتملة فرديا، مرتبا من الأكثر تخفيفا most dilutive إلى الأقل تخفيفا least dilutive. وأرباح الصافي من العمليات المستمرة هو صافي الربح الأنشطة الاعتيادية بعد خصم أرباح الأسهم الممتازة وبعد استبعاد البنود المتصلة بالعمليات المتوقعة.

1- العرض

يجب على الكيان المتداولة أوراقه المالية في البورصة للأوراق المالية أو الذي يكون بصدد طرح أسهم للجمهور أن يعرض في صلب قائمة الداخل عوائد السهم الأساسية والمخففة عن (IAS/33-66).

- الربح أو الخسارة من العمليات المستمرة القابلة للإرجاع إلى حملة الأسهم العادية للكيان الأم.

- الربح أو الخسارة القابلة للإرجاع إلى حملة الأسهم العادية للكيان الأم عن الفترة فيها يتعلق بكل فئة أسهم عادية لها حق مختلف في الاشتراك في الربح عن الفترة.

يجب عرض عوائد السهم الأساسية والمخفضة بدرجة متساوية من البروز عن كل الفترات المعروضة (IAS/33-66).

2- الإيضاحات

- ينبغي عرض عوائد السهم الأساسية والمخفضة **Diluted** في صلب قائمة الدخل عن كل فئة من فئات الأسهم العادية.
- يتم عرض عوائد السهم الأساسية والمخفضة **Diluted** بدرجة متساوية من البروز.
- إذا أثبت الكيان عملية موقوفة، ينبغي عليه إثبات المبالغ الأساسية والمخفضة / السهم عن العملية الموقوفة.
- ينبغي أن يثبت الكيان عوائد السهم الأساسية والمخفضة حتى إذا كانت خسارة السهم.
- المبالغ المستخدمة في البسط عند احتساب عوائد السهم الأساسية والمخفضة ومطابقة لكل المبالغ مع الربح أو الخسارة القابلة للإرجاع إلى الشركة الأم عن الفترة.

خلاصة

تعتبر ربحية السهم عن مؤشر مالي يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للوحدة الاقتصادية، ويجب الإفصاح عنها وأن تكون متاحة لجميع المستثمرين لأنه من المفترض أن يكون لها دور هام في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد قام مجلس معايير المحاسبة الدولية بإصدار معيار المحاسبة الدولي رقم 33 لربحية السهم. وقد وضع هذا المعيار بهدف وصف المبادئ لتحديد وعرض ربحية السهم لتحسين المقارنات للأداء ما بين منشآت مختلفة لنفس الفترة المالية الواحدة وبين مختلف فترات التقارير المالية لنفس المنشأة، ويحدد المعيار كيفية احتساب ربحية السهم الأساسية والمخفضة، ويهدف المعيار كذلك إلى تحديد متطلبات عرض ربحية السهم في القوائم المالية. وتعد ربحية السهم مقياساً للأداء الكلي للشركة، كما هو الحال بالنسبة لنسب الربحية كما أنها أحد المقاييس المهمة جداً لنجاح المدراء الماليين في إدارة الشركة وهي أيضاً من المؤشرات المهمة والمستخدمه من قبل الكثير من المحللين الماليين مقياساً لأداء السهم فضلاً عن أنها أحد مقاييس خصائص الأسهم العادية كونها تعطي مؤشراً عن عوائد السهم بشكل عام، كما يستخدمها المساهمون والمستثمرون المحتملون على نطاق واسع في تقييم ربحية الشركة علاوة على أنها تعد من المؤشرات المهمة والشائعة الاستخدام لقياس ربحية استثمارات الأسهم، إذ تساعد ربحية السهم المحللين الماليين في أداء مهامهم عند تقييم أداء الشركة كونها تعطي مقياساً لمجمّل الأداء.

الفصل الخامس

توزيعات الأرباح

مقدمة الفصل.

- المبحث الأول: تعريف التوزيعات النقدية للأرباح، أنواعها وتأثيرها على ثروة المساهمين.
- المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم.
- المبحث الثالث: المساهمون وسياسة التمويل ودوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة.
- المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح **Dividend Policy Theories**.

- المبحث الخامس: أنواع سياسات توزيع الأرباح والعوامل المفسرة.

خلاصة الفصل.

مقدمة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم سياسات الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية نظرا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر أسهم الشركات في السوق المالية، كما تعد من القضايا التي ما زالت تخضع للكثير من الجدل في حقل الإدارة المالية والاستثمارات المالية. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي دخل الشركة ما بين أرباح موزعة (مقسوم أرباح) على المساهمين وأرباح محتجزة، مع مراعاة أن سياسات توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف الشركات وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

إن سياسات توزيع الأرباح تعتمد على اتخاذ مجلس إدارة الشركة قرارا بتوزيع أرباح أو الاحتفاظ بها وتدويرها لإعادة استثمارها مما ينتج عنه زيادة في القيمة المستقبلية للشركة. ويمكن أن تكون الأرباح إما نقدا أو بشكل أسهم مجانية، وما يتبقى يسمى بالأرباح المحتجزة أو المدورة. إن سياسة التوزيع تساهم في زيادة النمو الاستثماري، حيث تعمل سياسة التوزيع المثالية على الموازنة ما بين توزيعات الأرباح الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم قيمة وسعر السهم، كما أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على كل من اتجاهات المستثمرين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة أم لا، كما أنها تعكس مدى نمو الشركات ونمو أرباحها السنوية وتعكس أيضا قوة الاقتصاد بشكل عام.

إن التوزيعات النقدية ليست العائد الوحيد للمستثمر ولكن يحصل المستثمر أيضا على الفروق السعرية، والتغير في الأسعار. كما أن امتلاك سهم معين يحصل المستثمر على ورقة مالية واستثمار ناجح وبالتالي يحصل على توزيع نقدي سنوي بشكل دوري. بالإضافة إلى أن نمو الشركة من عام إلى آخر يؤدي إلى ارتفاع قيمتها وبالتالي ارتفاع سعر السهم مما يعود بالنفع على المستثمر من التغير في الأسعار، لذلك تعتبر التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم ذو أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمساهمين أو شركات المساهمة.

المبحث الأول: تعريف التوزيعات النقدية للأرباح، أنواعها وتأثيرها على ثروة المساهمين

المطلب الأول: تعريف التوزيعات النقدية للأرباح (Dividends)

بينت الكثير من الدراسات في مجال المحاسبة والمالية أهمية التوزيعات النقدية في سياسة شركات المساهمة، وفي المقام الأول تعمل على توفير التوضيحات اللازمة حول سياسة هذه الشركات المتبعة اتجاه حملة الأسهم (Feldstein and Green 1983; Miller; 1986) وإلى وقتنا هذا تعد توزيعات الأرباح أمر بمثابة لغز وذو أهمية كبيرة في سياسة الشركات¹.

التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم عبارة عن مبلغ نقدي (قد يكون غير نقدي في بعض الحالات) يتم دفعه من قبل الشركة للمساهمين ويكون خلال فترة 3 أشهر أو 6 أشهر، ويتم ذلك بعد خصم الضرائب من الأرباح المحققة، فمثلا في الشركات البريطانية يتم الإعلان عن أرباح الأسهم (تكون مؤقتة) كل 6 أشهر في حين أن الشركات الأمريكية يتم الإعلان عن أرباح الأسهم كل 3 أشهر².

هي مجموع المبالغ المعلنة توزيعها من إجمالي الأرباح الصافية التي حققتها الشركة والمتعلقة بالأسهم العادية وذلك خلال سنة واحدة³.

في الشركات البريطانية يتم دفع أرباح الأسهم المؤقتة في منتصف السنة المالية وبعد الإعلان عن الأرباح المحاسبية المؤقتة، وتكون عادة أصغر من الأرباح النهائية. يتطلب توزيع أرباح الأسهم النهائية اجتماع كل من المساهمين ومجلس إدارة الشركة للموافقة على ذلك. وهكذا يتم الدفع في نهاية السنة المالية التي لها علاقة بالحسابات السنوية. يمكن تفسير علاقة حجم أرباح الأسهم المؤقتة مع الأرباح النهائية بأن الشركات تعمل على ربط عملية توزيعات الأرباح مع الربح الإجمالي للفترة. في نهاية السنة المالية تكون الشركة في وضع أفضل يسمح لها بتقييم أرباح الأسهم التي تدفعها للمساهمين.

¹ Annuar MD Nassir and Shamsher Mohamad: **The Dividend and Earnings Behaviour of Firms on the Kuala Lumpur Stock Exchange**, Pertanika J. Soc. Sci. & Hum Vol. 1. No.2, 1993.

² DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: **Corporate Finance "Principles &Practice"**, Fourth Edition, Pearson Education, 2007, p 283.

³ GUSTAVO GRULLON and RONI MICHAELY: **Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis**, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LVII, NO. 4, AUGUST 2002.

هي ذلك الجزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعه على المساهمين، سواء كان ذلك على شكل نقدي أو أسهم مجانية. وبذلك فإن الشركات تقرر عادة نسبة التوزيعات مقابل الإيرادات التي ترغب باحتجازها لاستخدامها في الاستثمار بالشركة. وتعد الأرباح الموزعة من العوامل المهمة في تحديد القيمة العادلة للسهم وبالتالي سعره السوقي¹. إن الوقت بين الإعلان عن توزيع أرباح الأسهم ودفع التدفقات النقدية الخاصة بها لمستحقيها يعطي مصطلحين خلال تداول الأسهم في الأسواق المالية "**Cum dividend**" و"**Ex dividend**".

في اليوم الأخير الذي يستطيع فيه المساهم بيع أسهمه مع الحق في تلقي توزيعات الأرباح التي تم إعلانها من قبل الشركة المصدرة للسهم يسمى باليوم الأخير لسعر السهم مضافا إليه توزيعات الأرباح **last cum-dividend day** بعد هذه النقطة يشار إلى أن الأسهم تصبح تتداول من دون مبلغ توزيعات الأرباح². تعتبر أرباح الأسهم كتدفقات نقدية متوقع أن يحصل عليها المستثمرون في الأوراق المالية لذلك فإن أغلب المستثمرين يرغبون في شراء الأسهم عند التأكد من أنها ستحصل على هذه التوزيعات وبالتالي فإن أسعار الأسهم ستكون في ارتفاع قبل تاريخ سداد هذه التوزيعات النقدية³.

رغم النجاحات الكبيرة التي حققتها التوزيعات النقدية للأرباح داخل شركات المساهمة إلا أنها تبقى كلغز وأمر محير بالنسبة للمسيرين وبالتالي يتم طرح الأسئلة التالية على سبيل المثال لماذا تعلن الشركات عن الأرباح وفي نفس الوقت تقوم بإصدار أسهم جديدة؟ أو بدلا من ذلك تقوم بتوزيع أسهم جديدة، ما هو معدل خضوع توزيعات أرباح الأسهم للضريبة؟ هل تعكس القوائم المالية التوقعات المستقبلية للتدفقات النقدية التي يتحصل عليها حملة الأسهم؟ إلى غير ذلك من الأسئلة الهامة والتي تتعلق بتوزيعات أرباح الأسهم⁴.

عندما يتم الإعلان عن توزيعات الأرباح فإن سعر سهم الشركة يتغير وبالتالي فإن السوق المالي يتأثر بهذا التغير، ويستمر تداول الأسهم مضافا إليها الأرباح المعلن توزيعها "**Cum dividend**" لفترة قصيرة وهذا يعني أن كل من يشتري الأسهم في هذه الفترة يعطي له الحق من أن يستفيد من الأرباح الموزعة. بعد هذه الفترة يصبح تداول الأسهم في البورصة من دون أرباح "**Ex dividend**" وأي شخص يشتري الأسهم في هذه الفترة ليس له الحق الاستفادة من توزيعات الأرباح حتى وإن لم يتم تسديد مستحقات المساهمين. إن حق الاستفادة من توزيعات الأرباح

¹ فضل الحباشنة، محمد شحاتيت، جابر البدور، زينة العمارين: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة 1984-2011، مجلة دراسات وعلوم إدارية، المجلد 42، العدد 02، 2015.

² JIA HAO, AVNER KALAY and STEWART MAYHEW: **Ex-dividend Arbitrage in Option Markets**, Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies, May 2009.

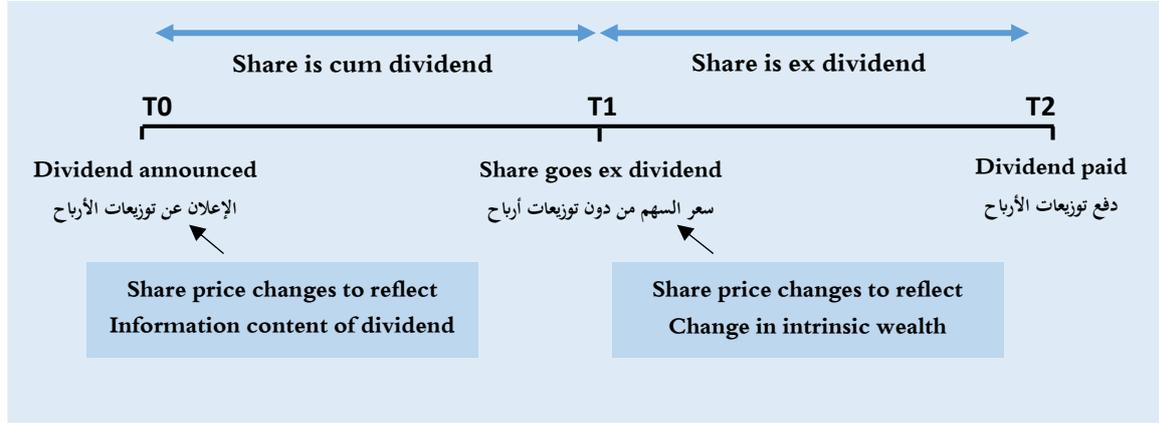
³ M. J. Gordon: **Dividends, Earnings, and Stock Prices**, The Review of Economics and Statistics, Vol 41, No 02, Part 1 (May, 1959), Accessed 2009.

⁴ Kose John and Joseph Williams: **Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium**, The Journal of Finance, Vol 40, No 04 (Sep, 1985), Accessed 2009.

تبقى للمالك القديم وسعر السهم يتغير في الوقت الذي يصبح من دون توزيعات، وتتراجع قيمة السهم لتعكس التغير الجوهري بعد دفع توزيعات الأرباح. والشكل التالي يوضح ذلك:

شكل رقم 32: العلاقة بين سعر السهم بتوزيعات الأرباح وسعر السهم من دون توزيعات الأرباح

The relationship between cum dividend and ex dividend Share prices



المصدر: DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: *Corporate Finance "Principles & Practice"*, p 284.

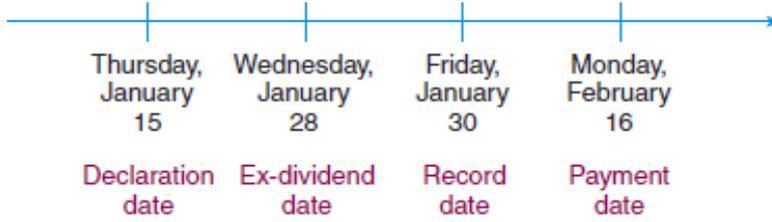
كما أشرنا سابقاً بأن أرباح الأسهم (Dividendes) تمثل حق مالي يمثل حصة كل مساهم من الأرباح الموزعة، في الواقع عندما يتم خصم التكاليف من المنتجات تبقى النتيجة الصافية للشركة إذ تعتبر ملكية لجميع المساهمين. عندما يقرر مجلس إدارة الشركة والمساهمين توزيع النتيجة الصافية أو ابقائها واستعمالها في تمويل نشاطات الشركة وذلك من أجل ضمان تدفقات نقدية عالية في المستقبل. في الولايات المتحدة الأمريكية تقوم الشركات بدفع أرباح الأسهم كل ثلاثي أما في باقي أنحاء العالم توزع كل سداسي أو كل في نهاية كل سنة. يمكن التمييز بين ثلاثة تواريخ مهمة عند عملية توزيع الأرباح¹:

- التاريخ الأول The date of Declaration: وهو وقت الإعلان عن الأرباح، وهو مهم إذ يعبر عن التغير الحاصل في ربح السهم فهو يقوم بنقل المعلومة إلى السوق المالي.
- التاريخ الثاني Ex-Dividend date: في هذا التاريخ يصبح السهم من دون توزيعات الأرباح كما يحق للبائع الاحتفاظ بمبلغ التوزيعات.
- تاريخ التسجيل Record date: يتم توزيع الأرباح المعلنة اعتباراً من هذا التاريخ المحدد على المساهمين المسجلين.

¹ L. Fisher and J. H. Lorie: *Rates of Return on Investments in Common Stocks*, The Journal of Business, Vol 37, No 01, Jan., 1964, Accessed: 16/12/2009.

- التاريخ الرابع Payment date: هو آخر تاريخ حيث يتم فيه دفع أرباح الأسهم وذلك بإرسال المال للمساهمين.

شكل رقم 33: مثال عن مراحل دفع توزيعات أرباح الاسهم

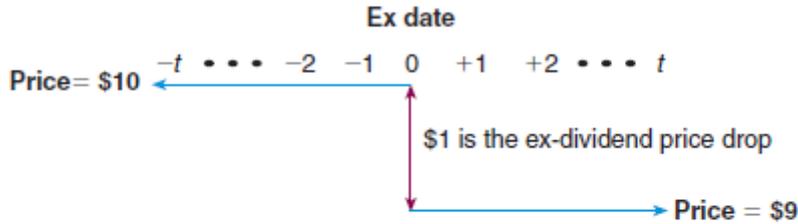


Source: Ross-Westerfield-Jaffe: Essentials of Corporate Finance, Fifth Edition, The McGraw-Hill companies, 2007, p 427.

قبل Ex date يكون $Dividend = 0$ Price = $P+D$

بعد Ex date يكون $Dividend = D$ Price = P

شكل رقم 34: سلوك سعر السهم خلال تاريخ Ex-Dividend



The stock price will fall by the amount of the dividend on the ex date (Time 0). If the dividend is \$1 per share, the price will be equal to $\$10 - 1 = \9 on the ex date.

Before ex date (Time -1)	Dividend = \$0	Price = \$10
On ex date (Time 0)	Dividend = \$1	Price = \$9

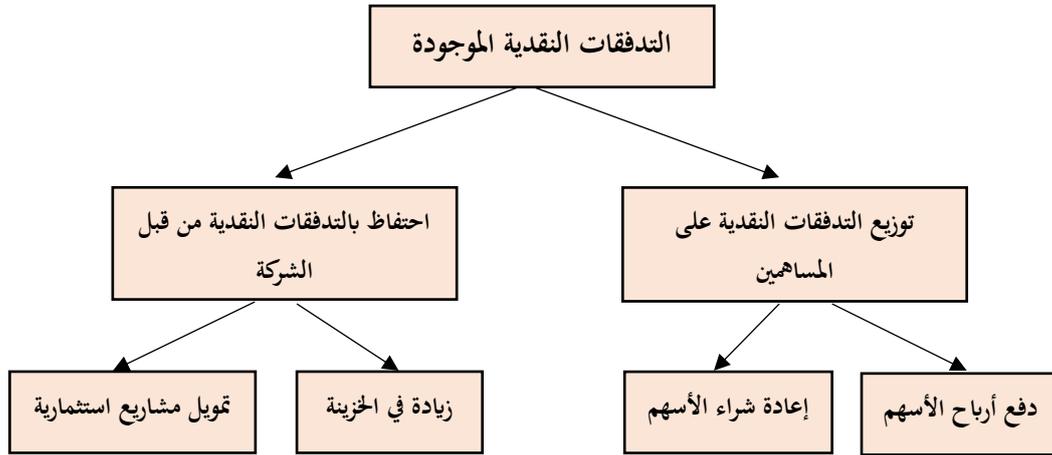
Source: Ross-Westerfield-Jaffe: Essentials of Corporate Finance, p 428.

عندما تمتلك الشركات تدفقات نقدية عالية فإن قرار توزيعها يأخذ احتمالين:

- تستعمل التدفقات النقدية من أجل تمويل مشاريع جديدة وذلك من أجل زيادة نقدية الشركة.

- يمكن أن توزع التدفقات النقدية على المساهمين، هذا القرار يخضع للسياسة المتبعة من طرف الشركة في توزيع الأرباح.
- والشكل التالي يوضح ذلك:

شكل رقم 35: كيفية توزيع التدفقات النقدية من قبل الشركة



Source : Daniel Andrei "Principes de Finance", Politique de dividende, 2011,
http://danielandrei.info/data/classes/pdf/session11_2011.pdf

- التوزيعات تكون على شكل أرباح أسهم، أو على شكل إعادة شراء الأسهم مع ملاحظة نقصان في قيمة رأس المال.
- أرباح الأسهم هي مكافئة تقدم للمساهمين والتي تعكس الأرباح المحققة من قبل الشركات.
- يتم توزيع أرباح الأسهم في تاريخ محدد، عندما يتم الإعلان عن الأرباح تصبح ديون على الشركة ولا يمكن لها إلغاؤها.

المطلب الثاني: أنواع توزيعات الأرباح The Different Types of Dividends

تشير أرباح الأسهم عموماً إلى التوزيعات النقدية التي تدفع لحاملي أسهم الشركات، ومع ذلك هناك أنواع أخرى والعديد منها لا تنطوي على الدفع نقداً للمساهمين نذكر منها¹:

¹ ROBERT H. SMITH: Dividend Policy,
<http://www.rhsmith.umd.edu/faculty/gphillips/courses/bmgt640/dividend.pdf>

- **أرباح نقدية Cash Dividends**: هذا النوع هو الأكثر شيوعاً من الأنواع الأخرى، حيث يقرر مجلس إدارة الشركة في تاريخ الإعلان عن التوزيعات مبلغ معين يدفع نقداً للمساهمين ويحدد التاريخ الذي يتم فيه استلام التوزيعات وتسجيلها في تاريخ الدفع.
- **على شكل أسهم Stock Dividends**: توزيعات الأرباح على شكل أسهم لا تعتبر عملية حقيقية لأن الأسهم الجديدة لا تؤثر على قيمة الشركة، وتعتبر مكافئة بالنسبة لحملة الأسهم ويتم توزيع عدد معين من الأسهم المجانية (أسهم المنحة) لكل مساهم بحسب العدد الذي يملكه وبالمعنى الدقيق فإن هذه الأسهم لا تؤثر بشكل مباشر على ثروة المساهمين إلا إذا لم يكن لها علاقة بالتدفقات النقدية¹.
- **تجزئة السهم Stock split**: هذه العملية مشابهة لتوزيعات الأرباح على شكل أسهم مجانية، ويقصد بها شطر السهم الواحد إلى أكثر من سهم. وهي وسيلة من وسائل التأثير على أسعار الأسهم السوقية وذلك من خلال زيادة العروض من الأسهم لدى المستثمرين مما يؤدي إلى تخفيض سعر السهم، إضافة إلى جعل أسهم الشركة ضمن تداول المستثمرين الصغار.
- **أرباح الملكية Property Dividend**: يجوز للشركة إصدار أرباح غير نقدية للمستثمرين بدلا من النقدية أو أسهم مجانية. يتم تسجيل هذه الأرباح بالقيمة الحقيقية والسوقية للأصول ولكن يجدر الإشارة إلى أن هذه القيمة تتغير قليلاً عن القيمة المحاسبية للأصل، ويتم تسجيل الفرق من قبل الشركة إما ربحاً أو خسارة.
- **Scrip Dividend**: يمكن للشركات في بعض الأحيان أن لا يتوفر لديها رؤوس أموال كافية لتوزيع الأرباح في المستقبل القريب فتلجأ إلى توزيع أوراق على شكل كمبيالات تخول لحاملها فيما بعد الحصول على مستحقاته وقد تكون بفائدة أو لا تحتوي عليها، وهذه التوزيعات تصبح كمستحقات يجب دفعها فيما بعد.
- **أرباح تصفية Liquidating Dividend**: عندما يرغب مجلس إدارة الشركة في تعويض رأس المال الرئيسي للمساهمين يستعمل هذا النوع وربما يكون مؤشراً لتصفية الشركة، ويجدر الإشارة إلى أن محاسبة أرباح التصفية تشبه محاسبة التوزيعات النقدية باستثناء أن رؤوس الأموال تعتبر أموالاً إضافية مدفوعة.

¹ NICKOLAOS TRAVLOS, LENOS TRIGEORGIS and NIKOS VAFAEAS: **Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market "Case of Cyprus"**, Multinational Finance Journal, vol.5, 2001.

المطلب الثالث: تأثير توزيعات الأرباح على ثروة المساهمين The effect of dividends on shareholder wealth

تتمثل ثروة المساهمين في أسعار الأسهم الحقيقية المتداولة في أسواق المال فهي تعكس التدفقات النقدية المحتملة للأسهم العادية، في المقابل تتمثل وظيفة الشركات في البحث عن استثمارات جديدة من شأنها رفع ثروة المساهمين وتمويلها واتخاذ القرارات المتعلقة بالتوزيعات النقدية للأرباح. إن الهدف الأساسي والأول للمسيرين هو تعظيم ثروة المساهمين والذي ينعكس إيجابيا على زيادة قيمة الشركة¹.

إن سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل الشركات يجب أن تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين، لذلك يجب عليها أن تدفع أرباحا لتحفز الملاك والاستثمار في أسهمها. يوجد نموذج بسيط لتحليل توزيعات الأرباح ويعود إلى Porterfield (1965) الذي اقترح أن دفع توزيعات الأرباح سوف يزيد من ثروة المساهمين عندما يكون²:

$$d_1 + P_1 > P_0$$

بحيث أن:

D₁: القيمة النقدية لتوزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين.

P₁: سعر السهم المتوقع من دون توزيعات أرباح.

P₀: سعر السهم السوقي وقت الإعلان عن توزيعات الأرباح.

من المهم الأخذ بعين الاعتبار العوامل التي تؤثر على هذه المتغيرات، فمثلا القيمة النقدية لتوزيعات الأرباح (d_1) تتأثر بمعدل ضريبة الدخل الهامشية على المساهمين، في حين أن (p_0) سوف تعكس توقعات السوق لأداء الشركة قبل دفع توزيعات الأرباح، أما فيما يخص قيمة (p_1) تتأثر بأي معلومات جديدة حول مستقبل وآفاق الشركة والسوق يشير إلى التغيرات الناتجة عن قرار التوزيعات.

هذا النموذج يتوافق مع نظرية أهمية توزيع الأرباح (Dividend relevance)، ولكن في حين تم تغيير الصيغة السابقة إلى ما يلي:

$$d_1 + P_1 = P_0$$

فإن توزيعات الأرباح لا تؤثر على ثروة المساهمين وبالتالي تتوافق مع نظرية (Dividend Irrelevance).

¹ R. Azhagaiah, Sabari Priya. N: **The Impact of Dividend Policy on Shareholders' Wealth**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 20, 2008.

² DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: **Corporate Finance "Principles & Practice"**, p 286.

المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيعات الأرباح مهمة في شركات المساهمة ولا تكمن فقط في تحديد المبلغ الواجب دفعه للمساهمين وإنما ترتبط ارتباطاً وثيقاً مع قرارات الاستثمار والتمويل التي تتخذها الشركة، فعلى المديرين ومجلس الإدارة اتخاذ القرار المناسب واختيار المبلغ الواجب توزيعه والذي يتماشى مع وضعية الشركة¹.

تعد سياسة توزيع الأرباح عنصر رئيسي استراتيجي في الشركات فقد قام (Ross and al, 2005) بتعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها اختيار مبلغ التوزيعات النقدية التي سيتحصل عليها المساهمين والمبلغ الذي يتم الاحتفاظ به من أجل إعادة الاستثمار في مشاريع أخرى مربحة أو تغطية الاحتياجات المستقبلية². وتعتبر هذه السياسة ذات أهمية كبيرة لأنها تؤثر على اتجاهات المستثمرين وعلى العديد من المجالات المالية مثل: الهيكل المالي، التدفق المالي والسيولة، معدل النمو، تكلفة رؤوس الأموال...

لقد قام عدة باحثين بالتطرق لهذا الموضوع في السنوات الماضية على غرار (Lintner, 1956, Gordon, 1963) وبقي التركيز على هذا الموضوع بحث أجريت عدة دراسات حديثة (Bhargava, 2010; Kooli and Her, 2010; Blouinet al., 2011; Grullonet al., 2011; John et al., 2011; and Renneboog and Trojanowski, 2011).

تتعلق سياسة توزيع الأرباح بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة والمفاضلة بين هذين الاختيارين أو الموازنة بينهما يعد من أهم القرارات التمويلية في الشركة؛ فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب توافر السيولة الكافية لذلك، وهو يعني "ضمناً" أن ليس لدى الإدارة فرص للاستثمار في المستقبل، أما احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فيعطي مؤشرات أن هناك استثمارات وفرص لنمو الشركة مستقبلاً، وأن لديها استثمارات رابحة تسعى إلى تمويلها مما ينعكس إيجاباً على سعر السهم، ويعد التمويل بالأرباح المحتجزة أرخص مصادر التمويل بالملكية. وقد يكون المصدر الوحيد لتمويل الشركة إذا كانت فرص دخولها الأسواق المالية محدودة. وهناك مجموعة من الأنماط لسياسة توزيع الأرباح التي يمكن للشركة أن تتبعها، أولها اتباع سياسة توزيع نسبة

¹ Franklin Allen, Roni Michaely: **Payout Policy**, Financial Institutions Center, Wharton School, April 2002, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/payoutpolicy.pdf>.

² Wasfi AlTroudi, Maysa'a Milhem: **Cash dividends, retained earnings and stock prices: Evidence from Jordan**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol 04, No 12, April 2013.

ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع، بحيث تحقق هذه السياسة الاستمرارية في التوزيعات ولكنها متقلبة من فترة لأخرى تبعا لحجم الأرباح، أما الانتظام في التوزيعات، فيحققها اتباع الشركة لسياسة توزيع أرباح منتظمة بغض النظر عن حجم الأرباح المتحققة، أو قد تلجأ الشركة إلى اتباع سياسة توزيع الأرباح المتبقية إذا كانت تعتمد على الأرباح المحتجزة في تمويل استثماراتها، وتوزع ما تبقى من الأرباح¹.

يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها²:

- معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات.
- هي الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر في ذات الوقت على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، بحيث يعتبر النمو أحد مكونات نموذج التوزيعات، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين.
- هي مضمون لاتخاذ قرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.
- تحدد سياسة توزيع الأرباح التوزيع النهائي لأرباح الشركة المحققة خلال السنة المالية، وتكون بين إعطاء توزيعات نقدية للمساهمين أو إعادة استثمار هذه الأرباح في مشاريع أخرى تعود بالنفع على المساهمين وعلى الشركة³.

المطلب الثاني: محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح

¹ علام محمد موسى حمدان: العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 01، 2014.

² محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة " دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر "، مجلة الباحث، عدد 08، 2010.

³ Dividend Policy – A Theory

http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/70593/14/14_chapter%203.pdf

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة تعد قرارا استثماريا أم تمويليا، ولماذا؟ فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار ليس بالأمر السهل فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة¹، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.

- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يؤدي الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمواجهتها.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.

- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك). إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأصول المطلوبة للاستثمار.

وهذه العلاقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة ماهي إلا حاصل الفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت

¹ محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مرجع سبق ذكره.

النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأموال الخارجية كاتجاه لتمويل عملية توزيع الأرباح.

المطلب الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم

إن تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأسعار الحالية الأسهم هو مسألة ذات أهمية كبيرة ليس فقط بالنسبة لمسؤولي الشركة الذين يقررون أي سياسة يجب اتباعها، ولكن أيضا بالنسبة للمستثمرين من أجل التخطيط للمحافظ الاستثمارية والاقتصاديين من أجل فهم وتقييم أداء الأسواق المالية¹.

إن هدف المستثمر من وراء شراء الأسهم هو الحصول على الأرباح الرأسمالية المحتملة وأيضا التوزيعات النقدية المحتملة. فالشركات تشارك المستثمرين في الأرباح التي تحققها من خلال التوزيعات النقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحتجزة مما يقوي أسعار الأسهم، وفي نفس الوقت تجذب سياسة التوزيعات للشركة الجمهور للاكتتاب في أسهمها لذا فإن الشركات التي تعلن عن توزيعاتها والتي تنشر في الجرائد المالية فهي تحافظ على هذا المستوى من التوزيعات حتى لو حدث انخفاض في الربح أو حدثت زيادة في الأرباح فهي لا تنعكس في التوزيعات. ورغم هذا فإنه توجد علاقة بين الأرباح والتوزيعات. فقد يحدث أن تزيد الأرباح مما يؤدي إلى زيادة التوزيعات وقد تكون الزيادة في التوزيعات تفوق الزيادة في الأرباح ويمثل هذا النمو في التوزيعات. وقد يفضل المستثمر إعادة استثمار التوزيعات النقدية ويكون بذلك أكثر اهتماما بقيمة السهم من العائد الجاري.

حيث أن المستثمرين ينظرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط الشركة. فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للشركة ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة التوزيع على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة لأخرى يحتمل أن يترك انطبعا إيجابيا لدى المتعاملين في سوق رأس المال عن فعالية أداء الشركة الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية.

ولقد اعترف **Miller and Modigliani** بهذا التأثير المحتمل للتوزيعات غير أن الاعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغيير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم العادية يمكن أن يكون مؤقتا، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإرادية للشركة، بعبارة أكثر دقة إذا حدث تغير حقيقي في القيمة السوقية

¹ Merton H. Miller and Franco Modigliani: **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**, The Journal of Business, Vol 34, No 04, Oct., 1961, Accessed: 11-04-2016.

للأسهم العادية، فإن هذا لا يرجع في الأساس إلى التغير في سياسة التوزيعات بقدر ما يرجع إلى التغيرات الإيجابية المتوقعة في ربحية الشركة.

ويجب الاهتمام بمعرفة مصادر واستخدامات النقدية فإذا كانت من خلال إصدار سندات أو تصفية بعض الأصول فمعنى ذلك أن الشركة لا تستطيع المحافظة على سياسة توزيعات عالية. ويمكن القول بأن التوزيعات ليس بالمؤشر الجيد للقيمة الحقيقية للسهم ويرجع ذلك لأن التوزيعات تتقلب وتتغير عبر الزمن مما يؤدي إلى علاقة غير دقيقة بين النمو في التوزيعات والنمو في الأرباح.

• العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسياسة الاستثمار وسياسة التمويل

أظهرت النظريات المالية بأن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المساهمين ويتبين ذلك من خلال:

✓ الاستثمار في المشاريع التي تكون فيها نسبة المردودية أعلى من تكلفة الموارد المستعملة ← سياسة الاستثمار.

✓ تخفيض تكلفة الموارد (تكلفة رأس المال، تكلفة الاقتراض، هيكل التمويل) ← سياسة التمويل (مع وجود

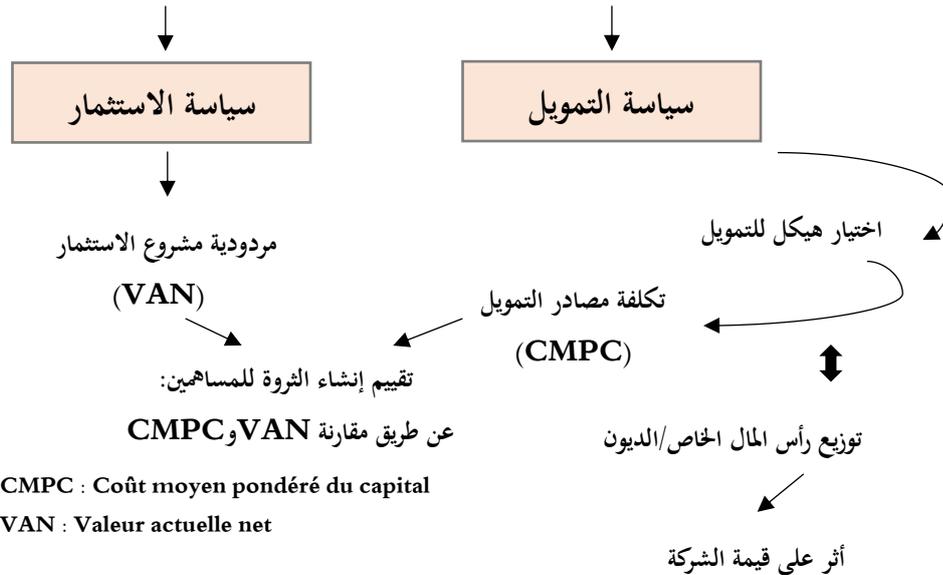
أثر على الهيكل الخاص بالتمويل).

وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم 36: دور وأهداف المسيرين في إنشاء الثروة للمساهمين

دور وأهداف المسيرين

" Maximisation de création de richesse pour les actionnaires "

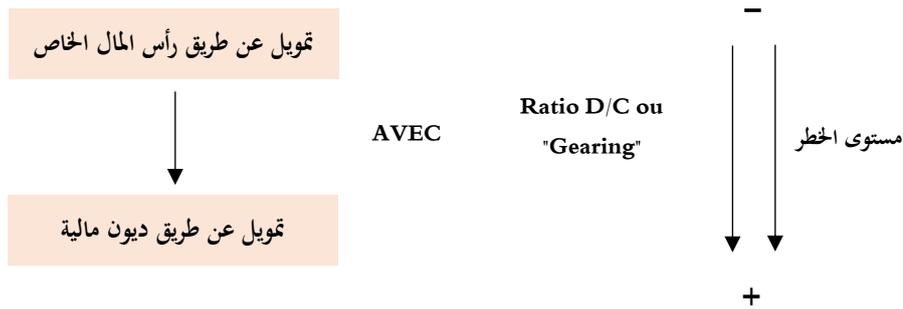


Source : PASCAL BARNETO, GEORGES GREGORIO : Finance " Manuel et applications " DSCG 2, 2ème Edition, DUNOD, Paris, 2009, p 544.

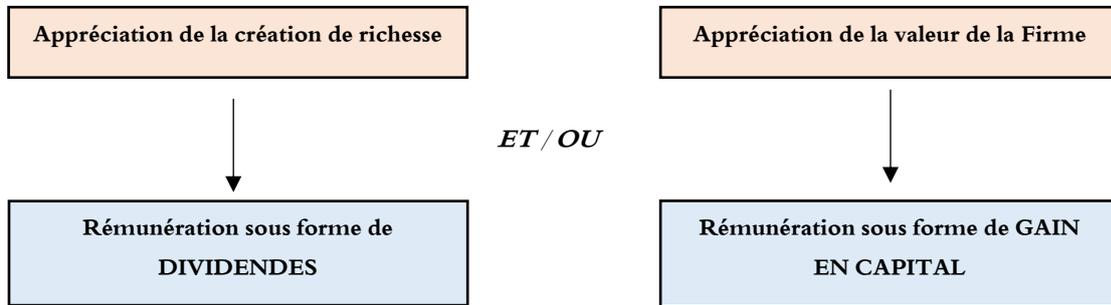
المبحث الثالث: المساهمون وسياسة التمويل ودوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة

المطلب الأول: وضعية المساهمين إزاء سياسة تمويل الشركة

عندما تقوم المؤسسة بإطلاق مشروع ما أو عمل فإن المساهمين هم الذين يتحملون المخاطر، ولذلك فإن التمويل عن طريق القروض يختلف عن التمويل عن طريق رأس المال الخاص وذلك عندما تكون الشركة في وضعية استراتيجية تمكنها من ضمان نقدية كافية.



نظرا لتحمل الخطر فإن المساهمون ينتظرون الحصول على أجر نتيجة لذلك، والشكل التالي يوضح ذلك:



ومن خلال الشكل توجد حالتين على المسيرين في الشركة التعامل معها:

مشاريع الاستثمار الجديدة حققت مردودية أعلى من تكلفة الموارد → إعادة استثمار الأرباح في مشاريع جديدة.
مشاريع الاستثمار الجديدة حققت مردودية أقل من تكلفة الموارد → الربح يجب أن يوزع على المساهمين بالطريقة المثلى والمقررة سابقا: - عن طريق أرباح أسهم سنوية.
- على شكل احتياطات التي من شأنها أن تدخل في زيادة رأس المال لاحقا.

المطلب الثاني: دوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح، وذلك نظراً للأسباب التالية¹:

- ✓ يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عندما تقرر المؤسسة زيادة رأس المال.
 - ✓ عند توزيع الأرباح فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت.
 - ✓ تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من أموالهم المستثمرة.
- كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

- ✓ في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة.
- ✓ إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية صعبة من حيث المردودية والاستغلال.
- ✓ إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة.
- ✓ إذا حققت المؤسسة نمواً معتبراً، بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، ففي هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح قد يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة ومن ثم عدم تسديد التزاماتها، بينما يمكن للمؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:

- ✓ نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة.
- ✓ إذا قررت المؤسسة زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.

المطلب الثالث: قرار التحكيم بين سياسة الاستثمار والتمويل وسياسة أرباح الأسهم

هناك عدة حالات توضح ترابط سياسة الاستثمار والتمويل وسياسة أرباح الأسهم²:

¹ محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مرجع سبق ذكره.

² GEORGES GREGORIO, PASCAL BARNETO : Finance " Manuel et applications ", p 545.

● الحالة الأولى: لنفرض أن:

- مبلغ أرباح الأسهم المدفوع مرتفع.
 - عجز بعض أسواق رأس المال منح كل ما تحتاجه الشركة من أجل تمويل المشاريع المنتجة للقيمة.
- في هذه الحالة رأس المال المتبقي غير كاف من أجل تمويل نمو وتوسع حجم الشركة، الحل هو:
- ✓ أن تلجأ إلى الاقتراض أو رفع رأس مالها: هذا يؤدي إلى تحرير رأس المال من أجل أرباح الأسهم.

سياسة أرباح الأسهم هي كنتيجة لسياسة التمويل

- ✓ اللجوء إلى جميع الوسائل من أجل تحقيق التمويل الذاتي: احتجاز الأرباح التي تستثمر في المستقبل في المؤسسة (وضعها على شكل احتياطات).

سياسة أرباح الأسهم في المركز الأعلى من سياسة التمويل

● الحالة الثانية: نفرض أن:

- المؤسسة تقوم بدفع مبلغ منخفض من أرباح الأسهم من أجل التشجيع على الاستثمار في المشاريع التي تضمن تطوير المؤسسة.

سياسة أرباح الأسهم نتيجة لسياسة الاستثمار

المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح Dividend Policy Theories

من المعروف أن الوظيفة المالية في الشركات هدفها الأساسي هو دراسة القرارات الاقتصادية والمالية، فهي تعتمد على ثلاثة قرارات استراتيجية أساسية وهي: قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار تعويض رؤوس الأموال أو ما يعرف بسياسة توزيع الأرباح.

لا تزال سياسة توزيعات الأرباح مثيرة للجدل أما في الواقع ليس هناك توافق في الآراء في وجود سياسة مثلى، وعلى الرغم من التطورات النظرية الأخيرة وبوجود العديد من الدراسات التجريبية على السياسات المتبعة من قبل الشركات تبقى قرارات توزيعات أرباح الأسهم غير واضحة إلى حد كبير. ونظرا لتعقيد هذه المسألة فقد تكلم عليها Black (1976) بلغز أرباح الأسهم Dividend puzzle.¹

¹ Peerapat Wongchaiwat : **politique de dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie**, THÈSE Pour l'obtention du grade de Docteur de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 2011.

لقد أنجزت عدة أبحاث متعلقة بسياسة توزيع أرباح الأسهم بكترة خلال النصف الثاني من القرن العشرين وبداية الألفية الجديدة، هدفت هذه الدراسات إلى محاولة إيجاد علاقة بين سياسة أرباح الأسهم وبين عدة عوامل اقتصادية ومالية التي لها علاقة بقيمة الشركة ومختلف القرارات والقضايا المالية. (Baker et al (2002) أشاروا إلى أن هناك الكثير من النقاشات حول دور سياسة أرباح الأسهم في عملية اتخاذ القرارات المالية وتحديد قيمة الشركة. إن فرضية حيادية سياسة أرباح الأسهم أو بالأحرى عدم وجود علاقة بينها وبين قيمة الشركة والتي جاء بها كل من M&M (1961)، في حين أن ظهرت عدة أبحاث وفرضيات منافسة للنظرية الأولى ولكن في الواقع توجد أسواق مالية غير مثالية وغير فعالة والطلب على أرباح الأسهم من قبل المساهمين يخضع لعدة عوامل منها الجبائية والسلوكية والإعلامية. بالإضافة إلى النماذج النظرية التي سلطت الضوء على أهمية سياسة أرباح الأسهم شهدت الأسواق المالية بعض التغيرات في الاتجاهات العامة لأنماط توزيعات الأرباح. (Fama et French (2001 لاحظنا أن نسبة من الشركات الأمريكية تراجعت في دفع أرباح الأسهم خلال السنوات 80-90. (DeAngelo et al (2004 أثبتنا ظهور تراجع كبير في عدد الشركات التي قامت بدفع الأرباح رغم زيادة العرض الكلي لأرباح الأسهم، كما قام بعض الباحثين بتسليط الضوء على ظاهرة خفض أرباح الأسهم في جميع أنحاء العالم مع ظهور وسائل أخرى لتوزيع السيولة على المساهمين مثل إعادة شراء الأسهم. (Fama et French (2001 أرجعنا هذا النقص إلى دخول شركات جديدة إلى البورصات كما أنها شركات صغيرة ومتوسطة إضافة إلى ربحيتها الصغيرة وفرص نموها الكبيرة.

من الناحية النظرية فإن سياسة توزيع الأرباح تعتبر كقرار مالي وقد تم التطرق لها مرات عديدة في الأدب المحاسبي، فهي تسمح بمكافئة المساهمين مقابل مشاركتهم في رأسمال الشركات. من أوائل الدراسات التي قامت بتحليل سياسة توزيع الأرباح هي دراسة (Lintner (1956 فقد قام بوضع نموذج نظري فيما يخص سلوكيات توزيعات الأرباح في الشركات انطلاقاً من العلاقة بين الربح الجاري ومعدل التوزيعات الحالية. ومن مفهوم هذه النظرية والسؤال حول ملائمة سياسة توزيعات الأرباح ظهرت دراسات وأعمال كل من (Miller and Modigliani (1961 التي تفيد بأن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي تأثير على قيمة الشركة وتكلفة رأس المال، هذه الوضعية الحيادية اتجاه سياسة توزيع الأرباح غير مؤكدة من قبل جميع النظريات والباحثين. (Black et Sholes (1974 اعتمدا على الضرائب المفروضة على المساهمين من أجل اقتراح فرضية تأثير الزبائن وذلك لأن الزبائن المعفيين من دفع الضرائب أو الحاليين على تخفيضات يفضلون الاستثمار في أسهم الشركات التي تدفع توزيعات نقدية مرتفعة والعكس. (Bhattacharya (1979 اعتمد على نظرية الإشارة من أجل تطوير المحتوى المعلوماتي لأرباح السهم. (Shefrin (1984) قاما بتطوير السبب السلوكي الذي يفسر طلب توزيعات أرباح الأسهم من قبل المستثمرين.

بعد عشرين عاما من الدراسات السابقة جاء كل من (2004) Backer et Wurgler بنظرة جديدة تعالج فكرة طلب المستثمرين لأرباح الأسهم والتي تتغير مع الوقت حسب محيط السوق المالي. وقد قام الباحثان بمحاولة تفسير ظاهرة اختفاء توزيعات الأرباح على شكل أرباح أسهم بواسطة نهج سلوكي وملاحظة علاقة الارتباط بين ميل دفع توزيعات أرباح الأسهم ووجود منحة التوزيعات التي وضعها المستثمرين.

إن أدبيات موضوع توزيعات الأرباح أنتجت العديد من الأبحاث سواء النظرية منها أو التطبيقية والتي بدأت بأبحاث كل من Miller and Modigliani (1961) وظهرت نظرية عدم ملائمة التوزيعات واستنادها على عدم وجود ضرائب على الأرباح التي يحققها المستثمرين ثم إثبات وجودها والأهمية التي تحظى بها Miller-Scholes (1978) واستمرت هذه النظرية لعدة سنوات إلى غاية ظهور عدة أبحاث ونظريات نقیضة والتي جاءت بأفكار ومبادئ مختلفة عن النظريات الأولى. تعتبر توزيعات الأرباح Dividends من أهم مجالات تمويل الشركات والتي درست بتحليلات ونماذج دقيقة لأنها من الأبحاث التي تعتمد عليها المالية الحديثة، إذ توجد نظريات تدرس سلوك أرباح الأسهم بالإضافة إلى أبحاث تطبيقية قامت بتوضيح كل نظرية والأسس التي افترضت عليها. تقوم سياسة توزيعات الأرباح بتحديد مبلغ الأرباح التي يتم تقسيمها إما على المساهمين على شكل توزيعات نقدية أو إعادة استثمارها لذلك يجب على مدراء الشركات الاختيار بين احتجاز الأرباح أو توزيعها، إذ يعتبر هذا الاختيار من أهم مهام مسيري الشركات لأن الأرباح المحتجزة هي صورة واضحة لمصدر رؤوس الأموال التي تستخدم في تمويل نمو الشركات وفي آخر المطاف إعطاء أكبر احتمال لتوزيعات أرباح مرتفعة.

توجد نظريات أساسية تدرس سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بسعر السهم، حيث يقوم جوهر هذه النظريات على تفضيلات المستثمر للتوزيعات الحالية لقاء المستقبلية، وتمثل فيما يلي:

- ✓ نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح **Dividend irrelevance**.
- ✓ نظرية عصفور في اليد **"Bird in the hand" Dividend relevance**.
- ✓ نظرية التفضيل الضريبي **Tax-preference**.
- ✓ **Agency Costs and Free Cash Flow**.
- ✓ **Clientele Effects of Dividends**.
- ✓ **The Information Content of Dividends (Signaling)**.

في الأسواق المالية المتوازنة والتي لا يوجد فيها نقص فإن توزيع أرباح الأسهم ليس لها أي تأثير على قيمة الأسهم وبالتالي فإن حملة الأسهم لا يفرقون بين الحصول على توزيعات نقدية والمتمثلة في أرباح الأسهم أو الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين سعر البيع والشراء.

إن العديد من الباحثين أكدوا حيادية سياسة أرباح الأسهم في الأسواق المتكاملة وذلك باستعمال مختلف الأساليب الاقتصادية. والنماذج التالية أكدت ذلك بأن تقييم السهم عن طريق تحديث أرباح الأسهم، وتتمثل في نموذج . Brennan (1971), Rubinstein (1976), Gordon (1962).

بعد مرور 40 سنة على نظرية حيادية سياسة أرباح الأسهم الموضوعية من قبل Modigliani et Miller اقترح De Angelo et De Angelo (2006) أن في الأسواق المتكاملة أن سياسة أرباح الأسهم ليست محايدة وأن سياسة الاستثمار ليس هي المحدد الوحيد لقيمة الشركة، وبالتالي فإن هذه النظرية تم التشكيك فيها بناء على نماذج ودراسات أخرى مغايرة قاموا بها وفي وقت لاحق قام Handley (2008) بوضع تقارب وتوفيق بين نظرية De Angelo et De Angelo و Modigliani et Miller مع وضع التأكيد على عملية إعادة شراء الأسهم وتكاليف الوكالة.

المطلب الأول: نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح، نظرية عصفور في اليد

1- نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح Dividend irrelevance

إن السؤال الجوهرى لتأثير سياسات توزيع الأرباح على أسعار الأسهم أثار الكثير من الجدل خلال عدة سنوات، لقد قدم نظرية عدم ملائمة التوزيعات "The Dividend irrelevance" كل من Miller and Modigliani (1961)¹. وقد أظهر الباحثان أن أسعار الأسهم هي دالة لمستوى أرباح الشركة والتي تعكس سياسة الاستثمار فيها بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد هذا الأخير وفق قدرة الشركة ووفقاً لمخاطر الأعمال التي تواجهها. إن قيام الشركة باحتجاز أو توزيع الأرباح هو أمر لا يهم المستثمرين ومن تم لا يمكن أن يكون لها تأثير على القيمة السوقية للسهم، وأشار كل من الباحثان إلى أنه وفي ظل افتراضات معينة، وأن الشركة زادت التوزيعات ثم قامت بإصدار أسهم جديدة وبيعها، فإن قيمة السهم الذي حصل عليه

¹ DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: Corporate Finance "Principles & Practice", Fourth Edition, Pearson Education, 2007, p 286,287.

المستثمر تساوي تماما التوزيعات المدفوعة. في الأخير قدم الباحثان بأن تقييم أسعار الأسهم هو مستقل عن الأرباح التي تدفعها الشركة.

وليتم فهم النظرية التي قام بتقديمها الباحثان يجب التعرف على الافتراضات التي قامت عليها:

- مثالية أسواق رأس المال *la perfection des marchés de capitaux*: أي وكيل سواء كان بائع أو مشتري ليس لديه حجم كبير كفاية ليكون لديه تأثير على أسعار الأسهم. جميع المستثمرين لهم حق الوصول إلى كافة المعلومات المجانية وهي متاحة للجميع. لا توجد أي تكاليف للصفقات أو عمولات. لا يوجد أي تشويه ضريبي بين أرباح الأسهم وبين الأرباح المحققة عن طريق الفرق بين سعر البيع والشراء.
 - عقلانية الوكلاء *la rationalité des agents*: المستثمرين يفضلون دائما أن يكونوا أكثر ثراء من دون التفريق بين مصدر الأرباح سواء تمثلت في أرباح الأسهم أو الفرق بين سعر البيع والشراء.
 - اليقين المثالي *la certitude parfaite*: ويعني التأمين الكامل للمستثمرين فيما يخص الأرباح المستقبلية وليس المهم التفريق بين الأسهم والسندات على أنها مصدر رأس مال الشركات.
 - تمتاز الأسواق المالية بالفعالية التامة.
- وأكد الباحثان على أن المساهمين يتخذون القرار الرشيد دائما بمعنى أنهم يفضلون دائما الاختيار الذي يعظم ثروتهم سواء بالحصول على توزيعات أرباح مرتفعة *Dividendes* أو أرباح رأسمالية *Plus-Values* ولكن من وجهة نظر الشركة فهي تعمل على زيادة القيمة السوقية لها *Market value* عن طريق وضع وتطبيق سياسة استثمار تكون مثلى وتتماشى مع قدراتها المالية.

إن سياسة الاستثمار المثلى تتطلب من الشركة أن تستثمر في المشاريع التي تكون فيها القيمة الحالية الصافية¹ *VAN* موجبة والسوق المالي يكون متكامل وجيد وعدم تجزئة رأس المال إلى حصص إضافية وتجنب كل العوائق على المدى الطويل، فإذا كان رأس المال الداخلي للشركة غير كافي يمكنها أن تلجأ للأسواق المالية لتغطية العجز الناقص وذلك

¹ **La valeur actuelle nette d'un investissement** est la différence, à la date de réalisation de l'investissement :

- Entre la valeur actuelle des recettes prévues ;
- Et le montant du capital engagé dans le projet.

Ex : Valeur actuelle des flux de recettes : 11179.

Capital investi : 10000.

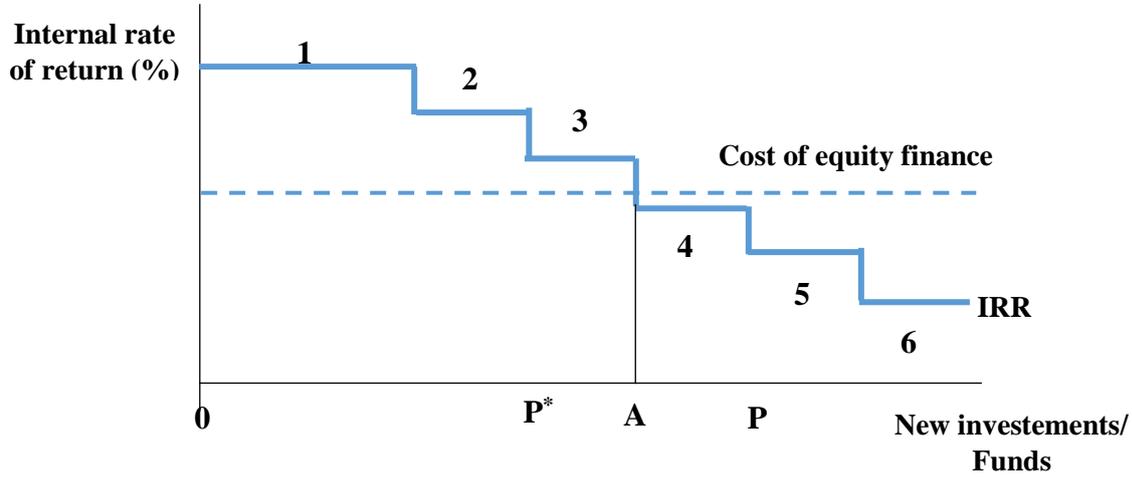
Valeur actuelle nette (VAN) : 1179.

Source : L. LANGLOIS, C. BONNIER, M. BRINGER : **Contrôle de gestion**, Collection LMD & Professionnel, Copyright Editions FOUCHER, Paris, 2006, Copyright Berti Editions, Alger, 2008, p387.

من أجل تمويل كل المشاريع التي ترغب فيها. أما إذا استثمرت الشركة في المشاريع وكانت القيمة الحالية الصافية موجبة فإن الأرباح المحتجزة سيتم توزيعها فيما بعد على شكل أرباح متبقية.

شكل رقم 37: أرباح الأسهم على شكل دفعات متبقية

"Dividends as a residual payment"



Source: DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: Corporate Finance, p 287.

نفترض أن شركة ما أمام 6 مشاريع غير أن ثلاثة المشاريع الأولى تعتبر جذابة بالنسبة لها أي أن معدل العائد يكون أكبر من تكلفة رأس المال الخاص، إذن مجموع الاستثمارات الناجحة يتطلب قيمة رأس المال (OA). إذا حققت الشركة أرباح بقيمة (OP) والقيمة (OA) قامت باحتجازها يمكن أن تدفع القيمة (AP) كأرباح أسهم متبقية. أما إذا كان الربح المتحقق هو القيمة (OP*) ومع ذلك قامت الشركة باحتجاز الأرباح المتحققة فإنه لا يوجد توزيعات أرباح خاصة بالأسهم والقيمة (P*A) تضاف على شكل أسهم عادية تتداول في السوق المالي. إن النظرية لم تناقش بأن أرباح الأسهم هي عبارة عن دفعات متبقية، وعندما تتبع الشركة سياسة استثمار مثلى فإن قيمتها لا تتأثر تماماً بسياسة توزيع الأرباح، لهذا السبب فمن وجهة نظر كل من Miller and Modigliani أن القرار الاستثماري منفصل عن قرار توزيع الأرباح، بمعنى أكثر دقة أن اختيار الشركة لسياسة توزيع الأرباح تعطي لها سياسة الاستثمار المثلى وبالتالي فهو يعتبر أفضل قرار لسياسة التمويل.

1.1- البرهان على عدم ملائمة توزيعات الأرباح

لفهم الافتراض الذي قامت عليه نظرية كل من M&M نقوم باستعراض النموذج الأساسي لتقييم الأسهم العادية والذي يتمثل في نموذج خصم أرباح الأسهم (DDM) Dividend discount model. إن نموذج خصم الأرباح ينص على أن قيمة السهم عبارة عن دالة لأرباح الأسهم المستقبلية ومعدل العائد المطلوب على الأسهم، على سبيل

المثال قيمة السهم في الزمن "0" (الوقت الحالي) هو ببساطة القيمة الحالية لجميع الأرباح المستقبلية مخضومة بمعدل خصم مناسب، ويمكن التعبير عن ذلك وفق الآتي¹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t}$$

حيث:

P_0 : سعر السهم الحالي.

t : وقت دفع أرباح الأسهم.

D_t : قيمة أرباح الأسهم المدفوعة في الفترة t .

r_t : معدل العائد المطلوب خلال الفترة t .

إن نموذج خصم الأرباح يبين أن أرباح الأسهم المخضومة المستقبلية (D_t) هي المحدد الأساسي لقيمة سعر السهم الحالي (P_0) وليس سعر السهم المستقبلي. يعتبر سعر السهم المحدد الحاسم لقيمة الشركة والتي يعبر عنها (V_0) ووفقاً لهذا فإن كلما زادت أرباح الأسهم تزداد قيمة الشركة وقد تم قبول هذه العلاقة من معظم الاقتصاديين وقد أدت فيما بعد إلى اتجاه جديد فيما يتعلق بأرباح الأسهم.

في سوق رأس المال المثالي معدل العائد المطلوب بالنسبة للمستثمر في أسهم شركة ما (r) يساوي أرباح الأسهم مضافاً إليه الأرباح الرأسمالية مع افتراض فترة زمنية واحدة والصيغة التالية توضح ذلك:

$$r = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث:

P_0 : سعر السهم السوقي الحالي.

P_1 : سعر السهم السوقي المتوقع لنهاية الفترة (The ex-dividend price of the share).

D_1 : حصة السهم من الأرباح في نهاية الفترة.

ومن خلال المعادلة السابقة يمكن الحصول على سعر السهم الحالي في السوق:

¹ MICHAEL RAFFERTY, HUSAM-ALDIN NIZAR AL-MALKAWI and REKHA PILLAI: **Dividend Policy "A Review of Theories and Empirical Evidence"**, International Bulletin of Business Administration Euro Journals, Issue 09, 2010.

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{(1+r)}$$

كما أن الباحثان لم يظهر أن المساهمين لا يهتمون بالحصول على أرباح الأسهم أم لا وبالمقابل أظهر أن المساهمين يكونون حياديين اتجاه دفع أرباح الأسهم في حالة ما إذا لم تدفع أية أرباح لهم (كل الأرباح تم استعمالها في سياسة الاستثمار وذلك يظهر في زيادة قيمة الشركة في السوق المالي) والذي بدورها تعكس الأرباح المتوقعة توزيعها في المستقبل أو تؤدي إلى زيادة سعر السهم الذي يعكس سياسة الاستثمار الناجحة. أما إذا طلب المستثمرين الحصول على نصيبهم من الأرباح ولم تقم الشركة بتوزيعها فقد يلجأ المساهمين إلى بيع حصصهم من الأسهم في الأسواق المالية وبالتالي الحصول على متطلباتهم.

في نهاية المطاف توصلنا كل من MM في حالة السوق الذي يتسم بالغموض تكون قيمة الشركة مستقلة عن سياسة توزيع أرباح الأسهم مع أن سياسة الاستثمار تكون ثابتة.

إن إقدام المستثمر على بيع السهم لأنه قيم بأعلى من قيمته الحقيقية يجعل جانب العرض يتفوق على جانب الطلب الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم حتى يصل إلى القيمة الحقيقية (العادلة).

إن تقييم الأسهم واكتشاف الخلل في تسعيرها ومن ثم القيام ببيعها أو شرائها حسب واقع الحال يسهم في تعزيز كفاءة الأسواق المالية وتصويب الخلل الموجود في تسعير الورقة المالية. أما إذا كان السعر السائد في السوق (القيمة السوقية للسهم) أقل من قيمته الحقيقية (السعر العادل للسهم) فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.

إن إقدام المستثمر على شراء السهم لأنه مقيم بأقل من قيمته الحقيقية (العادلة) يجعل جانب الطلب يتفوق على جانب العرض ومن ثم سيستجيب السوق لقوى العرض والطلب وسيرتفع سعر السهم حتى يصل إلى قيمته الحقيقية (العادلة).

2- نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد) Dividend relevance

في ضوء النظرية التي قدمها كل من Miller and Modigliani (1961) والتي اعتمدت في الأساس على أن سياسة توزيع الأرباح منفصلة عن سياسة الاستثمار في الشركة وأنها تعمل في ظل المنافسة التامة في الأسواق المالية، إذ تعتبر الافتراضات التي استندت عليها النظرية غير واقعية فلا يمكن ألا توجد تكاليف للتمويل أو عدم الخضوع

إلى الضريبة. ونتيجة لهذه الانتقادات قام كل من (1962) Lintner و (1963) M. Gordon¹ بتقديم نظرية ملائمة التوزيعات والتي عرفت بعصفور في اليد (Bird in the hand) لأن المساهمين يفضلون توزيعات الأرباح في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققونها في المستقبل، لأن توزيعات الأرباح الحاضرة تعتبر مضمونة وموثوقة الحصول عليها مقارنة بالأرباح التي تتحقق نتيجة الفرق بين بيع وشراء الأسهم لأنها تمتاز بعدم التأكد نتيجة للتقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم.

إذا كانت توزيعات الأرباح أكثر تفضيلاً من الأرباح الرأسمالية من قبل المستثمرين ففي هذه الحالة فإن سياسة توزيع الأرباح تلعب دوراً أساسياً ومهماً في تحديد القيمة السوقية للشركة². إن الشركات التي تقوم بدفع أرباح أسهم منخفضة يمكن أن تؤدي إلى هبوط أسعار أسهمها نتيجة لقيام بعض المساهمين ببيع حصصهم من أسهم الشركة، بالمقابل فإن الشركات التي تتبع سياسة توزيع أرباح مثالية فإنها تحافظ على قيمتها السوقية وقيمة أسعار أسهمها.

المطلب الثاني: نظرية التفضيل الضريبي، نظرية الوكالة

1- نظرية التفضيل الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، وتعود هذه النظرية إلى كل من ليزن بيرجي وراما سواني فهي ترفض نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح في حين تأخذ مركزاً مضاداً مع نظرية عصفور في اليد وهي بذلك تدعو بعكس ما تدعو إليه النظرية، أي تدعو الشركات لاحتجاز أكبر قدر ممكن من الأرباح، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة مع الضريبة على التوزيعات. ووفقاً لنظرية التمييز الضريبي فإنه يجب على الشركات أن تقلص من التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت ترغب في تعظيم قيمة الأسهم³.

بالنسبة للمساهمين المكلفين وبشرط أن يكونوا خاضعين للضرائب فإن التفاضل في الخضوع للضرائب يكون في الأرباح الرأسمالية التي تتحقق عن طريق الفرق بين بيع وشراء الأسهم Plus-values.

ولهذا فإنه توجد نتيجتين مهمتين:

- سياسة توزيع أرباح ذات معدل منخفض مقبولة ومفضلة من قبل المساهمين.

¹ PASCAL BARNETO, GEORGES GREGORIO: Finance "Manuel et applications", p 558.

² DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: Corporate Finance "Principles & Practice", p 288.

³ محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مرجع سبق ذكره.

• الأسهم التي تمتاز بتوزيعات أرباح كبيرة ومعتبرة تكون أسعارها في السوق أقل من التي تتميز بتوزيعات منخفضة.

في الواقع إن المساهمين يفكرون في العوائد المرجوة والتي تتحقق في الوقت القريب، إن أسعار أسهم الشركات التي تمتاز بنسبة توزيع كبيرة سوف تصنف في الأسفل حتى يتبين معدل العائد والأخذ بعين الاعتبار حجم ومقدار الضرائب. بينما تعكس أسعار أسهم الشركات القيمة الحالية للضرائب الإضافية التي يتحملها المساهمون إلى حين تسوية معدل العائد.

مثال للتوضيح

نفرض حالة شركة A والتي تمتاز بالمعطيات اتجاه مساهميتها وهي كالآتي:



C_t et D_t : سعر وتوزيعات الأرباح للسهم في التاريخ t.

نفرض أن الضريبة على توزيعات الأرباح 40% والضريبة على الأرباح الرأسمالية Plus-values 20%، إذن يمكن حساب معدل العائد (Taux de rentabilité) بعد الضريبة لمساهم ما في الشركة A.

الشركة A	
112.50	سعر السهم خلال سنة Cours dans un an
0.00	توزيعات أرباح مدفوعة Dividende versé
112.50	القيمة الكلية قبل الضريبة Valeur totale avant impôt
100.00	سعر السهم الحالي Cours actuel de l'action
12.50	الأرباح الرأسمالية Plus-value
12.50	معدل العائد قبل الضريبة Taux de rentabilité avant impôt (%)
0.00	الضريبة على توزيعات الأرباح (40%) Impôt sur les dividendes
2.50	الضريبة على الأرباح الرأسمالية (20%) Impôt sur les plus-values
10.00	مجموع المداخيل بعد الضرائب Total revenus après impôt
10.00	معدل العائد بعد الضريبة Taux de rentabilité après impôt (%)

نفرض معطيات أخرى تتعلق بالشركة B وهي كالتالي:



التدفقات الخاصة بالمداخيل الكلية هي متطابقة وتحدد في نهاية السنة 1 ولكن المساهم يتحمل معدل ضريبة على توزيعات الأرباح بقيمة 40%، ومعدل العائد بعد الضريبة هو 10%.

الشركة B	
102.50	سعر السهم خلال سنة Cours dans un an
10.00	توزيعات أرباح مدفوعة Dividende versé
112.50	القيمة الكلية قبل الضريبة Valeur totale avant impôt
97.98	سعر السهم الحالي Cours actuel de l'action
4.72	الأرباح الرأسمالية Plus-value
15.06	معدل العائد قبل الضريبة Taux de rentabilité avant impôt (%)
4.00	الضريبة على توزيعات الأرباح (40%) Impôt sur les dividendes
0.94	الضريبة على الأرباح الرأسمالية (20%) Impôt sur les plus-values
9.78	مجموع المداخيل بعد الضرائب Total revenus après impôt
10.00	معدل العائد بعد الضريبة Taux de rentabilité après impôt (%)

نلاحظ من خلال المثالين السابقين كيف أن ميكانيزم توازن الأسعار في الأسواق المالية يمكن أن يبطل هذا الامتياز المالي، وبالتالي هذا لا يفسر سياسة التوزيعات في الشركات.

وهناك دراسات أكدت هذه النقطة¹:

- اقترح **M. Brennan (1970)** بأن المعدلات ذات الضرائب المرتفعة على توزيعات الأرباح بالمقارنة مع الأرباح الرأسمالية تعطي عوائد عالية قبل الضريبة والتي تكون مرجوة من قبل المساهمين وذلك على الأسهم التي تمتاز بتوزيعات أرباح عالية ومستوى خطر مماثل للتوزيعات.

¹ PASCAL BARNETO, GEORGES GREGORIO : Finance "Manuel et applications", p 564.

- لقد أظهر كل من **M. Miller et M. Scholes (1978)** أن بإمكان المساهمين أن يخفضوا المصاريف الناتجة عن دفع الضرائب على توزيعات الأرباح وموازنتها عن طريق تخفيضات أسعار الفوائد على القروض واتفاقيات التأمين على الحياة وحسابات التوفير على التقاعد.

2- نظرية الوكالة

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة وتسييرها وهذا الذي توصل إليه كل من Jensen and Meckling 1976، فمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين. ومن هنا ظهرت علاقات الوكالة، فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخصي أو آخرين في القيام بتسيير الشركة نيابة عنهم وأهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة الملاك، وذلك مقابل حصول الوكيل على أجر مناسب مقابل القيام بمهامه ومسؤولياته. فبطبيعة الحال فإن المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية الشركة. فممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين، وفي هذه الحالة الأمر يتطلب نوعاً من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون. تلجأ الشركات إلى حجز الأرباح بغية تخفيض احتمال عدم وجود مصادر خارجية لتمويل استثماراتها الخارجية كما تهدف من وراء هذه العملية إلى تخفيض أو تجنب العسر المالي والمرتبطة خاصة باحتمال وجود نتائج استغلال سلبية في المستقبل وبالخصوص الشركات التي تستثمر في البحث والتطوير هي التي تحتفظ بمبالغ معتبرة لأجل تمويل العملية من جهة ومن جهة أخرى توفير السيولة للاستثمارات المحتملة. وتوفير السيولة من خلال حجز الأرباح فالشركة تتجنب تحمل تكاليف الصفقات الخاصة بالمصادر الخارجية للتمويل (المتعلقة بالبحث أو إصدار أسهم أو سندات). ومن ناحية أخرى يمكن أن تتولد تكاليف أخرى جراء الإحلال بين إصدار أسهم أو سندات جديدة، في المتوسط تكلفة إصدار السندات تتراوح بين 1 و3% أما تكلفة إصدار الأسهم هي بين 3.5 و7%. أثبتت عدة دراسات أن الإعلان عن الزيادة في أرباح السهم بقيمة 10% تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم بنسبة 1.34% ومن جهة أخرى فالإعلان عن تخفيض أرباح السهم بنفس النسبة السابقة يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم بنسبة 3.71% كما أن سعر السهم يتغير تناسيباً مع التغير في أرباح السهم. ومع ثبات العوامل الأخرى فاستجابة السوق المالية للتغير في سعر السهم يكون قويا في حالة انخفاض أرباح السهم مقارنة بارتفاعها¹.

¹ بريش عبد القادر، بدروني عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جوان 2013.

ويبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند La porta et al 2000 أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقاً أكبر فانهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح الأسهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة Emerging Market وهي الأسواق المالية في الدول النامية التي تشهد نمواً ملحوظاً خلال عدد من السنين، وبالتالي يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة وبما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين.

أثبتت الدراسات أن المسيرين لا يفضلون توزيع هذه التدفقات النقدية على المساهمين في شكل أرباح عندما تكون الفرص الاستثمارية قليلة كما يمكن للشركة أن تلجأ للاقتراض لتوفير السيولة ومن ثم توزيع أرباح الأسهم وفقاً لما توصل إليه كل من Malitz and Sefcik 1994. فكلما انخفضت درجة حماية المساهمين (انعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل) يسمح هذا للمسيرين باستعمال مهاراتهم في السيطرة على الشركة واستعمالها لمصلحتهم الشخصية وفي هذه الحالة يستطيع المسيرون كسب الشهرة عن طريق توزيع أرباح الأسهم على المساهمين الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين حسب La porta, Lopez-de-silanes, Sheifer and Vishny 2000. وتوزيع أرباح الأسهم يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لدى المسيرين Jensen 1986، أو بالتأثير على القيمة السوقية للشركة (رفعها) مما يكسب تفاؤلاً المساهمين Easterbrook 1984.

لتخفيض تكاليف الوكالة والصفقات يلجأ المسيرين إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف. تم اختبار هذا النموذج من طرف Rozeff 1982 باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فانه كلما زادت نسبة امتلاك المسيرين للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغط على المسير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة كما أن امتلاك المسير لأسهم الشركة يجعله يفضل الزيادة في أجره بدل توزيع أرباح السهم، بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية بين قيمة التوزيعات والمتغيرات (B)، المخاطرة السوقية، معدل النمو، نسبة الأسهم التي يمتلكها المسيرين) وعلاقة موجبة مع نسبة اللوغاريتم النيبيري لعدد المساهمين إلى اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال، وبدلالة إحصائية والعلاقة السلبية مع معدلي النمو هو أنه كلما زادت احتياجات الشركة من السيولة ومنه تخفيض قيمة التوزيعات لتلبية هذه الاحتياجات، وكذلك زيادة معدل النمو يزيد من ثقة المساهمين بالمسيرين ومنه المطالبة بنسبة عالية من أرباح السهم للضغط على المسيرين تصبح غير ضرورية.

المطلب الثالث: نظرية أثر الزبون، نظرية الإشارة

1- نظرية أثر الزبون Clientele Effects of Dividends

أشار كل من M&M أنه يمكن لفرضية الزبائن أن تلعب دورا هاما في سياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف معينة، وأشاروا إلى أن اختيار المحفظة المالية من قبل بعض المستثمرين يمكن أن تتأثر ببعض العوامل المتعلقة بالسوق المالي كتكاليف الصفقات ومعدلات الضرائب التفضيلية، كما أنهم يفضلون خليطا من الأرباح الرأسمالية وتوزيعات الأرباح. كما أشار الباحثان إلى أن هذه العوامل يمكن أن تدفع بالمستثمرين لاختيار الأوراق المالية التي تقلل من هذه التكاليف وميلهم إلى أنواع معينة من توزيعات الأرباح¹.

كما تركز هذه النظرية على أن تقوم الشركات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتماشى وتفضيلاهم فيما يتعلق بالاستثمار والاستهلاك. والمستثمرون فئات، فمثلا هناك فئة من المستثمرين المتقاعدون الذين يفضلون التوزيعات النقدية، هذه الفئة إن كانت مستثمرة في أسهم بها توزيعات مخالفة لاحتياجاتهم فسوف تنخفض قيمة تلك الأوراق المالية نتيجة للسلوك المعاكس لاحتياجاتهم. وهناك فئة أخرى تفضل احتجاز الأرباح سوف تقوم بطلب الأسهم التي ليس بها توزيعات ومنه ترتفع قيمة السهم لزيادة الطلب عليه، لذلك فللمستثمر حرية الاختيار في الأسهم التي تناسب رغباته وأن تقوم الشركة باختيار السياسة التي تناسب مع امكانياتها.

في الواقع العملي يواجه المستثمرون دفع ضرائب سواء على أرباح الأسهم أو المكاسب الرأسمالية وتدخل على شكل تكاليف معاملات في قيمة الأوراق المالية، ولهذا الأسباب وعلى أساس مختلف الحالات التي تواجه المستثمرين فإن الضرائب وتكاليف المعاملات تقوم بإنشاء ما يسمى بأثر الزبائن. وعلى أساس رغبات كل مستثمر يقوم باختيار أسهم الشركة التي تناسب أوضاعه وبالمقابل تقوم الشركات بجذب المستثمرين وذلك بتوفير سياسة توزيع أرباح تناسب واحتياجاتهم، على سبيل المثال الشركات العاملة في المجال الصناعي ذات النمو المرتفع تقوم بتوزيعات أرباح منخفضة أو تمتنع عن ذلك لتقوم بجذب الزبائن الذين يفضلون الأرباح الرأسمالية بدل أرباح الأسهم، ومن ناحية أخرى توجد شركات تقوم بتوزيعات أرباح مرتفعة وذلك من أجل استقطاب الزبائن الذين يفضلون أرباح الأسهم على الأرباح الرأسمالية. أشار كل من (Allen, Bernardo and Welch (2000 إلى أن تأثير الزبائن حتى على

¹ MICHAEL RAFFERTY, HUSAM-ALDIN NIZAR AL-MALKAWI and REKHA PILLAI: **Dividend Policy "A Review of Theories and Empirical Evidence"** .

الشركات المستثمرة فهي تأخذ نفس اتجاه سلوك المستثمرين الأفراد فهي تميل لسياسة توزيعات الأرباح الكبيرة لأنها تحظى بامتيازات ضريبية أفضل من المستثمرين الأفراد.

يهتم معظم المستثمرون بالعوائد بعد خصم الضرائب منها وحجم الضرائب المفروضة على كل من أرباح الأسهم والأرباح الرأسمالية قد يؤثر على رغبات كل مستثمر واختياراته. لقد أثبتت عدة دراسات أن المستثمرين الذين تفرض عليهم ضرائب مرتفعة نسبياً يتوجهون للاستثمار في الشركات التي تحتفظ بمعظم دخلهم وذلك للحصول على المكاسب الرأسمالية المحتملة Han, Lee and Suk (1990), Dhaliwal, Erickson and Trezevant (1990) and Short, Zhang and Keasey (2002) ، وهناك بعض المستثمرين لا يكثرثون لحجم الضرائب المفروضة سواء على أرباح الأسهم أو الأرباح الرأسمالية أو الإعفاءات لذلك لا تؤثر على اختياراتهم Elton and Gruber (1970).

1.1- الأدلة التجريبية Empirical Evidence

إن الدراسات التجريبية التي اختبرت فرضية تأثير الزبائن على سياسة توزيع الأرباح أخذت مسارات مختلفة، فبعض الأبحاث اعتمدت على دراسة المحفظة المالية للمستثمرين وخصائصهم الديموغرافية وحجم الضرائب التي يخضعون لها. لقد أثبت (Petit 1977) وجود علاقة تأثير الزبائن على سياسة توزيع الأرباح وذلك من خلال دراسة 914 محفظة مالية خاصة بالمستثمرين الأفراد، فقد توصل إلى وجود علاقة موجبة بين أعمار المستثمرين والمحافظ المالية وتوزيعات الأرباح وعلاقة سالبة بين دخول المستثمرين وتوزيعات الأرباح. كما أشار إلى أن المستثمرين المسنين ذوي الدخل القليلة يعتمدون أكثر على محافظهم الاستثمارية لتمويل استهلاكاتهم الحالية وتجنب تكاليف المعاملات المتعلقة ببيع أسهمهم كما يميلون إلى الاستثمار في الأسهم التي تتمتع بتوزيعات كبيرة. كما أظهر بأن المستثمرين الذين لديهم محافظ مالية ذات أخطار منخفضة يفضلون التوزيعات المرتفعة. وقد وجد (Scholz 1992) أن حجم الضرائب المفروضة على توزيعات الأرباح أو المكاسب الرأسمالية تؤثر على قرارات المستثمرين في اختيار المحفظة المالية التي توفر توزيعات نقدية مرتفعة أو منخفضة وبين حجم الضرائب المفروضة.

وفي دراسة تطبيقه أخرى تم اختبار العلاقة بين التغيرات في توزيعات أرباح الأسهم والتغيرات في سلوكيات الزبائن (Richardson, Sefcik and Thompson 1986) وقد تم اختبار عينة متكونة من 192 شركة أمريكية خلال الفترة (1962-1982) وقد حاول الباحثون معرفة إذا كانت توزيعات أرباح الأسهم المرتفعة في أسهم الشركات المتداولة هي نتيجة للإشارة التي يتلقاها المستثمرون أم ترجع إلى عامل تأثير الزبائن وحجم الضرائب

المفروضة، ووجد الباحثون أن الزيادة في حجم التداول المرتبطة بالتغيرات في سياسة توزيع الأرباح تتعلق أساسا بمحتوى المعلومات وقت الإعلان عن التوزيعات وجزء صغير يتعلق بتأثير الزبائن، وخلص الباحثون إلى أن وجود الدليل على تأثير الزبائن يبقى ضعيف إلى حد ما.

2- سياسة توزيعات الأرباح ونظرية الإشارة *Politique de dividende et théorie de la signalisation*

طبقا لهذه النظرية فإن المستثمرون ينظرون لأي تغييرات في سياسة التوزيع عن طريق الشركة كإشارة لتوقع الربح بواسطة إدارة الشركة. التوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ الشركة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيان وبمعنى آخر لو كان المستثمرون يتوقعون من شركة ما أنها سوف توزع نسبة أقل من توزيعات الأرباح -بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى- فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت الشركة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق المال. ومع ذلك فإن (Miller and Modigliani) يؤكدان على أن زيادة مقسوم الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة الشركة على أنها تتوقع نموا كبيرا في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضا. أي أن المعلومات هذه (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا تؤثر في سعر السهم.

وقد توصل (Healy and Paleph 1988) في دراستهما لهذه النظرية إلى أن الإعلان عن نتائج توزيعات الأرباح سيؤدي إلى تقلب في أسعار الأسهم بنسبة (4%) في حين انخفضت أسعار الأسهم بنسبة (9.5%) في الشركات التي تمتنع أو تتوقف عن توزيع الأرباح. ويستنتج من ذلك أن الاعلان عن مقسوم الأرباح يعد مؤشرا لزيادة الإيرادات المستقبلية التي تعكس الأخبار للمستثمرين عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق النقدي والقيمة الحالية الموجبة لفرص الاستثمار الرأسمالية وبالتالي كفاءة السوق المالي¹.

ويشير (McMenamin 1999) إلى أن التغيرات في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة عموما وارتفاع دفع توزيعات، وهذا التغير ينظر إليه كإشارة موجبة (Positive Signal) ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر

¹ عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية (2002).

السهم، وبالعكس فإن الانخفاض في دفع التوزيعات ينظر إليه كإشارة سلبية (Negative Signal) حول دلائل الأرباح المستقبلية وتؤدي إلى انخفاض في سعر السهم.

وأكدت مجموعة من الدراسات التي تستند على فرضية أن التغيرات غير المتوقعة في سياسة توزيع الأرباح تفسر في السوق المالية بأن هناك تغير في كفاءة الشركة لتوليد الثروة في المستقبل. فإذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة بالفعل فإن سعر السهم لن يتغير بشكل مهم عن الإعلان عن هذه الزيادة، لأن المعلومة (الزيادة في توزيعات الأرباح) كانت متوقعة من قبل وقد تم استخدامها في تقييم الأسهم، لكن إذا توقع المساهم زيادة في معدل توزيعات أرباح السهم بنسبة 5% ولكنها زادت بنسبة 25% فإن هذه الزيادة سترافقها زيادة في قيمة السهم والعكس سوف يحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت.

الدراسة التي قام بها كل من Laux starks and Yoon (1998) تبين أن درجة الاستجابة للانخفاض في أرباح السهم أقوى من تأثير زيادة أرباح السهم وهذا ما أكده سابقا (1956) Lintner وأن التغير في أرباح السهم يعطي معلومات عن الشركة والتي تأخذ بعين الاعتبار في السوق المالية. وتم تأكيد هذه النتيجة في دراسة على الشركات النشطة في NYSE/AMEX حسب كل من Howe and Shen (1998) كما تم التوصل إلى أن إعلان الشركة عن توزيع أرباح السهم يعطي معلومات خاصة بها ولا يشمل أي نوع من التأثير أو التنافس الموجود بين الشركات في نفس القطاع.

ولدراسة العلاقة بين أرباح السهم وأرباح الشركات (1996) DeAngelo and Skinner تم التركيز على التغيير المفاجئ في أرباح الشركة فكانت النتيجة أن معامل أرباح الأسهم لا تختلف عن الصفر بدلالة إحصائية فتم التوصل إلى أن زيادة أرباح الأسهم لا يعني بالضرورة تحسن أرباح الشركة المستقبلية، مما يعني أن يمكن للمسير أن يعلن عن الزيادة في أرباح الأسهم فقط من أجل تضليل أخرى (كتعظيم المنفعة الشخصية له) كما يمكن أن يكون المبتغى من زيادة أرباح الأسهم هو تمييز الشركة عن الشركات الأخرى، ومهما اختلف المبتغى من تغيير أرباح الأسهم فإن الدلائل التجريبية تؤكد بأن أرباح السهم تعطي معلومات مستقبلية وآتية عن الشركة.

فحسب كل من (1995) Jensen and Johnson تبين أن المعلومات التي يمكن أن تأتي نتيجة تغير أرباح السهم مختلفة، من تغير في أرباح الشركة إلى التغير في التدفقات النقدية لها ثم التغير في فعالية الشركة وأخيرا التغير في أرباح السهم يدل على وجود تغير في مخاطرة الشركة ومن هذه الاختلافات يمكن القول بأن التغير في أرباح السهم متعلقة

بخصائص هذا التغير وكذا خصائص الشركة المعنية ومن دراسة التأثير المشترك بين هذه المتغيرات يمكن تحديد المعلومة المراد توصيلها من خلال تغير أرباح السهم.

نلاحظ أن كل من النظريات السابقة تعطي نتائج ونصائح مختلفة ومتباينة لمتخذي القرار، ذلك لأن لكل منها وجهة نظر خاصة بها، فبينما يرى كل من Miller and Modigliani عدم الاهتمام بسياسة توزيعات الأرباح لعدم تأثيرها على قيمة السهم، نجد أن كل من M. Gordon and J. Lintner يفضل أن يكون معدل التوزيعات أكبر ما يمكن، أما نظرية التمييز الضريبي فيفضل روادها تدنية ذلك المعدل إلى أدنى مستوى. ولكن هذا الاختلاف والتباين في رغبات المستثمرين بشأن نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها.

المبحث الخامس: أنواع سياسات توزيع الأرباح والعوامل المفسرة لها

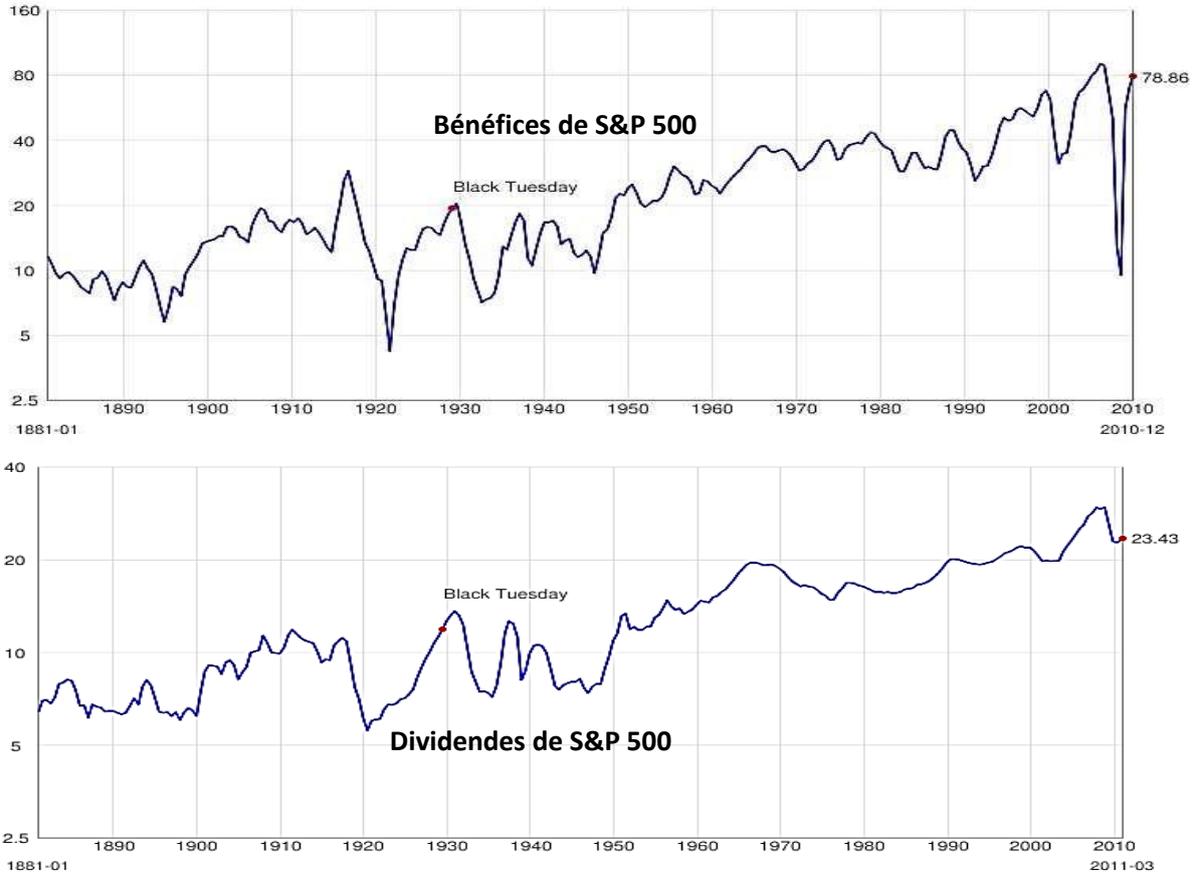
المطلب الأول: خصائص دافعي أرباح الأسهم Caractéristiques des payeurs de dividendes

إن الحكم على سياسة أرباح الأسهم عن طريق خصائص الشركات شكلت عدة دراسات مثيرة للجدل في عالم النظرية المالية. في الولايات المتحدة الأمريكية تضاعفت الجهود والأبحاث من أجل دراسة الخصائص التي تتمتع بها الشركات التي تقوم بدفع أرباح الأسهم (DeAngelo et al, 1992 ; Alli et al, 1993 ; Allen et Michaely,1995; Fama et French,2000 ; 2001 ; Mancinelli et Ozkan,2006 ; Denis et Osobov,2008 ; Kim et Gu,2009)، يمكن لبعض الخصائص أن تؤثر على سلوك دافعي أرباح الأسهم، كما أن الشركات الكبرى لها مكانة في السوق المالي مما يفسر سهولة دفع المستحقات المالية بأقل التكاليف وبأقل الصعوبات، مما يشير إلى أن الاعتماد على التمويل الداخلي يتناقض مع حجم الشركات. كما يمكن لهذه الشركات أن تدفع أرباح أسهم كبيرة. (Fama et French (2001) أوضحنا بأن دافعي أرباح الأسهم هم شركات أكبر من التي لا تدفع، وأشاروا إلى أن خلال الفترة الممتدة بين 1993-1998 أصول الشركات التي تدفع أرباح الأسهم زادت بمعدل 13 مرة على الشركات التي لا تدفع أرباح الأسهم. (Holder et al (1998) أشاروا إلى أن الشركات الكبيرة عادة ما تكون أكثر نضجا وبالتالي القدرة على دفع الأرباح. (Dichens et al (2002) أكدوا على الأثر الإيجابي لحجم الشركات على سياسة أرباح الأسهم. (Kim et Gu (2009) أثبتنا أيضا أن حجم الشركات له أهمية بالغة في تحديد سياسة التوزيعات النقدية. هناك ارتباط إيجابي بين الربحية وسياسة توزيع الأرباح Myers et Majluf (1984) حيث أشارا الباحثان إلى أن كلما زادت الربحية زادت أرباح الأسهم بالإضافة إلى زيادة الأموال الخاصة

بالشركة. Dickens et al (2002) بينا أن تحقيق الأرباح الكبيرة من قبل الشركات تساعد على استقرار التدفقات النقدية التشغيلية وتقليل احتمال الوقوع في العسر المالي وبالتالي وجود سهولة في دفع أرباح الأسهم¹.

لقد اثبتت الدراسات التجريبية حقيقة زيادة أرباح الأسهم نتيجة زيادة الأرباح المحققة من قبل الشركات، وفي بعض الأحيان يتجاوز مقدار عائد السهم الواحد (Dividende par action) مقدار نصيب السهم من الأرباح (Bénéfice par action) والشكل التالي يوضح ذلك للشركات الأمريكية:

شكل رقم 38: تطور مواز لكل من الأرباح وأرباح الأسهم في الشركات الأمريكية التابعة لمؤشر S&P 500



Source : Aymen TURKI : Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions.

إن الأرباح العامة وأرباح الأسهم تربطهما علاقة إيجابية على مر الزمن وهذا لأن أرباح الأسهم تدفع من الأرباح المحققة من قبل الشركات والشكل السابق يوضح هذه العلاقة للشركات الأمريكية التابعة لمؤشر S&P 500 خلال الفترة 1881-2011 مع توزيعات أكثر سلاسة رغم التغير والتقلب في الأرباح والتردد في خفض أرباح الأسهم

¹ Aymen TURKI : Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions, Thèse pour obtenir le grade de Docteur en science de gestion, Université de Lille 2, 2013.

عندما تقل الأرباح العامة. إن السيولة التي تملكها الشركة تعتبر عامل آخر يفترض أن يكون مرتبط بشكل إيجابي مع سياسة توزيع الأرباح في الشركة فقد أظهرت العديد من الدراسات التجريبية وجود معدل توزيع مرتفع في الشركات التي تمتلك سيولة وافرة (Zhang (2001). وفق كل من (Amidu et Abor (2006) النقص في السيولة يعني النقص في الخزينة إذن يمكن توزيع أرباح أسهم أو الامتناع عن ذلك. عندما يتم دفع أرباح الأسهم نقدا مستوى السيولة في الشركة يكون له أثر مباشر على قدرة دفع أرباح الأسهم. (Holder et al (1998) وجدا علاقة إيجابية بين أرباح الأسهم والسيولة، في حين أن (Omran et Pointon (2004) لم يجد علاقة إيجابية بين السيولة وأرباح الأسهم. في دراسات سابقة أجراها عدة باحثين بينت أن فرص الاستثمار يمكن أن تكون عامل مهم لعملية دفع أرباح الأسهم. إن الباحثين (Rozeff (1982), Bajaj et Vijh (1990), Agrawal et Jayaraman (1994), La porta et al (2000), Fama e French (2001), Gosh et Sirmans (2006), Kim et Gu (2009) أشاروا إلى أن عندما تكون فرص استثمارية متاحة للشركات تقوم بتخفيض توزيعات أرباح الأسهم من أجل الاحتفاظ بالسيولة من أجل الاستثمار، (Myers et Majluf (1984) أشارا إلى القيمة السوقية للشركة تأتي في المقام الأول لذلك يجب عليها الاحتفاظ بمزيد من الدخل وذلك من أجل تفادي اللجوء إلى رؤوس الأموال الخارجية في عملية التمويل. إن الدراسات التجريبية (Wang et al (1993), Barclay et al (1995), Ooi (2006), Mancinelli et Ozkan (2001) أكدوا على وجود علاقة سلبية بين فرص الاستثمار مقاسة بنسبة "market-to-book" وأرباح الأسهم المدفوعة. (Fama et French (2001) بينا أن الشركات التي لا تدفع أرباح الأسهم لها فرص استثمارية أفضل من التي تقوم بدفع الأرباح. (DeAngelo et al (2006) أوضحا بأن أرباح الأسهم المدفوعة لها اتجاه معين من قبل الشركات هذه الأخيرة عادة ما تكون في مرحلة النضج لعدم توفر فرص استثمارية جذابة. بينما تواجه الشركات في طور النضج فرص استثمارية وفيرة نسبيا مع الموارد المحدودة لها لذلك تحتفظ بالتوزيعات. (Rozeff (1982) أشار إلى أن الشركات التي لها رافعة مالية عالية تميل إلى تخفيض معدل توزيعات أرباح الأسهم لتجنب تكاليف المعاملات المرتبطة بالتمويل الخارجي. (Mancinelli et Ozkan (2006) افترضوا أن الرافعة المالية لها أثر سلبي على توزيع أرباح الأسهم أما الشركات ذات النفود الواسع تلتزم بدفع أرباح أسهم منخفضة نظرا لتكاليف التمويل الخارجي ومخاطر التخلف عن السداد في الوقت المحدد. (Coculescu (2011) بين أن أرباح الأسهم عبارة عن دالة متزايدة، في أغلبية الدراسات التطبيقية، (Jensen et al (1992), Bradley et al (1998), Chen et steiner (1999), Ooi (2001), Mancinelli et Ozkan

(2006) وجدوا علاقة سلبية بين معدل المديونية وأرباح الأسهم. في حين أثبت كل من (Wang et al (1993) et Ghosh et Sirmans (2006) وجود علاقة ايجابية بينهما.

إن استقرار الأرباح له أثر إيجابي على توزيعات أرباح الأسهم، لكن في الواقع تتجنب الشركات أن تميل إلى أرباح الأسهم العالية في حالة عدم التأكد من الأرباح المحققة (Jensen et al (1992). Amidu et Abor (2006). إن الشركات التي تملك إيرادات ثابتة يمكن أن تدفع نسبة مرتفعة من الإيرادات على شكل أرباح أسهم عكس الشركات التي لا تتمتع بإيرادات ثابتة ولا تستطيع التنبؤ بالأرباح المستقبلية. إن الدراسات التطبيقية خلصت بالإجماع عن وجود علاقة سلبية بين التغيرات في الأرباح وأرباح الأسهم المدفوعة (Pruitt et al (2002), Dickens et al (2002), Gitman (1991).

باختصار إن الدراسات المتعلقة بسياسة أرباح الأسهم تفترض بأن حجم الشركات والربحية والسيولة لها أثر إيجابي على قدرة دفع أرباح الأسهم للمساهمين، في حين أن فرص الاستثمار والتغيرات في الأرباح المحققة والمديونية يمكن أن تؤثر سلبا على قرار توزيع أرباح الأسهم. إن الدراسات التجريبية أكدت بالإجماع التأثير الإيجابي لكل من حجم الشركة والربحية والتأثير السلبي للمديونية وعدم استقرار الأرباح.

المطلب الثاني: مقياس أو معيار سياسة أرباح الأسهم والعوامل المفسرة لها

1- مقياس أو معيار سياسة أرباح الأسهم Mesure de la politique de dividendes

بالرغم من أن تعريف أرباح الأسهم بسيط من ناحية المفهوم إلا أن مقياس أو معيار هذا المتغير يبقى يشكل تحديا كبيرا. (Boudoukh et al (2007) أكدوا على تعقيد سياسة أرباح الأسهم وفي الواقع من المهم تقييم أرباح الأسهم العادية من أجل اتباع استراتيجية محددة، ويتم ذلك عن طريق ثلاثة خطوات. (Fama et French (2001) تقييم سياسة أرباح الأسهم عن طريق التمييز بين دافعي وعدم دافعي أرباح الأسهم. (Becker et al (2011) باستخدام وجود أو عدم وجود أرباح أسهم كإجراء أساسي من سياسة توزيع الأرباح. أما المعيار الثاني فقد استخدم في نطاق واسع وهو مردودية ربح السهم والتي تمثل المبلغ السنوي لأرباح الأسهم المدفوع خلال سنة، فهو يساعد على تقييم درجة المخاطرة ويساعد المستثمر في تقييم مردودية السهم. أما المعيار الثالث فيتمثل في معدل التوزيع

الذي يمثل المبلغ الإجمالي لأرباح الأسهم المدفوعة إلى الأرباح الاجمالية المحققة من قبل الشركة¹، هذه النسبة تساعد في تقدير أرباح الأسهم المستقبلية وحساب نسبة الاحتفاظ التي تساعد على توقع معدل النمو المستقبلي للأرباح². إن معدل التوزيعات يتبع عموماً دورة حياة الشركة يبدأ من الصفر عندما تكون الشركة في أوج النمو ويأخذ منحى تصاعدي حتى مرحلة النضج. حسب (Lintner (1956) هدف المسيرين من سياسة أرباح الأسهم يتم التعبير عنه بواسطة معدل التوزيعات المطبق على الأرباح المستقبلية، يمكن للمسير أن يقوم بتثبيت نسبة معينة مثلاً 60% من الأرباح وذلك من أجل التقلبات في الأرباح من أجل ضمان استقرار أرباح الأسهم. Lintner (1956) قام بتفسير سلوك دفع أرباح الأسهم عن طريق نموذج التعديل الجزئي. ووفقاً لهذا النموذج يدل على أن المسيرين يعمدون إلى تغيير سياسة أرباح الأسهم عن طريق معدل توزيع الأرباح وعلى مستوى الأرباح الحالية والنظر في معدل التوزيع على المدى الطويل Lintner (1956) يفترض العلاقة التالية من أجل وصف تطورات أرباح الأسهم لشركة معينة:

$$\Delta D_{i,t} = a_i + b_i r_i \text{EPS}_{i,t} - b_i D_{i,t-1}$$

حيث أن:

$\Delta D_{i,t}$: التغير في ربح السهم بين $t-1$ و t .

$D_{i,t-1}$: ربح السهم المدفوع في $t-1$.

$\text{EPS}_{i,t}$: الأرباح الحالية.

a_i : ممثل دائم لمقاومة انخفاض أرباح الأسهم.

r_i : معدل التوزيعات المستهدف من قبل الشركة.

b_i : سرعة تعديلات أرباح الأسهم.

هذا النموذج أعطى مقياس جديد لسياسة أرباح الأسهم المتبعة من قبل الشركات. سرعة التعديلات على أرباح الأسهم تساعد على تقييم جودة أرباح الأسهم الحالية مع الأرباح الماضية مع أخذ التغيرات في الأرباح العامة، هذا المعيار يساعد الشركة بالتفاعل مع أي ظروف يمكن أن تؤثر على سياسة أرباح الأسهم مع الحفاظ على استقرار الأرباح. (Brave et al (2005) et Andres et al (2009) استخدموا هذا المؤشر من أجل عمل تقييم تطبيقي

¹ Gugler et Yurtoglu (2003) utilisent le ratio de distribution ; Johnson et al. (2006) appliquent le rendement en dividende, et Chen et al. (2005) se réfèrent aux deux mesures.

² Ex. La firme caractérisée par un ratio de rétention élevé, c'est à dire un ratio de distribution faible, aura en général, un taux de croissance des bénéfices élevé.

لتطور سياسة أرباح أسهم الشركة، أما في الواقع المعايير مثل المردودية الخاصة بأرباح الأسهم ومعدل التوزيعات ليس لهم القدرة على تفسير السلوك الديناميكي للشركات فيما يتعلق بسياسة أرباح الأسهم المستهدفة من قبل الشركة ومثل ذلك نموذج التعديل الجزئي ل (1956) Lintner يمكن أن يكون مرجعا جيدا.

2- العوامل المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تعتمد سياسة توزيعات الأرباح على عدة عوامل كل واحد له تأثيره الخاص على قرار توزيع الأرباح ويوضح الشكل التالي العوامل المفسرة لسياسة أرباح الأسهم:

شكل رقم 39: العوامل المفسرة لسياسة توزيع الأرباح



Source : PASCAL BARNETO, GEORGES GREGORIO : Finance " Manuel et applications ", p 555.

المطلب الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح

يوجد العديد من السياسات التي تتبعها الشركات في توزيع أرباحها والتي نذكر من أهمها , (Christensen, John A , 2003)¹:

1- سياسة الأرباح الموزعة المستقرة

وتتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع أرباح موزعة ذات قيمة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعاً لتغير أرباح الشركة، وسياسة توزيع الأرباح المستقرة تعني أن الشركة لا تعتمد إلى زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين كلما ازدادت أرباحها، لأن هذا يعني التزاماً ضمناً من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى الأعلى من الأرباح الموزعة الذي قد لا تبرره احتمالات انخفاض أرباح الشركة مستقبلاً. وأيضاً تعني هذه السياسة أن الشركة لا تعتمد إلى خفض الأرباح الموزعة كلما انخفضت أرباح الشركة، فالشركة قد تنخفض أرباحها في سنة ما ولكنها تستمر بتوزيع الأرباح على المساهمين بالقيمة المعتادة، إلا إذا اعتقدت الإدارة أن الانخفاض في الأرباح ناتج عن أسباب جوهرية تتعلق بالوضع الاقتصادي العام، ونجد في الواقع أن كثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بأن المساهمين عامة يفضلون ذلك، وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثيراً إيجابياً على سعر سهم الشركة في البورصة.

2- سياسة توزيع الفائض

وطبقاً لهذه السياسة تقوم الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى كلما كانت لديها مشروعات استثمارية تحقق معدل عائد أعلى من الذي يحققه حملة الأسهم عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، ويترتب على تطبيق هذه السياسة تذبذب مقدار العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين من عام لآخر تبعاً لدرجة توفر المشروعات الاستثمارية التي يمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة ففي حالة عدم توفرها تقوم الشركة بتوزيع الأرباح كعائد نقدي للمساهمين، وفي ظل تطبيق سياسة الفائض فإن الشركات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة هي التي تلجأ إلى احتجاز الأرباح لتمويل مشروعات التوسع بينما الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة فتقوم بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها كعائد نقدي على المساهمين نظراً لعدم الحاجة لإعادة استثمار تلك الأرباح.

¹ فيصل محمود الشواورة، محمد عبد الرحيم الدحيات، خالد الحطيات، فواز خالد الشواورة: أثر الإعلان عن الأرباح المحاسبية وتوزيعاتها النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة المقيدة في بورصة عمان "دراسة تطبيقية".

3- سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح

تعتمد هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين، ونسبة لتذبذب الأرباح من عام لآخر فإن العائد النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين سوف يتذبذب أيضا وفقا لهذه السياسة، ولتجنب الآثار السلبية الخاصة بتذبذب مستويات العائد النقدي على أسعار الأسهم، فإن نسبة التوزيع التي يتم اختيارها عند تطبيق تلك السياسة تمثل متوسط النسبة المستهدفة التي تسعى الشركة إلى تحقيقها في الأجل الطويل وليست النسبة التي يتم الالتزام بها بصورة قاطعة كل عام.

4- توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الرواج

تتمثل هذه السياسة في أن تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن توزيع هذا العائد الإضافي في سنوات الربحية المرتفعة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعا وهميا بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بصفة مستديمة. وعند إتباع هذه السياسة يمكن أن تقوم الشركة بزيادة العائد النقدي الذي يتم توزيعه كل عام، وذلك بعد أن تتأكد إدارة تلك الشركة بأن مستويات الأرباح خلال السنوات القادمة سوف تسمح لها بتغطية هذا المستوى الجديد من العائد النقدي السنوي.

في بعض الأحيان تقوم الشركات بتوزيع العائد على المساهمين على صورة أسهم إضافية بدلا من الصورة النقدية وهذا ما يعرف بأسهم المنحة (العينية) وفي هذه الحالة يحصل كل مساهم على عدد من الأسهم الإضافية وفقا لعدد الأسهم التي يمتلكها قبل الإعلان عن تلك التوزيعات ويعود قيام الشركة بتوزيع العائد على صورة أسهم إلى عدة أسباب رئيسية تتمثل في التالي:

- الرغبة في توسيع قاعدة ملكية الشركة حيث يقوم بعض المستثمرون ببيع الأسهم الإضافية التي يحصلون عليها كعائد إلى مستثمرون جدد مما يوسع قاعدة ملكية الشركة.
- الرغبة في تخفيض سعر السهم بغرض جذب كثير من المستثمرين الذين لا يستطيعون شراء السهم إلا عند انخفاض سعره إلى مستويات مناسبة ويتأتى هذا من خلال هذه التوزيعات التي تؤدي إلى زيادة عدد أسهم الملاك مما يؤدي إلى انخفاض نصيب كل سهم من أصول الشركة ما يترتب عليه انخفاض سعر السهم بالسوق.

- إمكانية زيادة العائد النقدي الذي يحصل عليه المستثمرون مستقبلا وذلك نظرا لأن عدد الأسهم التي يمتلكها كل مستثمر سوف يزداد نتيجة القيام بتوزيعات العائد على صورة أسهم.

ومن الجدير ذكره هنا بأن الشركة عند قيامها بتوزيع الأرباح على شكل أسهم فإنها تقوم بتخفيض رصيد الأرباح المحتجزة بمقدار القيمة السوقية للأسهم الإضافية التي تم توزيعها على المستثمرين مع القيام بزيادة أرصدة العناصر الأخرى لحقوق الملكية بنفس القيمة.

5- اختيار مبلغ أرباح الأسهم الموزع

هذا الاختيار يكون عن طريق إدراك مختلف الاقتراحات بين ما هو نظري وتطبيقي في الشركة والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم 12: اختيار مبلغ أرباح الأسهم الموزع

غياب تام لتوزيع أرباح الأسهم	سياسة أرباح الأسهم المتبقية	توزيع إجمالي لكل الأرباح	
أرباح الأسهم لا تشكل عنصر الرفاهية بالنسبة للشركة والمساهمين.	كل ما هو إضافة للأرباح (مع أخذ الاحتياط بأن الشركة تفضل كل المشاريع التي تكون فيها القيمة المضافة موجبة) يوزع على شكل أرباح أسهم.	المساهمون يفضلون في الواقع الحصول على أعلى نصيب من الأرباح ويفضون أقل الأرباح.	Principe sous-jacent
	مستوى أرباح الأسهم يرتفع ببطء مقارنة مع زيادة مستوى الأرباح: الشركة لا تقوم برفع قيمة أرباح الأسهم إلا إذا حققت أرباح مرتفعة، هذا المنهج من المعلومات يسمح للأسواق المالية بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركة.	<ul style="list-style-type: none"> • توزيع أرباح الأسهم يؤثر على التمويل الذاتي للشركة. • معدل الخضوع للضريبة بالنسبة للقيمة الزائدة (Plus-values) هو في الأغلب أكثر من أرباح الأسهم. 	التتائج Conséquences
حالات نادره ما تقوم الشركات بوضع الأرباح كلها على شكل احتياطات ولا تقوم بتوزيع الأرباح.	هذه السياسة لا يمكن اتباعها من طرف المسيرين.		في الواقع En pratique

Source : Pascal Barneto, Georges Gregorio : Finance "Manuel et applications", p 546.

خلاصة

يعد قرار توزيع الأرباح على المساهمين من أهم القرارات التي تتخذها الشركات، نظرا لتفاعله وتأثيره المتبادل مع كل من قراري الاستثمار والتمويل، فالسياسة المنتهجة يجب أن ترضي المساهمين من جهة وأن تخدم مصادر التمويل الداخلية من جهة أخرى. فمبلغ الأرباح الذي يتم توزيعه ومدى استقراره وطرق التوزيع المتبعة لها مدلولاتها الهامة التي يستخدمها المستثمرون أثناء تقييمهم لظروف الشركة ومستقبلها المنظور والتي تنعكس على تصرفاتهم في سوق الأوراق المالية وتظهر من خلال كمية العرض والطلب على أسهم الشركة وهذا ما يؤثر بالطبع على القيمة السوقية للشركة. وحيث أن هناك العديد من المتغيرات والعوامل المتشابكة والمؤثرة على تحديد الكم والكيف الذي يتم به التوزيع، فسياسة توزيع الأرباح ليست بالمهمة السهلة على إدارة الشركة لكونها تشكل التزاما ضمينا منها بالحفاظ على مستوى توزيعات مستقبلية توهي إلى المستثمرين بمعلومات جديدة تؤثر على توقعاتهم وتقييماتهم لمستقبل الشركة. وتتعدد السياسات التي تتبعها الشركات في توزيع الأرباح، وتشعب دوافعها لتشمل أركان متعددة، أهمها قدرة الشركات على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية والنمو المستقبلي المتوقع والوضع الاقتصادي بشكل عام إلى جانب توجهات إدارة الشركة حيال مصادر التمويل ومدى قدرتها على إعادة استثمار الأرباح المدورة وتحقيق عوائد متنامية. حيث تحدد الشركات عادة حجم وطريقة توزيع الأرباح بناء على جودة الأرباح ومدى توفر السيولة النقدية لديها إضافة لتوقعات أدائها خلال الفترات المقبلة، لذلك تعتبر سياسة توزيع الأرباح ذو أهمية بالغة في شركات المساهمة ولذلك يجب مراعاتها والتركيز عليها لضمان الاستمرارية.

الجانب التطبيقي

دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي

مقدمة.

- المبحث الأول: عرض النماذج المستخدمة وعينة البحث.
- المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة السعودية.
- المبحث الثالث: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة الكويت.
- المبحث الرابع: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة قطر.
- المبحث الخامس: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة أبو ظبي.

تحليل النتائج.

خاتمة.

تم تناول العلاقة بين الأرباح والعوائد في العديد من الدراسات حيث كان أهمها دراسة (Ball and Brown) والتي أجريت على 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة 1957-1965، التي توصلت إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية، لذلك يعد هذا الموضوع من أكثر مواضيع نظرية السوق المالية التي خضعت للدراسة من قبل الباحثين في مجال المحاسبة والتمويل خاصة في نهاية عقد الثمانينيات وخلال عقد التسعينيات، وذلك على إثر محاولات البعض تأكيد أو تفسير النتيجة التي توصلت إليها كل من دراسة (Brown and Al) ودراسة (Lev) اللتان تفيدان بتدني القوة التفسيرية لمتغير الأرباح في نموذج الانحدار المستخدم في وصف العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية. إذ وجدوا أولئك الدارسين في مختلف أعمالهم وأثناء مراجعتهم للدراسات السابقة وتقييمهم لها في هذا المجال بأن الأرباح لا تفسر بشكل عام أكثر من 10% من التغير في العوائد السوقية للأسهم¹.

وبعد أحد عشر عاما، أضافت دراسة (Beaver and al, 1979) إلى الأدب المحاسبي أنه يمكن تفسير التغير في العائد بالاعتماد على أهمية التغيرات غير المتوقعة في الأرباح². أي أنه كلما ازداد التغير في الأرباح غير المتوقعة، كلما ازداد التغير في العائد غير المتوقع. وبذلك أصبحت المقاييس المحاسبية للأرباح ذات معنى أو أن لها مضمون معلوماتي. لقد وجد (Lev, 1989) في مراجعته للأدب المحاسبي أن التغير في الأرباح يفسر في المتوسط 5% من التغير في العوائد. ولقد بنيت هذه النتيجة على استخدام التغير في حصة السهم من الأرباح مقسوما على سعر السهم السوقية في بداية فترة نافذة الدراسة كمتغير تفسيري للتغير في العائد السوقية للسهم. إن استخدام الباحثين لهذه المواصفة تأثر بالدراسة الأولى لعلاقة العوائد بالأرباح والتي أخذت شكل "دراسة حدث (Event study)" كذلك تأثر الباحثون في اختيار ذلك المتغير بتلك المواصفة بنتائج الدراسات التي أثبتت أن الأرباح تسلك سلوكا عشوائيا (Random walk) وبالتالي فإن أفضل توقع لأرباح السنة الحالية هو أرباح السنة الماضية (دراسة Ball and Watts, 1972) لذلك فإن المتغير التفسيري الطبيعي هو الأرباح غير المتوقعة للسهم. فإذا كانت الأرباح تسلك سلوكا عشوائيا فإن أفضل ممثل للأرباح غير المتوقعة للسهم هو التغير في حصة السهم من الأرباح، ويفترض هذا التعبير أن الأرباح لا تتضمن عناصر غير ثابتة (Transitory components) إلا أن العديد من الدراسات أثبتت

¹ مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم: دراسة اختبارية للمواصفة الأكثر تمثيلا للعلاقة في العراق، مرجع سبق ذكره.

² Levon Babalyan: Association between Accounting Earnings and Stock Returns as a Measure of Value Relevance of Accounting Standards, Empirical Evidence from the Swiss Market, work paper, University of Fribourg/Switzerland, November 2001.

أن الأرباح تحتوي على عناصر مؤقتة كدراسة (Brooks and Buckmaster, 1976) ودراسة (Ou and Penman 1989)، ودراسة (Easton and Harris, 1991) ودراسة (Ohlson, 1989) وبناء على ذلك فإن التغيير في حصة السهم من الأرباح قد يكون ممثل ضعيف (Poor proxy) للأرباح غير المتوقعة وبالتالي يؤدي إلى وجود خطأ قياس (Measurement error) في علاقة العوائد بالأرباح، وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض قوة الأرباح التفسيرية لعوائد الأسهم. إن الدراسة النظرية للباحث (Ohlson, 1995) خرجت بأن المتغير الأساسي لتفسير العائد السوقي للسهم هو مستوى حصة السهم من الأرباح مقسوما على السعر السوقي للسهم، وذلك بافتراض أن الأرباح تسلك سلوكا عشوائيا وأن الأرباح الحالية تكفي لتحديد سعر السهم. كذلك خرجت دراسة (Brown and al, 1987) أنه يمكن تقليل الخطأ في قياس الأرباح غير المتوقعة من خلال استخدام أكثر من متغير لتمثيل الأرباح غير المتوقعة¹.

وقد سعى (Easton and Harris, 1991) للتحقق من أن مستوى الأرباح مقسوما على سعر السهم ملائم أو ذو صلة في تفسير العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية²، واثبات مساهمة (Ohlson, 1989) النظرية من خلال دراسة عملية على سوق الولايات المتحدة الأمريكية. وقد خرجت الدراسة بأنه يمكن استخدام متغير حصة السهم من الأرباح لتفسير التغيير في العائد السوقي للسهم، وأن استخدام كلا المتغيرين (أي التغيير في الربح ومستوى الربح) في نموذج الانحدار لعلاقة العوائد بالأرباح يؤدي إلى تحسين قوة الأرباح التفسيرية للعوائد ويؤدي إلى ارتفاع معامل استجابة الأرباح (Earnings Response Coefficient, ERC) للنموذج.

وقد حاول (Strong, 1993) تطبيق دراسة (Easton and Harris, 1991) على الواقع البريطاني وخرج بنتائج معاكسة لما جاء في دراسة (Easton and Harris, 1991)، أي أن التغيير في الربح هو المتغير الأساسي لتفسير التغيير في العائد. إلا أن (Al-Debi'e, 1997) أثبت عدم دقة نتائج (Strong, 1993) على الواقع البريطاني وخرج بنتائج تؤكد ما جاء به (Ohlson, 1995) نظريا، ونتائج (Easton and Harris, 1991) العملية.

كذلك طرحت دراسة (Kothari, 1992)، والتي استندت إلى مساهمة (Ohlson, 1989) النظرية، بأنه إذا كانت الأسعار تسبق الأرباح (Prices lead earnings) فإن معامل استجابة الأرباح وقوة الأرباح التفسيرية للنموذج الذي يستخدم متغير مستوى الربح ستكون أعلى من تلك في حالة استخدام متغير التغيير في الربح في نموذج علاقة العوائد بالأرباح.

¹ Ashiq Ali, Paul Zarowin: **The role of earnings levels in annual Earnings>Returns Studies**, Journal of Accounting Research, Vol 30, No 2, Autumn, 1992.

² A. Frino, G. Tibbits: **Earnings as an Explanatory Variable for Returns**, A Note, Accounting & Finance Working Paper 92/35, School of Accounting & Finance, University of Wollongong, 1992.

لقد تم إرجاع ضعف العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم (Strong and Walker, 1993) إلى الصيغة المقيدة لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية. فلقد أثبتنا أن السماح لمعاملات نموذج الدراسة بالتغير عبر الزمن بالاعتماد على نموذج يستخدم متغير مستوى الأرباح من شأنه أن يزيد من قوة العلاقة. كذلك اثبت (الدبي، 2002) في دراسة التي طبقت على السوق الأردنية، أن هناك تذبذبا كبيرا في معاملات نموذج علاقة الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم عبر الزمن وما بين الشركات، وأن هذا التذبذب من شأنه أن يؤثر سلبا على قوة العلاقة. فلقد وجد أن السماح للمعامل الثابت أو معامل الميل أو كليهما بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات في نموذج العلاقة يحسن من القوة التفسيرية للأرباح فيما يتعلق بالتغيرات في العوائد السوقية للأسهم، فلقد ازدادت القوة التفسيرية من 8% للنموذج المقيد إلى 42% للنموذج العام غير المقيد.

ولتفسير ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، أضاف بعض الباحثين عوامل أخرى إلى جانب الأرباح المحاسبية اعتقدوا أنها تؤثر في العوائد السوقية للأسهم. فلقد خلصت دراسة (Shroff, 1995) إلى وجود متغيرات محاسبية أخرى عدا الأرباح المحاسبية تتعلق بأداء الشركة المستقبلي، وتؤثر في تحديد أسعار الأسهم كنسبة السعر إلى الربح ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث أثبتت أن نسبة السعر إلى الربح العالية تدل على أن هناك نموا مستقبليا في الأرباح إذ أن المحتوى المعلوماتي للأرباح يعكس التغير في وضعية الشركة وتكون الأرباح ذات محتوى معلوماتي إذا استطاعت أن تغير في قرارات المستثمرين للحصول على التوزيعات النقدية أو عائد الأرباح الرأسمالية¹، وبالتالي ستكون استجابة سعر السهم السوقية للأرباح المحاسبية عالية، وهذا بدوره يؤثر على العائد السوقية للسهم. أما دراسة (Ott, 1990) فقد اختبرت المحتوى المعلوماتي الإضافي للأرقام غير الربحية إضافة لرقم الربح وذلك بالاعتماد على ما تقدمه هذه الأرقام من معلومات تفيد في التنبؤ بقيمة المنشأة المستقبلية. وقد خلصت الباحثة إلى أن الأرقام غير الربحية لها محتوى معلوماتي إضافي فيما يتعلق بسلوك الأرباح المحاسبية في الفترة المالية اللاحقة، وبالتالي فإن هذا من شأنه أن يؤثر على قرارات المستثمرين المتعلقة بالاحتفاظ أو الشراء أو البيع للأسهم.

يحتاج المساهمون والمستثمرون إلى معرفة المتغيرات الهامة والأساسية التي تدخل في تفسير عوائد الأسهم السوقية. إن المساهمين الحاليين أو المستقبليين مجبرون على الاعتماد على نماذج تمكنهم من تقييم أداء الشركات وتوقع عائد الأسهم

¹ William H. Beaver: **The information content of annual earnings announcements**, Journal of accounting research, Vol 6, Empirical research in accounting, selected studies 1968.

التي يملكونها أو التي هم بصدد الاستثمار فيها. إن أهم عنصر يعكس الصورة الحقيقية للشركة واتجاهاتها هو الربح الصافي، لذلك فإن النظريات المالية الجديدة تفضل تعظيم قيمة الشركة ينتج عنه تعظيم الأرباح¹.

المبحث الأول: عرض النماذج المستخدمة وعينة البحث

من أجل اختبار فرضيات البحث سيتم الاعتماد على نموذج العوائد (Returns regression model) والمستخدم في العديد من الدراسات السابقة، (Harris et al; 1994)، (Haw et al; 1999)، (Charitou et al; 2000)، (Pritchard, 2002)، (Dimitropoulos, 2009)، (Harris et al; 1991). وتماشيا مع تلك الدراسات، فقد تم اختيار ثلاث نماذج اثنان منهما أحادي المتغير والثالث بصيغة ثنائية المتغير وتأخذ الشكل التالي:

المطلب الأول: النماذج المستعملة في البحث

1- النموذج الأول: نموذج الأرباح

يعتمد النموذج الأول على متغير الأرباح المحاسبية في تفسير تغيرات عوائد الأسهم عن طريق ربط العوائد بالأرباح منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة كما هو موضح في العلاقة (1):

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it} \quad ; \quad X_{it} = EPS_{it}/P_{it-1} \quad (1)$$

2- النموذج الثاني: نموذج تغيرات الأرباح

يستند النموذج إلى فكرة أن تغير الأرباح يؤدي إلى تغير العوائد، وبذلك فهو يعتمد على متغير التغير في ربحية السهم الواحد من أجل تفسير التغيرات في عوائد الأسهم عن طريق ربط عائد السهم بالتغير في ربحية السهم منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة كما هو موضح في العلاقة (2):

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it} \quad ; \quad \Delta X_{it} = \Delta EPS_{it}/P_{it-1} \quad (2)$$

¹ Atabak Baybordi, Farid Barvari, Touraj Bahramihajiabad, Masoumeh Sheykhluou: **Evaluating the Relationship between Economic Values Added and Stock Return in Companies Listed at Tehran Stock Exchange**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol 3, No 2, 2013.

3- النموذج الثالث: نموذج كل من الأرباح والتغير في الأرباح

يستند إلى فكرة معرفة القوة التفسيرية الإضافية الناتجة عن استخدام متغيري الأرباح معا. وبالتالي فهو يعتمد على تفسير عوائد السهم من خلال ربط عوائد السهم مع كل من ربحية السهم والتغير في ربحية السهم منسوبة إلى سعر السهم في نهاية الفترة السابقة كما هو موضح في العلاقة (3):

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

حيث أن:

R_{it} : العائد على سهم الشركة i في الفترة t .

X_{it} : ربحية السهم الواحد للشركة i في الفترة t مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

ΔX_{it} : التغير في ربحية السهم الواحد مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

EPS_{it} : الأرباح المحاسبية (ربحية السهم) لسهم الشركة i في الفترة t .

ΔEPS_{it} : التغير في الأرباح المحاسبية لسنة الشركة i في الفترة t = الفرق بين أرباح الفترة t وأرباح الفترة $t-1$.

P_{it} : سعر السهم للشركة i في نهاية الفترة t .

P_{it-1} : سعر السهم للشركة i في نهاية السنة السابقة $t-1$.

α ، β ، γ تشير إلى المعاملات التي سيتم تقديرها من خلال النماذج و e تشير إلى خطأ النموذج.

المطلب الثاني: متغيرات البحث، مصادر جمع البيانات

1- متغيرات البحث

المتغير التابع: عائد السهم، ويتكون من العائد الرأسمالي بالإضافة إلى عائد التوزيعات النقدية (Easton and

Harris, 1991)، ويتم حسابة من خلال العلاقة التالية:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1} + DPS_{it}) / P_{it-1} \quad (4)$$

حيث:

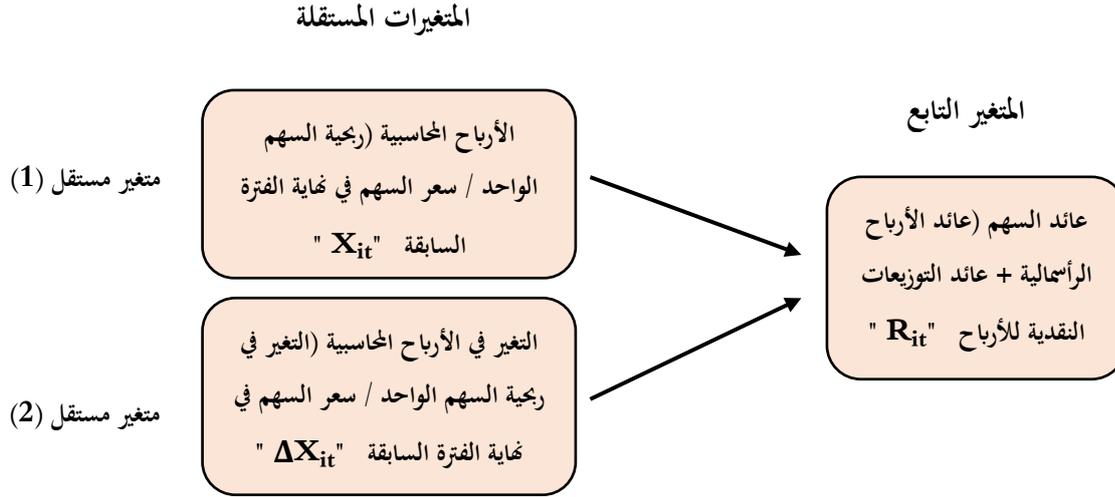
DPS_{it} : حصة سهم الشركة i من التوزيعات النقدية في الفترة t ويتم حسابها من خلال قسمة توزيعات الأرباح على عدد الأسهم.

P_{it} : سعر السهم للشركة i في نهاية السنة t .

P_{it-1} : سعر السهم للشركة i في بداية الفترة t والذي يمثل سعر السهم في نهاية السنة السابقة $t-1$.

المتغيرات المستقلة:

- ربحية السهم الواحد مقسومة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.
 - التغير في ربحية السهم الواحد مقسومة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.
- شكل رقم 40: المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لنماذج البحث



المصدر: من إعداد الباحث.

2- مصادر جمع البيانات

لتحقيق أهداف البحث واختبار الفرضيات، تم جمع البيانات بالطرق التالية:

- المصادر الأولية:

- القوائم المالية الخاصة بالشركات عينة البحث.
- الإفصاحات الصادرة عن البورصات والمتعلقة بقرارات الإعلان عن توزيع أرباح الشركات في اجتماعات الهيئة العامة.
- النشرات الصادرة عن البورصات.

- المصادر الثانوية:

- تتمثل في الكتب العربية والأجنبية والدوريات والمقالات بالإضافة للدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع.

المطلب الثالث: أساليب تحليل البيانات، عينة البحث

1- أساليب تحليل البيانات

لغرض تحقيق أهداف البحث تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- الأساليب الإحصائية الوصفية: حيث يتم تحليل البيانات تحليلًا وصفيًا لكافة متغيرات البحث وذلك من أجل استخراج عدة مقاييس إحصائية وصفية الوسط الحسابي والانحراف المعياري وغيرها.
- اختبار الفرضيات: يتم استخدام الطرق المناسبة وذلك لاختبار صحة الفرضيات وفقًا لأسلوب البحث والتي تتمثل في دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم. وتم الاعتماد على برنامج **EViews** نسخة رقم "09".

2- عينة البحث

يوضح الجدول التالي عينة الشركات التي سيتم دراستها حسب كل بورصة.

جدول رقم 13: عينة الشركات التي تم دراستها حسب كل بورصة.

البورصة	عدد الشركات المدرجة	العينة المختارة	القطاع	الفترة
بورصة السعودية	128	14	صناعة + خدمات	2010-2014
بورصة الكويت	103	07	صناعة + خدمات	2010-2014
بورصة قطر	26	12	صناعة + خدمات	2006-2014
بورصة أبو ظبي	46	11	صناعة + خدمات	2007-2014
المجموع		44 شركة مساهمة		

المصدر: من إعداد الباحث

تم اختيار هذه الشركات لتوفرها على الشروط التالية:

- الشركات التي قامت بالإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية وحققت ربحية سـهم موجبة خلال فترة البحث.
- توفر الإفصاح الكامل للشركات خلال فترة البحث.
- توفر بيانات حصة السهم من الأرباح السنوية وأسعار الإغلاق الشهرية للشركة خلال عامين متتاليين على الأقل.
- ألا يكون قد حدث لدى الشركة أحداث مشوشة خلال فترة البحث مثل الاندماج، أو توزيع أسهم مجانية، أو تجزئة القيمة السوقية للسهم، أو إيقاف السهم عن التداول.

المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة السعودية

المطلب الأول: نظرة عن بورصة السعودية، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات

1- نظرة عن بورصة السعودية

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975 م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة.

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات الميلادية عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 2 / 6 / 1424 هـ الموافق 31 / 7 / 2003 م بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ 30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق¹.

¹ الموقع الرسمي لبورصة السعودية <http://www.tadawul.com.sa>

وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الإثنين 29 صفر 1428 الموافق ل 19 مارس 2007 برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

2- مجتمع وعينة البحث

1.2- مجتمع البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في بورصة السعودية باستثناء القطاع المالي والبالغ عددها 128 شركة مساهمة (قطاع صناعي + خدمي) حسب موقع بورصة السعودية.

2.2- عينة البحث

تم أخذ عينة من الشركات التي تنتمي لقطاع الصناعة وقطاع الخدمات خلال الفترة 2010-2014 وبلغ عددها 14 شركة والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم 14: قائمة الشركات عينة البحث "بورصة السعودية"

الفترة	القطاع	اسم الشركة
2010-2014	قطاع الصناعة	الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات
2010-2014	قطاع الصناعة	الشركة المتقدمة للبتروكيماويات
2010-2014	قطاع الصناعة	شركة الأسمدة العربية السعودية
2010-2014	قطاع الصناعة	شركة التصنيع الوطنية
2010-2014	قطاع الصناعة	شركة بنع الوطنية للبتروكيماويات
2010-2014	قطاع الصناعة	شركة أسمنت العربية
2010-2014	قطاع الصناعة	شركة الإسمنت السعودية
2010-2014	قطاع الصناعة	الشركة السعودية لأنابيب الصلب
2010-2014	قطاع الخدمات	الشركة السعودية المتحدة للتأمين التعاوني
2010-2014	قطاع الصناعة	الشركة السعودية لصناعة الورق
2010-2014	قطاع الصناعة	الشركة السعودية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية
2010-2014	قطاع الخدمات	الشركة المتحدة الدولية للمواصلات
2010-2014	قطاع الصناعة	شركة المراعي
2010-2014	قطاع الخدمات	شركة اتحاد اتصالات
14 شركة مساهمة		المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم 15: وصف الشركات عينة البحث "بورصة السعودية"

عينة البحث		عدد شركات القطاع في السوق	نوع القطاع
النسبة %	العدد		
18.03	11	61	صناعي
4.74	03	67	خدمي
10.93	14	128	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث

يوضح الجدول التالي التحليل الوصفي لمتغيرات البحث بالنسبة لبورصة السعودية.

جدول رقم 16: التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة السعودية"

Variable	P	EPS	DPS	R	X	DX
Mean	46.77786	4.181059	3.168235	0.184725	0.098871	-0.001374
Median	40.10500	3.620000	2.050000	0.165065	0.098328	-0.000469
Maximum	125.2000	16.44000	19.00000	0.774764	0.276939	0.105839
Minimum	18.12000	-2.050000	0.250000	-0.442807	-0.023977	-0.125380
Std. Dev.	26.73908	3.061398	3.230071	0.287707	0.052088	0.041145
Skewness	1.356270	1.484061	2.835695	0.062152	0.804988	-0.313399
Kurtosis	3.974127	6.345242	11.96560	2.342417	4.740533	4.076673
Jarque-Bera	24.22815	56.66778	318.8822	1.007700	13.11678	3.492226
Probability	0.000005	0.000000	0.000000	0.604200	0.001418	0.174451
Sum	3274.450	284.3120	215.4400	9.975169	5.536767	-0.074182
Sum Sq. Dev.	49333.53	627.9347	699.0350	4.387087	0.149225	0.089726
Observations	70	68	68	54	56	54

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

P : سعر السهم في نهاية الفترة.

EPS : ربحية السهم.

DPS : التوزيعات النقدية للأرباح.

R : عائد السهم.

X : ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

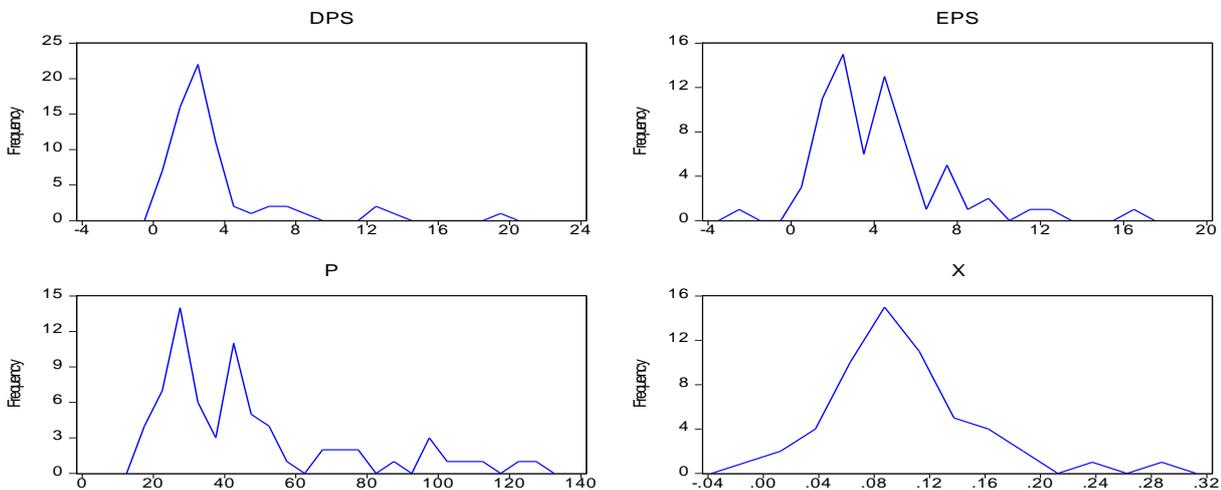
DX : التغير في ربحية السهم الواحد مقسمة على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة.

● متغير سعر السهم في نهاية الفترة "P" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 46.77، الوسيط

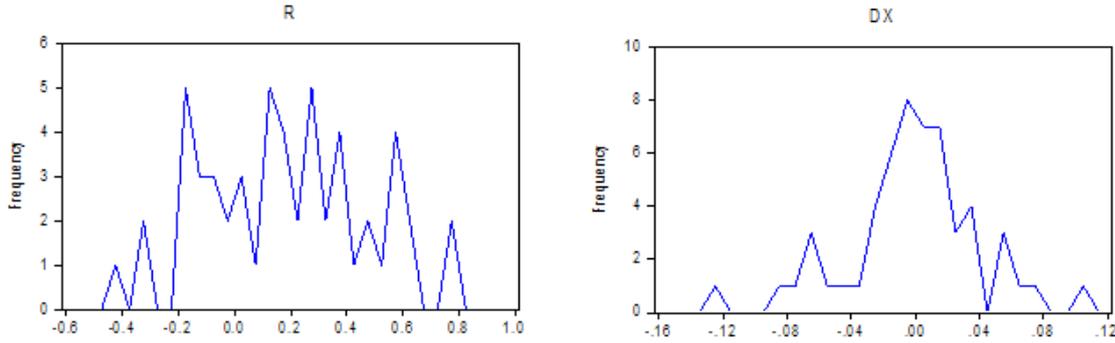
= 40.10، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 125.2 وأدنى قيمة بلغت 18.12

بانحراف معياري مقداره 26.73.

- متغير ربحية السهم "EPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 4.18، الوسيط = 3.62، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 16.44 وأدنى قيمة بلغت -2.05 بانحراف معياري مقداره 3.06.
- بالنسبة لمتغير التوزيعات النقدية للأرباح "DPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 3.16، الوسيط = 2.05، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 19 وأدنى قيمة بلغت 0.25 بانحراف معياري مقداره 3.23.
- فيما يتعلق بمتغير عائد السهم "R" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.18، الوسيط = 0.16، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.77 وأدنى قيمة بلغت -0.44 بانحراف معياري مقداره 0.28.
- بالنسبة لمتغير ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "X" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.09، الوسيط = 0.09، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.27 وأدنى قيمة بلغت -0.02 بانحراف معياري مقداره 0.05.
- بالنسبة لمتغير التغير في ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "DX" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = -0.01، الوسيط = 0.0004، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.10 وأدنى قيمة بلغت -0.12 بانحراف معياري مقداره 0.04.
- أما فيما يتعلق بالتوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث فقد اثبتت نتائج اختبار **Jarque-Bera** أنه تم رفض الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي وذلك بالنسبة للمتغيرات التالية: **DPS, EPS, P, X** بحيث $\alpha > \text{prob}$ تساوي 5% وبالتالي هذه المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.



- أما بالنسبة للمتغيرات R , DX فقد تم قبول الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي ($\alpha < \text{prob}$) بحيث α تساوي 5% وبالتالي هذه المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي.



المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث

1- مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"

جدول رقم 17: نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"

	R_{it}	ΔX_{it}
ΔX_{it}	0.388 0.359*	
X_{it}	0.466 0.452*	0.519 0.453*

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

*معامل ارتباط بيرسون.

2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"

جدول رقم 18: اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/07/16 Time: 22:05

Sample: 2010 2014

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X does not Granger Cause R	26	4.08304	0.0318
R does not Granger Cause X		2.56638	0.1007
DX does not Granger Cause R	24	1.08214	0.3589
R does not Granger Cause DX		0.57083	0.5745
XDX does not Granger Cause R	24	2.29847	0.1277
R does not Granger Cause XDX		1.12678	0.3448
DX does not Granger Cause X	26	1.46773	0.2531
X does not Granger Cause DX		0.24932	0.7816
XDX does not Granger Cause X	26	1.46773	0.2531
X does not Granger Cause XDX		1.52109	0.2416
XDX does not Granger Cause DX	26	0.24932	0.7816
DX does not Granger Cause XDX		1.52109	0.2416

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- بالنسبة للعلاقة السببية من الأرباح المحاسبية **X** باتجاه عائد السهم **R**، فقد بينت النتائج المحسوبة أن قيمة **F** تساوي **4.08** وقيمة الاحتمال المقابل لها هو **0.03** وبما أن $\alpha > \text{prob}$ نرفض الفرضية العدمية H_0 وبالتالي يوجد علاقة سببية من الأرباح المحاسبية باتجاه عائد السهم. أما بالنسبة للعلاقة السببية من عائد السهم **R** باتجاه الأرباح المحاسبية **X** فقد بلغت قيمة **F** **2.56** وقيمة الاحتمال المقابل لها **0.10** وبما أن $\alpha < \text{prob}$ نقبل الفرضية العدمية H_0 وبالتالي لا يوجد علاقة سببية من عائد السهم باتجاه الأرباح المحاسبية.
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين التغير في الأرباح المحاسبية **DX** و عائد السهم **R**.
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية زائد التغير في الأرباح المحاسبية **XDX** وعائد السهم **R**.

المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات

1- نتائج اختبار الفرضية الأولى

 H_{01} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة السعودية.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

جدول رقم 19: نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة السعودية"

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/07/16 Time: 22:59
Sample (adjusted): 2011 2014
Periods included: 4
Cross-sections included: 14
Total panel (unbalanced) observations: 54

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.065875	0.079903	-0.824434	0.4135
EPS/P(-1)	2.465879	0.704109	3.502126	0.0010
R-squared	0.190849	Mean dependent var		0.184725
Adjusted R-squared	0.175288	S.D. dependent var		0.287707
S.E. of regression	0.261277	Akaike info criterion		0.189863
Sum squared resid	3.549816	Schwarz criterion		0.263529
Log likelihood	-3.126296	Hannan-Quinn criter.		0.218273
F-statistic	12.26489	Durbin-Watson stat		2.245965
Prob(F-statistic)	0.000957			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

بالنظر إلى قيمة المعلمة (α_1) تظهر موجبة وقد بلغت 2.46 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً (α) تساوي 0.05 وقيمة الاحتمال هو 0.0010 إذن ($\alpha > \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت 2.24 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت 12.26 (الاحتمال المقابل لها يساوي $\alpha > \text{prob}$ 0.00095) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج قابل للتنبؤ بقيمة المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). من خلال الجدول السابق نلاحظ أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية متوسطة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.45، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **Adj R²** والذي بلغت قيمته 0.17 أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته 17% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية 83% تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة السعودية.

2- نتائج اختبار الفرضية الثانية

H_{02} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة السعودية.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (2)$$

جدول رقم 20: نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة السعودية"

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.193725	0.037674	5.142105	0.0000
DEPS/P(-1)	2.578096	0.945558	2.726532	0.0088
R-squared	0.129435	Mean dependent var		0.194500
Adjusted R-squared	0.112024	S.D. dependent var		0.288292
S.E. of regression	0.271665	Akaike info criterion		0.269205
Sum squared resid	3.690083	Schwarz criterion		0.344253
Log likelihood	-4.999337	Hannan-Quinn criter.		0.297977
F-statistic	7.433979	Durbin-Watson stat		2.227194
Prob(F-statistic)	0.008802			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

من النتائج تظهر قيمة المعلمة (β_1) موجبة وقد بلغت 2.57 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً (α) تساوي 0.05 وقيمة الاحتمال هو 0.008 إذن ($\alpha > \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت 2.22 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** 7.43 (الاحتمال المقابل لها يساوي 0.008) وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). تظهر قيمة معامل الارتباط من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية ضعيفة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.35، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد

المصحح $R^2 \text{ Adj}$ والذي بلغت قيمته **0.11** أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت التغيرات في الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته **11%** من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية **89%** تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة السعودية.

3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة

H_{03} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم وكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية في بورصة السعودية.

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

جدول رقم 21: نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة السعودية"

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/08/16 Time: 20:12
Sample (adjusted): 2011 2014
Periods included: 4
Cross-sections included: 14
Total panel (unbalanced) observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.011777	0.086681	-0.135865	0.8925
EPS/P(-1)	2.037947	0.783436	2.601294	0.0122
DEPS/P(-1)	1.393321	1.004523	1.387049	0.1717
R-squared	0.235069	Mean dependent var		0.194500
Adjusted R-squared	0.203848	S.D. dependent var		0.288292
S.E. of regression	0.257235	Akaike info criterion		0.178310
Sum squared resid	3.242328	Schwarz criterion		0.290881
Log likelihood	-1.636050	Hannan-Quinn criter.		0.221467
F-statistic	7.529053	Durbin-Watson stat		2.282925
Prob(F-statistic)	0.001408			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

استناداً إلى الجدول تظهر قيمة المعلمة (γ_1) و (γ_2) موجبة وقد بلغت على التوالي **2.03** و **1.39** وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة الأولى مفسرة إحصائياً أما الثانية عكس ذلك. أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.28** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط

المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار $F_{7.52}$ (الاحتمال المقابل لها يساوي 0.001 $\alpha > \text{prob}$) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع R (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن إضافة المتغيرين معا قد أدى إلى تحسن قيمة معامل الارتباط حيث بلغ 0.48 وبالتالي قوة العلاقة بين عوائد الأسهم مع متغيري ربحية السهم والتغير في ربحية السهم. أما بالنسبة لقدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم فقد تحسنت مقارنة مع النتائج السابقة حيث بلغ معامل التحديد المصحح $R^2 \text{ Adj}$ 0.20 وبالتالي استطاع المتغيران معا أن يفسرا ما قيمته 20% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وبالعودة إلى قيمة ثابت النموذج (γ_1) و (γ_2) نستنتج عدم وجود تأثير جوهري للتغير في ربحية السهم على عائد السهم، في حين أن هناك تأثير جوهري لربحية السهم على عائد السهم، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن إضافة التغير في ربحية السهم إلى متغير ربحية السهم في النموذج قد أدى إلى تخفيض التحيز الناجم عن أخطاء القياس (Brown et al; 1987).

وبناء على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة السعودية.

والجدول التالي يوضح بشكل مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة السعودية":

جدول رقم 22: مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة السعودية"

النموذج الثالث				النموذج الثاني			النموذج الأول		
$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it}$				$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it}$			$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it}$		
γ_0	γ_1	γ_2	$R^2 \text{ Adj}$	β_0	β_1	$R^2 \text{ Adj}$	α_0	α_1	$R^2 \text{ Adj}$
-0.01	2.03	1.39	0.20	0.19	2.57	0.11	-0.06	2.46	0.17

المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الثالث: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة الكويت
المطلب الأول: نظرة عن بورصة الكويت، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات

1- نظرة عن بورصة الكويت

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952 كأول شركة مساهمة كويتية. وفي العقود التالية أصدرت حكومة الكويت عددا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية. والتي بلغت ذروتها في شهر أغسطس عام 1983 مع صدور المرسوم الأميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها، وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال والتي انشأت بموجب القانون الجديد الذي تم التوقيع عليه من قبل أمير البلاد. والذي دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري 2010. كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية¹:

- في نوفمبر 1995 طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني.
- في أكتوبر عام 1998 تم إدخال السوق الآجل.
- في أغسطس عام 2003 تم إدخال سوق البيوع المستقبلية.
- في نوفمبر عام 2003 بدأ التداول الإلكتروني.
- في مارس 2005 تم تطبيق سوق الخيارات.

كانت القيمة الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية ولا تزال تعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما ينفوق عن 200 شركة تُقدَّر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار، والتي تمثل نسبة تعادل 100% من الناتج المحلي الإجمالي؛ الأمر الذي يجعل سوق الكويت للأوراق المالية أكثر عمقاً من كثير من نظرائه في المنطقة. في أواخر عام 2009، وقَّع سوق الكويت للأوراق المالية عقد "شراكة" مع مجموعة ناسداك أو أم إكس، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد "X-stream"، ونظام الرقابة الآلي "SMARTS" كما تتم الإفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة من خبراء ناسداك أو أم إكس في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة. وقد تم تنفيذ نظام الرقابة الآلي SMARTS في مايو 2010، وكذلك المرحلة الأولى من تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد X-stream في مايو 2012. في إطار ترتيبات الشراكة هذه، تم إنجاز عدد من الدراسات والمبادرات، التي

¹ الموقع الرسمي لبورصة الكويت <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx>

تركز على دعم سوق الكويت للأوراق المالية سعياً لتحقيق أقصى امتثال ممكن للمعايير الدولية وأفضل الممارسات في مجال أنشطة الأوراق المالية. وقد أسفرت تلك المبادرات حتى تاريخه عن:

- إلغاء وحدات كمية التداول وسوق الكسور.
 - تحديد سعر الاقفال عن طريق مزاد الاقفال، وليس عن طريق آخر سعر تداول.
 - جعل الأولوية في المزادات للسعر ثم الوقت (خلافاً للسابق حيث كانت الأولوية للوقت ثم السعر).
 - إعادة تصنيف الشركات المدرجة في القطاعات وفقاً لمعايير شركة التصنيف العالمية ICB التي تعد إحدى منتجات FTSE الدولية المحدودة والتي منحت السوق الترخيص باستخدامه.
 - اعتماد مؤشر كويت 15 "KSX15". والذي روعي في تصميمه قابليته للتداول لإتاحة فرصة تقديم مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات الجديدة.
 - تقديم أنواع جديدة من الأوامر ("ساري حتى الإلغاء" و "ساري حتى تاريخ").
- تطلبت "المرحلة الأولى" من **X-stream** (في مايو 2012) تغييرات جوهرية في العمليات التي كانت تقوم بها شركات الوساطة. فقد كان الوسطاء سابقاً يعتمدون على نظام للوسيط يوفره السوق، حيث لم تكن هناك حاجة لتقنية المعلومات. أما الآن فإن شركات الوساطة تتزود بنظامها الخاص والذي يتطلب تطوير تقنية المعلومات الخاصة بها. وفقاً لذلك، يستعد السوق وسائر المشاركين المعنيين "للمرحلة 2" من نظام التداول الجديد، والتي سوف تسمح لسوق الكويت للأوراق المالية بتقديم مجموعة واسعة من منتجات وخدمات جديدة، والتي من الممكن أن تشمل:

● صناديق الاستثمار المتداولة ETFs.

● عقود الآجل والخيارات وذلك في إطار عالمي.

● صناعات السوق للمنتجات المناسبة.

● أدوات الدخل الثابت بما في ذلك الصكوك.

● مؤشرات جديدة.

إن سوق الكويت للأوراق المالية مدرك لمسؤوليته تجاه دولة الكويت والمستثمرين والشركات المدرجة وسائر الجهات المعنية في أنشطة الأوراق المالية لمواكبة المعايير العالمية وأفضل الممارسات في مجال أسواق المال، وهو على ثقة تامة بقدرته على مواجهة التحديات المستقبلية من أجل تحقيق "سوق عادل وشفاف ومنظم وفعال".

بناء على قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 الصادر بتاريخ 2013/11/20 ونفاذا للقانون رقم (2010/7)، تأسست شركة بورصة الكويت في شهر أبريل من عام 2014، لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية لتفعيل دور القطاع الخاص لخلق سوق تنافسية على الصعيد الإقليمي، ومواكبة المعايير المتبعة في الأسواق. ولتحقيق هذه الأهداف مجتمعة، قامت شركة بورصة الكويت بوضع خطة استراتيجية لتنمية سوق المال الكويتي عبر بناء قاعدة جذابة لمصدري الأوراق المالية، وتوسعة قاعدة المستثمرين، وزيادة عمق واتساع المنتجات، ورفع مستوى البنية التحتية للبورصة وبيئة الأعمال لتتوافق مع المعايير العالمية.

واعتباراً من يوم 25 أبريل 2016 تعتبر شركة بورصة الكويت المشغل الرسمي لسوق الكويت للأوراق المالية.

2- مجتمع وعينة البحث

2.1- مجتمع البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في بورصة الكويت باستثناء القطاع المالي والبالغ عددها 103 شركة مساهمة (قطاع صناعي + خدمي) حسب موقع بورصة الكويت.

2.2- عينة البحث

تم أخذ عينة من الشركات التي تنتمي لقطاع الصناعة وقطاع الخدمات خلال الفترة 2010-2014 وبلغ عددها 07 شركات والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم 23: قائمة الشركات عينة البحث "بورصة الكويت"

اسم الشركة	القطاع	الفترة
شركة الخليج لصناعة الزجاج	قطاع الصناعة	2014-2010
شركة الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية	قطاع الصناعة	2014-2010
شركة الصناعات الوطنية	قطاع الصناعة	2014-2010
شركة الأنظمة الآلية	قطاع الصناعة	2014-2010
شركة المقاولات والخدمات البحرية	قطاع الخدمات	2014-2010
الشركة الكويتية لصناعة مواد البناء	قطاع الصناعة	2014-2010
شركة صناعات أسمنت أم القيوين	قطاع الصناعة	2014-2010
المجموع	07 شركات مساهمة	

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم 24: وصف الشركات عينة البحث "بورصة الكويت"

عينة البحث		عدد شركات القطاع في السوق	نوع القطاع
النسبة %	العدد		
15.5	06	39	صناعي
1	01	64	خدمي
6.8	07	103	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث

يوضح الجدول التالي التحليل الوصفي لمتغيرات البحث بالنسبة لبورصة الكويت.

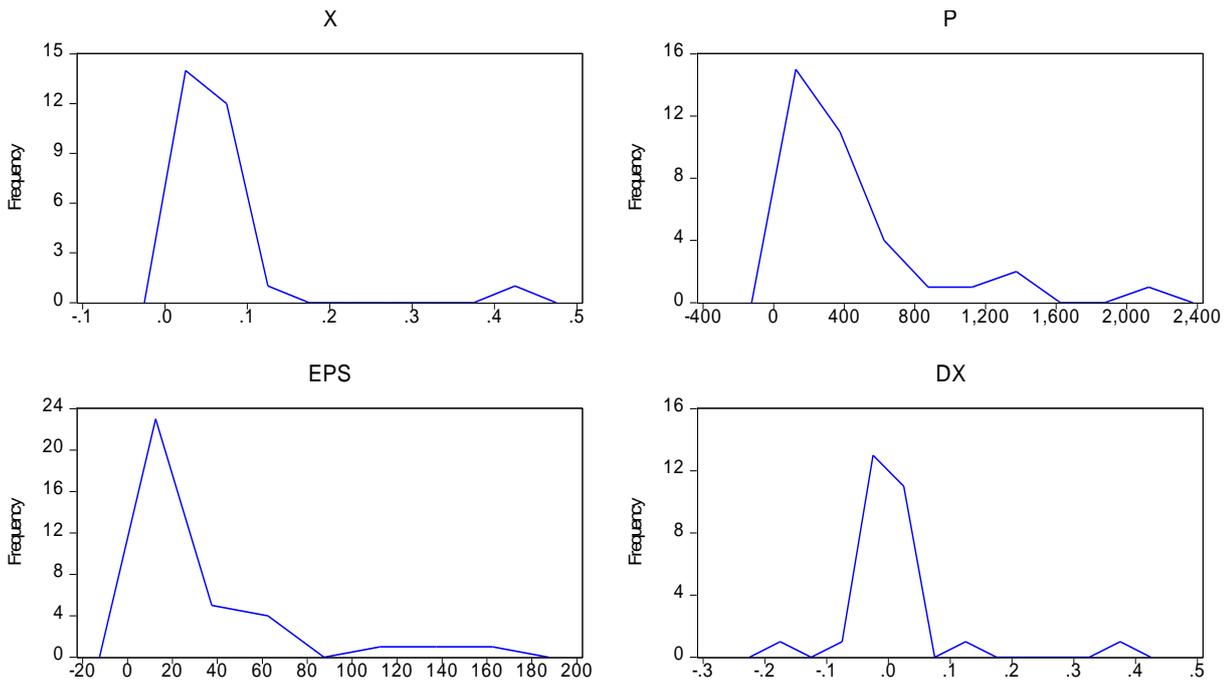
جدول رقم 25: التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة الكويت"

Variable	P	EPS	DPS	R	X	DX
Mean	454.7714	30.71331	21.55006	0.075959	0.061094	0.007480
Median	290.0000	13.57000	15.00000	0.000000	0.044820	-0.000294
Maximum	2000.000	173.0000	73.00000	1.065217	0.439478	0.380696
Minimum	43.00000	0.016000	0.010000	-0.389344	0.000174	-0.150376
Std. Dev.	435.7216	38.71613	19.88755	0.385244	0.081052	0.083792
Skewness	1.873357	2.034575	0.931700	0.971694	3.760299	3.075121
Kurtosis	6.326080	7.148034	3.047304	3.089261	18.31923	15.72478
Jarque-Bera	36.60516	49.23940	4.487896	3.942424	339.7780	233.0366
Probability	0.000000	0.000000	0.106039	0.139288	0.000000	0.000000
Sum	15917.00	1074.966	668.0520	1.898967	1.710643	0.209428
Sum Sq. Dev.	6455012.	50963.93	11865.44	3.561905	0.177373	0.189568
Observations	35	35	31	25	28	28

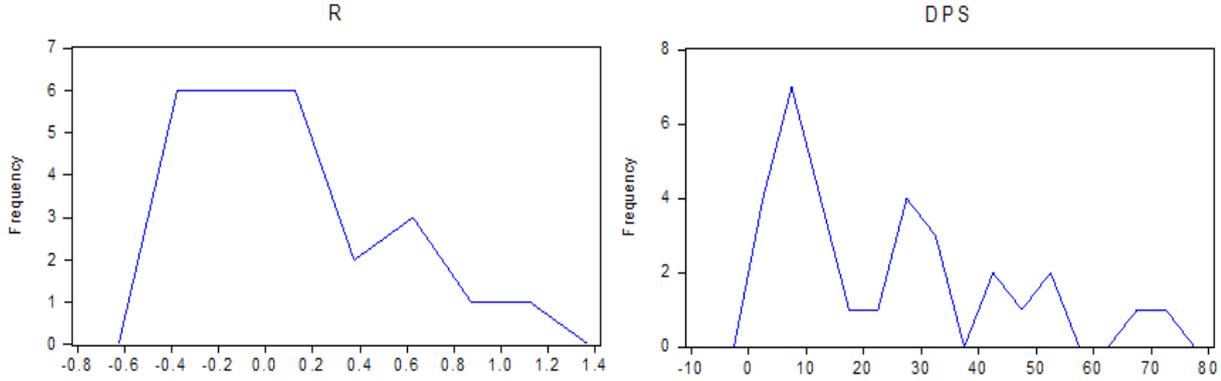
المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- متغير سعر السهم في نهاية الفترة "P" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 454.77، الوسيط = 290، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 2000 وأدنى قيمة بلغت 43 بانحراف معياري مقداره 435.72.
- متغير ربحية السهم "EPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 30.71، الوسيط 13.57، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 173 وأدنى قيمة بلغت 0.01 بانحراف معياري مقداره 38.71.

- بالنسبة لمتغير التوزيعات النقدية للأرباح "DPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 21.55، الوسيط = 15، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 73 وأدنى قيمة بلغت 0.01 بانحراف معياري مقداره 19.88.
- فيما يتعلق بمتغير عائد السهم "R" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.07، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 1.06 وأدنى قيمة بلغت -0.38 بانحراف معياري مقداره 0.38.
- بالنسبة لمتغير ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "X" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.06، الوسيط = 0.04، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.43 بانحراف معياري مقداره 0.08.
- بالنسبة لمتغير التغير في ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "DX" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.007، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.38 وأدنى قيمة بلغت -0.15 بانحراف معياري مقداره 0.08.
- أما فيما يتعلق بالتوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث فقد اثبتت نتائج اختبار Jarque-Bera أنه تم رفض الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي وذلك بالنسبة للمتغيرات التالية: DX, EPS, P, X بحيث $\alpha > \text{prob}$ تساوي 5% وبالتالي هذه المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.



- أما بالنسبة للمتغيرات **R, DPS** فقد تم قبول الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي ($\alpha < \text{prob}$) بحيث α تساوي 5% وبالتالي هذه المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي.



المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث

1- مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"

جدول رقم 26: نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"

	R_{it}	ΔX_{it}
ΔX_{it}	0.360 0.513*	
X_{it}	0.371 0.576*	0.353 0.831*

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

*معامل ارتباط بيرسون.

2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"

جدول رقم 27: اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/13/16 Time: 12:43

Sample: 2010 2014

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R does not Granger Cause X X does not Granger Cause R	10	0.74294 0.38741	0.5218 0.6976
DX does not Granger Cause X X does not Granger Cause DX	14	0.03787 1.10526	0.9630 0.3722
XDX does not Granger Cause X X does not Granger Cause XDX	14	0.03787 0.01549	0.9630 0.9847
DX does not Granger Cause R R does not Granger Cause DX	10	0.05343 0.40456	0.9485 0.6873
XDX does not Granger Cause R R does not Granger Cause XDX	10	0.21505 0.37647	0.8136 0.7042
XDX does not Granger Cause DX DX does not Granger Cause XDX	14	1.10526 0.01549	0.3722 0.9847

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية X وعائد السهم R .
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين التغير في الأرباح المحاسبية DX وعائد السهم R .
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية زائد التغير في الأرباح المحاسبية XDX وعائد السهم R .

المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات

1- نتائج اختبار الفرضية الأولى

 H_{01} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة الكويت.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

جدول رقم 28: نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة الكويت"

Dependent Variable: R
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/13/16 Time: 12:55
 Sample (adjusted): 2011 2014
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 7
 Total panel (unbalanced) observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.096668	0.082116	-1.177216	0.2511
EPS/P(-1)	2.624969	0.776206	3.381795	0.0026
R-squared	0.332105	Mean dependent var		0.075959
Adjusted R-squared	0.303066	S.D. dependent var		0.385244
S.E. of regression	0.321611	Akaike info criterion		0.645673
Sum squared resid	2.378979	Schwarz criterion		0.743183
Log likelihood	-6.070909	Hannan-Quinn criter.		0.672718
F-statistic	11.43654	Durbin-Watson stat		1.673190
Prob(F-statistic)	0.002569			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

بالنظر إلى قيمة المعلمة (α_1) تظهر موجبة وقد بلغت 2.62 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً (α) تساوي 0.05 وقيمة الاحتمال هو 0.0026 إذن $\alpha > \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت 1.67 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت 11.43 (الاحتمال المقابل لها يساوي $\alpha > \text{prob}$ 0.0025) ومن خلال النتائج نرفض فرضية العدم وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). من خلال الجدول السابق نلاحظ أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية متوسطة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.57، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **Adj R²** والذي بلغت قيمته 0.30 أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم متوسطة ومعنوية، بحيث استطاعت الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته 30% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية 70% تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة الكويت.

2- نتائج اختبار الفرضية الثانية

H_{02} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة الكويت.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (2)$$

جدول رقم 29: نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة الكويت"

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052837	0.067995	0.777063	0.4450
DEPS/P(-1)	2.242754	0.780619	2.873044	0.0086
R-squared	0.264103	Mean dependent var		0.075959
Adjusted R-squared	0.232108	S.D. dependent var		0.385244
S.E. of regression	0.337587	Akaike info criterion		0.742631
Sum squared resid	2.621194	Schwarz criterion		0.840141
Log likelihood	-7.282891	Hannan-Quinn criter.		0.769676
F-statistic	8.254382	Durbin-Watson stat		2.036654
Prob(F-statistic)	0.008593			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

من النتائج تظهر قيمة المعلمة (β_1) موجبة وقد بلغت 2.24 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة مفسرة إحصائياً (α تساوي 0.05 وقيمة الاحتمال هو 0.008 إذن $\alpha > \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت 2.03 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** 8.25 (الاحتمال المقابل لها يساوي 0.008 $\alpha > \text{prob}$) وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). تظهر قيمة معامل الارتباط من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة طردية متوسطة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.51، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **Adj R²** والذي بلغت قيمته 0.23 أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال

التغير في ربحية السهم صغيرة ولكنها معنوية، بحيث استطاعت التغيرات في الأرباح المحاسبية أن تفسر ما قيمته 23% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم، أما القيمة الباقية 77% تعود إلى عوامل أخرى.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة الكويت.

3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة

H_{03} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم و كل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية في بورصة الكويت.

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

جدول رقم 30: نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة الكويت"

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.073685	0.105256	-0.700052	0.4912
EPS/P(-1)	2.198426	1.424160	1.543665	0.1369
DEPS/P(-1)	0.491529	1.364479	0.360232	0.7221
R-squared	0.336021	Mean dependent var		0.075959
Adjusted R-squared	0.275660	S.D. dependent var		0.385244
S.E. of regression	0.327874	Akaike info criterion		0.719792
Sum squared resid	2.365029	Schwarz criterion		0.866057
Log likelihood	-5.997394	Hannan-Quinn criter.		0.760359
F-statistic	5.566794	Durbin-Watson stat		1.765348
Prob(F-statistic)	0.011059			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

استناداً إلى الجدول تظهر قيمة المعلمات (γ_1) و (γ_2) موجبة وقد بلغت على التوالي 2.19 و 0.49 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمتين غير مفسرتين إحصائياً. أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت 1.76 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F 5.56** (الاحتمال المقابل لها يساوي $\alpha > \text{prob } 0.011$) ومن خلال

النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع R (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن إضافة المتغيرين معا لم يؤدي إلى تحسن قيمة معامل الارتباط حيث بلغ 0.56 وبالتالي قوة العلاقة بين عوائد الأسهم مع متغيري ربحية السهم والتغير في ربحية السهم. أما بالنسبة لقدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم فقد انخفضت مقارنة مع النتائج السابقة حيث بلغ معامل التحديد المصحح $R^2 Adj$ 0.27 وبالتالي استطاع المتغيران معا أن يفسرا ما قيمته 27% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وبالعودة إلى قيمة ثابت النموذج (γ_1) و (γ_2) نستنتج عدم وجود تأثير جوهري للتغير في ربحية السهم وربحية السهم معا على عائد السهم، إذن استخدام المتغيران معا لم يؤدي إلى تحسن معامل التحديد وبقية الأرباح المحاسبية لوحدها هي المفسر الأعلى لعائد السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة وبالتالي يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة الكويت.

والجدول التالي يوضح بشكل مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة الكويت":

جدول رقم 31: مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة الكويت"

النموذج الثالث				النموذج الثاني			النموذج الأول		
$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it}$				$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it}$			$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it}$		
γ_0	γ_1	γ_2	$R^2 Adj$	β_0	β_1	$R^2 Adj$	α_0	α_1	$R^2 Adj$
-0.07	2.19	0.49	0.27	0.05	2.24	0.23	-0.09	2.62	0.30

المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الرابع: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة قطر

المطلب الأول: نظرة عن بورصة قطر، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات

1- نظرة عن بورصة قطر

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997م ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. وفي يونيو 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة. ويتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمائم إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

1-1 الرؤية والرسالة

تمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر. وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها. كما تسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة رأسمالها. كما تسعى لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات. في نهاية سنة 2010، تمكنت البورصة من إتمام عملية الربط مع الأسواق العالمية التابعة لبورصة NYSE Euronext من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة لتساعد على تسهيل دخول المستثمرين الأجانب إليها¹.

1-2 ملحة تاريخية

- 1997: بدء أول يوم تداول للأوراق المالية في قاعة سوق الدوحة للأوراق المالية بشكل منظم.
- 1998: إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق.
- 1999: السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراه في اليوم التالي ليوم الشراء T+1.

¹ الموقع الرسمي لبورصة قطر <http://www.qe.com.qa>

- 2000: تنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الإنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج.
- 2001: الشروع في تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحاسب الآلي.
- 2002: أنشأت السوق موقعها الإلكتروني على شبكة الإنترنت، لسماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراه في نفس اليوم. اعتمدت السوق مؤشراً جديداً لها يعكس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة بموثوقية ودقة أكبر.
- 2003: انتقال السوق لمبنى جديد يوفر بيئة أفضل للاستثمار.
- 2005: السماح لغير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق.
- 2006: دمج السوقين العادي وغير العادي.
- 2007: انضمام السوق إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات.
- 2009: توقيع اتفاقية الشراكة الاستراتيجية مع NYSE Euronext بهدف تحويل قطر إلى سوق مالية عالية الطراز.

2- مجتمع وعينة البحث

1.2- مجتمع البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في بورصة قطر باستثناء القطاع المالي والبالغ عددها 26 شركة مساهمة (قطاع صناعي + خدمي) حسب موقع بورصة قطر.

2.2- عينة البحث

تم أخذ عينة من الشركات التي تنتمي لقطاع الصناعة وقطاع الخدمات خلال الفترة 2006-2014 وبلغ عددها 12 شركة والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم 32: قائمة الشركات عينة البحث "بورصة قطر"

الفترة	القطاع	اسم الشركة
2014-2006	قطاع الصناعة	الشركة القطرية للصناعات التحويلية QIMD
2014-2006	قطاع الصناعة	شركة قطر الوطنية لصناعة الاسمنت QNCD
2014-2006	قطاع الصناعة	شركة صناعات قطر IQCD
2014-2006	قطاع الخدمات	الشركة المتحدة للتنمية UDCD
2014-2006	قطاع الخدمات	شركة الكهرباء والماء القطرية QEWS
2014-2006	قطاع الصناعة	شركة قطر للوقود QFLS
2014-2006	قطاع الخدمات	شركة قطر للتأمين QATI
2014-2006	قطاع الخدمات	شركة الدوحة للتأمين DOHI
2014-2006	قطاع الخدمات	الشركة القطرية العامة للتأمين QGRI
2014-2006	قطاع الخدمات	شركة الخليج للتأمين التكافلي AKHI
2014-2006	قطاع الخدمات	شركة السلام العالمية للاستثمار المحدودة SIIS
2014-2006	قطاع الخدمات	شركة قطر لنقل الغاز (ناقلات) QGTS
12 شركة مساهمة		المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم 33: وصف الشركات عينة البحث "بورصة قطر"

عينة البحث		عدد شركات القطاع في السوق	نوع القطاع
النسبة %	العدد		
45	04	09	صناعي
47.05	08	17	خدمي
46	12	26	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث

يوضح الجدول التالي التحليل الوصفي لمتغيرات البحث بالنسبة لبورصة قطر.

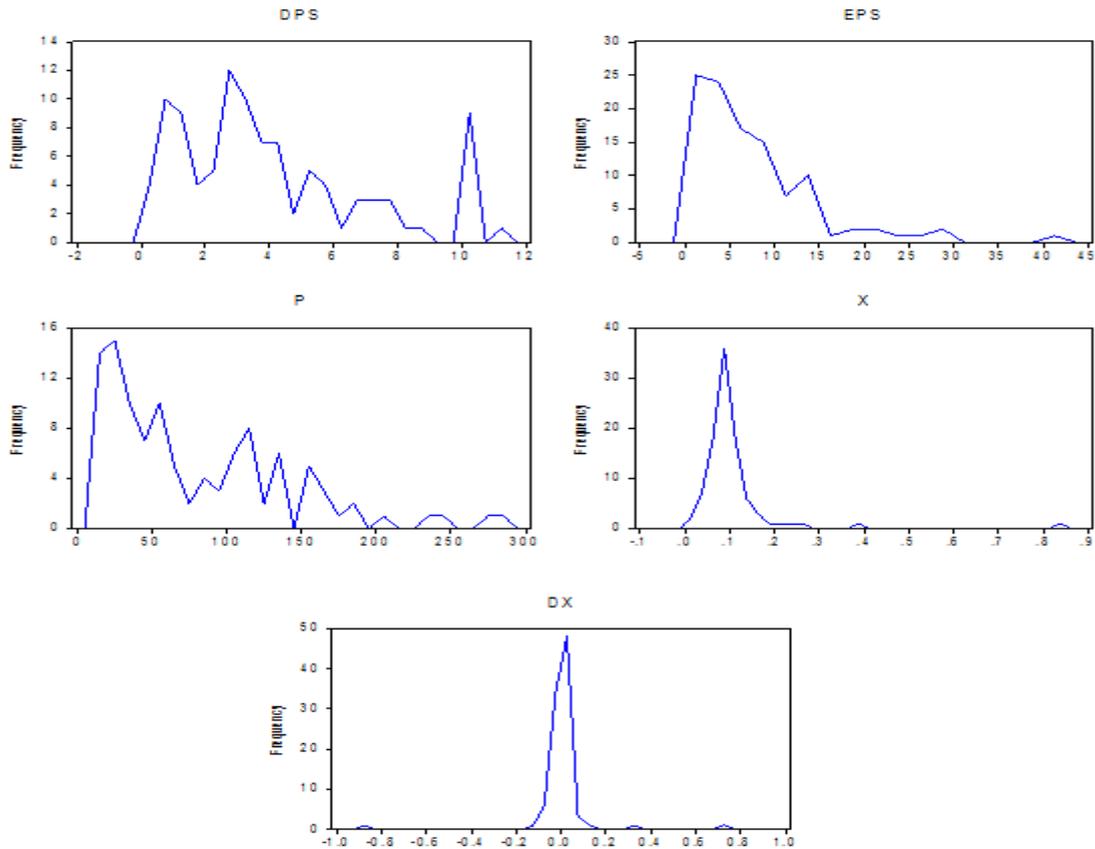
جدول رقم 34: التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة قطر"

Variable	P	EPS	DPS	R	X	DX
Mean	79.01185	7.453796	3.882970	0.089137	0.104694	0.000481
Median	57.50000	5.235000	3.000000	0.070736	0.088394	0.002257
Maximum	284.1000	40.18000	11.00000	0.875445	0.834767	0.701792
Minimum	10.10000	0.080000	0.110000	-0.605315	0.007419	-0.862745
Std. Dev.	61.33621	6.859676	2.890038	0.271164	0.090797	0.123703
Skewness	1.127910	1.903652	0.876815	0.028614	5.905966	-1.470318
Kurtosis	3.965029	7.794781	2.805901	3.544863	45.77962	36.81123
Jarque-Bera	27.09002	168.6847	13.10009	1.125566	7878.470	4607.387
Probability	0.000001	0.000000	0.001430	0.569621	0.000000	0.000000
Sum	8533.280	805.0100	392.1800	8.022358	10.05062	0.046198
Sum Sq. Dev.	402547.9	5034.902	835.2321	6.544170	0.783184	1.453738
Observations	108	108	101	90	96	96

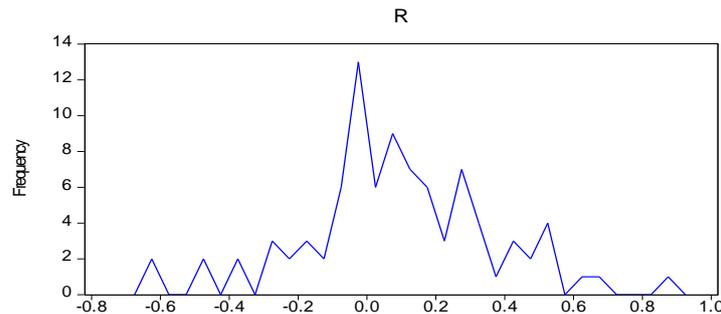
المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- متغير سعر السهم في نهاية الفترة "P" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 79.01، الوسيط = 57.5، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 284.1 وأدنى قيمة بلغت 10.1 بانحراف معياري مقداره 61.33.
- متغير ربحية السهم "EPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 7.45، الوسيط 5.23، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 40.18 وأدنى قيمة بلغت 0.08 بانحراف معياري مقداره 6.85.
- بالنسبة لمتغير التوزيعات النقدية للأرباح "DPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 3.88، الوسيط = 3، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 11 وأدنى قيمة بلغت 0.11 بانحراف معياري مقداره 2.89.
- فيما يتعلق بمتغير عائد السهم "R" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.08، الوسيط = 0.07، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.87 وأدنى قيمة بلغت -0.6 بانحراف معياري مقداره 0.27.
- بالنسبة لمتغير ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "X" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.10، الوسيط = 0.08، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.83 بانحراف معياري مقداره 0.09.

- بالنسبة لمتغير التغير في ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "DX" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.0004، الوسيط = 0.002، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 0.7 وأدنى قيمة بلغت -0.86 بانحراف معياري مقداره 0.12.
- أما فيما يتعلق بالتوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث فقد اثبتت نتائج اختبار **Jarque-Bera** أنه تم رفض الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي وذلك بالنسبة للمتغيرات التالية: **DPS, EPS, P, X, DX** بحيث $\alpha > \text{prob}$ تساوي 5% وبالتالي هذه المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.



- أما بالنسبة للمتغير **R** فقد تم قبول الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغير يخضع للتوزيع الطبيعي ($\alpha < \text{prob}$).



المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث

1- مصفوفة ارتباط سيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة قطر"

جدول رقم 35: نتائج مصفوفة ارتباط سيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة قطر"

	R_{it}	ΔX_{it}
ΔX_{it}	0.130 0.100*	
X_{it}	0.397 0.123*	0.330 0.608*

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

*معامل ارتباط بيرسون.

2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة قطر"

جدول رقم 36: اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة قطر"

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/13/16 Time: 15:33

Sample: 2006 2014

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R does not Granger Cause X	66	0.83069	0.4406
X does not Granger Cause R		2.15516	0.1246
XDX does not Granger Cause X	72	0.11628	0.8904
X does not Granger Cause XDX		0.73138	0.4850
DX does not Granger Cause X	72	0.11628	0.8904
X does not Granger Cause DX		14.9725	4.E-06
XDX does not Granger Cause R	66	2.10499	0.1306
R does not Granger Cause XDX		0.09830	0.9065
DX does not Granger Cause R	66	2.28688	0.1102
R does not Granger Cause DX		0.09134	0.9128
DX does not Granger Cause XDX	72	0.73138	0.4850
XDX does not Granger Cause DX		14.9725	4.E-06

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية X وعائد السهم R .
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين التغير في الأرباح المحاسبية DX وعائد السهم R .

- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية زائد التغير في الأرباح المحاسبية XDX و عائد السهم R .
- المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات

1- نتائج اختبار الفرضية الأولى

H_{01} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة قطر.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

جدول رقم 37: نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة قطر"

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/16 Time: 15:39
Sample (adjusted): 2007 2014
Periods included: 8
Cross-sections included: 12
Total panel (unbalanced) observations: 90

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.049749	0.044084	1.128509	0.2622
EPS/P(-1)	0.363955	0.310593	1.171808	0.2444
R-squared	0.015364	Mean dependent var		0.089137
Adjusted R-squared	0.004175	S.D. dependent var		0.271164
S.E. of regression	0.270598	Akaike info criterion		0.245603
Sum squared resid	6.443625	Schwarz criterion		0.301154
Log likelihood	-9.052139	Hannan-Quinn criter.		0.268005
F-statistic	1.373135	Durbin-Watson stat		2.355597
Prob(F-statistic)	0.244437			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

بالنظر إلى قيمة المعلمة (α_1) تظهر موجبة وقد بلغت **0.36** وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً (α) تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.24** إذن ($\alpha < \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.35** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت **1.37** (الاحتمال المقابل لها يساوي **0.24** $\alpha < \text{prob}$) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). من خلال الجدول السابق نلاحظ أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة ضعيفة بحيث بلغت قيمة

معامل الارتباط **0.12**، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **Adj R²** والذي بلغت قيمته **0.004** أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة قطر.

2- نتائج اختبار الفرضية الثانية

H₀₂: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة قطر.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (2)$$

جدول رقم 38: نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة قطر"

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.088989	0.028601	3.111435	0.0025
DEPS/P(-1)	0.213119	0.225277	0.946032	0.3467
R-squared	0.010068	Mean dependent var		0.089137
Adjusted R-squared	-0.001181	S.D. dependent var		0.271164
S.E. of regression	0.271324	Akaike info criterion		0.250968
Sum squared resid	6.478285	Schwarz criterion		0.306519
Log likelihood	-9.293542	Hannan-Quinn criter.		0.273369
F-statistic	0.894976	Durbin-Watson stat		2.372217
Prob(F-statistic)	0.346723			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

من النتائج تظهر قيمة المعلمة (β_1) موجبة وقد بلغت **0.21** وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً (α تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.34** إذن $\alpha < \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.37** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** **0.89** (الاحتمال المقابل لها يساوي **0.34** $\alpha < \text{prob}$) وبذلك نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في

الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع R (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). تظهر قيمة معامل الارتباط من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم علاقة ضعيفة بحيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.10 ، كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح $R^2 \text{ Adj}$ والذي بلغت قيمته -0.001 أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة قطر.

3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة

H_{03} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم وكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية في بورصة قطر.

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

جدول رقم 39: نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة قطر"

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/16 Time: 15:50
Sample (adjusted): 2007 2014
Periods included: 8
Cross-sections included: 12
Total panel (unbalanced) observations: 90

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.057338	0.051242	1.118960	0.2662
EPS/P(-1)	0.293294	0.393542	0.745268	0.4581
DEPS/P(-1)	0.083963	0.284677	0.294942	0.7687
R-squared	0.016348	Mean dependent var		0.089137
Adjusted R-squared	-0.006265	S.D. dependent var		0.271164
S.E. of regression	0.272012	Akaike info criterion		0.266826
Sum squared resid	6.437188	Schwarz criterion		0.350153
Log likelihood	-9.007166	Hannan-Quinn criter.		0.300428
F-statistic	0.722940	Durbin-Watson stat		2.357769
Prob(F-statistic)	0.488216			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

استناداً إلى الجدول تظهر قيمة المعلمات (γ_1) و (γ_2) موجبة وقد بلغت على التوالي 0.29 و 0.08 وانطلاقاً من

اختبار t نستنتج أن المعلمتين غير مفسرتين إحصائياً. أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.35** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F 0.72** (الاحتمال المقابل لها يساوي $\alpha < \text{prob } 0.48$) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي معنوي لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيمة المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن إضافة المتغيرين معاً لم يؤدي إلى شيء في قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم حيث بلغ معامل التحديد المصحح **Adj R² -0.006**.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة قطر. والجدول التالي يوضح بشكل مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة قطر":

جدول رقم 40: مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة قطر"

النموذج الثالث				النموذج الثاني			النموذج الأول		
$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it}$				$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it}$			$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it}$		
γ_0	γ_1	γ_2	R ² Adj	β_0	β_1	R ² Adj	α_0	α_1	R ² Adj
0.05	0.29	0.08	-0.006	0.08	0.21	-0.001	0.04	0.36	0.004

المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الخامس: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة أبو ظبي

المطلب الأول: نظرة عن بورصة أبو ظبي، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات

1- نظرة عن بورصة أبو ظبي

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي¹.

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

وتتمثل مهمة السوق في أن تكون البورصة الخيار الأول للمتعاملين فيه وتطوير سوق الأوراق المالية في إطار بيئة قانونية تضمن الإفصاح والشفافية والمصادقية.

2- مجتمع وعينة البحث

2.1- مجتمع البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في بورصة أبو ظبي باستثناء القطاع المالي والبالغ عددها 46 شركة مساهمة (قطاع صناعي + خدمي) حسب موقع بورصة أبو ظبي.

2.2- عينة البحث

تم أخذ عينة من الشركات التي تنتمي لقطاع الصناعة وقطاع الخدمات خلال الفترة 2007-2014 وبلغ عددها 11 شركة والجدول التالي يوضح ذلك:

¹ الموقع الرسمي لسوق أبو ظبي المالي <https://www.adx.ae>

جدول رقم 41: قائمة الشركات عينة البحث "بورصة أبو ظبي"

الفترة	القطاع	اسم الشركة
2014-2007	قطاع الخدمات	شركة طيران أبو ظبي
2014-2007	قطاع الخدمات	شركة أبو ظبي الوطنية للفنادق
2014-2007	قطاع الخدمات	شركة أبو ظبي الوطنية للتأمين
2014-2007	قطاع الصناعة	شركة أبو ظبي لبناء السفن
2014-2007	قطاع الخدمات	شركة الوثبة الوطنية للتأمين
2014-2007	قطاع الخدمات	شركة مجموعة الامارات للاتصالات (مجموعة اتصالات)
2014-2007	قطاع الصناعة	صناعات أسمنت الفجيرة
2014-2007	قطاع الصناعة	شركة أسمنت الخليج
2014-2007	قطاع الصناعة	شركة الخليج للمشاريع الطبية
2014-2007	قطاع الصناعة	شركة رأس خ لصناعة الاسمنت الأبيض والمواد الانشائية
2014-2007	قطاع الصناعة	شركة الشارقة للإسمنت والتنمية الصناعية
11 شركة مساهمة		المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

جدول رقم 42: وصف الشركات عينة البحث "بورصة أبو ظبي"

عينة البحث		عدد شركات القطاع في السوق	نوع القطاع
النسبة %	العدد		
28.5	06	21	صناعي
20	05	25	خدمي
24	11	46	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث

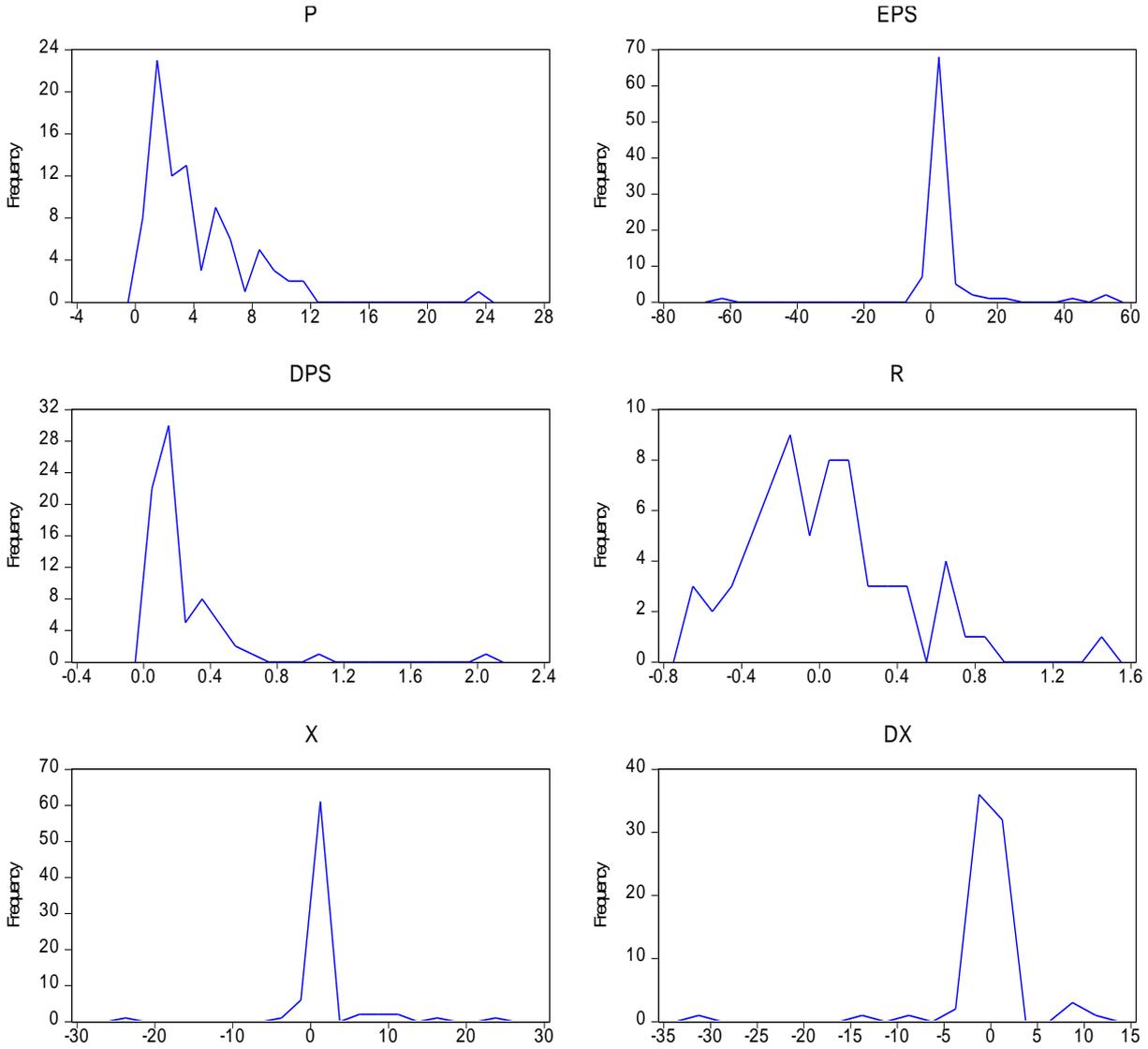
يوضح الجدول التالي التحليل الوصفي لمتغيرات البحث بالنسبة لبورصة أبو ظبي.

جدول رقم 43: التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"

Variable	P	EPS	DPS	R	X	DX
Mean	4.045341	2.416295	0.216067	0.012541	0.958503	-0.341854
Median	3.000000	0.295000	0.100000	-0.018803	0.081481	-0.005145
Maximum	23.05000	53.90000	2.000000	1.415094	24.94505	10.98901
Minimum	0.500000	-62.50000	0.000000	-0.639821	-22.89377	-31.20879
Std. Dev.	3.534150	11.95809	0.277624	0.390829	4.878464	4.639810
Skewness	2.251103	0.494887	4.041045	0.871647	0.729729	-3.862578
Kurtosis	11.00078	19.50832	24.55786	4.305058	17.14825	28.53825
Jarque-Bera	309.0352	1002.849	1656.443	13.04118	649.0554	2283.949
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.001473	0.000000	0.000000
Sum	355.9900	212.6340	16.20500	0.827691	73.80471	-26.32278
Sum Sq. Dev.	1086.649	12440.64	5.703565	9.928571	1808.755	1636.116
Observations	88	88	75	66	77	77

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- متغير سعر السهم في نهاية الفترة "P" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 4.04، الوسيط = 3، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 23.05 وأدنى قيمة بلغت 0.5 بانحراف معياري مقداره 3.53.
- متغير ربحية السهم "EPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 2.41، الوسيط 0.29، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 53.9 وأدنى قيمة بلغت -62.5 بانحراف معياري مقداره 11.95.
- بالنسبة لمتغير التوزيعات النقدية للأرباح "DPS" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.21، الوسيط = 0.10، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 2 بانحراف معياري مقداره 0.27.
- فيما يتعلق بمتغير عائد السهم "R" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.01، الوسيط = -0.01 أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 1.41 وأدنى قيمة بلغت -0.63 بانحراف معياري مقداره 0.39.
- بالنسبة لمتغير ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "X" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = 0.95، الوسيط = 0.081، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 24.94 وأدنى قيمة -22.89 بانحراف معياري مقداره 4.87.
- بالنسبة لمتغير التغير في ربحية السهم مقسوما على سعر السهم في نهاية الفترة السابقة "DX" فتشير مؤشرات النزعة المركزية إلى أن الوسط الحسابي = -0.34، أما فيما يتعلق بمعايير التشتت فقد كانت أعلى قيمة له هي 10.98 وأدنى قيمة بلغت -31.20 بانحراف معياري مقداره 4.63.
- أما فيما يتعلق بالتوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث فقد اثبتت نتائج اختبار Jarque-Bera أنه تم رفض الفرضية العدمية H_0 والتي تنص على أن المتغيرات تخضع للتوزيع الطبيعي وذلك بالنسبة لكل المتغيرات: DX, EPS, P, X, R, DPS ($\alpha > \text{prob}$) بحيث α تساوي 5% وبالتالي هذه المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي.



المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث

1- مصفوفة ارتباط سيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"
جدول رقم 44: نتائج مصفوفة ارتباط سيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"

	R_{it}	ΔX_{it}
ΔX_{it}	0.369 0.110*	
X_{it}	0.310 -0.130*	0.200 -0.126*

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

*معامل ارتباط بيرسون.

2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"

جدول رقم 45: اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/13/16 Time: 20:54

Sample: 2007 2014

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
R does not Granger Cause X X does not Granger Cause R	42	0.79670 2.36012	0.4584 0.1085
DX does not Granger Cause X X does not Granger Cause DX	55	5.85582 32.1153	0.0052 1.E-09
XDX does not Granger Cause X X does not Granger Cause XDX	55	5.85582 6.72476	0.0052 0.0026
DX does not Granger Cause R R does not Granger Cause DX	42	2.37079 0.26878	0.1074 0.7658
XDX does not Granger Cause R R does not Granger Cause XDX	42	2.55975 0.58242	0.0909 0.5636
XDX does not Granger Cause DX DX does not Granger Cause XDX	55	32.1153 6.72476	1.E-09 0.0026

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية X وعائد السهم R .
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين التغير في الأرباح المحاسبية DX وعائد السهم R .
- لا يوجد علاقة سببية في كلا الاتجاهين بالنسبة للمتغيرين الأرباح المحاسبية زائد التغير في الأرباح المحاسبية XDX و عائد السهم R .

المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات

1- نتائج اختبار الفرضية الأولى

 H_{01} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة أبو ظبي.

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

جدول رقم 46: نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة أبو ظبي"

Dependent Variable: R
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/13/16 Time: 22:12
 Sample (adjusted): 2008 2014
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 11
 Total panel (unbalanced) observations: 66

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.028567	0.050402	0.566788	0.5728
EPS/P(-1)	-0.017758	0.016810	-1.056429	0.2947
R-squared	0.017139	Mean dependent var		0.012541
Adjusted R-squared	0.001782	S.D. dependent var		0.390829
S.E. of regression	0.390481	Akaike info criterion		0.986957
Sum squared resid	9.758403	Schwarz criterion		1.053310
Log likelihood	-30.56959	Hannan-Quinn criter.		1.013176
F-statistic	1.116041	Durbin-Watson stat		2.172621
Prob(F-statistic)	0.294744			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

بالنظر إلى قيمة المعلمة (α_1) تظهر بإشارة سالبة وقد بلغت -0.01 وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً (α تساوي 0.05 وقيمة الاحتمال هو 0.29 إذن $\alpha < \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت 2.17 (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F** بلغت 1.11 (الاحتمال المقابل لها يساوي 0.29 $\alpha < \text{prob}$) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم وبالتالي لا يوجد تأثير للأرباح المحاسبية على عائد السهم ومنه النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **Adj R²** والذي بلغت قيمته 0.001 أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال ربحية السهم معدومة تقريباً، بحيث لم تستطع الأرباح المحاسبية أن تفسر التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير للأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة أبو ظبي.

2- نتائج اختبار الفرضية الثانية

H_{02} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة أبو ظبي.

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (2)$$

جدول رقم 47: نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة أبو ظبي"

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/16 Time: 22:23
Sample (adjusted): 2008 2014
Periods included: 7
Cross-sections included: 11
Total panel (unbalanced) observations: 66

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015757	0.048322	0.326093	0.7454
DEPS/P(-1)	0.027422	0.030865	0.888438	0.3776
R-squared	0.012183	Mean dependent var		0.012541
Adjusted R-squared	-0.003252	S.D. dependent var		0.390829
S.E. of regression	0.391464	Akaike info criterion		0.991987
Sum squared resid	9.807613	Schwarz criterion		1.058340
Log likelihood	-30.73558	Hannan-Quinn criter.		1.018207
F-statistic	0.789322	Durbin-Watson stat		2.145315
Prob(F-statistic)	0.377632			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

من النتائج تظهر قيمة المعلمة (β_1) موجبة وقد بلغت **0.027** وانطلاقاً من اختبار t نستنتج أن المعلمة غير مفسرة إحصائياً (α تساوي **0.05** وقيمة الاحتمال هو **0.37** إذن $\alpha < \text{prob}$). أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.14** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F 0.78** (الاحتمال المقابل لها يساوي **0.37** $\alpha > \text{prob}$) وبذلك نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير إيجابي للتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم إذن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم). كما نلاحظ من خلال معامل التحديد المصحح **R² Adj** والذي بلغت قيمته **-0.003** أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم من خلال التغير في ربحية السهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير للتغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم على عائد السهم في بورصة أبو ظبي.

3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة

H_{03} : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم و كل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية في بورصة أبو ظبي.

$$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it} \quad (3)$$

جدول رقم 48: نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة أبو ظبي"

Dependent Variable: R
Method: Panel Least Squares
Date: 05/13/16 Time: 22:23
Sample (adjusted): 2008 2014
Periods included: 7
Cross-sections included: 11
Total panel (unbalanced) observations: 66

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.029874	0.050598	0.590422	0.5570
EPS/P(-1)	-0.016126	0.017001	-0.948546	0.3465
DEPS/P(-1)	0.023696	0.031138	0.761001	0.4495
R-squared	0.026092	Mean dependent var		0.012541
Adjusted R-squared	-0.004826	S.D. dependent var		0.390829
S.E. of regression	0.391771	Akaike info criterion		1.008110
Sum squared resid	9.669517	Schwarz criterion		1.107639
Log likelihood	-30.26762	Hannan-Quinn criter.		1.047439
F-statistic	0.843912	Durbin-Watson stat		2.199594
Prob(F-statistic)	0.434828			

المصدر: مخرجات برنامج "EViews 09"

استنادا إلى الجدول تظهر قيمة المعلمة (γ_1) و (γ_2) سالبة والثانية موجبة وقد بلغت على التوالي -0.01 و 0.02 وانطلاقا من اختبار t نستنتج أن المعلمتين غير مفسرتين إحصائيا. أما فيما يخص قيمة **Durbin-Watson** فقد بلغت **2.19** (تقع في منطقة قبول الفرضية العدمية) ومنه نستنتج أن النموذج لا يعاني من الارتباط المتسلسل من الدرجة الأولى، كما أن القيمة المحسوبة لاختبار **F 0.84** (الاحتمال المقابل لها يساوي $\alpha < \text{prob } 0.43$) ومن خلال النتائج نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير لكل من الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم كما أن النموذج غير قابل للتنبؤ بقيم المتغير التابع **R** (عائد التوزيعات النقدية + العائد الرأسمالي للسهم).

ومن نتائج الاختبار نجد أن اضافة المتغيرين معا لم يؤدي إلى أي إضافة أما بالنسبة لقدرة النموذج على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم فقد بلغ معامل التحديد المصحح $-0.004 R^2 Adj$ وبالتالي المتغيران معا لم يفسرا أي شيء من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.

وبناءً على النتائج السابقة نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تأثير لكل من الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم والتغير في الأرباح المحاسبية على عائد السهم في بورصة أبو ظبي.

والجدول التالي يوضح بشكل مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة أبو ظبي":

جدول رقم 49: مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة أبو ظبي"

النموذج الثالث				النموذج الثاني			النموذج الأول		
$R_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 X_{it} + \gamma_2 \Delta X_{it} + e_{it}$				$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{it} + e_{it}$			$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + e_{it}$		
γ_0	γ_1	γ_2	$R^2 Adj$	β_0	β_1	$R^2 Adj$	α_0	α_1	$R^2 Adj$
0.02	-0.01	0.02	-0.004	0.01	0.02	-0.003	0.01	0.02	-0.003

المصدر: من إعداد الباحث

خلاصة

تحليل النتائج

1- باستعراض نتائج التحليل الاحصائي لبورصة السعودية يتبين أن معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح المحاسبية لهما دلالة إحصائية عند مستوى 5% فقد بلغا على التوالي 2.46 و 2.57 ونلاحظ تفوق معامل التغير في الأرباح على مستوى الأرباح، ولكن نلاحظ من خلال نتائج النماذج التي تتضمن متغيرا تفسيريا واحدا أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح من حيث القوة التفسيرية (**Adjusted R-square**) فقد بلغ 17% بالنسبة لمتغير الأرباح المحاسبية و 11% بالنسبة لمتغير التغير في الأرباح وبمقارنة نتائج هذا البحث في بورصة السعودية مع تلك التي توصل إليها (Easton and Harris, 1991) والتي اجريت على السوق الأمريكية، نجد أنها متطابقة مع ما توصلت إليه هذه النتائج من حيث أن القوة التفسيرية لمتغير مستوى الأرباح للنموذج الذي نفذ لجميع السنوات وجميع الشركات في دراسة (Easton and Harris, 1991) بلغت 7.5% بينما كانت عند استخدام متغير التغير في الأرباح 4%. ايضا تتفق نتائج البحث الحالية مع ما خرجت به دراسة (Al-Debi'e, 1997) على السوق البريطانية حيث بلغت القوة التفسيرية للنموذج الذي استخدم متغير مستوى الأرباح

17% بينما بلغت عند استخدام متغير التغير في الأرباح 11% وذلك للنموذج الذي نفذ لجميع السنوات وجميع الشركات.

أما فيما يخص النموذج الذي يتضمن متغيران تفسيريان فقد بلغ معامل مستوى الأرباح 2.03 وكان ذا دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 5% أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ 1.39 ولم يكن له دلالة إحصائية، أما فيما يخص معامل استجابة الأرباح (Earnings Response Coefficient) "ERC" والذي هو مجموع معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح $\gamma_1 + \gamma_2$ فقد بلغت قيمته 3.42 وهي أفضل بالمقارنة مع 2.46 و 2.57 للنماذج التي تتضمن على التوالي متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كل منهما على حده. وتشير هذه النتيجة إلى أن متغير مستوى الأرباح مرتبط بعوائد أسهم الشركات أكثر من ارتباط متغير التغير في الأرباح مع عوائد أسهم الشركات، وكذلك تشير النتائج إلى أن استخدام كلا المتغيرين يزيد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات. إن القوة التفسيرية للنموذج (Adjusted R-square) الذي تضمن كلا المتغيرين قد كان أفضل (20%) من تلك الناتجة عن استخدام متغير تفسيري واحد في النموذج سواء كان ذلك المتغير مستوى الأرباح (17%) أو التغير في الأرباح (11%). كما تتوافق هذه النتائج مع ما جاءت به الدراسة التي قام بها كل من أسماء أحمد الزهراني ومأمون محمد الدبعي على عينة من الشركات المدرجة في بورصة السعودية خلال الفترة (2003-2012) حيث بلغت القوة التفسيرية لنموذج مستوى الأرباح (17.8%) و (5.9%) بالنسبة لنموذج التغير في الأرباح، كما أن استعمال كلا المتغيرين معاً أدى إلى تحسن القوة التفسيرية بحيث بلغت (18.1%). نستنتج مما سبق أن هناك ارتباط ما بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات السعودية، وأن استخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة في دراسة علاقة العوائد بالأرباح يؤدي إلى تخفيض تقدير أهمية الأرباح في تفسير العوائد. كذلك نستنتج من هذه النتيجة المؤيدة نظرياً وعملياً أن المتعاملين في السوق المالية السعودية يقيمون أرباح الشركات على أنها أرباح تتضمن بنوداً مؤقتة أو عابرة وهذا يستنتج من ضعف العلاقة ما بين متغير التغير في الأرباح وعوائد الأسهم وذلك لوجود خطأ قياس للأرباح غير المتوقعة عند استخدام متغير التغير في الأرباح. وإذا كانت الحالة كذلك فإن من المتوقع أن يكون الارتباط قوياً ما بين مستوى الأرباح وعوائد أسهم الشركات وهذا ما أثبتته النتائج.

2- من خلال نتائج التحليل الإحصائي لبورصة الكويت يتبين أن معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح المحاسبية لهما دلالة إحصائية عند مستوى 5% فقد بلغا على التوالي 2.62 و 2.24 ونلاحظ تفوق معامل مستوى الأرباح على التغير في الأرباح، ولكن نلاحظ من خلال نتائج النماذج التي تتضمن متغيراً تفسيرياً واحداً

أن متغير مستوى الأرباح يتفوق على متغير التغير في الأرباح من حيث القوة التفسيرية (**Adjusted R-square**) فقد بلغ **30%** بالنسبة لمتغير الأرباح المحاسبية و **23%** بالنسبة لمتغير التغير في الأرباح وتتوافق هذه النتائج مع الدراساتين السابقتين في السوق المالية الأمريكية والبريطانية.

أما فيما يخص النموذج الذي يتضمن متغيران تفسيريان فقد بلغ معامل مستوى الأرباح **2.19** ولم يكن له دلالة إحصائية عند مستوى ثقة **5%** أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ **0.49** ولم يكن له دلالة إحصائية، أما فيما يخص معامل استجابة الأرباح (**Earnings Response Coefficient**) "ERC" والذي هو مجموع معامل مستوى الأرباح ومعامل التغير في الأرباح $\gamma_1 + \gamma_2$ فقد بلغت قيمته **2.68** وهي أفضل بالمقارنة مع **2.19** و **0.49** للنماذج التي تتضمن على التوالي متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح كل منهما على حده. وتشير النتائج إلى أن متغير مستوى الأرباح مرتبط بعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت أكثر من ارتباط متغير التغير في الأرباح مع عوائد أسهم هذه الشركات. وأشارت النتائج إلى أن استخدام كلا المتغيرين لم يزد من مساهمة الأرباح المحاسبية في تفسير التغيرات في عوائد أسهم الشركات وذلك لأن القوة التفسيرية للنموذج (**Adjusted R-square**) الذي تضمن كلا المتغيرين قد بلغت (**27%**) ولذلك يبقى متغير الأرباح المحاسبية لوحده يفسر بدرجة أفضل التغيرات في عوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت حيث بلغ (**30%**).

نستخلص مما سبق أن هناك ارتباط ما بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة الكويت، وأن استخدام التغير في الأرباح كممثل للأرباح غير المتوقعة في دراسة علاقة العوائد بالأرباح يؤدي إلى تخفيض تقدير أهمية الأرباح في تفسير العوائد. كذلك نستنتج من هذه النتيجة المؤيدة نظرياً وعملياً أن المتعاملين في السوق المالية الكويتية يقيمون أرباح الشركات على أنها أرباح تتضمن بنوداً مؤقتة أو عابرة وهذا يستنتج من ضعف العلاقة ما بين متغير التغير في الأرباح وعوائد الأسهم، لذلك يبقى متغير مستوى الأرباح هو الأفضل من حيث القوة التفسيرية لعوائد الأسهم في بورصة الكويت.

اختبر هذا البحث العلاقة بين العوائد والأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم وبالتحديد عرض البحث اختبار تطبيقي يهدف إلى تحديد فيما إذا كان متغير "مستوى الأرباح" ملائماً لتقييم العلاقة ما بين العوائد والأرباح المحاسبية، وذلك بالمقارنة مع متغير "التغير في الأرباح" ولقد خرجت النتائج بأن متغير "مستوى الأرباح" أكثر ملائمة لتفسير التغير في عوائد الأسهم منه في حالة استخدام المتغير التقليدي الشائع الاستخدام في الأبحاث المحاسبية لعلاقة العوائد بالأرباح والمعروف على أنه "التغير في الأرباح". كذلك بينت النتائج بأن استخدام المتغيرين معا أدى إلى

تحسن في معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية لنموذج علاقة العوائد بالأرباح في بورصة السعودية. تتفق النتائج مع ما جاء في الأدب المحاسبي سواء المساهمات النظرية أو العملية.

وفي ضوء هذه النتائج يوصى باستخدام متغير "مستوى الأرباح" عند دراسة المضمون المعلوماتي للأرباح أو عند دراسة المضمون المعلوماتي الاضافي للمتغيرات المحاسبية الأخرى مقارنة بالأرباح أو زيادة على الأرباح.

كذلك يتم التأكيد على أن هذا البحث يمثل أسلوباً واحداً من أساليب تحسين قياس علاقة العوائد بالأرباح المحاسبية، ومن الممكن للباحثين المهتمين بمحاولة دراسة أثر تجزئة رقم الأرباح إلى مكوناته لتحديد فيما إذا كان لها مضمونا معلوماتيا أكبر من رقم الأرباح المنفرد.

3- من خلال نتائج التحليل الاحصائي لكل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي يتبين لنا عدم قدرة كل من الأرباح المحاسبية (ربحية السهم) والتغير في الأرباح المحاسبية على تفسير عوائد الأسهم، بحيث بلغ معامل مستوى الأرباح في بورصة قطر **0.36** ولم يكن ذو معنوية إحصائية أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ **0.21** وكذلك بدون معنوية إحصائية كما أن القوة التفسيرية لكل نموذج (**Adjusted R-square**) بلغت على التوالي **0.004** و **-0.001** بحيث كانت منعدمة تماما، وبالتالي لا يوجد علاقة بين الأرباح المحاسبية وكذلك التغير في الأرباح وعوائد أسهم الشركات القطرية. كذلك عند استعمال المتغيرين معا لم يؤدي إلى تحسن العلاقة حيث بلغ معامل استجابة الأرباح (**Earnings Response Coefficient**) "ERC" **0.37** أما عن القوة التفسيرية للنموذج فقد بلغت **-0.006**. أما عن بورصة أبو ظبي فقد بلغ معامل مستوى الأرباح **-0.01** ولم يكن ذو معنوية إحصائية أما معامل التغير في الأرباح فقد بلغ **0.02** من دون أية معنوية إحصائية، كما أن القوة التفسيرية لكل نموذج (**Adjusted R-square**) بلغت **-0.003**. أما في حالة استعمال المتغيرين معا لم يؤدي إلى تحس العلاقة حيث بلغ معامل استجابة الأرباح (**Earnings Response Coefficient**) **0.01** كما أن القوة التفسيرية للنموذج ليس لها أي أثر تفسيري حيث قدرت ب **-0.004**. ومنه لا يوجد تأثير للأرباح المحاسبية على عائد أسهم الشركات القطرية والشركات المدرجة في بورصة أبو ظبي بحيث لم تستطع أن تفسر أي جزء من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم.

إن النتائج المتحصل عليها في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي قد تبدو مناقضة لدور الأرباح المحاسبية سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية وأهمية هذا العنصر في القوائم المالية. وبناء على النتائج نجد أن القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي ضعيفة جدا أو منعدمة عند أكثر من مستوى دلالة. كما تتوافق

نتائج هذا البحث مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Lev,1989) والتي بينت انخفاض القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية مفسرة ذلك بعدد من الأسباب التي قد ترجع إلى انخفاض نوعية الأرباح المعلنة أو وجود خطأ في مواصفة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم أو إلى قرارات المستثمرين غير الرشيدة ويضيف الكثير من الباحثين على غرار (Ou and Penman,1989) أن انخفاض القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية قد يعود إلى وجود عناصر مؤقتة في الأرباح (Transitory items) بالإضافة على أن الأرباح المحاسبية قد لا تعكس بشكل كلي الأحداث المؤثرة على الشركة، كما تتوافق هذه النتائج مع دراسة كل من عبد الرحمان ميرو، باسل البيطار والتي أجريت على سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2012) والتي اسفرت عن عدم وجود علاقة بين متغيرات البحث.

أظهرت النتائج المتحصل عليها ضعف قدرة الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية النهائية لشركات المساهمة المدرجة في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم باستخدام نموذج انحدار العوائد، وبالتالي ضعف منفعة تلك الأرباح بالنسبة لقرارات المستثمرين مما يعني عدم ملائمة نموذج انحدار العوائد بحسب دراسة (Easton and Harris,1994) لقياس منفعة الأرباح المحاسبية بالنسبة للمستثمرين في بورصة قطر وبورصة أبو ظبي خلال الفترة الزمنية الممتدة ما بين (2006-2014) وبشكل عام يمكن أن تعود تلك النتائج والتفسيرات إلى ما يلي:

- ضعف الاعتماد على التحليل الأساسي باستخدام التقارير المالية السنوية النهائية والسبب في ذلك قد يرجع إلى كون أن الشركات تصدر أنواع أخرى من التقارير المالية والمتمثلة في التقارير المالية المرحلية والتقارير المالية السنوية الأولية والتي تصدر بشكل مسبق للتقارير النهائية مما يجعل المنفعة الحدية للتقارير النهائية أقل.
- الاعتماد على مصادر معلومات أخرى غير التقارير المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية وخاصة بالنسبة للمستثمرين الكبار.
- صغر حجم عينة البحث الناجم عن قلة عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة قطر وبورصة أبو ظبي وعن قلة عدد السنوات.

خاتمة

تعتبر عوائد الأسهم عنصر أساسي ومهم بالنسبة للمستثمرين الحاليين أو المرتقبين فهي تعتبر كمصدر دخل بالنسبة لهم ونتيجة لتحمل المخاطرة المتعلقة بالاستثمار في الأسهم. يتكون عائد السهم من عنصرين وهما عائد الأرباح الرأسمالية وتنتج عن طريق تداول الأسهم في السوق المالي بالبيع والشراء ويمكن للمستثمر كسب هذه العوائد عن طريق شراء الأسهم في حالة انخفاض أسعارها وبيعها في حالة ارتفاع قيمتها ويعتبر هذا النوع من العوائد الأكثر شيوعاً في أسواق الأسهم، وعائد التوزيعات النقدية وتكون في شكل أرباح تقدمها الشركات لمساهميها من وقت لآخر وعادة ما تكون في نهاية كل سنة مالية.

إن العوائد السوقية للأسهم غير ثابتة ولا مضمونة وإنما تخضع لمخاطر السوق ويمكن أن تكون موجبة أو سالبة، كما أنها ليست متجانسة وتتغير من مستثمر إلى آخر اعتماداً على درجة المخاطرة التي يتحملها والطرق والتنوع التي يتبعها في تحليل سوق الأوراق المالية. إن طبيعة عوائد الأسهم متغيرة والمخاطر موجودة لذلك يمكن للمستثمر تحقيق عوائد سالبة نتيجة للتكهنات الخاطئة، لذلك يتبع المستثمرين التحليل الأساسي للبيانات ذات الصلة بالتدفقات النقدية، العائد على الأصول، تطورات الأرباح في الشركة إلى غير ذلك من المعلومات الهامة التي يمكن أن تؤثر على القيمة الجوهرية للسهم وهذا التحليل يساعد في توقع حركة أسعار الأسهم في المدى الطويل، أما التحليل الفني فيعمل على تقييم الاتجاه المستقبلي لسعر السهم باستخدام مختلف الأدوات الإحصائية.

إن دراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم يتم عن طريق اختبار العلاقة بين كل من التغير في الأرباح المحاسبية ممثلة بالتغير في ربحية السهم وبين عوائد الأسهم والتي تتكون أساساً من عائد التوزيعات النقدية للأرباح وعوائد الأرباح الرأسمالية وبين الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم وبين عوائد الأسهم لذلك يمكن اختصار العناصر المكونة لهذه العلاقة وأهميتها بالنسبة للمستثمرين فيما يلي:

• الأرباح المحاسبية:

تعتبر الأرباح من المعلومات المحاسبية التي تؤثر في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية سواء بالشراء والبيع أو الاحتفاظ بها، وتعتبر الأرباح المحاسبية من المعلومات التي توضح القدرة الكسبية للشركة والتي تعطي مؤشراً يبين مدى كفاءة الشركة في استخدام الموارد المتاحة لها من خلال الفترة السابقة، وتمدنا أرقام الربح المحاسبي بالمعلومات عن التدفقات النقدية خلال الفترة بالإضافة إلى أن التغير في الربح السنوي يرتبط بالتغير في أسعار الأسهم. ويستخدم الربح المحاسبي في استخراج العديد من النسب والمؤشرات مثل العائد على الاستثمار، ربحية السهم، التوزيعات النقدية والتي تستخدم

في المجالات المتعلقة بالمقارنة بين الشركات المتماثلة في التنبؤ بأسعار الأسهم. ولتكون المعلومات المتعلقة بالأرباح المحاسبية مؤثرة على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية فإنها يجب أن تكون متاحة للجميع وأن تنشر بصفة منتظمة ودورية ويتم إعدادها وفق قواعد وأسس ثابتة من عام لآخر، كما يجب توفرها لمدة سابقة لا تقل عن خمس سنوات حتى يتم استخدامها كأساس للتنبؤ والمقارنة. كما تعتبر الأرباح المحاسبية من أهم المعلومات التي تؤثر في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية حيث تؤثر على قيمة السهم لما لها من أثر على ريع السهم وكذلك على القيمة الدفترية للسهم.

• ربحية السهم:

تعتبر ربحية السهم عن مؤشر مالي يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للشركات ويجب الإفصاح عنها وأن تكون متاحة لجميع المستثمرين لأنه من المفترض أن يكون لها دور هام في اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما تعتبر ربحية السهم الواحد من أكثر المقاييس استخداما لقياس عائد حامل السهم. وتمثل الأرباح المستحقة الدفع من قبل الشركة لحملة أسهمها أصحاب الحق في التصويت أي حملة الأسهم العادية. وذلك عند احتساب هذا المؤشر يتم أولا خصم أية أرباح أسهم يتم دفعها لحملة الأسهم الممتازة من أرباح الشركة. وتحظى ربحية السهم باهتمام واسع، إذ عادة ما تستخدم في نشرات الاكتتاب والتقارير السنوية المصدرة للمساهمين، كما أنها محل تركيز الصحافة والمحللون الماليون وبسبب المخاطر المتأصلة في تركيز الاهتمام على ربحية السهم فقط فقد خلصت المهنة المحاسبية إلى ضرورة الإفصاح عنها ضمن قائمة الدخل إذ أكدت معظم المعايير المحاسبية الصادرة عن الجمعيات المهنية العالمية على ضرورة الإفصاح عنها في صلب القوائم المالية المنشورة. وغالبا ما تصدر البورصات العالمية هذه النسبة فضلا عن نسب السوق الأخرى في صورة مقارنة، وذلك في نشرات دورية تصدر عنها. وتسعى الشركات جاهدة لتعظيم ربحية السهم لتتمكن من زيادة المقسوم النقدي المتوقع علاوة على دورها المهم في تحديد سعر السهم باعتبارها تعكس ما يصيب السهم الواحد من الأرباح التي تدعم سعره في السوق. فالمستثمرين في السهم العادي يسعون إلى كسب عائد على استثماراتهم عن طريق مقسوم الأرباح المدفوع أو الزيادة في سعر السهم في السوق، وكلاهما دفع مقسوم الأرباح النقدي وارتفاع سعر السهم يرتبط بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح وبهذا فإن ربحية السهم تعد محددًا لأسعار الأسهم، إذ أن تحركات هذه الأسعار تكون متوافقة مع التغيرات في الأرباح، ولذلك فالمهتمون بالاستثمار في الأسهم العادية لشركة ما، عليهم أن يقدرُوا ربحية السهم المتوقعة الخاصة بالشركة، وبصورة عامة كلما كانت ربحية السهم أعلى كلما كانت الأسهم العادية أكثر جذبا كفرص استثمارية، ومن ثم فهي تهم المستثمر المالي الحالي والمستثمر المرتقب لكونها تحدد امكانية الاستثمار في الشركة، ومن ثم فهي تضع المستثمر المالي

في موقع اتخاذ القرار في الاستثمار في السهم، والمستثمر المرتقب في المستقبل من الاستثمار أو عدم الاستثمار في أسهم الشركة.

• أسعار الأسهم:

تعد الأسهم من أهم ما يتداول في البورصات لذلك يجب أن تتصف أسعارها في سوق الأوراق المالية لأي دولة بالكفاءة في تسعيرها وهذا لا يحدث إلا إذا توفرت كافة المعلومات المحاسبية والمالية ذات العلاقة بالشركات وانعكست بصورة مستمرة وبطريقة غير مضللة على أسعار الأسهم مما يؤدي إلى زيادة قدرة الشركات والأفراد على الاستثمار والإنتاج. لقد أجريت العديد من الدراسات التطبيقية لدراسة سلوك أسعار الأسهم ومستوى كفاءة الأسواق المالية ومعرفة مدى توافر المعلومات والبيانات وسرعة وسهولة انتقالها وانعكاسها على أسعار الأسهم في السوق، بحيث يجب أن يعكس سعر السهم القيمة الحقيقية له، بناء على المعلومات المتوفرة لكافة المتعاملين في السوق المالي. إن نجاح المستثمرين في تحقيق ما يرغبون به من عوائد نتيجة تحملهم للمخاطرة يعتمد أساسا على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وهذا الأخير لا يتحقق إلا بتوفر كافة المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة للأسهم كالعرض والطلب المتوقع والمعلومات المالية والمحاسبية وتوقيت حدوث التدفقات النقدية كل هذا يساعد المساهم أو المستثمر في تحديد السعر الحقيقي للسهم. وكما هو معلوم أن الأسهم تتأثر بعدة عوامل تؤدي إلى عدم استقرار أسعارها سواء بالارتفاع أو بالانخفاض، ونتيجة لذلك إما يحصل المستثمر على عائد الأرباح الرأسمالية نتيجة لزيادة في أسعار الأسهم التي يحملها وإما يتحمل خسارة نتيجة لانخفاض سعر البيع عن سعر الشراء.

• توزيعات الأرباح:

يتأثر سلوك المستثمر في التعامل بالأوراق المالية ليس فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ككل أو بربحية السهم ولكنه يتأثر أيضا بقرارات توزيع هذه الأرباح أيضا، فالسعر الذي يرغب المستثمر في الشراء أو البيع به يتوقف على العائد المتوقع الذي يمكن أن يحققه السهم في المستقبل وعلى درجة التأكد من تحقيق العوائد وبقاءها ومن أهم هذه العوائد الأرباح الموزعة على الأسهم سواء كانت نقدا أو في شكل أسهم منحة. وتلعب المعلومات المتعلقة بتوزيع الأرباح دورا هاما في مساعدة المستثمر في اختيار الأسهم التي يشكل منها محفظته المالية والتي تحقق له أهدافه وتضمن له تعظيم العائد المتوقع مع تخفيض درجة المخاطرة، كما أن نسبة التوزيع إلى الأرباح المحققة ومدى مساهمتها لما حققته الشركات المماثلة تعتبر من المعلومات التي تساعد في تحسين اتخاذ القرارات. كما أن معرفة المستثمر بقرارات توزيع الأرباح والأسباب التي تبنى عليها مثل هذه القرارات تعتبر من المعلومات الهامة المؤثرة على سلوكه في مجال التعامل

في الأوراق المالية وتعتبر الأرباح المحققة والموزعة عاملاً مؤثراً للتدفقات النقدية للشركة بالإضافة إلى دلالاتها على مستوى التشغيل في الشركة.

نالت علاقة الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم اهتماماً واسعاً في مجالات البحوث التطبيقية القائمة على السوق المالي، وقد توصلت المراجعات الأدبية التي قام بها الباحثون أن هذه العلاقة تتسم بالضعف وفي بعض الحالات عدم وجود أية علاقة ارتباط بين المتغيرات في بعض الأسواق المالية، وأرجع الباحثون في هذا المجال ضعف هذه العلاقة إلى عدة أسباب منها انخفاض جودة الأرباح المعلنة أو وجود خطأ في مواصفة العلاقة بين الأرباح والعوائد، وقد تكون ناتجة عن قرارات الاستثمار الاعتباطية أو عيوب في هذه الدراسات التي اختبرت هذه العلاقة، أو للطريقة التي يتم فيها الإفصاح عن الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية، أو أن الأرباح المحاسبية لا تعكس جميع المعلومات المتعلقة بقيمة الشركة، ودعا الباحثون إلى البحث عن أسباب ضعف هذه العلاقة ومحاولة بناء نماذج جيدة باستخدام متغيرات محاسبية أخرى إلى جانب الأرباح بحيث تكون قادرة على تفسير التغيرات الحاصلة في العوائد السوقية للأسهم.

لقد تطرقنا في هذا البحث إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في كل من بورصة السعودية، بورصة الكويت، بورصة قطر وبورصة أبو ظبي وذلك من أجل معرفة ما إذا كانت الأرباح المحاسبية قادرة على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وبالتالي تكون للأرباح منفعة بالنسبة للمستثمر لاتخاذ قراراته الاستثمارية بشكل صحيح. ولتحقيق أهداف هذا البحث تم استخدام ثلاث نماذج وذلك اعتماداً على الدراسات السابقة وتمثلت هذه النماذج في ربط كل من مستوى الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم مع عوائد الأسهم والتغير في الأرباح ممثلة بالتغير في ربحية السهم مع عوائد الأسهم ومستوى الأرباح والتغير في الأرباح مع عوائد الأسهم. جاءت النتائج المتحصل عليها متوافقة مع الدراسات السابقة في كل البورصات سواء وجود علاقة بين الأرباح والعوائد أو عدم وجود علاقة ارتباط بينهما ويمكن تلخيص النتائج المتحصل عليها فيما يلي:

• بورصة السعودية:

- نتائج اختبار الفرضية الأولى بينت وجود علاقة ارتباط إيجابية بين مستوى الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثانية بينت وجود علاقة ارتباط إيجابية بين التغير في الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثالثة بينت وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح مع عوائد الأسهم.

من خلال النتائج يمكن استخلاص بأن كل من متغير مستوى الأرباح ومتغير التغير في الأرباح متغيران ملائمان لتفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في السوق المالي السعودي وأن استعمال المتغيرين معا يؤدي إلى تحسن معامل استجابة الأرباح، ولكن يبقى متغير مستوى الأرباح هو الأفضل من ناحية القوة التفسيرية لذلك يجب على المستثمر في السوق المالي السعودي الاعتماد على المتغيرين معا لتفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وعدم الاعتماد فقط على متغير التغير في الأرباح. كما تبين النتائج بأن المستثمر في السوق المالي السعودي له القدرة على التمييز بين عناصر الأرباح الدائمة والمؤقتة وذلك من خلال اختلاف استجابة أسعار الأسهم لقراراتهم، وعليه يجب الأخذ بعين الاعتبار مدى ديمومة الأرباح عند الرغبة في المفاضلة أو المقارنة بين البدائل الاستثمارية في الشركات حيث أن الأرباح غير الدائمة لا تنعكس في العوائد السوقية للأسهم بالقدر الذي تؤثر فيه الأرباح الدائمة.

• بورصة الكويت:

- نتائج اختبار الفرضية الأولى بينت وجود علاقة ارتباط إيجابية بين مستوى الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثانية بينت وجود علاقة ارتباط إيجابية بين التغير في الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثالثة بينت وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح معا وعوائد الأسهم.

بينت نتائج اختبار الفرضيات أنه يمكن للمستثمر في السوق المالي الكويتي أن يعتمد على متغير مستوى الأرباح في تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم بحكم تفوق معامل مستوى الأرباح على متغير التغير في الأرباح كما أن القوة التفسيرية للنموذج تعد الأفضل مقارنة بالنموذجين الثاني والثالث، كما أن استعمال المتغيرين معا لم يؤدي إلى تحسن معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية للنموذج وبالتالي يمكن القول أن المستثمرين في السوق المالية الكويتية يقيمون أرباح الشركات على أنها تتضمن عناصر مؤقتة أو عابرة وهذا يستنتج من ضعف العلاقة ما بين متغير التغير في الأرباح وعوائد الأسهم.

• بورصة قطر:

- نتائج اختبار الفرضية الأولى بينت عدم وجود علاقة ارتباط بين مستوى الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثانية بينت عدم وجود علاقة ارتباط بين التغير في الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثالثة بينت عدم وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح معا وعوائد الأسهم.

من خلال نتائج اختبار الفرضيات في بورصة قطر نستنتج عدم وجود أية علاقة ارتباط بين متغيرات البحث وبالتالي عدم قدرة الأرباح المحاسبية على تفسير التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم وحتى في حالة استعمال المتغيرين معاً لم يؤدي إلى أي تحسن في القوة التفسيرية بحيث بقت العلاقة منعدمة عند أكثر من مستوى دلالة، ومن هنا يمكن القول بعدم وجود منفعة للأرباح بالنسبة لقرارات المستثمرين في السوق المالية القطرية ويرجع ذلك إلى عدة عوامل محتملة والتي سبق وتم ذكرها في تحليل النتائج، وهذا ما يعني أن المستثمرين في بورصة قطر لا يعتمدون على عنصر الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية ويفضلون الاعتماد على عناصر أخرى.

• بورصة أبو ظبي

- نتائج اختبار الفرضية الأولى بينت عدم وجود علاقة ارتباط إيجابية بين مستوى الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثانية بينت عدم وجود علاقة ارتباط إيجابية بين التغير في الأرباح وعوائد الأسهم.
- نتائج اختبار الفرضية الثالثة بينت عدم وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من مستوى الأرباح والتغير في الأرباح معاً وعوائد الأسهم.

تنطبق نتائج اختبار الفرضيات في بورصة أبو ظبي مع ما تم التوصل إليه في بورصة قطر أي العلاقة منعدمة سواء بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم أو بين التغير في الأرباح والعوائد، كما أن استخدام المتغيرين معاً لم يؤدي إلى أي تحسن لمعامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية للنموذج وعليه يمكن القول بأن المستثمرين في بورصة أبو ظبي لا يولون اهتماماً كبيراً بالأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية السنوية.

توصيات واقتراحات

في الأخير وباختصار يمكن القول بأن هذا البحث اعتمد على بعض النماذج والتي سبق استخدامها في البحوث السابقة، ومع تطبيق جميع الخطوات اللازمة والبيانات المحدودة للشركات عينة البحث وبعض الصعوبات إلا أنها تبقى محاولة متواضعة وفردية، كما أنها تمثل أسلوباً واحداً من أساليب تحسين قياس العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم لذلك يمكن اقتراح بعض التوصيات قد يكون لها شأن في تحسين دراسة هذه العلاقة والحصول على نتائج أكثر دقة:

- استعمال حجم عينة أكبر من الشركات مع إمكانية ادمج القطاعات الأخرى وعدم الاقتصار على قطاع الصناعة والخدمات.
- تمديد فترة البحث إلى عدة سنوات مع إمكانية تقسيمها إلى مجموعات.
- إمكانية اختبار العلاقة في كل سنة على حدى ومقارنتها مع نتيجة جميع السنوات.

- استخدام عوائد الأسهم الشهرية وليس السنوية ولكن يجدر الإشارة إلى بقاء مشكل التوزيعات النقدية للأرباح سنوية ولكن توجد طرق يمكن الاعتماد عليها للتوفيق بين المتغيرات والحصول على نتائج أكثر دقة وواقعية.
- إجراء مثل هذه الدراسة على شركات أخرى تنتمي لنفس البورصات للتأكد من النتائج التي تم الحصول عليها خاصة في يتعلق بأثر اختلاف حجم الشركات.
- اختبار هذه العلاقة في بورصات نشطة ومتقدمة وبورصات في طور النمو لتعميم النتائج.
- إمكانية تقسيم عنصر الأرباح إلى مكوناته الأساسية واختبار العلاقة بين هذه المكونات وعوائد الأسهم ومقارنتها مع رقم الأرباح المنفرد.
- إمكانية اختبار دور نسبة الربح إلى السعر في تحسين علاقة عوائد الأسهم بالأرباح المحاسبية وذلك بغية الحصول على أدق النتائج.
- إمكانية اختبار فيما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح في عكسها للمعلومات الملائمة لتحديد قيمة الشركة.

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	مختلف هيئات معايير المحاسبة الدولية	01
30	هيكل مجلس معايير المحاسبة الدولية	02
41	كيفية تطوير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية	03
44	دور القوائم المالية	04
45	مسؤولية إعداد القوائم المالية	05
46	مراحل وصول المعلومات والقوائم المالية لمختلف المستخدمين	06
47	المستفيدين من القوائم المالية	07
51	الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية	08
54	ترتيب جودة المعلومات المحاسبية	09
65	أنواع الأوراق المالية	10
67	مكونات أسواق المال	11
68	موقع سوق الأوراق المالية في السوق المالي	12
72	دور بورصة الأوراق المالية	13
76	الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية	14
77	العلاقة بين السوق الأولية والثانوية والمتعاملين	15
78	عمليات تبادل الأوراق المالية	16
81	مخطط توضيحي يبين كيفية تداول الأوراق المالية في بورصة نيويورك	17
83	طرق تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة	18
86	مخطط مبسط يوضح كيفية عمل بورصة الأوراق المالية	19
91	أنواع أسواق الأوراق المالية	20
95	تأقلم أسعار الأسهم مع المعلومات الجديدة	21
107	أنواع الأسهم الممتازة	22
108	أنواع الأسهم	23
116	أنواع الأسهم العادية	24
127	الهيكل التنظيمي لشركة مساهمة	25
128	التدفقات النقدية بين الشركات والأسواق المالية	26
136	خط سوق الأوراق المالية	27
138	تفضيل المستثمر للمخاطرة	28
139	أنواع المخاطرة	29

140	أسس ومصادر المخاطر الاجمالية للاستثمار في الأوراق المالية	30
165	أنواع ربحية السهم	31
183	العلاقة بين سعر السهم بتوزيعات الأرباح وسعر السهم من دون توزيعات الأرباح	32
184	مثال عن مراحل دفع توزيعات أرباح الاسهم	33
184	سلوك سعر السهم خلال تاريخ Ex-Dividend	34
185	كيفية توزيع التدفقات النقدية من قبل الشركة	35
192	دور وأهداف المسيرين في إنشاء الثروة للمساهمين	36
200	أرباح الأسهم على شكل دفعات متبقية	37
213	تطور مواز لكل من الأرباح وأرباح الأسهم في الشركات الأمريكية التابعة لمؤشر S&P 500	38
217	العوامل المفسرة لسياسة توزيع الأرباح	39
228	المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لنماذج البحث	40

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	معايير المحاسبة الدولية من 01 الى 24	36
02	معايير المحاسبة الدولية من 26 الى 41	37
03	المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية	38
04	تفسيرات معايير المحاسبة الدولية	39
05	تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية	40
06	الأطراف المستفيدة من القوائم المالية	45
07	العوامل المؤثرة على جودة المعلومات المحاسبية	53
08	الفرق بين الورقة المالية والورقة التجارية	65
09	أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة	109
10	مزايا ومخاطر حامل الأسهم	110
11	أوجه الاختلاف والاتفاق بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي	150
12	اختيار مبلغ أرباح الأسهم الموزع	220
13	عينة الشركات التي تم دراستها حسب كل بورصة	229
14	قائمة الشركات عينة البحث "بورصة السعودية"	231
15	وصف الشركات عينة البحث "بورصة السعودية"	232
16	التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة السعودية"	232
17	نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"	234
18	اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"	235
19	نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة السعودية"	236
20	نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة السعودية"	237
21	نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة السعودية"	238
22	مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة السعودية"	239
23	قائمة الشركات عينة البحث "بورصة الكويت"	242
24	وصف الشركات عينة البحث "بورصة الكويت"	243
25	التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة الكويت"	243
26	نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"	245
27	اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"	246

247	نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة الكويت"	28
248	نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة الكويت"	29
249	نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة الكويت"	30
250	مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة الكويت"	31
253	قائمة الشركات عينة البحث "بورصة قطر"	32
253	وصف الشركات عينة البحث "بورصة قطر"	33
254	التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة قطر"	34
256	نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة قطر"	35
256	اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة قطر"	36
257	نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة قطر"	37
258	نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة قطر"	38
259	نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة قطر"	39
260	مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة قطر"	40
262	قائمة الشركات عينة البحث "بورصة أبو ظبي"	41
262	وصف الشركات عينة البحث "بورصة أبو ظبي"	42
262	التحليل الوصفي لمتغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"	43
264	نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"	44
265	اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"	45
266	نتائج اختبار الفرضية الأولى "بورصة أبو ظبي"	46
267	نتائج اختبار الفرضية الثانية "بورصة أبو ظبي"	47
268	نتائج اختبار الفرضية الثالثة "بورصة أبو ظبي"	48
269	مختصر لنتائج اختبار الفرضيات "بورصة أبو ظبي"	49

قائمة المصطلحات

المصطلحات	
IAS	معايير المحاسبة الدولية
IFRS	المعايير الدولية للتقارير المالية
Financial Statements	القوائم المالية
The quality of financial statements	جودة القوائم المالية
Financial markets	الأسواق المالية
Stock markets	أسواق الأسهم
Stock	سهم
Stock prices	أسعار الأسهم
Stock trading	تداول الأسهم
Common Stocks	الأسهم العادية
Preferred Shares	الأسهم الممتازة
Corporations	شركات المساهمة
Common Stock Return	عائد السهم العادي
Dividends	توزيعات الأرباح النقدية
Dividend Yield	نسبة العائد الجاري
Holding Period Return	عائد فترة الاحتفاظ
Expected Return	العائد المتوقع
Required Rate of Return	معدل العائد المطلوب
Common Stock Risks	مخاطر السهم العادي
Investor	المستثمر
Shareholders	المساهمون
Accounting earnings	الأرباح المحاسبية
Earnings per share	ربحية السهم
FD-EPS	ربحية السهم الواحد المنخفضة كلياً
Dividend Payout ratio	نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة
IAS 33	المعيار المحاسبي الدولي رقم 33 "ربحية السهم"
Shareholder wealth	ثروة المساهمين
Dividend Policy	سياسة توزيع الأرباح
Returns regression model	نموذج انحدار العوائد
Earnings Response Coefficient	معامل استجابة الأرباح

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب

- حسن القاضي ومأمون حمدان: المحاسبة الدولية ومعاييرها، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، 2008.
- يوسف محمود جربوع وسالم عبد الله حلس: المحاسبة الدولية مع التطبيق العملي لمعايير المحاسبة الدولية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2002.
- أمين السيد أحمد لطفي: اعداد وعرض القوائم المالية في ضوء معايير المحاسبة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر 2008.
- شعبان محمد إسلام البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، 2002.
- محمد عبد الحميد عطية: الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2011.
- حمدي عبد العظيم: اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية: دروس وتطبيقات)، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، الطبعة الأولى، 1996.
- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفظ أحمد جودة: الأسواق المالية "مفاهيم وتطبيقات".
- برايان كويل: التمويل المالي للأسهم "Equity Finance" ترجمة خالد العامري، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الناشر الأجنبي ليسونز، الطبعة الأولى، القاهرة، 2007، الطبعة الأجنبية 2002.
- ماجد أحمد عطا الله: إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011.
- جاري جراي، باتريك ج. كوساتيس، ج. راندال وولريدج: دليلك لتقييم الأسهم "دليل المستثمر الذكي للأداء المتميز في سوق الأوراق المالية"، مكتبة جرير، الطبعة الأولى، 2007.
- مبارك بن سليمان آل فواز: الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2010.
- صالح بن محمد بن سليمان السلطان: الأسهم حكمها وآثارها، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2006.
- أحمد بن محمد الخليل: الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2003.

- أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية 2010، عمان، الأردن.
- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- أمين السيد أحمد لطفي: التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- عبد الحليم عمار غربي: قياس وتوزيع الأرباح في البنوك الإسلامية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، الإصدار الإلكتروني الأول، سوريا، آذار 2013.
- طارق عبد العال حماد: دليل استخدام معايير المحاسبة، الجزء الثاني، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009.
- طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

المقالات والملتقيات

- مأمون الدبعي ومحمد أبو نصار: مواصفة العلاقة ما بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، 2000، على الرابط <http://www.kantakji.com/media/2602/7001.doc>.
- مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم: دراسة اختبارية للمواصفة الأكثر تمثيلاً للعلاقة في العراق، 1999، على الرابط <http://forum.stop55.com/279104.html>.
- مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء: العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة تطبيقية للفترة الممتدة ما بين 2004-2008، مجلة البحوث والدراسات، المجلد السادس والعشرون، العدد السابع، 2001.
- عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 17، العدد رقم 01، 2003.
- أسماء أحمد الزهراني، مأمون محمد الدبعي: مناهج مقترحة لتحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة السعودية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12، العدد 02، 2016.
- إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي: العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم "دراسة عينة من شركات المساهمة الأردنية"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العدد رقم 08، 2012.
- أشرف الشراوي: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم "دراسة عملية لاختبار المزاعم النظرية"، على الرابط http://slconf.uaeu.ac.ae/old_web/papers/18.swf.
- معاذ بسام عبد القادر، مأمون محمد الدبعي، وفوزي عبد الرحيم غرابية: العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة وإضافة، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 04، العدد رقم 01، 2008.

- عبد الرحمان ميرو، باسل البيطار: العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 35، العدد 06، 2013.
- مرزوقي مرزقي، حولي محمد: مجلس معايير المحاسبة الدولية كهيئة منادية للتوحيد المحاسبي، الملتقى الدولي حول " الاصلاح المحاسبي في الجزائر "، 29 و 30 نوفمبر 2011.
- حسن عبد الكريم سلوم، بتول محمد نوري: دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2010.
- منصور الزين: أهمية اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وابعاد الإفصاح والشفافية، دراسة تحليلية تقييمية للنظام المحاسبي المالي الجديد المطبق في الجزائر، الملتقى الدولي حول "النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبية"، 13 و 14 ديسمبر 2011.
- ماهر موسى درغام، تامر بسام الأغا: العلاقة بين أهمية القياس المحاسبي المستند إلى القيمة العادلة وتعظيم الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية "دراسة حالة المصارف المحلية العاملة في فلسطين"، المؤتمر الدولي السابع حول الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2012.
- رضا ابراهيم صالح: أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية العدد رقم 02، المجلد رقم 46، 2009.
- زينب عباس حميدي: الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وأثرها في تقييم أضرار الحرب، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 57، 2009.
- مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي: أثر التحول إلى معايير التقارير المالية الدولية على جودة المعلومات المحاسبية وقيمة الشركات المسجلة في بيئة الأعمال السعودية دراسة نظرية تطبيقية، مشروع بحث بجامعة سلمان بن عبد العزيز من خلال المقترح البحثي رقم 03/1609، 2014.
- محمد حسان بن مالك، محمد بشير غوالي: أثر القياس المحاسبي المستند إلى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشطة في الجنوب الشرقي -دراسة تطبيقية-، مجلة الباحث، عدد رقم 15، 2015.
- رشا حمادة: قياس أثر الإفصاح الاختياري في جودة التقارير المالية "دراسة ميدانية في بورصة عمان"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 04، 2014.
- حسان خضر: تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
- رفعت السيد العوضي: الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي، 29 ديسمبر 2010.
- سليمان موصلي، حازم السمان: دراسة الكفاءة السعوية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الثاني، 2013.
- بن اعمر بن حاسين، حسين جديدين، بن بوزيان محمد: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.

- جبر إبراهيم الداعور، محمد نواف عابدين: أثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار أسهم الوحدات الاقتصادية المتداولة، في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد السابع عشر، العدد الأول، يناير 2009.
- شوقي بورقية: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 10، 2010.
- مفتاح صالح، معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية " دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010.
- أحمد رجب عبد الملك: دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية " دراسة تحليلية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم 01، المجلد رقم 45، يناير 2008.
- عقيل شاكر الشرع: فرضية السوق الكفؤة "دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد 04، 2013.
- مروان جمعة درويش: اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 23، حزيران 2011.
- محفوظ جبار: اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 "دراسة تجريبية"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007.
- عبد الجبار حمد السبهاني: الأسهم والتسهيم "الأهداف والمآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد 02، 2009.
- هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن: تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردين) "دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، 2010.
- إبراهيم الكراسنة: إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010.
- محمد علي عموش: الشركات المساهمة بين الشريعة والقانون، المجلة الجامعة، العدد 17، المجلد 03، سبتمبر 2015.
- فاروق رفيع التهتموني، أسماء إبراهيم العمرانة: العلاقة بين العائد والمخاطر " دراسة تطبيقية لأثر الروافع على عوائد الشركات الأردنية"، المجلة العربية للإدارة، مجلد رقم 32، العدد 02، ديسمبر 2012.
- عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها غير النظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 17، عدد رقم 01، 2003.
- علام محمد موسى حمدان: العوامل المؤثرة في جودة الأرباح: دليل من الشركات الصناعية الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرين، العدد الأول، يناير 2012.
- سامح محمد رضا رياض أحمد: أثر جودة المراجعة في جودة الأرباح، وانعكاسها على التوزيعات النقدية في الشركات الصناعية المساهمة المصرية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 08، العدد 04، 2012.

- علام محمد موسى حمدان، عماد محمد أبو عجيلة: جودة التدقيق في الأردن وأثرها في إدارة وجودة الأرباح، المجلة العربية للمحاسبة، أكتوبر 2012.
- علي يوسف: أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني، 2012.
- يحيى بن علي الجبر: العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية والمراجع الخارجي "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد رقم 11، العدد الثاني، 2012.
- أحمد بن محمد السلطان: تطور جودة المعلومات المحاسبية "دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة السعودية بين الفترة 2001-2008"، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد رقم 11، العدد الثاني، 2012.
- حسنين فيصل حسن شومان، كوثر حميد هاني الموسوي: أثر بحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة "دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد الثاني، 2012.
- فضل الحباشنة، محمد شحاتيت، جابر البدور، زينة العمارين: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان خلال الفترة 1984-2011، مجلة دراسات وعلوم إدارية، المجلد 42، العدد 02، 2015.
- علام محمد موسى حمدان: العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد 01، 2014.
- محمد زرقون: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة "دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر"، مجلة الباحث، عدد 08، 2010.
- بريس عبد القادر، بدروني عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جوان 2013.
- فيصل محمود الشاورة، محمد عبد الرحيم الدحيات، خالد الحطيات، فواز خالد الشاورة: أثر الإعلان عن الأرباح المحاسبية وتوزيعاتها النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة المقيدة في بورصة عمان "دراسة تطبيقية".

الأطروحات

- حواس صلاح: التوجه الجديد نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة ورقلة، السنة الجامعية 2007-2008.
- بن محياوي سميحة: دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية "دراسة حالة بعض الدول العربية"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- بن اعمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية "دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2012-2013.
- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006.

- صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 03، 2011-2012.
- لطرش سميرة: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربي"، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.

كتب إلكترونية ومواقع

- نشأة ومفهوم معايير المحاسبة الدولية على الرابط <http://kenanaonline.com.pdf>
- معايير المحاسبة المالية على الرابط <http://www.abahe.co.uk/b/international-marketing/international-marketing-075.pdf>
- دور القوائم المالية في إدارة الأعمال على الرابط <http://www.chamber.org.sa.pdf>
- تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004، على الرابط <http://www.sesrtcic.org/files/article/211.pdf>
- مفهوم وأهمية وأنواع الأسواق المالية على الرابط <http://www.hrdiscussion.com/attachment.php?s=7def87541037262eef510c1e632845fe&attachmentid=11039&d=1336569375>
- أسهم الشركات على الرابط <http://dralshaikh.com/download/item100.pdf>
- جمال شحات: الشركات المساهمة "ملكيتها وأهميتها وأنظمتها ومشاكلها" على الرابط <http://www.flyingway.com/vb/showthread.php?t=82102>
- كرار سليم الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب: قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج الربحية "دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" على الرابط <http://iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=85440>
- أسواق الأسهم العادية على الرابط <http://www.slideserve.com/yardley-carver/6356851>
- المعيار المحاسبي الدولي رقم 33 على الرابط <http://www.kantakji.com/media/174608/file1952.pdf>
- ندوة حول تنمية الوعي الاستثماري على الرابط <http://www.tdwl.net/vb/showthread.php?t=157787>
- سليمة نشنش: ورقة بحث بعنوان دور المعلومات الحاسوبية في اتخاذ القرار الاستثماري على الرابط <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03.pdf>
- مأمون حمدان: مقدمة عن معايير المحاسبة الدولية، على الرابط <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=1500>
- على غازی: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية على الرابط: طرق-تحديد-أسعار-الأوراق-المالية <http://www.manaratweb.com/>

Books

- Lawrence J. Gitman: **Principales of Managerial Finance**, tenth Edition, 2004.
- Eric Ducasse, Anne Jallet-Auguste, Stephane Ouvrard et autres : **Normes comptables internationales IAS-IFRS**, édition DE BOECK&LACIER, 2005.
- Céline Michaillesco : **Qualité de l'information comptable**, "Encyclopédie de Comptabilité, Contrôle de gestion et Audit" ,2009.
- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan: **Fundamentals of Corporate Finance**, Sixth Edition, Alternate Edition, 2003.
- Ross-Westerfield-Jaffe: **Corporate Finance**, Sixth Edition, volume 01, The McGraw-Hill companies, 2002.
- Pascal Barneto, Georges Gregorio: **Finance "Manuel et applications" DSCG 2**, 2ème Edition, DUNOD, Paris, 2009.
- Pamela P. Peterson, Frank Fabozzi: **Analysis of Financial Statements**, New Hope Pennsylvania, 1999.
- C.MAILLET-BAUDRIER, A. LE MANH : **Normes comptables internationales IAS/IFRS**, Copyright Editions FOUCHER, Paris,2006, Copyright Berti Editions, Alger, 2007.
- DENZIL WATSON and ANTONY HEAD: **Corporate Finance "Principles &Practice"**, Fourth Edition, Pearson Education, 2007.
- Ross-Westerfield-Jaffe: **Essentials of Corporate Finance**, Fifth Edition, The McGraw-Hill companies, 2007.
- L. LANGLOIS, C. BONNIER, M. BRINGER : **Contrôle de gestion**, Collection LMD & Professionnel, Copyright Editions FOUCHER, Paris,2006, Copyright Berti Editions, Alger, 2008.

Articles

- Fodil Adjaoud, Imed Chkir, Abdul Abdelrahman : **La prévision du bénéfice comptable par le dividende " Etude des entreprises canadiennes cotées sur la bourse de Toronto**, Manuscrit auteur, publié dans "COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), Tunisie (2006)".
- NADIA SBEI : **Bénéfice comptable et valeur de la firme " Cas des entreprises cotées a la bourse de Paris "**, 22ème congrès de la L'AFC, May, 2001 France.
- Nikos Vafeas, Lenos Trigeorgis & Xenia Georgiou: **The usefulness of earnings in explaining stock returns in an emerging market: the case of Cyprus**, European Accounting Review, Volume 7, Issue 1, 1998.
- Mahmood Moeinadin, Ebrahim Mansouri and Mahmood Zare Nikooparver: **Investigating the power of accounting and economic criteria at stock return**

determinant, International Review of Business Research Papers Vol. 7. No. 4. July 2011 P. 84-93.

- Michael J. Cooper, Huseyin Gulen and Michael J. Schill: **Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns**, The Journal of Finance, Vol LXIII, No 4, August, 2008.
- Mohammad Ebrahimi and Arezoo Aghaei Chadegani: **The Relationship between Earning, Dividend, Stock Price and Stock Return: Evidence from Iranian Companies**, International Conference on Humanities, Society and Culture, IPEDR Vol.20, (2011).
- Mohammad Fawzi Shubita: **The relationship between EVA and stock returns**, International Research journal of finance and economics, Issue 59,2010.
- Faisal Mahmoud Shawawreh, Khaled Abed Hutaibat, Mohamad Abdulrahim Dahiyat, Fawawz Khaled Shawawreh: **The Impact of Annual Accounting Profit and Annual Dividend Rates Declaration On the Prices, volumes, and values of ordinary shares traded in ASE "an applied Study"**, 2010.
- Panagiotis E. Dimitropoulos, Dimitrios Asteriou: **The Relationship between Earnings and Stock Returns: Empirical Evidence from the Greek Capital Market**, International journal of finance and economics, Vol 01, No 1, February, 2009.
- Mohammad Fawzi Shubita: **Earnings and Stock Returns Models: Evidence from Jordan**, European Journal of Business and Management, Vol 5, No 20,2013.
- Vincent Y. S. Chen and Yew Kee Ho: **The Association between Earnings and Returns: A Comparative Study between the Chinese and US Stock Markets**, China accounting and finance review, volume 16, number 2, June 2014.
- Nguyen Ngoc Diem and Ho Quoc Binh: **The Relationship between Accounting Information Reported in Financial Statements and Stock Returns - Empirical Evidence from Vietnam**, International Journal of Accounting and Financial Reporting, volume 5, number 1, June 2015.
- Paul Aondona Angahar, and Juliana Malizu: **The Relationship between Accounting Information and Stock Market Returns on the Nigerian Stock Exchange**, Management and Administrative Sciences Review, volume 4, Issue 1, January, 2015.
- Dimitrios I. Maditinos, Željko Šević, Prodromos Chatzoglou and Georgios N. Theriou: **Earning as an explanatory tool in explaining stock market returns and the use of Easton and Harris (1991) Model: The case of Greece**, International Scientific Conference, Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics,2007.
- Ferdy van Beest, Geert Braam, Suzanne Boelens: **Quality of Financial Reporting: measuring qualitative characteristics**, NiCE Working Paper 09-108, April 2009.

- Manirath Wongsim and Jing Gao: **Exploring Information Quality in Accounting Information Systems Adoption**, Communications of the IBIMA, Vol 2011.
- Chiraz BEN ALI : **Qualité de publication financière et gouvernance "Cas de SBF 120"**, Association Francophone de Comptabilité, Poitiers, 2007.
- Nemit Shroff: **Real Effects of Financial Reporting Quality and Credibility: Evidence from the PCAOB Regulatory Regime**, work paper, August, 2015.
- TĂNASE Alin-Eliodor, CALOTĂ Traian-Ovidiu: **Types of Shares**, Romanian Economic and Business Review, Vol 09 N01.
- Joshua Livnat and Dan Segal: **The calculation of Earnings per share and market value of Equity "should common stock equivalents be Included"?** Leonard N. Stern School of Business; New York University, January 24, 2000.
- M.E Thukaram Rao: **Management Accounting, New Age International (p) LTD, Publishers,2006, p 103.**
- Annuar MD Nassir and Shamsheer Mohamad: **The Dividend and Earnings Behaviour of Firms on the Kuala Lumpur Stock Exchange**, Pertanika J. Soc. Sci. & Hum Vol. 1. No.2, 1993.
- GUSTAVO GRULLON and RONI MICHAELY: **Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis**, THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LVII, NO. 4, AUGUST 2002.
- JIA HAO, AVNER KALAY and STEWART MAYHEW: **Ex-dividend Arbitrage in Option Markets**, Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies, May 2009.
- M. J. Gordon: **Dividends, Earnings, and Stock Prices**, The Review of Economics and Statistics, Vol 41, No 02, Part 1 (May, 1959), Accessed 2009.
- Kose John and Joseph Williams: **Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium**, The Journal of Finance, Vol 40, No 04 (Sep, 1985), Accessed 2009.
- L. Fisher and J. H. Lorie: **Rates of Return on Investments in Common Stocks**, The Journal of Business, Vol 37, No 01, Jan., 1964, Accessed: 16/12/2009.
- NICKOLAOS TRAVLOS, LENOS TRIGEORGIS and NIKOS VAFEAS: **Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market "Case of Cyprus"**, Multinational Finance Journal, vol.5, 2001.
- R. Azhagaiah, Sabari Priya. N: **The Impact of Dividend Policy on Shareholders' Wealth**, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 20, 2008.
- Wasfi AlTroudi, Maysa'a Milhem: **Cash dividends, retained earnings and stock prices: Evidence from Jordan**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol 04, No 12, April 2013.
- Merton H. Miller and Franco Modigliani: **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**, The Journal of Business, Vol 34, No 04, Oct., 1961, Accessed: 11-04-2016.

- MICHAEL RAFFERTY, HUSAM-ALDIN NIZAR AL-MALKAWI and REKHA PILLAI: **Dividend Policy "A Review of Theories and Empirical Evidence"** , International Bulletin of Business Administration Euro Journals, Issue 09, 2010.
- Levon Babalyan: **Association between Accounting Earnings and Stock Returns as a Measure of Value Relevance of Accounting Standards, Empirical Evidence from the Swiss Market**, work paper, University of Fribourg/Switzerland, November, 2001.
- Ashiq Ali, Paul Zarowin: **The role of earnings levels in annual Earnings>Returns Studies**, Journal of Accounting Research, Vol 30, No 2, Autumn,1992.
- A. Frino, G. Tibbits: **Earnings as an Explanatory Variable for Returns**, A Note, Accounting & Finance Working Paper 92/35, School of Accounting & Finance, University of Wollongong, 1992.
- William H. Beaver: **The information content of annual earnings announcements**, Journal of accounting research, Vol 6, Empirical research in accounting, selected studies 1968.
- Atabak Baybordi, Farid Barvari, Touraj Bahramihajjabad, Masoumeh Sheykhloou: **Evaluating the Relationship between Economic Values Added and Stock Return in Companies Listed at Tehran Stock Exchange**, Journal of Basic and Applied Scientific Research, Vol 3, No 2, 2013.

Thésés

- Peerapat Wongchaiwat : **politique de dividende des entreprises sur les marchés émergents d'Asie**, THÈSE Pour l'obtention du grade de Docteur de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 2011.
- Aymen TURKI : **Le rôle de la politique de dividendes dans le cadre des opérations de fusions-acquisitions**, Thèse pour obtenir le grade de Docteur en science de gestion, Université de Lille 2, 2013.

PDF

- **Amélioration de la qualité des états financiers établis selon les IFRS**, DELOITTE sur le lien : http://www.deloitte.com/assets/DcomCanada/Local%20Content/Articles/IFRS/ca_fr_ifrs_Amelioration_de_la_qualite_des_etats_financiers_IFRS_100410.pdf .
- Ikram Abdrrahmen Fellata: **Measure the relationship between Economic Value added and Stocks Return in the Saudi corporate companies** (Applied study) <http://libback.uqu.edu.sa/hipres/ABSE/abse13407.pdf>.
- **Objectives of Financial Statements**, American Institute of Certified Public Accountants, October .1973, http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1970/1973_1001_TruebloodObjectives.pdf.

- Aiman A. Ragaba and Mohammad M. Omran: **Accounting Information, Value Relevance, and Investors' Behavior in the Egyptian Equity Market**, http://egx.com.eg/pdf/Value_Relevance_RAF.pdf.
- Aswath Damodaran: **Market Efficiency: Definitions and Tests**, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/invphiloh/mktefficiency.pdf>.
- Katrina Zager, Lajos Zager: **The role of financial information in decision making process, 2006**. http://businessperspectives.org/journals_free/im/2006/im_en_2006_03_Zager.pdf.
- **IAS 33 "Résultat par action"** sur le lien http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/textes_des_normes_et_interpretations/ias_33_resultat_par_action
- Daniel Andrei **"Principes de Finance", Politique de dividende**, 2011, http://danielandrei.info/data/classes/pdf/session11_2011.pdf
- ROBERT H. SMITH: **Dividend Policy**, <http://www.rhsmith.umd.edu/faculty/gphillips/courses/bmg640/dividend.pdf>.
- Franklin Allen, Roni Michaely: **Payout Policy**, Financial Institutions Center, Wharton School, April 2002, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/payoutpolicy.pdf>.
- **Dividend Policy – A Theory** http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/70593/14/14_chapter%2003.pdf.

Sites internet

- www.focusifrs.com.
- www.ifrs.org.
- <http://www.tadawul.com.sa> The official website of the Saudi Arabia stock exchange market.
- <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx> The official website of the Kuwait stock exchange market.
- <http://www.qe.com.qa> The official website of the Qatar stock exchange market.
- <https://www.adx.ae> The official website of the Abu Dhabi stock exchange market.

الفهرس

قائمة المحتويات.

01	..... المقدمة العامة
08	..... الدراسات السابقة
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للمعايير المحاسبية الدولية، وجودة القوائم المالية.
22	..... مقدمة الفصل
23	..... المبحث الأول: مدخل إلى المعايير المحاسبية الدولية
23	..... المطلب الأول: عوامل التوحيد المحاسبي الدولي
23	..... المطلب الثاني: تشكيلة وعمل مختلف هيئات معايير المحاسبة الدولية
23	..... 1- نشأة وتطور لجنة معايير المحاسبة الدولية
26	..... 2- تشكيلة وعمل مجلس معايير المحاسبة الدولية
26	..... 3- مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
28	..... 4- مجلس معايير المحاسبة الدولية
28	..... 5- المجلس الاستشاري للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
29	..... 6- لجنة تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
30	..... المطلب الثالث: تعريف وأهداف إصدار المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
30	..... 1- تعريف معايير المحاسبة الدولية
31	..... 2- أهداف إصدار معايير المحاسبة الدولية/المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
32	..... 3- الشكل التقليدي لمعايير المحاسبة
33	..... المبحث الثاني: أهمية المعايير المحاسبية وخصائصها
33	..... المطلب الأول: أهمية المعايير المحاسبية الدولية
34	..... المطلب الثاني: خصائص المعايير المحاسبية الدولية
36	..... المطلب الثالث: قائمة معايير المحاسبة الدولية/المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
36	..... 1- معايير المحاسبة الدولية من 01 الى 24
37	..... 2- معايير المحاسبة الدولية من 26 الى 41
38	..... 3- المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية
39	..... 4- تفسيرات معايير المحاسبة الدولية
40	..... 5- تفسيرات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

42	المبحث الثالث: القوائم المالية.....
42	المطلب الأول: مفهوم القوائم المالية.....
43	المطلب الثاني: دور وأهداف القوائم المالية.....
45	المطلب الثالث: مسؤولية إعداد القوائم المالية والمستفيدون منها.....
45	1- الأطراف المسؤولة عن إعداد القوائم المالية.....
45	2- المستفيدون من القوائم المالية.....
47	المبحث الرابع: المعلومات المحاسبية وجودتها والعوامل المؤثرة فيها.....
47	المطلب الأول: الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية.....
48	1- الملائمة Relevance
48	2- الموثوقية Reliability
50	3- القابلية للفهم Understandability
50	4- القابلية للمقارنة Comparability
52	المطلب الثاني: العلاقة بين تطبيق معايير التقارير المالية الدولية وجودة المعلومات المحاسبية وقيمة الشركة....
52	المطلب الثالث: جودة المعلومات المحاسبية في الفكر المحاسبي والعوامل المؤثرة فيها.....
55	المبحث الخامس: عرض القوائم المالية وجودتها.....
55	المطلب الأول: دور المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في تحقيق أهداف القوائم المالية وخصائصها....
56	المطلب الثاني: عرض القوائم المالية وفق المعايير المحاسبية الدولية.....
56	1- قائمة المركز المالي.....
56	2- قائمة الدخل.....
57	3- قائمة التدفقات النقدية.....
57	المطلب الثالث: جودة التقارير المالية وتحسينها.....
58	1- مفهوم جودة التقارير المالية.....
59	2- تحسين جودة القوائم المالية المعدة وفق المعايير الدولية للتقارير المالية.....
60	خلاصة الفصل.....
	الفصل الثاني: الأسواق المالية.
62	مقدمة الفصل.....
62	المبحث الأول: مفهوم البورصة في اللغة والاصطلاح..
62	المطلب الأول: مفهوم البورصة بصورة عامة.....

62	1- البورصة في الاشتقاق اللغوي.....
63	2- البورصة في الاصطلاح الاقتصادي.....
63	3- البورصة في الاصطلاح القانوني.....
64	المطلب الثاني: مفهوم بورصة الأوراق المالية.....
64	1- السوق.....
64	2- الأوراق.....
64	3- المال.....
65	المطلب الثالث: أنواع الأوراق المالية.....
65	1- الأوراق المالية والفرق بينها وبين الأوراق التجارية.....
66	2- تعريف بورصة الأوراق المالية.....
67	المبحث الثاني: خصائص، وظائف الأسواق المالية وأهميتها.....
67	المطلب الأول: مكونات وخصائص الأسواق المالية.....
67	1- مكونات الأسواق المالية.....
68	2- خصائص الأسواق المالية.....
70	المطلب الثاني: وظائف بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي والجزئي.....
70	1- دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي.....
71	2- دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي.....
73	المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية.....
73	المبحث الثالث: الهيكل الإداري للسوق المالي وطرق، أساليب تداول الأوراق المالية.....
73	المطلب الأول: الهيكل الإداري لبورصة الأوراق المالية وكيفية عملها.....
74	1- لجان بورصة الأوراق المالية.....
75	2- عضوية البورصة.....
77	المطلب الثاني: طرق تداول الأوراق المالية وكيفية قيدها.....
77	1- إصدار الأوراق المالية.....
78	2- كيفية قيد الأوراق المالية.....
78	3- طرق وأساليب عملية التداول.....
80	المطلب الثالث: نظم تداول الأوراق المالية وطرق تحديد أسعار الأوراق المالية.....
80	1- نظم تداول الأوراق المالية.....

82	..... طرق تحديد أسعار الأوراق المالية.	2-
83	..... أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة.	3-
84	..... كيفية قراءة لوحة أسعار الأسهم.	4-
87	.....	المبحث الرابع: أهمية المعلومات ومصادرها للأسواق المالية.
87	.....	المطلب الأول: أهمية المعلومات في الأسواق المالية.
88	.....	المطلب الثاني: المصادر العامة للمعلومات في الأسواق المالية.
88	.....	المطلب الثالث: المصادر الخاصة للمعلومات في الأسواق المالية.
89	.....	المبحث الخامس: أسواق الأسهم وكفاءتها.
90	.....	المطلب الأول: أنواع أسواق الأسهم.
90	.....	1- الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.
90	.....	2- الأسواق العامة والأسواق الخاصة.
92	.....	3- أسواق الأسهم المحلية والدولية.
92	.....	المطلب الثاني: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية ومقوماتها.
93	.....	1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.
94	.....	2- المقومات الأساسية للسوق الكفاء.
96	.....	المطلب الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة.
96	.....	1- أنواع كفاءة سوق المال.
97	.....	2- مستويات الكفاءة في الأسواق المالية.
99	.....	خلاصة الفصل
		الفصل الثالث: الأسهم وعوائدها.
101	.....	مقدمة الفصل
101	.....	المبحث الأول: تعريف الأسهم، خصائصها وطرق تداولها.
101	.....	المطلب الأول: تعريف الأسهم.
102	.....	المطلب الثاني: خصائص الأسهم.
102	.....	المطلب الثالث: تداول الأسهم.
102	.....	1- معنى تداول الأسهم.
103	.....	2- توفير التداول.
103	.....	3- طرق تداول الأسهم.

104	4- الشروط الرئيسية الاتفاقية المقيدة لتداول الأسهم.....
104	المبحث الثاني: أنواع الأسهم، مزايا ومخاطر حامل الأسهم.....
104	المطلب الأول: أنواع الأسهم.....
109	المطلب الثاني: أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز.....
110	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر حامل الأسهم.....
110	المبحث الثالث: الأسهم العادية.....
110	المطلب الأول: مفهوم السهم العادي Common Stock Concept.....
111	المطلب الثاني: حقوق ملاك الأسهم العادية.....
111	المطلب الثالث: ميزات وعيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل.....
112	1- آليات التأثير على أسعار الأسهم.....
115	2- أنواع الأسهم العادية.....
116	3- مفاهيم القيمة للسهم العادي Value Concepts of Common Stock.....
118	4- العوامل المؤثرة على سعر السهم.....
122	المبحث الرابع: شركات المساهمة.....
123	المطلب الأول: تعريف، مزايا شركات المساهمة.....
123	1- تعريف شركات المساهمة.....
123	2- مزايا شركات المساهمة.....
124	المطلب الثاني: مشاكل شركات المساهمة.....
124	المطلب الثالث: حقوق الملكية، المصطلحات الخاصة بشركات المساهمة.....
124	1- المصطلحات الخاصة بشركات المساهمة.....
125	2- حقوق الملكية في شركات المساهمة.....
126	3- تمويل الشركات والمدير المالي.....
128	المبحث الخامس: عائد السهم العادي ومخاطره.....
128	المطلب الأول: عائد السهم العادي Common Stock Return.....
129	المطلب الثاني: تقديم التدفقات النقدية الخاصة بالمداخيل التي يحصل عليها حملة الأسهم.....
137	المطلب الثالث: مخاطر السهم العادي والاستثمار في الأسهم.....
137	1- مفهوم المخاطرة وأنواعها.....
140	2- الاستثمار في الأسهم واتخاذ القرار.....

145	.....خلاصة الفصل
	.....الفصل الرابع: الأرباح المحاسبية.
147	.....مقدمة الفصل
147	.....المبحث الأول: مفهوم الأرباح المحاسبية
147	.....المطلب الأول: المفهوم اللغوي للربح
148	.....المطلب الثاني: المفهوم الاقتصادي للأرباح
148	.....1- مفهوم الأرباح في نظرية التوزيع
148	.....2- مفهوم الأرباح في نظرية الربح
149	.....المطلب الثالث: المفهوم المحاسبي للأرباح وأنواعه
149	.....1- مفهوم الربح المحاسبي
149	.....2- أنواعه
149	.....3- مقارنة بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي
150	.....4- الفرق بين الربح المحقق والربح المتوقع
150	.....المبحث الثاني: جودة الأرباح المحاسبية
151	.....المطلب الأول: مفهوم جودة الأرباح
153	.....المطلب الثاني: القدرة التنبؤية للأرباح المحاسبية
154	.....المطلب الثالث: أهمية ومقاييس جودة الأرباح المحاسبية
154	.....1- أهمية جودة الأرباح المحاسبية
155	.....2- مقاييس جودة الأرباح المحاسبية
158	.....المبحث الثالث: ربحية السهم الواحد (Earning Per Share (EPS))
158	.....المطلب الأول: مفهوم ربحية السهم وأهميتها
161	.....المطلب الثاني: كيفية حساب ربحية السهم
161	.....1- هيكل رأس مال بسيط
162	.....2- هيكل رأس مال معقد
162	.....المطلب الثالث: أنواع ربحية السهم
162	.....1- ربحية السهم الواحد الأولية Primary earnings per share
164	.....2- ربحية السهم الواحد المخفضة كلياً FD-EPS
168	.....المبحث الرابع: المعيار المحاسبي الدولي IAS 33

168	المطلب الأول: أهداف ونطاق IAS 33.....
168	1- الهدف من المعيار.....
168	2- نطاق المعيار.....
169	المطلب الثاني: عوائد السهم الأساسية.....
169	1- احتساب العوائد.....
169	2- احتساب العدد المتوسط المرجح للأسهم العادية.....
170	المطلب الثالث: عوائد الأسهم المخفضة.....
170	1- احتساب العوائد.....
170	2- احتساب العدد المتوسط المرجح للأسهم.....
171	المبحث الخامس: العرض، الإفصاح وتعريفات المصطلحات الرئيسية طبقاً للمعيار IAS33.....
171	المطلب الأول: العرض والإفصاح.....
171	1- خلفية.....
172	2- تعريفات المصطلحات الرئيسية طبقاً للمعيار IAS33.....
173	3- الأسهم العادية.....
173	4- عرض عوائد السهم.....
173	المطلب الثاني: علاقة حساب عوائد السهم الأساسية.....
175	المطلب الثالث: عوائد السهم المخفضة.....
177	1- العرض.....
178	2- الإيضاحات.....
178	خلاصة الفصل.....
	الفصل الخامس: توزيعات الأرباح.
180	مقدمة الفصل.....
181	المبحث الأول: تعريف التوزيعات النقدية للأرباح، أنواعها وتأثيرها على ثروة المساهمين.....
181	المطلب الأول: تعريف التوزيعات النقدية للأرباح (Dividends).....
185	المطلب الثاني: أنواع توزيعات الأرباح The Different Types of Dividends.....
187	المطلب الثالث: تأثير توزيعات الأرباح على ثروة المساهمين.....
188	المبحث الثاني: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم.....
188	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....

189	المطلب الثاني: محددات طبيعة سياسة توزيع الأرباح.....
191	المطلب الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم.....
193	المبحث الثالث: المساهمون وسياسة التمويل ودوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة.....
193	المطلب الأول: وضعية المساهمين إزاء سياسة تمويل الشركة.....
194	المطلب الثاني: دوافع توزيع الأرباح في شركات المساهمة.....
194	المطلب الثالث: قرار التحكيم بين سياسة الاستثمار والتمويل وسياسة أرباح الأسهم.....
195	المبحث الرابع: النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح Dividend Policy Theories.....
198	المطلب الأول: نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح، نظرية عصفور في اليد.....
198	1- نظرية عدم ملائمة توزيعات الأرباح Dividend irrelevance.....
202	2- نظرية ملائمة التوزيعات (نظرية عصفور في اليد) Dividend relevance.....
203	المطلب الثاني: نظرية التفضيل الضريبي، نظرية الوكالة.....
203	1- نظرية التفضيل الضريبي.....
206	2- نظرية الوكالة.....
208	المطلب الثالث: نظرية أثر الزبون، نظرية الإشارة.....
208	1- نظرية أثر الزبون Clientele Effects of Dividends.....
210	2- نظرية الإشارة.....
212	المبحث الخامس: أنواع سياسات توزيع الأرباح والعوامل المفسرة لها.....
212	المطلب الأول: خصائص دافعي أرباح الأسهم.....
215	المطلب الثاني: مقياس أو معيار سياسة أرباح الأسهم والعوامل المفسرة لها.....
215	1- مقياس أو معيار سياسة أرباح الأسهم.....
217	2- العوامل المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.....
218	المطلب الثالث: أنواع سياسات توزيع الأرباح.....
218	1- سياسة الأرباح الموزعة المستقرة.....
218	2- سياسة توزيع الفائض.....
219	3- سياسة توزيع نسبة ثابتة من الأرباح.....
219	4- توزيع مقدار نقدي منخفض مع إضافة مبلغ آخر في سنوات الرواج.....
220	5- اختيار مبلغ أرباح الأسهم الموزع.....
221	خلاصة الفصل.....

الجانب التطبيقي: دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي.

223	.....مقدمة
226	.....المبحث الأول: عرض النماذج المستخدمة وعينة البحث
226	.....المطلب الأول: النماذج المستعملة في البحث
226	.....1- النموذج الأول: نموذج الأرباح
226	.....2- النموذج الثاني: نموذج تغيرات الأرباح
227	.....3- النموذج الثالث: نموذج كل من الأرباح والتغير في الأرباح
227	.....المطلب الثاني: متغيرات البحث، مصادر جمع البيانات
227	.....1- متغيرات البحث
228	.....2- مصادر جمع البيانات
229	.....المطلب الثالث: أساليب تحليل البيانات، عينة البحث
229	.....1- أساليب تحليل البيانات
229	.....2- عينة البحث
230	.....المبحث الثاني: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة السعودية
230	.....المطلب الأول: نظرة عن بورصة السعودية، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات
230	.....1- نظرة عن بورصة السعودية
231	.....2- مجتمع وعينة البحث
232	.....3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث
234	.....المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث
234	.....1- مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة السعودية" ..
235	.....2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة السعودية"
235	.....المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات
235	.....1- نتائج اختبار الفرضية الأولى
237	.....2- نتائج اختبار الفرضية الثانية
238	.....3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة
240	.....المبحث الثالث: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة الكويت
240	.....المطلب الأول: نظرة عن بورصة الكويت، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات
240	.....1- نظرة عن بورصة الكويت

242	.....	2- مجتمع وعينة البحث
243	.....	3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث
245	.....	المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث
245	.....	1- مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة الكويت" ..
246	.....	2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة الكويت"
246	.....	المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات
246	.....	1- نتائج اختبار الفرضية الأولى
248	.....	2- نتائج اختبار الفرضية الثانية
249	.....	3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة
250	.....	المبحث الرابع: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة قطر
250	.....	المطلب الأول: نظرة عن بورصة قطر، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات
250	.....	1- نظرة عن بورصة قطر
252	.....	2- مجتمع وعينة البحث
253	.....	3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث
256	.....	المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث
256	.....	1- مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة قطر"
256	.....	2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة قطر"
257	.....	المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات
257	.....	1- نتائج اختبار الفرضية الأولى
258	.....	2- نتائج اختبار الفرضية الثانية
259	.....	3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة
260	.....	المبحث الخامس: اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم في بورصة أبو ظبي
260	.....	المطلب الأول: نظرة عن بورصة أبو ظبي، مجتمع وعينة البحث، التحليل الوصفي للمتغيرات
260	.....	1- نظرة عن بورصة أبو ظبي
261	.....	2- مجتمع وعينة البحث
262	.....	3- التحليل الوصفي لمتغيرات البحث
264	.....	المطلب الثاني: اختبار العلاقة السببية والارتباط بين متغيرات البحث
264	.....	1- مصفوفة ارتباط سبيرمان وبيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي" ...

265	..... 2- اختبار العلاقة السببية بين متغيرات البحث "بورصة أبو ظبي"
265	..... المطلب الثالث: نتائج اختبار الفرضيات
265	..... 1- نتائج اختبار الفرضية الأولى
267	..... 2- نتائج اختبار الفرضية الثانية
268	..... 3- نتائج اختبار الفرضية الثالثة
269	..... خلاصة تحليل النتائج
274	..... خاتمة

قائمة الأشكال.

قائمة الجداول.

قائمة المصطلحات.

قائمة المراجع.

الملخص:

تهدف هذه الرسالة إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي (السعودية، الكويت، قطر، أبو ظبي)، وهي علاقة فائقة الأهمية في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم. تم تطبيق البحث على عينة مكونة من 44 شركة مساهمة وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار (**Returns regression model**) والذي من خلاله يتم ربط عائد السهم مع الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح المحاسبية. بينت النتائج وجود علاقة معنوية بين الأرباح المحاسبية والتغير في الأرباح وعوائد الأسهم في كل من بورصة السعودية والكويت مع أفضلية ربحية السهم في تفسير العوائد، في حين لم يتأكد وجود هذا الارتباط في كل من بورصة قطر وأبو ظبي.

الكلمات المفتاحية: القوائم المالية السنوية، الأسواق المالية، الأسهم، عوائد الأسهم، ربحية السهم، دول مجلس التعاون الخليجي.

Abstract

The aim of this thesis is to investigate empirically the relationship between accounting earnings and stock returns. Such relationship plays a major role in shareholder's choice. Using a Return Regression Model and a sample of 44 companies listed in GCC stock exchange (Saudi Arabia, Kuwait, Qatar, Abu Dhabi). Our results show a strong relationship between earning per share, change in earning per share and stock returns in Saudi Arabia and Kuwait stock exchange markets. However, such link is not confirmed in Qatar and Abu Dhabi stock exchange markets.

Key Words: Annual financial statements, Financial markets, Stocks, Stock returns, Earnings per share, GCC countries.

Résumé

Le but de cette thèse est de tester empiriquement la relation entre les résultats comptables et les rendements des actions. Une telle relation joue un rôle majeur dans le choix des actionnaires. Afin d'atteindre cet objectif, un modèle de régression des rentabilités est appliqué sur un échantillon de 44 sociétés cotées en Bourses des CCG (Arabie Saoudite, Koweït, Qatar, Abu Dhabi). Nos résultats montrent une relation étroite entre le gain par action, la variation du gain par action et le rendement des actions en Arabie saoudite et au marché boursier du Koweït. Cependant, ce lien n'est pas confirmé dans les marchés boursiers du Qatar et d'Abu Dhabi.

Mots-clés : Les états financiers annuels, les marchés financiers, Les actions, la rentabilité des actions, Le bénéfice par action, pays du GCC.