

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر
فرع علوم مالية
تخصص مالية المؤسسات
الموضوع:

تأثير كفاءة السوق المالي على القيمة السوقية للمؤسسة
دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية
للفترة (2005-2014)

تحت إشراف

- سامية عمر عبده

من إعداد الطالبتين:
الأستاذة:

- زلفى عوامرية
- وفاء أومدور

السنة الجامعية: 2014-2015



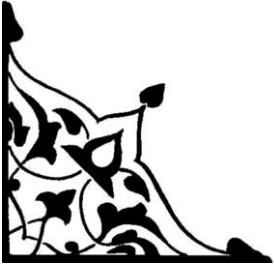
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



الدعاء

اللهم
سبحانك لا علم
لنا
إلا ما علمتنا
إنك أنت العليم
الحكيم، اللهم
أخرجنا من ظلمات
الوهم وأكرمنا
نور الفهم وافتح

علينا معرفة
العلم ويسر
أخلاقنا بالحلم
أمين



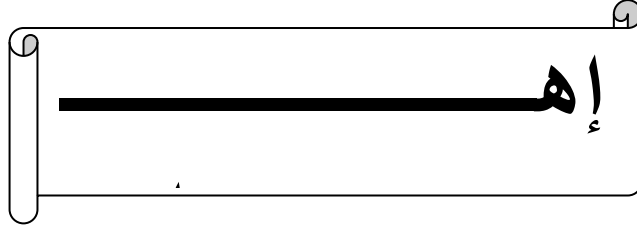
شكر وتقدير

" من اجتهد وأصاب فله أجران و من اجتهد وأخطأ فله أجر واحد"
الحمد لله الذي وهبنا نعمة العقل سبحانه والشكر له على كل نعمه وفضله
وكرمه

تبارك الله ذو الجلال والإكرام
نشكر كل من قدم لنا يد العون والمساعدة في إنجاز هذه المذكرة، ونخص
بالذكر الأستاذة المحترمة " سامية عمر عبده" التي لم تبخل علينا بنصائحها
وإرشاداتها، من خلال إشرافها على عملنا خطوة بخطوة، وبكل جدية وتفاني
ونتمنى لها التوفيق الكامل في رسالة الدكتوراه
كما نتقدم بالشكر الخالص إلى كل من:
أساتذة وعمال إدارة تسيير واقتصاد، ونخص بالذكر الدكتوراه مريم عديلة
التي لم تبخل علينا بنصائحها
إلى عمال المكتبة المركزية ومكتبة التسيير بالجامعة
وكل من أفادنا في تحضير هذا العمل وقدم لنا يد المساعدة من قريب أو من
بعيد

وفاء

زلفى



(قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)
" كن عالما .. فإن لم تستطع فكن متعلما، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم تستطع فلا تبغضهم"

بدأنا بأكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وعانينا الكثير من الصعوبات، وها نحن اليوم والحمد لله نظوي سهر الليالي وتعب الأيام وخلاصة مشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع

إذا كان الإهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء فأهدي هذا العمل المتواضع إلى:
معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد (صلى الله عليه وسلم)
اهدي مشواري الدراسي إلى أحق الناس بالطاعة بعد طاعة الله وروح الرسول الطاهرة، إلى من قال فيهما عز وجل: " وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"
إلى رمز العطاء والتضحية، إلى ينبوع الحنان، إلى التي تراني شمعة تضيء درب الأحلام، إلى النور الساطع من دون كل الناس، إلى سر وجودي، التي لولاها ما كنت لأكون: أُمِّي الغالية

إلى من أوصاتي به ربي خيرا، إلى أروع كلمة نطقا بها شفتاي، إلى من يدخر جهدا في سبيل تربيتي وتعليمي، أهدى عملي هذا بكل كبرياء إلى المرشد الوحيد الذي سعى جاهدا لأكون رمز التقدير و الاحترام ، أغلى وأعز أب في الوجود حفظهما الله

إلى من شاركوني أفراحي وأحزاني وساعدوني لأقطف بسمه من ياقاة العلم والحياة إخوتي
إلى من جمعنا الأقدار صدفة، لنتقاسم هموم الزمن، وأقسم أن لا يتركنا إلا ونحن روح واحدة وقلب واحد صديقتي



أهـ

(قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

" كن عالما .. فإن لم تستطع فكن متعلما، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم تستطع فلا تبغضهم "

بدأنا بأكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وعانينا الكثير من الصعوبات، وها نحن اليوم والحمد لله نطوي سهر الليالي وتعب الأيام وخالصة مشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع

إذا كان الإهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء فأهدي هذا العمل المتواضع إلى:

معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد (صلى الله عليه وسلم)

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أعلى الحبايب

إلى التي راني قلبها قبل عينيها.. وحضنتني أحضانها قبل يديها... أهدي عملي هذا ومحيتي

إلى أمي الحبيبة ذلك النبع الصافي شجرتي التي لا تذبل، الظل الذي أوي إليه في كل حين أمي

...، ربما لم ابرك تمام البر لكني أعلم أن قلبك أكبر من أي بر.. رعاك المولى وجزاك من

الثواب أجزاءه، أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار،

وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد ...

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه

بكل افتخار .. والدي العزيز

إلى من بهن أكبر وعليهن أعتد.. إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي..

إلى من بوجودهن أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها.. إخوتي

إلى الأخوات التي لم تلدهن أمي.. إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء

إلى من عرفت كيف أجدهم وعلوموني أن لا أضيعهم صديقاتي وأصدقائي

من بين طيات هذا العمل نرجو من الله العلي القدير أن يتقبله منا خالصا لوجهه الكريم ، وآخر

دعوانا أن الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أسلاف الخلق والمرسلين

زلفى

الفهرس

الصفحة	المحتويات
II-I	البسمة والدعاء
V-III	التشكرات والاهداءات
X-VI	الفهرس
XI	فهرس الأشكال والجداول
أ - هـ	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق
02	تمهيد
03	المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية
03	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية ووظائفها
03	أولاً: مفهوم الأسواق المالية
04	ثانياً: أهمية الأسواق المالية
07-05	ثالثاً: هيكل الأسواق المالية
08	رابعاً: وظائف الأسواق المالية
09	المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية
09	أولاً: مفهوم المؤشر
09	ثانياً: مزايا المؤشر
09	ثالثاً: كيفية بناء المؤشر
10	رابعاً: استخدامات المؤشرات في الأسواق المالية
10	المطلب الثالث: الأدوات الاستثمارية للأسواق المالية
10	أولاً: الأسهم
13	ثانياً: السندات
16	ثالثاً: المشتقات المالية
18	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية
18	المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية
18	أولاً: تعريف كفاءة الأسواق المالية
18	ثانياً: شروط قيام السوق المالي الكفاء
19	ثالثاً: أهمية كفاءة السوق المالي
20-19	رابعاً: خصائص الأسواق المالية الكفوءة
21	المطلب الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي الكفاء ومتطلباته
21	أولاً: أنواع الكفاءة في الأسواق المالية
23	ثانياً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
24	المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية
24	أولاً: الصيغة الضعيفة
24	1-تعريفها

24	2-اختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة
25	ثانيا: الصيغة المتوسطة
25	1-تعريفها
25	2-اختبارات الصيغة المتوسطة للكفاءة
26	ثالثا: الصيغة القوية
26	1-تعريفها
26	2-اختبارات الصيغة القوية للكفاءة
28	المبحث الثالث:دعائم كفاءة الأسواق المالية
30-28	المطلب الأول: إجراءات تحسين كفاءة الأسواق المالية والعوائق التي تواجهها
30	المطلب الثاني: أهمية نظام المعلومة في تحقيق كفاءة الأسواق المالية
31	المطلب الثالث: مبدأ الشفافية والإفصاح
32	أولا: تعريف الشفافية
32	ثانيا: تعريف الإفصاح
33	خلاصة الفصل
34	الفصل الثاني: قيمة المؤسسة في ظل كفاءة السوق المالي
35	تمهيد
36	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة
36	المطلب الأول: مفهوم القيمة وأنواعها
36	أولا: تعريف القيمة
36	ثانيا: أنواع القيمة
37	1-معايير تصنيف القيمة
37	2-أنواع القيمة
38	المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة
38	أولا: مؤشرات ذات طبيعة محاسبية
39	ثانيا: مؤشرات ذات طبيعة مالية
39	ثالثا:مؤشرات هجينة ذات طبيعة محاسبية ومالية
40	رابعا:مؤشرات ذات طبيعة بورصية
41	المطلب الثالث: طرق تحديد القيمة
41	أولا: طريقة محاسبية
42	ثانيا: طريقة شهرة المحل
42	ثالثا: التقييم عن طريق التدفقات النقدية
44	المبحث الثاني: قيمة المؤسسة بين المفهوم، الآليات والمداخل
44	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة والعوامل المحددة لها
45	المطلب الثاني:قيمة المؤسسة وفق النظريات المعاصرة
45	أولا: قيمة المؤسسة وفق نظرية الوكالة

46	ثانيا: قيمة المؤسسة وفق نظرية الإشارة
47	ثالثا: قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس
47	المطلب الثالث: آليات ومداخل تحديد القيمة
48	أولا: آليات تحديد القيمة
50-48	ثانيا: مداخل تحديد القيمة
51	المبحث الثالث: قيمة المؤسسة وارتباطها بكفاءة السوق المالي
51	المطلب الأول: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة
51	أولا: قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية بالبورصة
55	ثانيا: قيمة المؤسسة التي لا تتداول أوراقها المالية بالبورصة
58	المطلب الثاني: صيغ الكفاءة وعلاقتها بتغيرات القيمة السوقية
	للأسهم
58	أولا: العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة للصيغ
	الثلاث للكفاءة
58	ثانيا: دور كفاءة الأسواق المالية في تقويم الأسعار السوقية
	للأسهم العادية
60	المطلب الثالث: علاقة كفاءة السوق المالي بقيمة المؤسسة
62	خلاصة الفصل
63	الفصل الثالث: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثره على القيمة السوقية لسهم مؤسسة مبرد
	تمهيد
64	
65	المبحث الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية
65	المطلب الأول: تقديم سوق الكويت للأوراق المالية
65	أولا: نشأة سوق الكويت للأوراق المالية
66	ثانيا: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية
66	ثالثا: مهام سوق الكويت للأوراق المالية
67	رابعا: الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية
68	المطلب الثاني: تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية
68	أولا: الإدراج في بورصة الكويت
69	ثانيا: شروط التداول في بورصة الكويت
69	ثالثا: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الكويت
70	المطلب الثالث: الشفافية والإفصاح في بورصة الكويت
71	أولا: المعلومات المتعلقة بسوق الإصدار
72	ثانيا: المعلومات المتعلقة بسوق التداول
74	المبحث الثاني: اختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية
74	المطلب الأول: مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية
74	أولا: المؤشر العام
77	ثانيا: دراسة معدل رأس المال السوقي

79	ثالثا:دراسة مؤشر عدد المؤسسات المدرجة
81	رابعا: دراسة مؤشر السيولة
83	المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة
85	المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة
85	أولا: تعيين النموذج
86	ثانيا: تقدير النموذج
87	ثالثا: اختبار النموذج
88	رابعا: تقييم النتائج
92	المبحث الثالث: تحليل وتقييم مؤسسة مبرد للنقل الكويتية
92	المطلب الأول: التعريف بمؤسسة مبرد للنقل الكويتية
93	المطلب الثاني: التحليل الجزئي لظروف مؤسسة مبرد للنقل الكويتية
94	أولا: تحليل القوائم
96	ثانيا: تحليل العائد
97	المطلب الثالث: تقييم سهم مؤسسة مبرد للنقل الكويتية
99	خلاصة الفصل
103-101	الخاتمة
113-105	قائمة المراجع الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
07	أقسام السوق المالي	(1-1)
22	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	(2-1)
67	الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية	(1-3)
75	تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(2-3)
80	تمثيل بياني يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(3-3)

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
75	تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(1-3)
78	التطورات الحاصلة على مستوى رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(2-3)
80	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(3-3)
82	تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(4-3)
84	تحديد أنماط التغير في مؤشر سوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(5-3)
86	متغيرات الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)	(6-3)
93	بطاقة فنية عن مؤسسة مبرد للنقل الكويتية.	(7-3)
94	بيان المركز المالي لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية لسنتي 2013-2014	(8-3)
94	أبرز المؤشرات والنسب المالية لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية لسنتي 2013-2014	(9-3)
96	أبرز مؤشرات تحليل العائد لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية لسنتي 2013-2014	(10-3)
97	تقييم سهم مؤسسة مبرد للنقل لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2009-2014)	(11-3)

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 فائض في هذه الأموال (قطاعات الفائض) وتوجيهها إلى الشركات والمشروعات الاستثمارية (قطاعات العجز)، فقيام السوق بأداء دوره بنجاح في هذا المجال يساعد على تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة.

ويعد السوق الكفاء بمثابة عامل جذب للاستثمارات المحلية والأجنبية، حيث تتوقف كفاءته بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق، أي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة وصولها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها، شرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام للدولة المعنية.

وبالتالي فإنه في ظل السوق الكفاء تستجيب أسعار الأوراق المالية للتغيرات في المعلومات المتدفقة إلى السوق، حيث تؤدي هذه الاستجابة إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية مما لا يمكن المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية، وتحقيق عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

إشكالية الدراسة:

-1

تتأثر قيمة المؤسسة بالعديد من المتغيرات المختلفة والمتعددة سواء على مستوى المحيط الخارجي أو المحيط الداخلي، والتي تؤثر على أداء المؤسسة وبالتالي على قيمتها. وتظهر أهمية تقييم الأوراق المالية في تحسين وتفعيل كفاءة السوق من خلال الوصول إلى القيم الحقيقية لها، فإذا كانت السوق تتمتع بكفاءة مقبولة، فيفترض أن الأسعار المسجلة بها تمثل أفضل انعكاس للقيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم لقيمة المؤسسة، هناك علاقة تأثير متبادلة بين كفاءة السوق المالي وقياس قيمة المؤسسة وأسهمها. وهو ما يدفعنا إلى طرح التساؤل التالي:

هل لكفاءة السوق المالي أثر على القيمة السوقية للمؤسسة؟

من أجل الإجابة على هذا التساؤل الرئيسي يمكن الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي العوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي؟ وما هي شروط قيام السوق المالي الكفاء؟
- فيما تتمثل علاقة كفاءة السوق المالي بقيمة المؤسسة؟
- ما مدى كفاءة السوق المالي الكويتي؟ وما تأثير كفاءة السوق على القيمة السوقية لسهم مؤسسة مبرد للنقل؟

-2

فرضيات الدراسة:

- للإجابة على الإشكالية المطروحة يمكن الاعتماد على الفرضيات التالية:
- تتغير القيمة السوقية للورقة المالية تبعاً لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق.
- يعد توفر المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين وبدون تكاليف من أهم شروط قيام سوق مالي كفاء.
- في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية.



يعد السوق المالي الكويتي كفاء في صيغته المتوسطة، كما تعبر القيمة السوقية لسهم مؤسسة مبرد عن قيمته الحقيقية.

3- أهمية الدراسة :

يعد هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات.

- لكون رأس مال المؤسسات يتكون من أسهم والتي يتم تداولها في الأسواق المالية بغرض إعطاء قيمة للمؤسسة، فإن أسعار هذه الأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات منها الاقتصادية والمالية، وهذا ما يدفع إلى تبيان العوامل المؤثرة على أسعار هذه الأسهم كونها المرآة العاكسة لقيمة المؤسسة.

- لأن الأسواق المالية تقوم بدور هام في عملية التنمية الاقتصادية، ولكي يتمكن السوق من تحقيق أهدافه الاقتصادية بكفاءة ينبغي أن يتمتع هو نفسه بالكفاءة، ففي السوق الكفاء تعتبر الأسعار مؤشرا أو مقياسا دقيقا للقيمة، حيث تتغير هذه الأسعار وتسجل تحركا عشوائيا نتيجة لأي معلومة جديدة، الأمر الذي يثير الاهتمام لدراسة كفاءة الأسواق المالية وأثرها على قيمة أسهم المؤسسة.

- صعوبة إيصال المعلومة إلى السوق المالي وجعلها متاحة للمستثمرين والتي تلعب دورا كبير في التأثير على القرارات الاستثمارية للمتدخلين المتمثل بالبيع أو الشراء وبالتالي على قيمة السهم.

4- أهداف الدراسة :

تتمثل أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

-الإلمام بنظرية السوق المالي الكفاء باعتبارها مطلبا ضروريا وشرطا أساسيا لفهم آلية عمل السوق المالي.

-إبراز المتغيرات المؤثرة على كفاءة السوق المالي.

-اختبار مدى كفاءة السوق المالي الكويتي في التعامل مع المعلومات المتاحة عن المؤسسات المدرجة.

-توضيح أثر كفاءة السوق المالي على قيمة المؤسسة.

5- منهج الدراسة :

بالنظر إلى طبيعة الدراسة المتمحورة حول كفاءة الأسواق المالية وأثرها على قيمة المؤسسة، وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة بمختلف جوانبها، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لمراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال الأسواق المالية، كما تم استخدام المنهج الإحصائي لتغطية الفصل التطبيقي، حيث استخدمنا مجموعة من النماذج الإحصائية والرياضية لاختبار مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية وقياس مدى كفاءته.

6- أدوات الدراسة:

لإثراء هذه الدراسة اعتمدنا على مجموعة من أدوات البحث العلمي والمتمثلة في:

- اختبار الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة.

-في اختبار الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق اعتمدنا على نموذج الانحدار الخطي البسيط لقياس درجة الارتباط بين المتغيرات المتمثلة في: معدل التضخم، معدل البطالة، الناتج المحلي الإجمالي وعلاقتها بمؤشر السوق واستعنا في ذلك ببرنامج 8 Eviews لبناء نموذج انحدار بسيط، وفي تقديرنا لمعادلة النموذج اعتمدنا على طريقة المربعات الصغرى.

-استخدمنا أدوات التحليل المالي المتمثلة في: تحليل السيولة وتحليل العائد.
-اعتمدنا على طريقة القيمة المحاسبية لحساب قيمة المؤسسة والقيمة المحاسبية للسهم.
- كما استخدمنا الأشكال والجداول والمنحنيات في تحليل تغيرات البيانات ذات الصلة بالموضوع.

7- الدراسات السابقة:

إن موضوع قياس كفاءة السوق المالي موضوع حديث ولا يزال البحث في هذا الموضوع في بدايته خاصة في الدول العربية، إذ لا توجد كتب متخصصة فيه أو على الأقل هي نادرة الوجود، إلا أن هناك بعض البحوث والدراسات تناولت جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها:

- دراسة لطرش سميرة 2009: بعنوان دراسة كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، حيث تناولت في الجانب النظري للدراسة ثلاث فصول : الفصل الأول بعنوان كفاءة سوق رأس المال، أما الفصل الثاني كان بعنوان الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال، أما الفصل الثالث بعنوان قيمة الورقة المالية، أما الجانب التطبيقي فقد اعتمدت في دراستها على اختبار كفاءة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، استخدمت مجموعة من المؤشرات لقياس الكفاءة المتمثلة في مؤشر السيولة ومؤشر القيمة السوقية، توصلت من خلال دراستها إلى أن كل الأسواق محل الدراسة غير كفؤة في صيغتها المتوسطة، وذلك نظرا لعدم وجود ارتباط حقيقي بين مؤشرات السوق والعوامل الاقتصادية.

- دراسة مقابلة برهومة 2002: بعنوان كفاءة سوق عمان المالي قطاع البنوك عند المستوى الضعيف، قسم دراسته إلى جانبين، تناول في الجانب النظري ثلاث فصول، تضمن الفصل الأول الأسواق المالية من تطور وأنواع وكل ما يتعلق بها، الفصل الثاني خصصه للإطار النظري للكفاءة، في حين خصص الفصل الثالث للتعريف بسوق عمان للأوراق المالية والإلمام بجميع نواحيه، أما من ناحية الجانب التطبيقي فقد قام بأخذ عينة الدراسة من قطاع البنوك العاملة في الأردن وهم 16 بنك أردني، استخدم اختبار الارتباط الذاتي والاختبار المتكرر من أجل دراسة الارتباط في سلسلة عوائد الأسهم، من أجل الحكم على كفاءة السوق والتعرف على العوامل التي تحد من كفاءته، توصل إلى أن أسعار الأسهم في قطاع البنوك لا تسير وفق فرضية السير العشوائي، ومن ثم لا تتمتع أسعار أسهم قطاع البنوك بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

-دراسة سليمان موصللي وحازم السمان 2013: بعنوان دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، تناولت في الجانب النظري من الدراسة الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية، في حين اعتمدت الدراسة بشكل كبير على الجانب التطبيقي للذات هدفها من خلاله إلى اختبار الكفاءة السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، وقد استخدم اختبار الارتباط المتسلسل وجذر الوحدة بالاعتماد على اختبار أكيمنتد ديكي فولر المطور والمقترح من قبل Engleand Granger (1987) لاختبار كفاءة سوق دمشق، شملت عينة الدراسة قيم مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية لسنتي 2010 و2011، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن تحركات أسعار الأسهم غير عشوائية، ومن ثم فإنه يمكن القول أن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفء عند المستوى الضعيف.

8- التوثيق العلمي:

في سبيل حصر جوانب الموضوع وإثراء الدراسة اعتمدنا على البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجوانب النظرية للموضوع، من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية والفرنسية، والتي تعرضت لجانب من جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة، وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية والمجلات والجرائد المتخصصة لنظرية الكفاءة وعدد من الرسائل العلمية، بالإضافة إلى العديد من مواقع الانترنت الرسمية.

9- شرح المصطلحات:

- الأسواق المالية: هي سوق تحكمه قواعد خاصة تتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة وفق نظام معين يحكمها وينظم عملها.
- السوق الكفاء: هو السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية لقيمتها الحقيقية، حيث يكون سعر السهم مرآة عاكسة لكل معلومة تصل إلى السوق.
- القيمة السوقية للسهم: هي القيمة التي تحددها عوامل السوق من عرض وطلب، وهي التي يتداول بها السهم بيعا وشراء في السوق المالي.
- المؤشر: هو أداة لتحديد اتجاه التغيرات في السوق أو في قطاع معين منه، حيث يعكس أسعار السوق واتجاهها.
- قيمة المؤسسة: ذلك المبلغ النقدي الذي يعكس كافة مواردها المستغلة في تنظيمها ومختلف أصولها المالية.

10- محتويات الدراسة:

- بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي صغنها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول كالآتي:
- الفصل الأول تحت عنوان : الإطار المفاهيمي لكفاءة الأسواق المالية، تناولنا فيه ثلاث مباحث، المبحث الأول خصص لعموميات حول الأسواق المالية من مؤشرات السوق والأدوات الاستثمارية، المبحث الثاني تناول كفاءة الأسواق المالية حيث ضم أنواع كفاءة السوق المالي ومستوياته، أما المبحث الثالث فخصص لتوضيح دعائم كفاءة السوق المالي وأهمية نظام المعلومة ومبدأ الشفافية والإفصاح في تحقيق كفاءة الأسواق المالية.
 - الفصل الثاني تحت عنوان: قيمة المؤسسة في ظل كفاءة السوق المالي، حيث تناولنا في المبحث الأول مفاهيم أساسية حول القيمة من مفهوم ومؤشرات خلقها إلى طرق تحديدها وأنواعها، أما المبحث الثاني فكان حول قيمة المؤسسة بين المفهوم، الآليات والمداخل، أما المبحث الثالث فتناول قيمة المؤسسة وارتباطها بكفاءة السوق المالي، حيث تطرق إلى العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، صيغ الكفاءة وعلاقتها بتغيرات القيمة السوقية للأسهم، وعلاقة كفاءة السوق المالي بقيمة المؤسسة.
 - الفصل الثالث: بعنوان: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد، يهدف إلى تدعيم الدراسة النظرية ، حيث تناولنا في المبحث الأول التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية من نشأة والواقع العملي والإفصاح والشفافية فيه، المبحث الثاني خصص لاختبار الكفاءة في الصيغة الضعيفة والمتوسطة، تطرقنا إلى مؤشرات الكفاءة من مؤشر السوق، مؤشر السيولة ، ومؤشر عدد المؤسسات المدرجة، وقمنا باختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة والمتوسطة، أما المبحث

الثالث فقمنا بتحليل وتقييم مؤسسة ميرد للنقل لسوق الكويت للأوراق المالية، من خلال التعريف بالمؤسسة وتحليل ظروفها وتقييم سهمها.

11- صعوبات الدراسة:

خلال فترة انجازنا لهذا البحث في جانبه النظري والتطبيقي صادفنا جملة من المصاعب:

- قلة المراجع المتخصصة والمتعلقة بموضوع البحث خاصة الفصل الثاني المتعلق بقيمة المؤسسة فيما يخص الكتب العلمية التي تعتبر الأهم لكل بحث علمي، وهذه القلة في المراجع المتخصصة نردها بالدرجة الأولى إلى قلة الاهتمام بدراسة هذا الموضوع مقارنة بالمواضيع الأخرى.

- صعوبة الحصول على المعلومات من الجامعات الأخرى نظرا للتحفظ على المراجع.
- عدم نشر كل المعلومات المتعلقة بسوق الكويت للأوراق المالية مما صعب الدراسة التطبيقية.



تمهيد

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، فهي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول . والأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء السلع والخدمات بوسائل بدائية، ولكن في ظل التطور الحضاري الكبير شهدت طفرة واسعة في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي الواسع في كافة المجالات، تعتبر الأسواق المالية حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها تطورت بشكل سريع منذ نشأتها في القرن الماضي سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات، ويعود ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق المالية، مما أدى بالهيئات المنظمة لها إلى إعداد هذه الأسواق بالشكل الذي يستوعب حجم الاستثمارات. ويعد أيضا نمو القطاع المصرفي والتطور الذي شهده عالم الصيرفة في الآليات والتقنيات من أهم الأسباب في ظهور الأسواق المالية، وذلك بفعل التكاليف المرتفعة نسبيا (نظام الوساطة) بالنسبة للمؤسسات والسعي نحو توظيفات أكثر مردودية بالنسبة للمدخرين، تم التحول إلى الأسواق المالية حيث أصبحت عمليات التمويل تتم أكثر عن طريق إصدار الأوراق المالية وانتشرت اللاوساطة المالية.

ونتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه الأسواق المالية في توفير السيولة، من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب الحاجة إلى هذه الأموال أعطى أهمية متزايدة لوجود الأسواق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص، مع العمل على تطويرها بهدف إيجاد أسواق كفوة وفعالة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة لأخرى ومن فترة لفترة، وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والمؤسسة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية، أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعريه مع الأنباء السارة ونزولا مع الأنباء غير سارة .

وبالتالي فمع توسع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية كبيرة، وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة .

المبحث الأول :عموميات حول الأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين فضلا عن

دورها الحيادي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية .

المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية ووظائفها

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به معظم الدول، خاصة الرأسمالية ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحضى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات .
أولاً: مفهوم الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية على أنها : "ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين متعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية رقة مالية متداولة فيه"¹.
كما تعرف على أنها ذلك : " السوق الذي يتم فيه تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، يتكون من مجموعة من القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع (نوي الفوائض من الأموال) إلى أفراد ومؤسسات أخرى (قطاعات وأصحاب العجز المالي)، ويتم تدفق الأموال عبر هذه القنوات وفقا لسياسات معينة وعن طريق أدوات مالية مختلفة"².

نلاحظ من خلال التعريف الأول أنه اختصر منتجات السوق المالي في الأوراق المالية، غير أنه توجد أسواق الصرف والعملات وأسواق السلع... إلخ، كما أنه لم يعرف السوق على أنه مكان محدد تعرض فيه المنتجات ذلك لأنه لا يشترط التقاء مباشر بين البائع والمشتري والوسيط في ظل توفر وسائل الاتصال والتكنولوجيا في المعاملات المالية. في حين نلاحظ من خلال التعريف الثاني أن السوق المالي يعتبر ميكانيكية لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية.

مما سبق يمكن استخلاص تعريف شامل للأسواق المالية حيث تعرف على أنها: " هي السوق الأم لكافة الأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق، وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دورا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية"³.

ثانياً : أهمية الأسواق المالية

تتبع أهمية الأسواق المالية مما يلي⁴:

- محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار ولاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص.60.
- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص.187.²

- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص.21.³
- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص.20.⁴

• تمويل خطط التنمية الاقتصادية: تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة وقد لا تتوفر لدى الدولة، وبالتالي بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء تثقل كاهل الدولة بالديون، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطتها تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

• عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب، أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

• تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

• كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل ما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

• إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق بما يعود عليهم بأرباح مقبولة ومخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.

كما تستمد الأسواق المالية أهميتها من النقاط التالية¹:

• إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته مما يضمن سلامة البلاد وحماية صغار المدخرين، فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر، وبالتالي تنظم عملية تداول الأوراق المالية حفاظا على السعر وبناء على قوى العرض والطلب.

• إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية².

ثالثا: هيكل الأسواق المالية

نظرا للتنوع الكبير الذي تمتاز به الأسواق المالية فإنها تصنف وفقا لمعايير محددة كما يلي:

1- من حيث أجال العمليات

تنقسم الأسواق المالية بموجب هذا المعيار إلى:

- السوق النقدية: السوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا سماسرة أو بنوك

1- أحمد رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعترز للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص. 13.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص. 86.

تجارية أو جهات حكومية، وهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات حيث تتم فيها العمليات باستعمال الهاتف، الفاكس، وغيرها من وسائل الاتصال أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى¹.

- سوق رؤوس الأموال: تعرف بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات، وهذه الأوراق المالية ممكن أن تصدر عن منشآت الأعمال كما أنها ممكن أن تصدر عن الحكومة².

2- من حيث زمن تنفيذ الصفقة

وفقا لهذا المعيار تنقسم الأسواق المالية إلى:

- أسواق فورية (حاضرة): وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات)، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند تمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها³.

- أسواق أجل (مستقبلية): يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم⁴.

3- حسب توقيت الإصدار

تنقسم وفق هذا المعيار إلى:

- السوق الأولية: هي جزء من السوق المالي، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل أو المصدرة حديثا، لهذا تعرف بسوق الإصدارات الجديدة، وبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة تنتقل لسوق الثانوية، وبذلك يمكن للدولة أو المؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها لبناء نفسها أو توسعها أو ببساطة لتمويل عجز سجله، خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور والمؤسسات المالية المختصة⁵.

- السوق الثانوية: يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولية، ويحق للمستثمرين حملة الأسهم والسندات بيع وشراء الأوراق المالية دون أن تكون الشركة المصدرة ذات طرف في هذه العمليات، وعلاقتها بالمستثمر حامل السهم أو السند هي صرف عوائد الأرباح في فترات لاحقة⁶.

4- حسب تنظيم التعامل

تنقسم الأسواق المالية تبعا لهذا المعيار إلى:

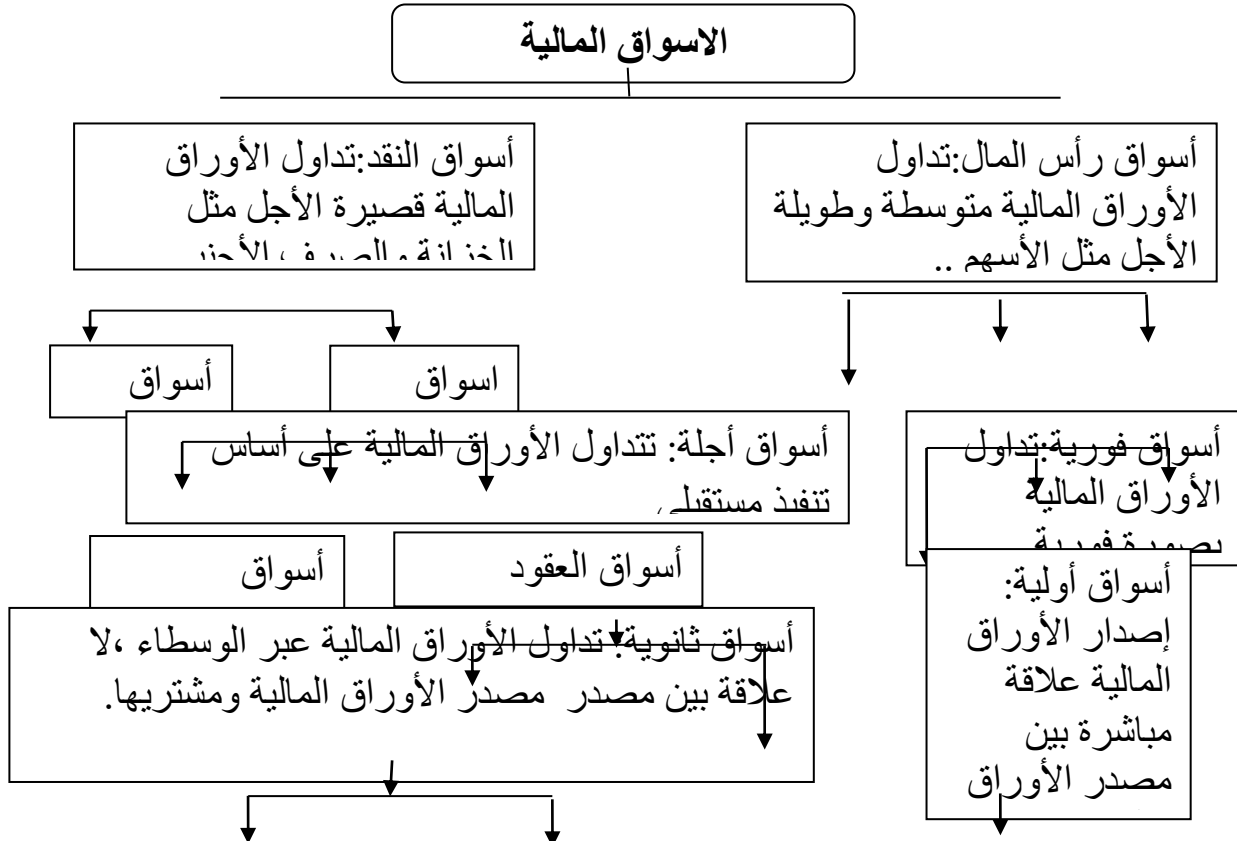
- محفوظ جبار، البورصة، دار هومة للنشر، ج.1، الجزائر، 2002، ص.64.¹
 - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2003، ص.73.²
 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000، ص.238.³
 - منير هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص.11.⁴
 - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى لطباعة والنشر، الجزائر، ج.2، 2011، ص.533.⁵
 - محمد عبد الحميد، محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص.33.⁶

- الأسواق المنظمة: هي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لان التعامل يجري في مكان مادي محدد¹.

- السوق غير المنظمة: يتم التعامل فيها عادة بأسهم الشركات المدرجة ولكن بحجم أقل من وحدة التعامل، وكذلك يتم التعامل بتنا بأسهم الشركات غير المدرجة وهي الشركات التي لم تستوف بعد شروط الإدراج التي تطلبها البورصة لإدراج اسم الشركة في قائمة الشركات التي يتعامل بأسهمها في السوق المنظمة، كما يتم التعامل عن طريق التليفون، التلكس وما شبه ذلك من وسائل الاتصال والتعامل الإلكتروني، كما انه لا يوجد مكان معين للتعامل تختص به الأسواق المنظمة²، ويكون التعامل خارج المنصة من خلال مكاتب المتعاملين وسماسة السوق³.

ويخلص الشكل رقم (1-1) أقسام السوق المالية.

الشكل رقم (1-1): أقسام السوق المالية



- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للنشر، مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص.23¹.

²- طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، مذكرة دكتوراه في إدارة المصارف، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، ص.78.

- عاطف وليد اندراوس، الأسواق المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسات شباب الجامعة لنشر، مصر، ص.9³.



رابعاً: وظائف الأسواق المالية

- للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق الأمر بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد، وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي¹:
- تعبئة المدخرات: تقوم السوق المالية بهذه الوظيفة وذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين، بالإضافة إلى إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة المدخرات، بالإضافة إلى انخفاض المخاطر، مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة، مما يؤدي إلى ارتفاع نمو الاقتصاد الوطني.
 - الاحتفاظ بالثروة: تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن للثروة، حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للهلاك، كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها.
 - توفير السيولة: بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر.
 - توفير التمويل للاستثمار: وذلك من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار والتوسع، حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل، إذ أن المؤسسات غير ملتزمة باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في السوق المالية لفرد آخر.
 - تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر: وذلك من خلال فرص التنوع التي توفرها ببناء محفظة تضم أوراق مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة كذلك التنوع على المستوى الدولي يتيح فرص أكبر لتخفيض المخاطر.

¹ - خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 7-8.

- تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات لمهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم والكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.
- تنظيم ومراقبة عملية الإصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية .
- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية¹.
- تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة².
- حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني³.

المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية

تعد المؤشرات من أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرين والمضاربين في الأوراق المالية، حيث يلجأ المستثمر إلى مقارنة أسعار محفظته مع المؤشرات المعلنة، حيث يعتبر معيار لأداء السوق.
أولاً: مفهوم المؤشر

هو أداة لتحديد اتجاه التغيرات في السوق أو في قطاع معين منه، ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية، كما أنه يعطي مؤشر لوضع الاقتصاد، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها⁴.
ثانياً: مزايا المؤشرات

تتمثل مزايا المؤشرات في⁵:

- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يقوم المراقبون بتحديد المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار وتصيب اتجاه السوق ليعكس ذلك أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
- تمثل حجم التدفقات النقدية المستقبلية أحد الاتجاهات المحددة لسعر السهم، فإن كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق .
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، وهذا يؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى.

ثالثاً: كيفية بناء المؤشر

يقوم بناء المؤشرات على ثلاث أسس كالتالي:

1- ملائمة العينة

- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص.11.¹
 - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار وقباء الحديثة للنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص.15.²
 - ارشد فؤاد تميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص.26.³
 - وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص.244.⁴
 - خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص.59.⁵

تعرف العينة في هذا الصدد على أنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، ويجب أن تكون ملائمة في ثلاث جوانب، وهي الحجم ويقصد به أنه كلما كان عدد الأوراق المالية كبير فان المؤشر يكون أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق، الاتساع ونقصد به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات الموجودة في السوق، المصدر ويقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث لا بد أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية¹.

2- الوزن النسبي لكل سهم داخل تشكيلة المؤشر

عادة ما يتم الترجيح لمجموع الأسهم التي تدخل في تشكيل المؤشر على أساس²:
 - الترجيح على أساس السعر: نسبة سعر السهم الواحد إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.
 - الترجيح على أساس الأوزان النسبية: إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل مؤشر.
 - الترجيح بالقيمة السوقية الكلية لأسهم المؤشر: يعاب عليها التحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

3- الطرق المستخدمة في حساب قيمة المؤشر

يستخدم المتوسط الحسابي لتقدير قيمة معظم المؤشرات مثل داو جونز، والقليل يستخدم المتوسط الهندسي، و من الأفضل للمستثمر معرفة طريقة الحساب قبل المقارنة وإلا تنشوه النتائج فيؤدي إلى إصدار أحكام خاطئة³.

رابعا: استخدامات المؤشرات في الأسواق المالية

للمؤشرات السوق استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق.

- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية: يمكن للمستثمر أن يقوم بإعداد مقارنة بين التغير الذي يطرأ على عائد محفظة أوراق المالية مع الذي يطرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون متابعة كل ورقة على حدي، وإذا كانت استثماراته في صناعة وله مؤشر خاص بها فمن الأفضل أن يتابع ذلك المؤشر⁴.

- الحكم على أداء المديرين: وفقا لفكرة التنويع العشوائي يمكن للمستثمر أن يحقق معدل عائد لمحفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني أن المدير المحترف يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يمكن أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق الذي تنشط فيه⁵.

- حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، سوريا، 2011، ص.95¹

- نظير رياض، محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، بدون دار نشر، 2008، ص.136².

- نظير رياض، محمد الشحات، المرجع السابق، ص.138³.

- المرجع السابق، ص.134⁴.

- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1999، ص.132⁵.

- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذا تمكن المحلل من معرفة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والمتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه من التنبؤ بحال السوق في المستقبل كما أن القيام بالتحليل الفني والتاريخي على المؤشرات التي تقيس حالة السوق، قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا توصل المحلل إلى هذا النمط يمكنه التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

- تقدير المخاطر النظامية لمحفظه الأوراق المالية (العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومحفظه السوق)¹.

المطلب الثالث: الأدوات الاستثمارية للأسواق المالية

للأدوات الاستثمارية عدة أشكال منها، الأسهم، السندات، المشتقات المالية، والأوراق المهجنة.

أولاً: الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وأكثرها شيوعاً بين المستثمرين.

1. تعريف السهم

هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تخول لصاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة²، إذ تعتبر حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري³، ويضمن الحق في الحصول على حصة من توزيعات الأرباح وفقاً لما يملكه من أسهم في الشركة⁴، فحملتها هم شركاء في صافي الدخل يحصلون على أرباح ويتحملون خسائر تبعاً لما يسفر عنه المركز المالي للشركة⁵.

2. قيم السهم

يتميز السهم بعدة قيم منها⁶:

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مدونة في عقد التأسيس.

- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: هي ما تمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية وتحسب كالتالي: (رأس المال الفائض + الاحتياطات + الأرباح غير موزعة/ عدد الأسهم).

- القيمة السوقية: هي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية وهي الأكثر أهمية للمستثمر ولأطراف أخرى عديدة تهتم بالشركة وبمركزها المالي، لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهمين وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية، فإن كان هذا الأداء جيد فقد يكون السعر السوقي أعلى.

1- منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص. 131.

2- عبد المنعم علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص. 113.

3- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص. 23.

4- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2007، ص. 11.

5- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2007، ص. 137.

6- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص. 155.

- القيمة الحقيقية: تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من هذا السهم، ويتمثل العائد بالتوزيعات النقدية والإرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر، وتعبر عن نصيب السهم في صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقا للأسعار الجارية والمعطيات والمؤشرات الحقيقية¹.

3. أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى:

❖ الأسهم العادية

وهي مستند ملكية وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم².

● حقوق حملة الأسهم العادية

- تتمثل أهم حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي³:
 - الحق في حصة من أصول الشركة بنسبة ما يملكه من أسهم و اقتسام أصول الشركة عند التصفية وذلك على قدم المساواة مع المساهمين الآخرين⁴.
 - حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يمتلكها تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر.
 - حق الاكتتاب بنسبة ما يملكه من أسهم في الأسهم التي تصدرها الشركة لزيادة رأسمالها.
 - حق الاطلاع على دفاتر الشركة وحضور الجمعيات العمومية للمساهمين والتصويت فيها بما يملكه من أسهم.

● أنواع الأسهم العادية

- هناك العديد من الأسهم العادية من بينها ما يلي⁵:
 - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالمؤسسة، ورغم المزايا التي قد يحققها هذا النوع من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.
 - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: تسمح تشريعات بعض الدول منها و.م.أ. للمؤسسات التي تباع حصة أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
 - الأسهم العادية المضمونة: هذا النوع تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم إذا

- محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص.96¹

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص.34²
- نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص.72³

- محفوظ جبار، الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دون دار نشر، 2005، ص.16⁴
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص.265-266⁵

لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه، أو تجاوز انخفاض هذا الحد، وبمجرد انتهاء الفترة المحددة ينتهي هذا الحق.

❖ الأسهم الممتازة

يمثل شهادة ملكية، تقع بين السندات والأسهم العادية تشبه السندات من حيث الأولوية في الحصول على العائد وتشبه الأسهم في توأجدها فهي دائمة¹.

• حقوق حملة الأسهم الممتازة

تتمثل أهم حقوق حملة الأسهم الممتازة في²:

- حق تراكم العوائد وتجميعها لفترات متتالية ضمن فترة محددة وهذا ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية.

- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية، وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقاً، مثل حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.

- إن هناك التزاماً هاماً تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وفق شروط معينة، مثلاً خلال فترة محددة من تاريخ الإصدار وبعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

• أنواع الأسهم الممتازة

للأسهم الممتازة عدة أنواع نذكر منها³:

- أسهم ممتازة من ناحية الدخل: حملتها لهم أسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة.

- أسهم ممتازة من ناحية الأصول: يكون الحق لحاملها الأسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام أصول

وموجودات الشركة في حالة التصفية.

- أسهم ممتازة من ناحية حق التصويت في الجمعيات العمومية.

- أسهم ممتازة من ناحية حق التحويل: يحق لحاملها تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر مستقبلاً.

- الأسهم المضمونة: تضمن بعض الشركات نسبة معينة من الأرباح للأسهم التي تصدرها.

- أسهم قابلة للسداد: تقوم المؤسسات بإصدارها لهذا النوع من الأسهم وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذا السهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة.

ثانياً: السندات

قد لا تتمكن المؤسسة المحتاجة لرأس المال من إصدار أسهم فتلجأ إلى إصدار السندات.

1- تعريف السند

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول وتمثل السندات من ذلك الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة¹.

- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص.37¹

- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص.101²

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص.41-43³

2- خصائص السندات

للسندات عدة خصائص نذكر منها²:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته، وتستوفى قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- قابلية السند للتداول حيث يحق بيعه للغير.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- تعتبر الفوائد على السندات من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.
- لا يشترك حامل السند في جمعية المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- لا يحق لحامل السند التدخل في الدعاوي القائمة بين الشركة والغير³.

3- أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع وأسس مختلفة كالآتي:

■ على أساس الجهة المصدرة

- سندات عامة: تمثل صكوك مديونية تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد لتغطية العجز في الموازنة⁴.
- سندات خاصة: تصدرها الشركات المختلفة لتمويل التوسعات التي تريد القيام بها أو لشراء أصول إضافية⁵.

■ حسب طريقة السداد⁶

- السداد عن طريق الاستحقاق: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عند وصول تاريخ استحقاقها.
- السداد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون المؤسسة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

■ حسب الفترة الزمنية⁷

- سندات قصيرة الأجل: تقل مدتها عن سنة، درجة مخاطرتها أقل، سيولتها أعلى وعائدها أقل.
- سندات متوسطة الأجل: تتراوح مدتها من سنة إلى خمس سنوات.
- سندات طويلة الأجل: تزيد عن خمس سنوات وقد تصل إلى عشرين سنة، يتم التعامل بها في السوق المالية، وتكون درجة مخاطرتها أكبر وسيولتها أقل وعائدها أعلى مقارنة مع السندات قصيرة الأجل.

- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك للبورصة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000، ص.16.¹

- ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص.37.²

- عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص.28.³

- عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص.76.⁴

- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي للنشر، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص.53.⁵

- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الكتاب العالمي للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص.255-256.⁶

- زياد رمضان ومروان الشموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للنشر، مصر، 2008، ص.94.⁷

■ حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها¹

-سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: يتضمن إمكانية التحويل إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك، على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.
-سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها².

■ حسب الضمانات

- سندات مضمونة: هذا النوع من السندات مغطى يرهن على أصول معينة كالعقارات مثلا، ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها، وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة على الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته³.

- سندات غير مضمونة: تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات، كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى، أو عدم إبرام عقود استئانة أخرى، فيشجع المستثمرين على اقتناء هذا النوع من السندات⁴.

■ حسب طبيعة الفائدة

-سندات ذات معدل فائدة ثابت: تكون الفائدة عليه ثابتة وطويلة المدة⁵، بمعنى هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، لأن المستثمر يمكنه الحصول على عائد أكثر مما هو متاح في السوق⁶.

-سندات ذات معدل فائدة متغير: استحدثت في الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما ترتب عليها انخفاض القيمة السوقية خاصة لسندات طويلة الأجل، بشكل ألحق خسائر كبيرة لحاملها، وعادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دورياً كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق⁷.

■ السندات حسب قابليتها للاستدعاء أو الإطفاء

- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية لدراسات والنشر، 1998، ص.15.¹

²- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص.60.

- خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص.350.³

- احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص.28.⁴

- فيصل محمد شواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص.78.⁵

- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص.63.⁶

- منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص.37.⁷

تصنف السندات وفق هذا المعيار إلى¹:

- سندات غير قابلة للاستدعاء: لا يجوز للجهة المصدرة لها استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون كذلك إلا إذا نص في عقد الإصدار أن يجوز لحاملها الاحتفاظ بها إلى حين انتهاء أجلها.

- سندات قابلة للاستدعاء: يعطى هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء أو استدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء².

■ حسب طريقة تداولها وتملكها³

-سندات اسمية: تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة أو قد تكون مسجلة تسجيلًا جزئياً لتسجيل القيمة الاسمية فقط.

- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها، ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وعند تاريخ الاستحقاق يحق لحامله استلام قيمته الاسمية مباشرة.

ثالثاً: المشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين هناك نوع آخر من الأدوات المالية يدعى المشتقات المالية.

1- تعريف المشتقات المالية

ستعرف على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة، وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁴.

2. أنواع المشتقات المالية

من أبرز أنواع المشتقات المالية ما يلي:

● الخيارات

هي نوع من العقود المالية غير ملزمة لصاحبها، تعطيه حق خيار ممارسة أو عدم ممارسة شراء أو بيع ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر محدد ومتفق عليه مسبقاً يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة، وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد⁵.

- وليد الصافي، انس البكري، مرجع سبق ذكره، ص.251¹

- عبد الكريم أحمد قيدور، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2014، ص.44²

³- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص.20.

- احمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.211⁴

- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص.97⁵

● العقود المستقبلية

هو اتفاق بين الطرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، على أن يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل¹.

● العقود الآجلة

تعرف بأنها عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، حيث يحدد الطرفان كمية وطريقة وكيفية التسديد²، وبالتالي فهي لا تختلف عنها من حيث التداول فهذه الأخيرة يتم تداولها في الأسواق المالية، بينما نجد العقود الآجلة لا يتم تداولها ولا يوجد لها سوق ثانوي، فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد من مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزام بالعقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية بينما هو الحال للمستقبليات³.

● عقود المبادلة

اتفاقية بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة أو التنازل على نوع من الأصول بتاريخ لاحق، كما تم تعريفها: أنها في الحقيقة عقد اجل ولكنها أصبحت ذات أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على التنازل على نوع من الأصول في مقابل تاريخ مستقبلي لاحق⁴.

- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001، ص.131.¹
 - منيرة بباس، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009، ص.60.
 - عاطف وليد اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص.24.³
 - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.238.⁴

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية.

ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي نتيجة للتطورات التي عرفتها أسواق المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه، فكفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة، وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات.

المطلب الأول: ماهية كفاءة الأسواق المالية.

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية، وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفير المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

أولاً: تعريف كفاءة الأسواق المالية

يقصد بكفاءة السوق المالي أنه: "أسعار الأوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل وأن عائدها المتوقع يساوي عائدها المطلوب¹، وكذلك عند أي لحظة زمنية فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المنشورة المتوفرة عن الشركات وأوراقها المالية"². ويصف الاقتصادي Fama السوق الكفاء بأنه: "السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة وبشكل كامل، فالسوق الكفاء يتم فيها تعديل أسعار الأوراق المالية بشكل سريع استجابة لنشر المعلومات الجديدة"³.

مما سبق يمكن استنتاج تعريف أكثر شمولية: في السوق الكفاء يعكس سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عن المنشأة التي أصدرته، سواء كانت تلك المعلومات قوائم مالية، أو معلومات تثبتها وسائل الإعلام أو السجل التاريخي لسعر السهم حيث تؤثر هذه المعلومات على القيمة السوقية للسهم.

ثانياً: شروط قيام السوق المالي الكفاء

تتمثل شروط قيام السوق المالي الكفاء في⁴:

- الإفصاح عن المعلومات: أي تكون المعلومات متاحة للجميع في ذات اللحظة ومجانية حتى تتماثل توقعاتهم.

- المستثمرون يتصفون بالرشد ويسعون إلى تعظيم المنفعة.

- عدم وجود قيود على حجم التعاملات فليس هناك كلفة صفقة أو ضرائب⁵.

- حرية الدخول والخروج للسوق أي عدم وجود قيود تشريعية سواء على المنشآت المصدرة للأسهم أو المستثمرين.

- وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين أي لا يوجد مشترك يستطيع بمفرده التحكم بأسعار السوق⁶.

- توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم بيعها وشراؤها¹.

- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010، ص.192.¹

- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مركز الدلتا للطباعة، مصر، 2005، ص.375.²

- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، سعودية، 2002، ص.49.³

- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2002، ص.494.⁴

- ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.39.⁵

- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص.118.⁶

- وجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب لتوفير جو الاستقرار والأمان للمستثمرين².

ثالثاً: أهمية كفاءة السوق المالي

للسوق المالي الكفاء أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري عموماً ويتجلى ذلك كالتالي³:

- إن أسعار الأوراق المالية المحددة في ظل السوق المالي الكفاء تعكس جميع المعلومات المتوفرة، فهي بمثابة إشارات دقيقة لقيمتها الحقيقية وترشد المستثمر لتحديد خياراته الاستثمارية بشكل صحيح، فيكون تخصيص كفو للموارد.

- التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة فيه، مشتري الورقة المالية يتوقع دفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها كذلك البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما باعه، وعليه فإن في ظل السوق الكفاء بالشكل القوي ليس هناك مشترك بإمكانه تحقيق عوائد غير عادلة من تعاملاته بالأوراق المالية المتداولة في هذه السوق.

- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من كل المعلومات بالتالي ليس هناك هدر للمعلومات الواصلة للسوق.

- إن السوق الكفاء دالة لحالة توازنه، فجميع المتعاملين يحصلون على المعلومات ومنه تكون توقعاتهم متماثلة.

- في ظل السوق الكفاء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة⁴.

- في ظل السوق الكفاء تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية فيتحقق التخصيص الكفاء للموارد.

- يحقق السوق الكفاء تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات⁵.

رابعاً: خصائص السوق المالي الكفاء

يمكن إبراز أهم خصائص السوق المالي الكفاء فيما يلي⁶:

1- الشفافية

تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في سوق رأس المال على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات وحجمها وحجم التداولات في كل وقت وبدقة، سواء أثناء التداول أم بعد التداول وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصيات بشكل متساوي وعادل دون أفضلية للبعض على حساب البعض. والشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية لسوق رأس المال، والاطلاع على قراراتهم الاستثمارية، سواء كانت تتعلق بالمحافظ

- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص.200.¹

- محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص.39.²

- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص.123.³

- ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.50-51.⁴

- خالد احمد فرحان المشهداني، زيد عبد الحق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص.85.⁵

- السيد عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص.68.⁶

الاستثمارية، صناع السوق، كبار المستثمرين، وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة في السوق.

2- الإفصاح

هو الإعلان عن كل المعلومات بالشركات المدرجة في سوق رأس المال والتي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض والطلب على الورقة المالية، وذلك بهدف توفير مناخ استثماري عادل للمستثمر يساعده على اتخاذ قراره الاستثماري واتخاذ قرار الشراء أو البيع وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح هو جوهر العملية الاستثمارية والذي يعمل على تطوير وترسيخ المناخ الاستثماري ويدعم ويرسخ الثقة بين المستثمرين.

3- السيولة

وتعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وسهولة متى اتفق الطرفان، وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت على الأداة نفسها) إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة وجوهرية يمكن أن تؤثر على السعر السوقي للأدوات الاستثمارية) بحيث لا يكون هناك تغيير كبير ومفاجئ على سعر السهم بين تداول وآخر، أي أن السيولة هي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستدعي تغيير السعر.

ومن أجل تحقيق عنصر السيولة ومن تم الكفاءة في سوق رأس المال فإن هناك خصائص فرعية يتعين توفرها¹:

- عمق السوق: ويقصد به أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق وبعضها يحمل أسعار أقل كذا وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من السعر السوقي الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال في التوازن ما بين العرض والطلب دخل المشتريين والبائعين فورا للتداول الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغيير كبير في استعار الأوراق المالية. وتدعى أسواق رأس المال التي تفتقد إلى العمق المالي بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذين الأمرين يكون واسعا وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة لأخرى، وينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في السوق العميقة.

- اتساع السوق: تتميز أسواق رأس المال بالاتساع إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغير فإن السوق تكون ضيقة، والفرق بين السوق العميقة والسوق المتسعة أن السوق العميقة تكون أوامر الشراء والبيع فيها مستمرة عند مستويات أعلى أو أدنى من سعر السوق، في حين أنه في السوق المتسعة لا تكون الأوامر مستمرة ولكن كبيرة.

- سرعة استجابة السوق: ويقصد بها مقدرة السوق على المعالجة السريعة لأي خلل محتمل بين الكميات المعروضة والمطلوبة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويتضمن

¹ - لطيف زيد وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، فلسطين، المجلد 29، العدد 01، 2007، ص. 171-172.

ذلك تدنيه الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية مما يقلل من تردده في بيعها كما يضمن أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة المالية لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل، وتتطلب هذه الخاصية كما في الخاصيتين السابقتين للسيولة توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية .
بالإضافة إلى وجود خصائص أخرى نوجزها فيما يلي¹:

- المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بصفة مجانية ومنتشرة إذ لا يمكن لأي شخص أن يعرف بها قبل الآخرين.

- وجود عدد كاف من المستثمرين الذين يقومون بتحليل المعلومات ويتخذون قراراتهم بناء على نتائج هذا التحليل وبحيث ينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية.
- ليس هناك بائع أو مشتري واحد يمكنه التحكم في أسعار الأوراق المالية بحيث ترتفع هذه الأسعار أو تنخفض بشكل غير عادي وبما يحقق مصلحة هذا البائع أو ذلك المشتري .
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للأسهم كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها.

المطلب الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي ومتطلباته.

في ظل السوق الكفء يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوافر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم وهذا يعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين التوصل إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، بحيث يحدث تغيير فوري في السعر.
أولا: أنواع الكفاءة في الأسواق المالية.

يوجد نوعين من الكفاءة في الأسواق المالية:

1- الكفاءة الكاملة

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وهذا الأمر يتطلب أن يتوفر في سوق الأوراق المالية الشروط التالية²:

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء كمية من الأسهم مهما كان حجمها، بسهولة ويسر نسبيا، مما يعني قابلية الأوراق المالية للتجزئة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق مما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على الأسعار في السوق³.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم⁴.

- أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص.239-240.¹

- صلاح الدين حسن السبسي، بورصة الأوراق المالية، عالم النشر والتوزيع، مصر، 2003، ص.26.²

- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص.32.³

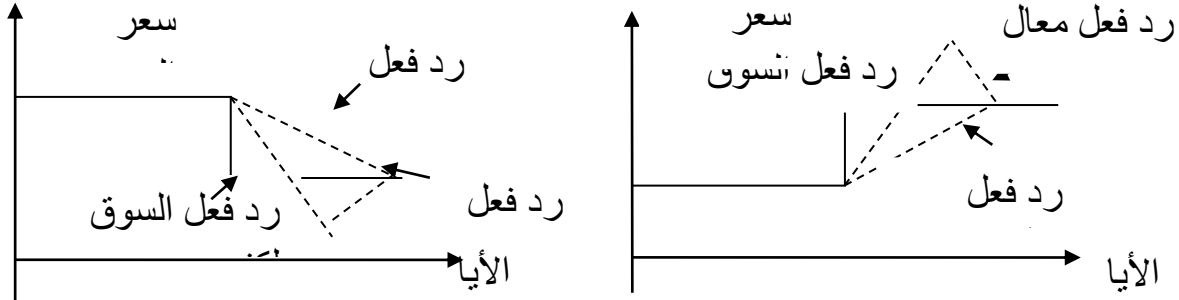
- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص.185.⁴

وهذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعلومات... الخ، وهذا يؤدي إلى حدوث اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة الحقيقية لها وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور الأسواق المالية¹.

2- الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال فإنه يتوقع أن يكون هناك فاصل زمني ما بين توفر المعلومات ووصولها إلى السوق واستجابة السهم للتغير في قيمته السوقية في ظل تلك المعلومات وان حصل ذلك يقال أن السوق ذات كفاءة اقتصادية، وهذا يعني أن القيمة السوقية لأي سهم ممكن أن تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية ولفترة من الزمن، فقد لا يكون الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية كبير إلى درجة تمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية خاصة على المدى البعيد².

الشكل رقم (1-2): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



شكل 2: رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة

شكل 1: رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة

المصدر: د (ارتفاع الأسعار) جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07، 2010، ص 185.

حيث يوضح التمثيل البياني، سلوك السعر في ظل السوق الكفاء وغير الكفاء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق³:

ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية (الشكل 1).

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك ينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية، فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباح فنصف السوق في هذه الحالة بعدم

1- صلاح الدين حسن السيسي، نفس المرجع السابق، ص 28.

2- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 132.

3- صالح مفتاح، معارف فريدة، المرجع السابق، ص 185.

الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومة إلى السوق (الشكل 2).

أما في حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بها بلوغ السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يعتدل بعد ذلك تدريجياً.

ثانياً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

إن السوق الكفاء هي التي تحقق تخصيصاً كفؤاً للموارد بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى مجالات الأكثر ربحية، حيث يؤدي السوق الكفاء دورين:

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- الدور غير مباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول¹.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد ينبغي تحقق سمتان:

1- كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية "

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات².

2- كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية "

يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومة الواردة في السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر التي تباع به الورقة³.

المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية.

تظهر كفاءة السوق المالي في ثلاث صيغ مختلفة، حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة.

- صالح مفتاح ، معارف فريدة، المرجع السابق، ص.187.¹

- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001، ص.190.²

- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1995، ص.24.³

أولاً : الصيغة الضعيفة

سنتعرض لهذه الطريقة من خلال ما يلي:

1- تعريفها

تقتضي الصيغة الضعيفة بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم على حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفاضة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار¹.

2- اختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة

هناك ثلاث مداخل مستعملة لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة وهي:

❖ سلسلة الارتباط

يستند في هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث تفترض الصيغة الضعيفة عدم وجود ترابط بين سعر السهم خلال فترة قصيرة، لأنه إذا كان هناك ترابط خلال هذه الفترة معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية، كذلك إذا ما تجاهل المحلل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على السهم في بعض الأحيان فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل لذا يوصي بتقنية البيانات قبل إجراء التحليل.

❖ قواعد التصفية:

الذين يعتقدون بهذه الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، يمكن من خلالها تحديد توقيت الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له بعد خصم تكلفة المعاملات عائداً متميزاً عن الذين لا يتبعون هذه القواعد، حيث يوجد أربع مجموعات من قواعد التصفية : الأولى تقوم على أن ارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في قرار الشراء أما انخفاضه يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع، الثانية فهي قواعد الدورات الموسمية تقضي أن الصيف موسم ارتفاع الأسعار والشتاء موسم انخفاض الأسعار، كذلك أسعار الأسهم تنخفض في شهري سبتمبر وأكتوبر عن بقية الشهور وهو ما يسمى بتأثير التوقيت، أما الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم².

❖ اختبار الأنماط الطارئة

يعتمد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاهات الأسعار بوضع إشارات لكل نوع من التغير كالتالي: (+) تعني حركة سعرية زائدة، (-) حركة سعرية بالنقص، (0) عدم وجود حركة، كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير. ما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين هو أنه يمكننا من قياس التغيرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في سلسلة زمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغيرات موجبة أو سالبة، بينما تضع صفر في حالة عدم تغير الأسعار، وتؤكد دراسات ميدانية عديدة التي استخدمت واحد أو أكثر من المداخل السابقة على مصداقية الصيغة الضعيفة لغرض كفاءة السوق³.

ثانياً: الصيغة المتوسطة للكفاءة

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص.284.¹
- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2007، ص.504.²
- فيصل محمد شواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص.210.³

يمكن الإلمام بجوانب هذا المستوى من خلال¹:

- 1- التعريف
يمكن الحكم على سوق أنه يتميز بكفاءة متوسطة إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على المعلومات المتاحة مثال القوائم المالية للمؤسسة.
- 2- اختبارات الصيغة المتوسطة للكفاءة
من بين اختبارات الصيغة المتوسطة نجد:
❖ اشتقاق الأسهم

يقصد به تقسيم أو تجزئة السهم الواحد إلى سهمين أو أكثر، كأن يقسم سهم قيمته الاسمية 400 وحدة نقدية إلى أربع أسهم بقيمة 100 وحدة نقدية لكل سهم منها، ذلك أنه كلما انخفضت قيمة السهم سهل التعامل به، إن أول من استعمل هذا النموذج في اختبار الشكل متوسط القوة الرباعي: "Rolle, Jensen, Ficher, Fama"، أو كما يرمز لهم ب "FFJR"، حيث ركزوا على سلوك الأسهم المرافقة لعمليات الاشتقاق "Stook split"، استعملت هذه الدراسة نموذج السوق وشملت 940 اشتقاق على مدى 60 شهرا من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959، وقد أكدت ارتفاع أسعار الأسهم المهنية بالاشتقاق خلال ثلاثين شهرا التي سبقت العملية وثباتها نسبيا بعدها.

❖ المعلومات المحاسبية

إن تغير إجراء من إجراءات المحاسبة في المؤسسة من شأنه يغير من النتائج المحققة، فكثيرا ما يلجأ المسيرين أو المديرين إلى بعض التقنيات المحاسبية لإظهار أن مؤسستهم في وضعية مالية أحسن، ومن الأمثلة على هذه الممارسات الانتقال من طريقة إلى أخرى في تقسيم المخزون والتحول من طريقة لأخرى في حساب الاهتلاكات.

لقد أكدت دراسة قام بها "Sunder" عام 1975 وأخرى قام بها "Rolle and Kamplan"، أن السوق يستجيب لمثل هذه التغيرات التي تمس القوائم المالية، غير أن هذه الاستجابة لا تجلب أرباح غير عادية، لأن المتعاملين في السوق يدركون مسبقا أثر تلك القواعد على النتائج المسجلة وعلى الأسعار، وأن المؤسسة في حالة ضعف الأمر الذي يجعلها تغير في الطرق المحاسبية للظهور بوجه أحسن.

وعليه فإن المعلومات المتعلقة بتغيير القواعد المحاسبية سرعان ما تنعكس في أسعار الأسهم المعنية هذا ما يدل على أن السوق كفاء إلى حد ما في هذه الصيغة من صيغ الكفاءة، وقد اختبر هذا الشكل باستعمال عدة مؤشرات أخرى منها: الإصدارات الجديدة، حجم التعامل والاندماج، حيث توصلوا إلى نفس النتائج.

❖ الثالث: الصيغة القوية للكفاءة

من الأشكال الثلاثة للكفاءة الشكل القوي والذي يعتبر الأكثر صعوبة في التحقق.

- 1- تعريف
أن الأسعار لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة والمنشورة وحسب وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لم تنشر بعد أو غير معروفة بعد¹.

¹ - محفوظ جبار، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية العلوم الإنسانية، المجلد 10، العدد الأول، 2007، ص.86.

2- اختبارات الصيغة القوية للكفاءة

لقد اختبر هذا الشكل باستعمال عدة مؤشرات منها²:

❖ المؤسسات المختصة في الاستثمار

من أهم هذه المؤسسات صناديق الاستثمار الجماعي، تعاونيات استثمار الأموال، تم اختيار هذه الأخيرة لتكون محل اختبار الصيغة القوية، باعتبار مدرائها كثيرون التردد على البورصة بصفة خاصة والسوق المالي بصفة عامة، كما أن لهم اتصالات كثيرة في المجال المالي مما يمكنهم من الحصول على المعلومات قبل غيرهم من المستثمرين، تؤهلهم لتحقيق أرباح أعلى من الأرباح العادية.

من الاختبارات التي أجريت على هذه المؤسسات ما يلي:

- اختبار قام به "Irwin Friend"، حيث درس النتائج المسجلة من قبل مؤسسة استثمارية متخصصة لفترة تراوحت بين ديسمبر 1952 وسبتمبر 1958، توصل إلى نتيجة مفادها أن هذه المؤسسات لم تحقق في الغالب نتائج أفضل من تلك المحققة من قبل محفظة مالية عادية تحتوي على التركيبة نفسها من أوراق مالية.

- اختبار "Sharpe.w.f" درس خلاله 34 مؤسسة مالية ما بين 1954-1963، لم يأخذ معدلات العائد فقط بل أدخل أيضا عامل الخطر توصل إلى نتيجة مفادها أن سوق الأسهم والأصول المالية تعمل بكفاءة عالية.

❖ العاملين بالشركة: تتمثل فئة المستثمرين الداخليين أساسا في المديرين المسؤولين في المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، الذين عادة ما يقومون بالمتاجرة في أوراقها المالية انطلاقا من معلومات يتحصلون عليها قبل غيرهم من المستثمرين الخارجيين.

هناك دراسات عديدة قام بها كل من "Zamam Rozeff Born et Sheyn" توصلوا من خلالها أن المسؤولين الذين يتاجرون في الأوراق المالية التابعة لمؤسساتهم يحققون أرباحا متميزة وذلك لاستحواذهم على معلومات غير منشورة³.

- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص.181.

²- بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010، ص.81.

- محفوظ جبار، مرجع سابق، ص.87.

المبحث الثالث: دعائم كفاءة الأسواق المالية.

تعتبر الكفاءة في الأسواق المالية من الأهداف المهمة التي تسعى هذه الأخيرة لتحقيقها وبغرض التعرف أكثر على الكفاءة في هذه الأسواق سنتعرض من خلال هذا المبحث إلى أهمية نظام المعلومات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية وإجراءات تحسينها والعوائق التي تواجهها.

المطلب الأول: إجراءات تحسين كفاءة الأسواق المالية والعوائق التي تواجهها.

تتمثل إجراءات تحسين كفاءة الأسواق المالية فيما يلي¹:

1. ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار باعتبار أن ذلك يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى تخفيض المعاملات بشكل يساهم في توسيع وتعميق الأسواق ومن ثم مستوى السيولة فيه، ومن ناحية أخرى يؤدي تخفيض تكلفة المعاملات إلى توفير أحد المتطلبات التي ستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق.
2. استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في أسواق رأس المال بشكل يساهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على كفاءة السوق.
3. السعي نحو توحيد كفاءة الأسواق المنظمة وغير المنظمة في سوق قومي واحد، وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعاملات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة وتقوم السوق الموحدة على:

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.
- مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات.
- يسمح للأفراد والمؤسسات طالما توفر لديهم حد أدنى من رأس المال واستوفوا الشروط والمتطلبات التي تقرها القوانين والقرارات المنظمة أن يمارسوا مهنة صانع السوق لأي ورقة مالية.
- 4. توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة حيث يستطيع المتعاملون بواسطتها الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي من خلال²:
- الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، وعن مؤشرات العرض و الطلب في الحاضر والمستقبل.
- الاطلاع على نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق.
- بالإضافة إلى الإجراءات السابقة توجد إجراءات أخرى منها³:

- عاطف وليد اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص.69.¹

- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص.199.²

- صالح مفتاح، فريدة معارف، مرجع سبق ذكره، ص.186.³

5. أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق .
 6. وجود فئة من المستثمرين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها والاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.
 7. أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب.
 8. توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة ويشكل حد لعملية احتكار المعلومات.
 9. توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- إلا انه هناك عوائق عدة تقف في سبيل تطبيق نموذج السوق الكفاء من بينها¹:
1. تأثير سعة الإنتاج: فهناك بعض المنشآت الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد مالية مما يخلق أحيانا اختلاف في توازن المحفظة الاستثمارية، حيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقييم هذه المنشآت عالية فيكون من الصعب معرفة المخاطر.
 2. تأثير التضليل الإعلامي: مثلا عندما يحدث تضخم لأرقام المنتجات والأرباح ويكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية وهو ما يتسبب في انهيار الثقة في المؤسسات الاستثمارية بالشركات المعنية وثم بالسوق المالي.
 3. تأثير ضعف التقدير: فالمعدلات الكاملة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات دنيا وبالتالي تشهد الأسواق تقلبات أسعار الأدوات المالية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية.
 4. يمكن اعتبار التلاعبات في أسواق رأس المال من بين معوقات تطبيق نموذج الكفاءة، حيث ترتبط الجرائم المالية بتأثيرات سلبية خطيرة على الشركات ومساهميها ومن ثم على السوق المالي، مما يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن ادخار أموالهم والاستثمار بطريقة كفؤة وعلى ذلك فإن نظرية السوق الكفاء والسعي لتطبيقها يشوبها شوائب عدة بفعل هذه الجرائم والتي تتمثل في:
- تكون الجريمة بفعل المضاربين الذين يهدفون إلى تحقيق مكاسب غير مشروعة عن طريق إضرار الآخرين، وذلك إما عن طريق التلاعب بمفردهم أو اشتراكهم مع الغير، أو بافتعال الشائعات وترويج التوصيات من دون وجود معلومات صحيحة يتم الاعتماد عليها.
 - عمليات غسيل الأموال حيث يهدف هؤلاء إلى جعل أموالهم التي تم الحصول عليها بطرق غير مشروعة إلى إدخالها في السوق المالية وتدويرها مع الأموال الأخرى لتصبح مشروعة، حيث يعتبر التلاعب في الأسواق المالية من التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق.

¹ - السيد عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص.110.

5. تأثير حساسية السعر: إن حساسية المستثمرين تجاه تغيرات الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغير أو المرونات تكشف عن مدى سرعة وشدة وايجابية ردود الأفعال، وهذا ما يرتبط بالمؤثرات السلوكية والظروف المحيطة بهذه المؤثرات، فمثلا عند هبوط إيرادات شركة ما فإن المعلومات المتعلقة بهذا الهبوط قد تؤدي إلى ردود أفعال المستثمرين بشدة أكبر مما يؤدي إلى انخفاض كبير في أسعار أسهم الشركة المعنية.

6. تأثير القيم المتوسطة: إن العوائد المحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة وبالتالي فإن اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا قد يكون مضللا.

7. تأثير فترات زمنية معينة: هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر أكتوبر في و.م. حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر وهو ما يجعل المستثمرون يقومون ببيع أسهمهم في شهر ديسمبر أي قبل نهاية العام، وذلك قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم، ومن بداية العام الجديد يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع أسعارها، علما إن تأثير جانفي في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا زال مستمرا في حالة المنشآت الصغيرة¹.

8. تداعيات اللاكفاءة: حيث كانت الأسعار في السوق الكفاء عشوائية لا يمكن التنبؤ بها، فإذا لم تنعكس المعلومات في الأسعار فهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها في السعر، يستغله بعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية، فسرعان ما تنتشر تلك المعلومة بين كافة المستثمرين وتصبح أرباحهم معدومة في هذه الحالة لا يمكن التنبؤ بالأسعار وهذا ما يعرف باللاكفاءة التي ينتج عنها فقدان الثقة في السوق المالي. ويمكن حصر بعض العوامل التي تحول دون تخفيض التخصيص الكفاء للموارد المتاحة فيما يلي:

- وجود حالة الذعر في السوق.

- إطلاق الشائعات هذا يؤدي إلى إحداث تغيرات لا مبرر لها في أسعار الأوراق المالية.

- الممارسات غير الأخلاقية والتي تعد صور التلاعبات من أهمها، هذا من شأنه أن يؤدي إلى زعزعة ثقة المتعاملين في السوق².

المطلب الثاني: أهمية نظام المعلومة في تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

تمثل المعلومات جوهر السوق المالي الكفاء، وهنا من الضروري التأكيد على أن المعلومات المطلوبة لضمان شفافية السوق تتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية (المالية والنقدية) للأدوات المتداولة وللجهات المصدرة لهذه الأدوات وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد، كما أن أساس كفاءة السوق موسوعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الورقة المالية وعن السوق ككل، فعندما تنتشر معلومة فإن الأخبار الجيدة أو السيئة التي تحملها تلك المعلومة تنتشر بسرعة وتنعكس بصورة فورية على أسعار الورقة

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص.83.

- السيد عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، ص.111.

المالية التي ترتبط بهذه المعلومة و هناك ثلاثة أمور تعني بشأن الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم هبوطاً أو صعوداً وهي¹:
 - في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق المعلومات المتاحة عن تلك الورقة، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ معين هي دالة في المعلومات المتاحة عنها في السوق.
 - المعلومات التي وصلت إلى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي في سعر الورقة المالية، فالأساس هنا أن تكون السوق قد تسلمت المعلومة واستوعبتها جيداً أو تعاملت معها بإحداث تغييرات في سعر الورقة المالية بصورة فورية.
 - المعلومات تصل إلى المتعاملين كافة في وقت واحد وان قدراتهم على التحليل متقاربة، الأمر الذي يعني عدم قدرة أي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة وهنا من الضروري التأكيد أن المعلومات تأخذ إحدى الصورتين التاليتين: الحصول على المعلومات الخاصة قبل باقي المتعاملين أو فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.
 من هنا تظهر أهمية المعلومة في السوق الكفاء بأنها مجموعة من البيانات التي يتم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حال وتتصف هذه المعلومة بالدقة، الملاءمة، وتوفرها في الوقت المناسب والشمولة، الانتظام في نشر المعلومة بصفة دورية والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.
 كما يعتبر نظام المعلومات مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة وهذا من شأنه أن يعتمد في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذا تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق².

المطلب الثالث: مبدأ الشفافية والإفصاح³

يرتكز تعامل أي مستثمر في سوق الأوراق المالية على مدى توفر المعلومات الدقيقة مع سرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتسنى له اتخاذ قراره بطريقة صحيحة ولذلك تحرص كافة التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على وجوب الالتزام بمبدأ الشفافية والإفصاح.

أولاً: تعريف الشفافية

يقصد بها قيام الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي يكون من شأنها

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص. 75.1

- صالح مفتاح، فريدة معارف، مرجع سبق ذكره، ص. 183.2

3- عبد السلام صفوت عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع تطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص. 5.

الإضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريرتها، وتعتبر الشفافية حقا دائما يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين.

ثانياً: تعريف الإفصاح

يقصد به أتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، كما يجب أن تتعهد الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، وتلتزم أيضا أن تحملها إلى علم المساهمين وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية، أي يجب توفر كل المعلومات المتعلقة بالمشروع لتجنب تظليل الأطراف المهتمة بالمشروع.

يجب على الشركات الإفصاح عن المعلومات الهامة والتي يترتب على عدم الإفصاح عنها تغير واختلاف

جوهرى في اتخاذ قرارات مستخدمى القوائم المالية، ولذلك اهتمت الجهات التي تضع المعايير المحاسبية الدولية بموضوع الإفصاح ووضعت المعايير الكفيلة بتحقيق الحد الأدنى والضروري من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها مع تطوير ذلك باستمرار ليناسب التغيرات البيئية المتلاحقة.

1. مكونات البيانات أو القوائم المالية

تتكون من الميزانية العمومية، بيان الدخل، بيان التغيرات في حقوق المساهمين، بيان التدفقات النقدية، إيضاحات حول البيانات المالية، هذا بالإضافة إلى تقرير مراقبي الحسابات حول البيانات المالية، ويجب أن يتم إعداد البيانات المالية وفقا للمعايير الدولية للتقارير المالية، كما يجب ملاحظة أن مسؤولية إعداد تلك البيانات وتوفير الإفصاح المناسب حولها هي مسؤولية إدارة الشركة، إما مسؤولية مراقبي الحسابات فإنها تنحصر فقط في إبداء الرأي حول البيانات المالية بناء على نتائج أعمال التدقيق التي يقومون بها.

2. أشكال الإفصاح

يأخذ الإفصاح عدة أشكال أقواها إدخال المعلومة في القوائم المالية، كما يعد التبويب داخل القوائم المالية أحد الأشكال الهامة للإفصاح ، ويتم تقديم كم كبير من المعلومات المرتبطة بالقوائم المالية، ولكنها خارج القائمة وتصنف هذه المعلومات كملاحظات للقوائم المالية وتشمل معلومات رقمية ونصوص تمد مستخدمي القوائم المالية بالأمر التي ظهرت ملخصة في القوائم المالية أو استبعدت منها كلية.

الهدف من البيانات المالية هو توفير معلومات عن الوضع المالي للشركة ونتيجة أعمالها والتغيرات في حقوق المساهمين وتدفعاتها النقدية والتي يستفيد منها قطاع عريض من مستخدميها في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

خلاصة الفصل:

اتضح من خلال دراسة الفصل الأول أن السوق المالي يمثل السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، ولم يعد الإطار المكاني شرطا ضروريا لوجودها، بل يكفي وسيلة اتصال فعالة لقيامها، وتوضح أهمية السوق المالي في العمل كحلقة وصل بين أصحاب

الفائض المالي والعجز المالي، كما تتعدد وتتفرع أقسام السوق حسب عدة معايير وعلى العموم تنقسم إلى قسمين رئيسيين، سوق رأس المال وسوق النقد، حيث يمكن التفرقة بين هذين السوقين من خلال أجال العمليات.

ولكي تؤدي هذه السوق وظائفها عليها أن تتنوع في الأدوات المالية، حيث أن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق تنقسم بين أدوات ملكية كالأسهم وأدوات مديونية كسندات إضافة إلى المشتقات المالية وهذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

وتعد كفاءة الأسواق المالية الهدف الأساسي الذي تسعى إليه معظم الأسواق المالية، فالسوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، كما تتنوع الكفاءة في الأسواق المالية بين الكفاءة الكاملة والاقتصادية، في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الحقيقية. وتلعب المعلومات دورا هاما في الأسواق المالية، كما أن هناك إجراءات لتحسين الكفاءة في الأسواق المالية في ظل وجود عوائق وصعوبات أمام غايتها للوصول إلى سوق مالي كفاء .

تمهيد:

تنصب اهتمامات الفكر المالي في دراسته للقيمة على القيمة المرتبطة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بقيمة المؤسسة، ويركز الفكر المالي على جانبيين هامين هما: مالية المؤسسة ومالية الأسواق والذي يمثلان النظرية المالية. فالمؤسسة تسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف خلال فترة حياتها ومما لا شك فيه أن تعظيم قيمة المؤسسة من أبرز مقومات استمراريتها، فهو بمثابة الحافز الأساسي لكافة الأطراف الفاعلة في المؤسسة.

إن هدف المسير المالي في السابق هو تعظيم الربح، أما الآن فهو تعظيم قيمة المؤسسة والذي يتم تحقيقه من خلال تعظيم القيمة المضافة السوقية (MVA) والتي هي تابعة لطبيعة السوق، أو عن طريق تعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA)، ومن هذا المنطلق بات من الضروري التعريف بهذا الهدف، مؤشرات تحقيقه، طرق تحديده والعوامل المؤثرة فيه.

كما تلعب الأسواق المالية دورا هاما في الحياة المالية للمؤسسة، إذ تنشأ بينهما عدة تعاملات مالية، فسوق المال مصدر أساسي لرفع في رأس المال ومعيار هام تتخذ من خلاله القيمة السوقية للمؤسسة، كما يعتبر مصدرا هاما للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشأ فيه المؤسسات.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة

ينصرف الفكر المالي في دراسته للقيمة إلى القيمة المرتبطة بالمؤسسة، حيث تتخذ القيمة عدة مفاهيم وأنواع مختلفة، وللحكم على الوضعية المالية ولقياس القيمة في المؤسسة نعتمد على مجموعة من الأدوات متمثلة أساسا في مؤشرات خلق القيمة.

المطلب الأول: مفهوم القيمة وأنواعها

إن مفهوم القيمة ليس واضحا ومباشرا وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده.

أولا: تعريف القيمة

تعرف القيمة على أنها: " عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر"¹.

كما تعرفها أيضا لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) على أنها: " مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة"².

نلاحظ من خلال التعريفين السابقين أن القيمة: هي عبارة عن مبلغ يدفع للحصول على شيء ما، يحدد بناء على عملية لتقييم المنافع المتوقعة من استخدامه، وهناك اختلاف بين السعر والقيمة، فالقيمة تعبر عن نوعية وأهمية الحاجة للشيء سواء من ناحية الاستعمال أو التبادل معبرا عن ذلك بالسعر الذي يرضى المشتري دفعة للبائع للحصول عليه بكل حرية دون ضغط عليه أو أي وجه من الإكراه.

بناء على ما سبق يتضح أن القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين.

ثانيا: أنواع القيمة

تعتبر القيمة مفهوما نسبيا وتحديدها عمليا مازال يثير الكثير من الجدل.

1. معايير تصنيف القيمة

1- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص.65.

2- حميدة رمضان، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص.25.

يمكن تصنيف القيمة وفقا لأربع معايير أساسية وهي¹:
-حسب الزمن: وفقا لمعيار الزمن تعتبر تكلفة الإنتاج أو الاقتناء عن الماضي، وتعتبر صافي القيمة البيعية عن الحاضر، أما القيمة الحالية المخصومة فتعتبر عن المستقبل.
-حسب نوع العمليات: تتمثل هذه العمليات في أهم الوقائع التي يمكن أن يشهدها الأصل، كعملية شراء، إنتاج، بيع أو الاستغناء عن خدمات الأصل.
-حسب طبيعة الحدث: يمكن أن نميز بين الحدث الفعلي، الحدث المتوقع والحدث الافتراضي، فقيمة الاقتناء تبنى على أساس حدث فعلي، وتبنى القيمة الحالية على أساس حدث متوقع، أما القيمة العادلة فتبنى على أساس حدث افتراضي.
-حسب نوع القيمة: يمكن التمييز بين القيمة التاريخية والقيمة الجارية، فمثلا تعتبر قيمة الاقتناء قيمة تاريخية أما تكلفة الاستبدال فتعتبر قيمة جارية.

2. أنواع القيمة

يمكن عرض أهم أنواع القيمة كما يلي²:

-القيمة السوقية: تعتبر من أهم طرق التقييم وتعتبر عن قيمة المؤسسة في السوق التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من بائع إلى مشتري حيث يتوفر كل منهما على معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة، وتعرف أيضا بالقيمة النقدية.
-القيمة الدفترية: تمثل عموما التكلفة التاريخية، أما بالنسبة للمؤسسة فتتمثل القيمة الدفترية لمجموع الأصول منقوصا منها القيمة الدفترية للخصوم، مما ينتج عنها القيمة الصافية أو ما يدعى بحقوق الملكية، هذا المفهوم أكثر ميلا للجانب المحاسبي.
-القيمة الاستثمارية: تعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة.
-قيمة شهرة المحل: تمثل شهرة المحل الزيادة في قيمة المؤسسة الكلية عن قيمة أصولها، فهي بذلك تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة والتي لا تظهر مباشرة في ميزانيتها، وبالتالي تكون غير قابلة للوزن والقياس، إذ تمثل نوعا من الأصول غير مادية.
-قيمة التصفية: تعتبر طرفا يتم من خلاله تحديد أو تقييم المؤسسة، والتي تمثل المبلغ الصافي الممكن تحقيقه إذ ما تم إنهاء أعمال المؤسسة ببيع كل أصولها وأداء كل التزاماتها.
وتعتبر القيمة السوقية للمؤسسة الأكثر شيوعا لتقدير القيمة من بين القيم السابقة، بالإضافة إلى أنواع أخرى من القيم: كقيمة الإحلال، القيمة الاستعلامية أو التبادلية، والقيمة القابلة للتأمين.

المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة

تهدف أي مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين)، أو لجميع الأطراف المهمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمؤشرات خلق القيمة.
أولا: مؤشرات ذات طبيعة محاسبية
تتمثل أهم هذه المؤشرات في¹:

1- بلال كموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل نظام محاسبي مالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص.41.

2- طارق عبد العال، تقييم قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.08.

1. ربحية السهم الواحد (BAA) يبقى هذا المؤشر المفضل في مالية المؤسسة ، فبالرغم من محدودية هذا المؤشر إلا أنه الأكثر استخداما اليوم، وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعف النتيجة الصافية PER .
إن معيار ربحية السهم لا يعتبر مؤشر لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط التالية:
-خطر الأصل الاقتصادي هو نفسه من دورة لأخرى قبل وبعد عملية (الاندماج، الاستحواذ، زيادة أو تحويل رأس المال، الاستثمار...).
-معدل نمو النتائج هو نفسه قبل وبعد الصفقة.
-الهيكل المالي للمؤسسة هو نفسه من دورة لأخرى، أو هو نفسه قبل وبعد صفقة.
2. معدلات المردودية

تتدخل في معدلات المردودية المحاسبية كل من²:

-معدل مردودية الأموال الخاصة RCP : وتحسب بالعلاقة التالية:

$$RCP = (1 - T) + R_e + (1 - T) (R_e - I) D/CP$$

حيث T : معدل الضريبة.

I : معدل الفائدة.

D : الديون.

CP : الأموال الخاصة.

-معدل المردودية الاقتصادية Re : وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل المردودية الاقتصادية = النتيجة قبل الفائدة والضريبة / مجموع الأصول

-التدفق النقدي العائد للاستثمار (CFROI): والذي في شكله البسيط يمثل نسبة الفائض الإجمالي للاستغلال إلى الأصل الاقتصادي المأخوذ بالقيمة الإجمالية، أي قبل حساب إهلاكات الأصول الثابتة³.

$$\text{التدفق النقدي العائد للاستثمار} = \frac{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}}{\text{الإحتياج في رأس المال العامل} + \text{الأصول الثابتة الاجمالية}}$$

ثانياً: مؤشرات ذات طبيعة مالية⁴

يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية وهو القيمة الحالية الصافية، وتعتبر من أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حيث تعكس مدى خلق أو تدمير القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك دائماً سعي لتحديد التدفقات المالية ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة ، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين.

¹ - علي بن ضب، سيد أحمد عماد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 2012، العدد 02، ص.127.

² - الياس بن السياسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص.268.

³ - محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2000، ص.106.

⁴ - حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماجستير ، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص.65.

خلق القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي – القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي
ثالثاً: مؤشرات هجينة ذات طبيعة محاسبية ومالية

وتضم التدفق النقدي العائد للاستثمار ومؤشر الربح الاقتصادي.

1. التدفق النقدي لعائد الاستثمار

يعرف على أنه متوسط معدلات المردودية الداخلية للاستثمارات الحالية للمؤسسة، أي أنه معدل المردودية الداخلي الذي يحقق التوازن للأصل الاقتصادي للمؤسسة بالمبالغ الإجمالية والفائض الإجمالي للاستغلال بعد الضريبة، لفترة زمنية مساوية لمدة حياة الالتزامات أو يمكن القول أن هذا المؤشر ساهم في خلق قيمة المؤسسة وذلك بعد حسابه من خلال مقارنته بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، إذا كان CFROI أكبر من تكلفة الوسطية المرجحة فهناك خلق للقيمة أما إذا كان العكس فهناك تدمير لها¹.

2. مؤشر الربح الاقتصادي (EVA)

يسمى كذلك بالقيمة الاقتصادية المضافة ، حيث تعبر على الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة زمنية معينة وتكلفة الموارد التي استخدمتها، ويساعد هذا المؤشر على قياس قيمة الثروات التي شكلتها المؤسسة من خلال فترة زمنية معينة مع الأخذ بتكلفة الأموال الخاصة ، علاوة تكلفة المديونية ، شريطة تحقيق فوائض ايجابية لغرض تشكيل الثروة وإيرادات تسمح بتغطية فوائد المقترضين وأرباح المساهمين².

وتحسب بالعلاقة التالية³:

الربح الاقتصادي = رأس المال المستثمر × (معدل تكلفة رأس المال)

(معدل العائد على رأس المال المستثمر)

رابعاً: مؤشرات ذات طبيعة بورصية

دفع النمو المتزايد لنسبة التمويل عن طريق الأسهم إلى البحث عن مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى الأسواق المالية وهي:

1. القيمة المضافة السوقية (MVA)

يتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة بالبورصة، حيث يمكن اعتبار المؤسسة منشئة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي (الرسمة البورصية مضاف إليها قيمة الاستدانة الصافية) وبين القيمة المحاسبية له موجب تماماً، يتم في معظم الحالات افتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية والمبلغ المحاسبي للاستدانة

1 - علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مبراح ، ورقلة، 2009، ص.08.

2 - مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص.42.

3 - هالة عبد الله الخولي، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة المالية، العدد 56، جامعة القاهرة 200، ص.101.

الصافية، أين تصبح القيمة المضافة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسملة البورصية والمبلغ المحاسبي للأموال الخاصة، تحسب بالعلاقة التالية¹ :

$$MVA = CB - MccP$$

حيث:

CB: الرسملة البورصية.

MccP: المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة.

MVA: القيمة المضافة الاقتصادية.

لتفادي فرض المساواة بين القيمة والمبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، يتم عادة استحداث القيمة المضافة السوقية

بتكلفة رأس المال ويحسب بالعلاقة التالية² :

$$MVA = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{EVA_i}{(1+k)^i}$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

K: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

2. العائد الكلي للمساهمين TSR

يمثل المعدل الداخلي للعائد على السهم خلال فترة الاحتفاظ به ويتم حسابه من خلال التدفقات النقدية المرتبطة بالسهم كما يلي:

$$TSR = R_{t+1} = (P_{t+1} - P_t + DIV_{t+1}) / P_t$$

حيث أن:

P_t : سعر شراء السهم في باية الفترة (تدفق نقدي خارج).

P_{t+1} : سعر بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ به (تدفق نقدي داخل).

DIV_{t+1} : توزيعات التي يحصل عليها المساهم خلال فترة الاحتفاظ بالسهم (تدفق نقدي داخل).

ويرى Monnery.N.1998 أن العائد الكلي للمساهمين هو المقياس الفعال لخلق القيمة للمساهمين، ويقترح أن يصبح المعيار الأساسي لأي شركة تتبنى مدخل خلق القيمة، كما يشير إلى ضرورة مقارنة أداء سهم الشركة بأداء أسهم الشركات أخرى منافسة، أو بمؤشر السوق، حيث تفيد المقارنة في تحديد الأداء النسبي للشركة واستبعاد أثر العوامل الاقتصادية على المستوى الكلي والتي تخرج على نطاق سيطرة الإدارة³.

المطلب الثالث: طرق تحديد القيمة

1 - محمد نجيب دبابش، طارق قدوري، ملتقى وطني حول واقع وأفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة بعنوان دور النظام المحاسبي المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يومي 05-06 / 05 / 2013، جامعة الوادي.

2 - عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة جزائرية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 07، العدد 02، 2014، جامعة غرداية، ص.26.

3- محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، مذكرة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال، تخصص إدارة أعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005، ص.21.

تستعمل العديد من الطرق في إيجاد وتحديد قيمة المؤسسة وأهمها¹:

أولاً: الطريقة المحاسبية

تعتمد هذه الطريقة على استخدام الميزانية في التقدير، ويتم من خلالها تحديد القيمة الصافية للأصول اعتماداً على الميزانية بعد رصد الأرباح وإجراء بعض التعديلات لأكثر دقة، وذلك باستعمال العلاقة التالية:

القيمة الصافية المصححة للأصل = القيمة الحقيقية للأصل – ديون ومؤهلات خطر

ونقل

ويتم إيجاد هذه القيمة بعد إجراء مجموعة من التعديلات في الميزانية، عن طريق معالجة مجموعة من البنود المتعلقة بها مثل الأصول المعنوية، المخزونان والمؤهلات إضافة إلى توزيعات الأرباح الواجبة الدفع، فالمؤسسة تقيم اعتباراً من أهم العوامل الداخلة في عملياتها الإنتاجية فمن خلال هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة تكون مساوية لجميع الأصول المكونة لها، وهذا بعد الأخذ بعين الاعتبار للتعديلات الواجب إدراجها في قيم الميزانية، وتعتبر الميزانية أساس إيجاد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة.

ثانياً: طريقة شهرة المحل Good Wille Methode

باعتبار أن الطريقة السابقة تهمل القدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل من قبل المؤسسة، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار للأصول البشرية، لذت فوفق هذه الطريقة يتم حساب قيمة المؤسسة كما يلي، وهذا بعد المرور بعدة مراحل:

● إيجاد عائد شهرة المحل: وذلك بالاعتماد على المعادلة الموالية:

$$r_e = R_e \text{ net } d' \text{ impot} / \text{ acif } \text{ economique}$$

R_e : نتيجة الاستغلال.

r_e : المردودية.

● ثم يتم في مرحلة ثانية تحسين عائد شهرة المحل وذلك من أجل الحصول على قيمة شهرة المحل، ويتم ذلك باستعمال المعادلة الآتية:

$$\text{Good Wille} = \text{rent de Good Will} [(1 - (1 + t)^{-n}) / t]$$

n : المدة.

t : معدل التحيين.

ولكن في هذه المرحلة قد تظهر مشكلتين أساسيتين وهما: اختيار معدل التحيين وهنا عموماً يتم استعمال تكلفة رأس المال مضافاً إليه نسبة معينة أخذاً بعين الاعتبار للأخطار التي قد تواجه المؤسسة، أما بالنسبة للمشكل الثاني: فهو ممثلاً في تحديد مدة معدل التحيين والتي تمثل الفترة التي يكون فيها الأصل قادراً على خلق قيمة إضافية، وفي مرحلة أخيرة يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتماداً على شهرة المحل والتي تعبر عنها المعادلة الآتية²:

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Actif net comptable corrigé} + \text{Good Will}$$

ثالثاً: التقييم عن طريق التدفقات النقدية (Cash Flow)

¹ - كريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص.77.

² - كريم بوحادرة، مرجع سابق، ص.78.

ففي هذه الطريقة يتم الاعتماد على مبدأ أن قيمة المؤسسة تكون مساوية للقيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية والقيمة النهائية المتوقعة، وتعتبر هذه التدفقات عن مجموع التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات الاستغلالية والاستثمارية، وتستعمل العلاقة الموالية في تحديد القيمة:

$$\text{Valeur} = \sum_{p=1}^n \frac{F_p}{(1+t)^p} + \frac{V_{Rn}}{(1+t)^n} - D_1$$

حيث: F_p : التدفقات النقدية للسنة P .

V_{Rn} : القيمة المتبقية عند السنة n.

t: معدل العائد المتوقع.

D_1 : قيمة الديون الابتدائية للمؤسسة.

ويجب إضافة قيمة المؤسسة المخصومة عند نهاية المدة، ويتم خصم سواء قيمة المؤسسة عند نهاية المدة أو مختلف التدفقات النقدية الناتجة باعتماد معدل خصم محدد ويستعمل في الغالب تكلفة التمويل، هذا بعد إضافة معدل معين يتناسب والأخطار التي تكون المؤسسة عرضة لها وبما يتطلع إليه المستثمرين.

وتعتبر التدفقات النقدية المتاحة (Free Cash Flow) المعمول بها من قبل المؤسسة، والتي تتحدد عن طريق مختلف أنشطة المؤسسة الاستغلالية أو الاستثمارية. ويمكن إيجادها عن طريق تتبع المراحل الآتية¹:

النتيجة الصافية للاستغلال RN

+ الاهتلاكات

= التدفقات النقدية

Δ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال -BFRE

+ تنازل عن الأصول بعد الضريبة

- الاستثمارات

= التدفقات النقدية المتاحة

¹ - حسين احمد دحدوح، دراسة تحليلية للمحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 24، العدد 02، 2008، ص.216.

المبحث الثاني: قيمة المؤسسة بين المفهوم، الآليات والمداخل

يعتبر تعظيم قيمة المؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على استمراريتهما إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة والعوامل المحددة لها

يرجع الفضل في ظهور القيمة في الفكر المالي إلى j.B.Wiliams في 1938، حيث بين أن قيمة الأصل تتحدد انطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل، ومن هذا المنطلق ارتبط مفهوم القيمة بالمؤسسة وتطور مع ظهور النظرية المالية الحديثة فظهرت نظرية قيمة المؤسسة كما هي عليه الآن¹.

وبذلك تتمثل قيمة المؤسسة في " ذلك المبلغ النقدي العادل الذي توصل إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد وإمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".

فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية وممتازة وكذلك الديون هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حالة عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة ككل كوحدة واجدة باستخدام مجموعة من الطرق .

أما العوامل المحددة لقيمة المؤسسة فتتمثل في:

هناك العديد من العوامل المحددة للقيمة والتي تسمح بالحصول على قيم مختلفة لنفس الأصل من طرف أشخاص مختلفين، حتى وإن استخدموا نفس طرق وقواعد التقييم².

أولاً: العوامل الموضوعية

ترتكز العوامل الموضوعية على فكرة تحديد القيمة العادلة للأصل محل التقييم، أي أن مراعاة هذه العوامل وحدها سوف يسمح بالوصول إلى القيمة العادلة للأصل، لكن تجديد القيمة العادلة للشئ يبقى من الأمور الصعبة نظراً لوجود نوع آخر من العوامل المحددة لقيمة الأصل وهي العوامل غير موضوعية.

ثانياً: العوامل غير موضوعية

ترتكز العوامل غير موضوعية على فكرة المنفعة والرغبة في التبادل وتحديد سعر التبادل، فالمشتري يحاول دائماً دفع أقل ما يمكن والعكس بالنسبة للبائع الذي يرغب في

¹- هواري السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مذكرة دكتوراه في علوم التنسيب، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008، ص.17.

²- بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص.150.

الحصول على أكبر ما يمكن، ومن خلال التفاوض بين الطرفين يتحدد سعر التبادل، ولكن هذا لا يعني أن الصفقة مربحة للطرفين .

ويمكن تفسير القيام بعملية التبادل رغم أن الصفقة غير مربحة إلى العوامل التي ترفع الرغبة في التبادل، ومن أهم هذه العوامل: العوامل النفسية والعوامل الاقتصادية.

-العوامل النفسية: تتمثل في مجموع العوامل التي تجعل من مشتري ما يقبل على شراء الأصل بأكبر من قيمته الاقتصادية نذرا لبعض الخصائص التي يتمتع بها.

-العوامل الاقتصادية: تتمثل في الندرة النسبية للشيء وكذلك منفعة في نظر المشتري.

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق النظريات المعاصرة

يهدف هذا المطلب إلى دراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة والنظريات المالية المعاصرة حيث سيتم التطرق إلى تأثير كل من نظرية الوكالة ونظرية الإشارة وكذا الإفلاس على قيمة المؤسسة.

أولاً: قيمة المؤسسة وفق نظرية الوكالة

أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف ، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها (الملاك، المسيرين، المقترضين)، مما سينعكس حتماً على قيمة المؤسسة، ولقد جاءت نظرية الوكالة لترسي قواعد التعاقد المثلي، والتي تضمن حل الصراعات بين مختلف الأطراف الناشطة في المؤسسة.

وتعرف نظرية الوكالة بأنها: عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه أو باسمه فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك والمساهمين أو أي مقرض أموال آخر، والمدراء والمسيرين حيث يتم التنازل عن جزء من سلطتهم إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل منهم تعظيم منفعة على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدر للتناقض، حيث هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ مفاده: " أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة"¹.

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقترضين والمسيرين، فهي بالتالي تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك، دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة ، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم ، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعته، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدراً للتناقض الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية، ولقد ذهب كل من Myers and Majluf إلى أن المسيرين بالإضافة إلى امتلاكهم لمعلومات عن القيمة الحقيقية للمؤسسة فهم حريصون على تعظيمها ويعملون على خدمة مصلحة المستثمرين القدامى للمؤسسة، وتنعكس تكاليف الوكالة على قيمة المؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقترضين، ففي حال استعمال أموال الملكية في تمويل الاستثمار قد تختلف حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل

1- ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص.42.

والوكيل درجة قصوى من تكلفة الوكالة، ففي ظل استحواذ الوكيل على كافة المعلومات عن المؤسسة وعدم قدرة الموكل على مراقبة هذا الأخير هذا الظرف سينعكس سلباً على قيمة المؤسسة، ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة في المؤسسة، خاصة في ظل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المؤسسة¹.

ثانياً : نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه الفرضية إلى الكاتب روس "ROSS" سنة 1977، حيث تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أي التناظر المعلوماتي الذي تتصف به الأسواق أو الذي قد ينتج عن إصدار معلومات من جهة معينة نحو عدة أطراف أخرى ولكن لا تفهم بنفس الأسلوب، حيث يكون هذا الغموض أو الخطأ في الفهم مقصوداً من قبل جهة إصدار المعلومات.

والواقع أن المعلومات التي تثبتها المؤسسات ليست بضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء².
تعتمد هذه النظرية على قاعدتين أساسيتين هما³:

- نفس المعلومات ليست موزعة للجميع: كذلك مسيرو المؤسسة يستطيعون عرض معلومات ليست عند المستثمرين.

- حتى وإن كانت المعلومات متاحة للجميع، فإنها غير مستوعبة أو محللة بنفس التعبير.
كما أن الإشارة ليست مجرد سرا وتمويه، فهي قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبيها في حالة اكتشاف عدم صحتها، والواقع أن المستثمر أبعد من أن يكون ساذجاً في تصديقه لأي معلومة أو إشارة فهو يستقبل كل معلومة بدرجة معينة من الشك، أي لا بد من الإشارة إلى أنه⁴:

- يتساءل المستثمر أولاً عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة.
- يحاول فهم صورة الفريق المسير للمؤسسة وسياسته في الاتصال.
- يراعي مراقبة وحكم سلطات البورصة في حالة نشر معلومات غير صحيحة وتثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلاً من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.

تستند هذه النظرية أساساً إلى فرضية عدم التماثل في المعلومة، وللتقليل من هذا الأخير بإمكان مسيري المؤسسة إصدار إشارات لمستثمري المؤسسة، مثلاً تعتبر الاستدانة

¹ - منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، الطبعة السادسة، 2006، ص.653.

² - عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، ص.318.

³ - Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 8^{eme} edi., Datlez, Paris, 2010, P.654.

⁴ - عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 04، 2006، ص.112-113.

إشارة إيجابية بالنسبة لمختلف المستثمرين بحكم مؤشر دال على قدرة المؤسسة على مواجهة أعباء ثابتة محفوفة بدرجة من الخطر.

وبالتالي تزداد قيمة المؤسسة وفق هذه النظرية، كلما كانت المؤسسة قادرة على إصدار إشارات إيجابية حقيقية معبرة بذلك عن أدائها مما يؤدي إلى زيادة قيمة أسهمها وبالتالي قيمة المؤسسة¹.

ثالثاً: قيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس

عند بلوغ المؤسسة مستوى معين من الاستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمراً وارداً لا يمكن تجاهله، ولا ينحصر مفهوم الإفلاس فقط في الجانب القانوني وما يصاحبه من تكاليف مباشرة للعملية، إذ يشمل بالمعنى الواسع كل الصعوبات التي تواجهها المؤسسة لفترة طويلة²، أي يضاف للتكاليف المباشرة كل التكاليف غير مباشرة إلى تنسيق التصفية القانونية للمؤسسة من تكاليف ناتجة عن التراجع الذي قد يسجل في نشاط المؤسسة نتيجة تراجع ثقة المورددين والزملاء، إضافة إلى ارتفاع معدلات الفائدة المفروضة من طرف الدائنين، فتصاحب عملية الإفلاس تكاليف معتبرة تقلل من المبالغ التي سيحصل عليها المساهمون والمقرضون³.

كما يضيف لتزنبرجر Litzenborger أن التكاليف غير مباشرة للإفلاس تنقسم بدورها إلى نوعين هما⁴:

- التكاليف الخاصة التي تحمل للمستثمرين أي الملاك والدائنين.

- التكاليف الاجتماعية التي تحمل للعملاء.

المطلب الثالث: آليات ومداخل تحديد قيمة المؤسسة

تعتبر عملية تحديد أو إيجاد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبنى على مجموعة من الآراء والافتراضات المبنية أساساً على كفاءة المقيم، وهذا من خلال استخدامه لمجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد عملية وعلمية مقبولة وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا المطلب.

أولاً: آليات تحديد قيمة المؤسسة

تعتمد آلية تحديد قيمة المؤسسة على إحدى الأساليب المولوية⁵:

1 - رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص.91.

2 - نوال صيد، مصادر التمويل وتأثيرها على مردودية وقيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم المالية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة باجي مختار، عنابة، 2005، ص.109.

3 - محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص.70.

4 - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دلنا للطباعة، مصر، 1998، ص.249.

5 - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص.68.

1. الاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية ، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل تحديد قيمة المؤسسة بدقة كبيرة.
2. يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً، وهذا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبة، كأن نقول أن مؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي، أو قيمة المؤسسة هي 100% من ربحها الصافي خارج الضريبة.
3. وقد تستعمل التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها، وهي ما تعرف بالتدفقات النقدية المخصومة وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهتم المنتج الذي تنتجه المؤسسة ، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل وتعتمد هذه الطريقة على إتباع المراحل الآتية¹:
 - التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات وتحديد قيمة المؤسسة، وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بها طيلة حياة المؤسسة.
 - اختبار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمر للمؤسسة.
 - إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالباً ما يكون تكلفة رأس المال.
4. تقدير قيمة الشركة من خلال جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة التي يتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية، إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، ما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حال الكفاءة العالية للسوق المالي.

ثانياً: مداخل تحديد قيمة المؤسسة

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها وهذا بعد فهم طبيعة المهمة إضافة إلى تعريف القيمة.

ولكن كل هذا لا يتم إلا بالاعتماد على منهج أو مدخل للقيمة يكون مناسباً وملائماً للمؤسسة، ويمكن حصرها في ثلاث مناهج أساسية وهي²:
منهج الدخل، منهج السوق ومنهج الأصول، وضمن كل منهج توجد مجموعة من الطرق بإمكان المقيم استخدامها عند تحديد قيمة مؤسسة ما، والتي من خلالها يتم دراسة المداخل وتطبيق الأنسب لها، فغالباً لا يتم تطبيقها كلها في عملية تحديد قيمة المؤسسة.

1. مدخل الدخل في تحديد القيمة

¹- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية ، مصر، 2008، ص.31.

²- بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص.45.

يقوم هذا المدخل على مبدأ مفاده أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الاقتصادية المنتظرة منه، أي أن قيمة الأصل تتوقف على الخدمات المتوقعة منه مستقبلاً، ويركز هذا المدخل على أداء الأصل أي قدرته على در الأرباح في المستقبل سواء منفرداً أو بالتظافر مع باقي الأصول المادية والمعنوية، ويتميز هذا المدخل عن غيره باعتماده على المستقبل، لكن هناك صعوبات في تطبيقه لأنه يتطلب تقدير المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من الأصل، تقدير معدل الخصم والفترة التي يمكن استخدام الأصل فيها مع مراعاة عدم تأكد المستقبل، كما توجد العديد من المفاهيم للمنافع الاقتصادية (الربح التشغيلي أو صافي التدفقات النقدية... الخ)، والعديد من المفاهيم لمعدل الخصم (تكلفة الاقتراض، تكلفة الأموال الخاصة، التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال).

2. مدخل السوق في تحديد القيمة

يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدماً.

وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة انطلاقاً من الميزانية العمومية، لكن غالباً لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها، وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.

والميزة الأساسية لهذا المدخل ممثلة في كونه يعتمد على بيانات فعلية، إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه، والملاحظ عدم اعتماده على تنبؤات وافتراسات، إلا أنه في الواقع لا يعتبر الحصول على المعلومات بالأمر الهين مما قد يمنع إجراء المقارنة وبالتالي التقييم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعاب عليه كذلك عدم أخذه بعين الاعتبار لفرضيات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات المؤسسة.

3. مدخل الأصول في تحديد القيمة

في هذا المدخل يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتماداً على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزاماتها، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العمومية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالقيمة الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو لالتزاماتها.

المبحث الثالث: قيمة المؤسسة وارتباطها بكفاءة السوق المالي

يفرض الواقع الحالي ضرورة بناء نسيج اقتصادي متكامل، مكون من مجموعة مؤسسات وشركات قادرة على الاستمرار والمنافسة، الأمر الذي يحتم على هذه المؤسسات ضرورة العمل على البناء ومن ثم الحفاظ ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية، حيث تعتبر الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى البورصة خير معبر عن القيمة السوقية إلى حد بعيد، وتعمل آلية السوق على تحديد قيمتها استناداً إلى المعطيات والتوقعات المالية والمستقبلية المتوفرة.

المطلب الأول: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة

تعتبر قيمة الأوراق المالية المقدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى البورصة خير معبر على القيمة السوقية للمؤسسة إلى حد بعيد، فالمؤسسات تكون على نوعين، فمنها التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة حيث تعمل آلية السوق على تحديد قيمتها استناداً إلى المعطيات والتوقعات الحالية والمستقبلية المتوفرة وبذلك يمكن أن تحدد قيمة المؤسسة على هذا الأساس كما يلي:

أولاً: قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية في البورصة

لقد سبق وتم التطرق إلى مداخل وطرق تحديد قيمة المؤسسة، باعتبار القيمة السوقية الأكثر شيوعاً وأهمية فإن القيمة السوقية للأوراق المالية لهذه المؤسسة تكون ذات أهمية بالغة في تحديد قيمتها، وهذا انطلاقاً من تحديد قيمة خصومها والتي بالضرورة ستتساوى مع قيمة الأصول.

بالتالي عند تقييم المؤسسة بدءاً بحقوق الملكية التي يتم الحصول عليها من خلال القيم السوقية لحظة التقييم لمجموع الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس المال، ونفس الطريقة بالنسبة لباقي مكونات هيكل رأس مال المؤسسة (أسهم ممتازة، سندات) في حالة تداولها أيضاً في البورصة، وتكون القيمة الدفترية للديون غير معبر عن قيمتها، مع الأخذ في الحسبان للتغيرات الممكنة لأسعار الفائدة وكذا القيمة الحالية لها¹.

تعتبر الأسهم العادية أهم ممثل للقيمة السوقية للمؤسسة، وهذا من خلال الاعتماد على القيمة السوقية لهذه الأسهم والتي تعكس أداء المؤسسة.

1. تحديد القيمة السوقية للأسهم

يتوقع حملة الأسهم العادية ارتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقررها المؤسسة أو على الأقل عدم انخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك وهو ما ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة ككل وهذا ما يحسن صورتها في السوق، وباعتبار القيمة السوقية للأسهم تهم على حد سواء المالك والمؤسسة، ونظراً للمحاولة الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها والتي يمكن تلخيصها في أربع عناصر أساسية هي²:

✓ علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته : نظراً لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرين السابقين، زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الاستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة أسهمها.

✓ القيمة الحالية للسهم وزمن تحقيق الأرباح: هناك علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم، والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح.

✓ القيمة الحالية للسهم والسيولة: يعبر عن السيولة بمدى القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية، وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم والسيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم ارتفاعاً.

✓ القيمة الحالية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات: إن العلاقة والنسب المستخرجة من القوائم المالية تبين حجم الأصول والمديونية، حق الملكية والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء التزاماتها عند حلول أجل استحقاقها (إجمالي الأصول/المديونية) ، وبذلك كلما كان المعدل كبيراً كان الأثر إيجابياً على قيمة السهم، والعكس تماماً في حال عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، مما يؤدي إلى تخفيض هامش الأمان على الاستثمارات المرتقبة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص.504.
² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.16-17.

تلعب البورصة دوراً مهماً في تحديد القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال المعلومات التي توفرها للمستثمرين لأن مثل هذه العملية تحتاج إلى معلومات على درجة عالية من الشفافية والإفصاح، ومن حيث كميتها ونوعيتها.

تعتبر المعلومات خاصة المالية منها إحدى الدعائم الأساسية لضمان كفاءة البورصة وتطورها، وذلك لأنها تعمل على توجيه وتعبئة أموال المدخرين، وخلق فرص استثمارية وهذا لضمان التخصيص الكفء للموارد المالية، وضمان التعبير الجيد للسهم، وهذا دون إغفال الميول الشخصية للمستثمرين، ويتم دراسة هذه الظروف من خلال إجراء التحليل الفني وما ينتج عنها من مؤشرات تمكن من التنبؤ بالاتجاه المستقبلي للسوق والبيئة الاقتصادية¹.

لكن دقة هذه المعلومات وانتقالها بالسرعة اللازمة ومدى شفافيتها، قد لا يكون إلا على مستوى البورصة الكفؤة مما يضمن تقليل حالات عدم التأكد ويعمل على التسعير الجيد للأسهم، وهذا بمحاولة التكيف مع المخاطر والابتعاد عن الارتجال والتحيز عند التقييم، مع ضرورة الأخذ بعين الاعتبار لسياسة التوزيعات المنتهجة من طرف المؤسسة.

2. النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم

تنتج عن الأسهم تدفقات نقدية في المستقبل، مما يعني أن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وعموماً تتكون هذه التدفقات المتوقعة من عنصرين أساسيين هما: التوزيعات المتوقعة، والتغيرات في سعر بيع السهم، إذ يعتبران كمدخلين أساسيين في تحديد قيمة السهم العادي².

• التوزيعات المتوقعة كأساس لتقييم الأسهم

أو ما يدعى بخصم توزيعات الأرباح، إن الأساس لتقييم الأسهم هو أن قيمة السهم تساوي إلى التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، فالمستثمر يحصل على نوعين من التدفقات، توزيعات الأرباح، والتي تحدد سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المؤسسة، أما المصدر الثاني يكون نتيجة الفرق بين السعر السوقي للسهم والذي يكون نتيجة التنازل عن توزيعات الأرباح المتوقع استلامها، وبالتالي فقيمة السهم تعتمد على القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح، ويعد نموذج خصم توزيعات الأرباح والذي قدم من طرف ويليامز عام 1938 أهم نموذج لتحديد قيمة السهم، والذي يحدد كما يلي³

$$V = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\alpha}{(1+k)^\alpha} = \sum_{n=1}^{\alpha} \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

حيث :

k : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم في ضوء المخاطر.

D : التوزيعات المتوقعة الحصول عليها.

v : القيمة السوقية للسهم العادي.

1- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص.131.

2- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص.194.

3- بخته مفتاح، تقييم المؤسسات في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة الجزائر، 2002، ص.20.

ونميز في هذا النموذج مجموعة من الحالات، وهذا تبعا لمقدار نمو التوزيعات المتوقعة كما يلي¹:

-قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة: من خلال هذا الفرض فإن المؤسسة تدفع توزيعات ثابتة، وبالتالي فالمستثمر يتوقع تغير في قيمة هذه التوزيعات مما يعني أنه لا يكون هناك معدل نمو يتبع هذه الحالة وبالتالي فإن قيمة السهم ستكون مساوية لـ:

$$D/K$$

-قيمة السهم في حالة التوزيعات ذات معدل النمو الثابت: يعود سبب إقدام المستثمر على شراء أسهم مؤسسة ما إلى توقعه بنمو توزيعات المؤسسة، ويسمى هذا النموذج بنموذج جوردن 1963، والذي بناه لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم، لذا ارتكز على مجموعة من الافتراضات والمتمثلة في أن المستثمر يفضل الحصول على توزيعات الأرباح الحالية متجنباً للمخاطرة، وأن هذه التوزيعات تنمو بمعدل ثابت (g) وبنسبة أقل من معدل الخصم، بالإضافة إلى أن حالة عدم التأكد تزداد بطول مدة التنبؤ فيما يخص هذه التوزيعات، وقد مثل هذا النموذج وفق الصيغة الرياضية الموالية²:

$$V = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

-قيمة المؤسسة في حالة النمو الذي يتسم بالثبات: تمر المؤسسة بدورة حياة تختلف في كل مرحلة من مراحل حياتها معظم معطياتها، منها الأرباح المحققة، وبالتالي التوزيعات ومعدل نموها، ففي مرحلة النمو تشهد أرباحها نمواً سريعاً وهذه الأخيرة تتباطئ في المرحلة الانتقالية وذلك نتيجة لتباطؤ معدلات النمو الاقتصادية، ثم تدخل مرحلة النضوج والتي يكون فيها نمو الأرباح بنفس معدل الاقتصاد الوطني، ونظراً لقصر الفترة الانتقالية فمعدل النمو يصنف في مرحلتين: (g₁) وتعرف بمرحلة النمو الطبيعي، وتكون المرحلة الثانية هي مرحلة النمو غير الطبيعي (g₂).

ومنه يمكن تحديد قيمة السهم وفق الصيغة الموالية³:

$$V = \frac{D_0(1+g_1)}{k-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \frac{D(1+g_2)}{k-g_2}$$

• نسب السعر كمدخل لتحديد القيمة

ويعتمد هذا المدخل في تحديد القيمة للسهم على الأسعار السوقية للأسهم وهذا من خلال ربطها بمؤشرات، ومن أهم الطرق التي تكون هذا المدخل هي:
-نسبة السعر إلى ربحيته: ويتم حساب هذا المضاعف بالاعتماد على العلاقة الموالية⁴:

$$P/E = PV/EP_s$$

حيث:

EP_s: ربحية السهم.

¹ - عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2007، ص.219.

² - اوجين بريجهمان، ميشيل أبرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، السعودية، ج.1، 2009، ص.260.

³ - عدنان تايه، مرجع سابق، ص.142.

⁴ - Norbert Guedj , Finance d'entreprise : Les règle du jeu , Edition d'organisation, Paris ,2^{eme} edi. 2001, p.469.

PV: قيمة السهم.

ويعتبر هذا المضاعف ذا أهمية كونه يمثل دالة إلى معدل النمو في ربحية السهم، فالمستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية، ويعرف المحللون أسهم المؤسسات التي تتميز بارتفاع P/E على أنها أسهم نمو، بينما تعرف أسهم المؤسسات التي تتميز بانخفاض P/E على أنها أسهم القيمة، ولتحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم استعمال هذا المضاعف، وذلك كمتوسط نسبة تاريخية مع الأخذ بعين الاعتبار ربحية السهم المتوقعة على أساس معدل نمو متوقع، باستعمال العلاقة¹:

$$V = P/E \times EP_s (1 + g)$$

-نسبة السعر إلى التدفق النقدي: تعتبر التدفقات النقدية الناتجة عن الأسهم ذات أهمية بالغة عند تقييم الأسهم، وذلك من خلال احتساب نسبة سعر السهم إلى التدفق النقدي للسهم، فبعض المحللين يعتقدون أن مؤشر التدفق النقدي أكثر دلالة من صافي الربح، فمؤشر نسبة السعر إلى التدفق النقدي يمكن أن يكون كدالة لنوعية الأرباح كونها تعكس التدفق النقدي الفعلي، مما يعني أنها دالة لمعدل النمو في الأرباح. ويمكن إيجادها بالعلاقة التالية²:

$$P/CFP_s \text{ Ratio} = PV/CFP_s$$

ومنه فالقيمة تتحدد كما يلي:

$$V = (PV/CFP_s) \cdot CFP_s (1 + g)$$

-نسبة السعر إلى القيمة الدفترية: وترجع أهمية هذه النسبة إلى أنها تعتمد على مقياس محاسبي لثروة السهم الواحد، مما يضيف اعتقاد لدى بعض المحللين بضرورة بيع السهم بأكثر من قيمته الدفترية، وهذه النسبة إنما هي مؤشر لقدرة خلق الثروة لحملة الأسهم العادية من قبل المؤسسة، وهذا نسبة إلى تكلفتها التاريخية، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم تتحدد كما يلي³:

$$\text{Book Value (BV)} = \frac{(\text{Equity-Preferred Stock})}{\text{Number of Common Stock}}$$

أي أن:

$$\frac{P}{BV} = \frac{PV}{BV} \Rightarrow (P/BV) \cdot BV (1 + g)$$

ثانياً: قيمة المؤسسة التي لا تتداول أوراقها المالية في البورصة

وتتحدد قيمة هذه المؤسسات وفق مجموعة من الطرق والتي تم التطرق لها في العناصر السابقة من هذا الفصل، كما يمكن الاعتماد كذلك على طرق أخرى من بينها:

1. مضاعف الربحية

كما سبق التعرض لهذا المفهوم والمتمثل في إيجاد نسب سعر السهم إلى ربحيته لمؤسسة مثيلة، وإجراء المقارنة مع المؤسسة محل التقييم.

1- عدنان تاية، مرجع سبق ذكره، ص 148.

2- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 75.

3- عدنان تاية، مرجع سابق، ص 150.

وذلك من خلال الاعتماد على المساواة الآتية¹:

$$\frac{PV}{EP_S} = PV^*/EP_S^*$$

PV ، EP_S : تمثلان على التوالي قيمة السهم السوقية، وربحية السهم بعد الضريبة لمؤسسة مثيلة.

PV^* ، EP_S^* : تمثلان قيمة حقوق الملكية، وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم.

فإذا ما تم التوصل إلى مضاعف الربحية بالنسبة للمؤسسة المثيلة، يتم ضرب هذا الأخير في الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم، مما يوصلنا إلى تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية.

وباعتبار أن تطبيق هذا الأسلوب يشترط توفر عدة ظروف تمكن من إجراء المقارنة والتمثلة في²:

- تماثل النمو والمخاطر: وهذا لكون نسبة السعر إلى ربحيته تتأثر بهما، وهذا لتأثر هذا المضاعف بمعدل العائد الذي يطلبه الملاك، والذي بدوره يتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، دون تبيان تأثير معدل نمو التوزيعات.

- تماثل الربحية: إن انتماء المؤسسة إلى نفس الصناعة لا يكفي لاعتبارها مثيلة وذلك لاختلاف دخلها المحاسبي إضافة إلى إجراءاتها المحاسبية المتبعة سواء إذا تعلق الأمر بالإهلاك أو المخزون، مما يؤدي إلى اختلاف في نسبة السعر إلى ربحيته، فتماثل مؤسستين من حيث التوزيعات ومعدل نموها والمخاطر قد يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية لسهمي المؤسستين، لكن مجرد الاختلاف في الإجراءات المحاسبية والتي تؤثر على ربحية المؤسسة قد تؤدي إلى اختلاف نسبة سعر السهم إلى ربحيته.

2. تقييم أصول المؤسسة

باعتقاد هذه الطريقة يتم تحديد القيمة الحالية لأصول المؤسسة مضافا إليها شهرة المحل، وهذا عن طريق خصم التدفقات النقدية المتوقعة الصافية من الالتزامات التي تواجهها المؤسسة، إضافة إلى طرح كل من الإهلاك والزيادة في رأس مال العامل إن وجد، للوصول إلى التدفق النقدي المتاح كما سبق الإشارة إليه، إضافة إلى مصاريف البحث والتطوير.

وهنا يجب التفريق بين القيمة الحالية لاقتراح استثماري والقيمة الحالية المتولدة عن الأصول، والتي تعني القيمة الحالية للتدفقات النقدية من الاستثمارات القائمة، إضافة إلى القيمة الحالية للاستثمارات القائمة، زيادة إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية من استثمارات مربحة يحتمل تنفيذها مستقبلا، ويعتبر كذلك أن القيمة الحالية للاستثمارات القائمة إنما تتكون من التدفقات النقدية لخطوط الإنتاج القائمة، إضافة إلى القيمة الحالية للأصول التي سيتم التنازل عنها عند انتهاء الحاجة إليها.

¹ - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص.75.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص.510.

وقد صيغت المعادلة الآتية¹:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن الأصول = [(القيمة الحالية للتدفقات النقدية من خطوط الإنتاج القائمة + القيمة التي لا تكون هناك الحاجة لها) / القيمة الحالية للاستثمارات القائمة] + صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن الفرص الاستثمارية المستقبلية.

- القيمة الحالية للمنتجات القائمة: وتتمثل في تقدير التدفق النقدي المتاح المتولد عن النشاط، وهذا من أجل التقدير الجيد للقدرة الإيرادية لأصول المؤسسة.
- صافي القيمة الحالية للفرص الاستثمارية: فهي تمثل شهرة المحل وذلك كونها تعكس القدرة المتوقعة للمؤسسة في خلق فرص استثمارية مستقبلية.

- القيمة الحالية للأصول المتبقية: وتتمثل متغير أساسي في تحديد القيمة الحالية لأصول المؤسسة، ويمكن إيجادها بخصم التدفقات النقدية بعد فترة التنبؤ إلى لا نهاية وهذا باعتبار التدفق النقدي بعد فترة التنبؤ هو تدفق نقدي مستمر وهذا اعتمادا على المعادلة التالية²:

القيمة المتبقية = التدفق النقدي المستثمر / معدل العائد المطلوب

ولتقدير قيمة الملكية يتم الاعتماد على إحدى الطرق التي سبق التطرق إليها، كما يمكن حساب قيمة المؤسسة وذلك من خلال تقدير ثلاث مكونات أساسية والتي يمكن صياغتها في المعادلة الموالية:

قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للتدفق النقدي من العمليات أثناء فترة التنبؤ + القيمة المتبقية + قيمة الأوراق المالية

إن تحديد قيمة المؤسسة عن طريق استعمال طريقة القيمة السوقية والمتمثلة في القيم السوقية لأصول المؤسسة مطروحا منها كل الالتزامات، يعمل كون قيمة المؤسسة قد تزيد عن المجموع الحسابي للقيم السوقية لأصولها وهو ما يعرف بأثر التفاعل المتبادل، والذي مرده إلى أسباب عديدة كشهرة المحل، الربحية، إضافة إلى طبيعة عمليات المؤسسة، كما يعترض هذا الأسلوب العديد من الصعاب كضرورة توفر سوق نشطة تعكس القيمة الحقيقية للأصول وصعوبة تحديد قيم الأصول السوقية لعدم وجود أصول مشابهة، مع إهماله لتحقيق الأرباح في الماضي والمستقبل.

المطلب الثاني: صيغ الكفاءة وعلاقتها بتغيرات القيمة السوقية للأسهم

يمكن الوصول إلى علاقة صيغ الكفاءة بتغيرات أسعار الأسهم من خلال العناصر

التالية³:

أولا: العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة للصيغ الثلاثة للكفاءة

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 515.

2 - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص. 222.

3 - فيصل محمد شواورة، مرجع سبق ذكره، ص. 210-211.

1. الصيغة الضعيفة

يتم قياسها من خلال المقارنة بين عائد سياسة الشراء والحفظ وعائد سياسة الشراء والبيع، فإذا كانت حصيلة السياسة الثانية أكبر من حصيلة السياسة الأولى للأوراق المالية نفسها، يكون السوق غير كفاء وإذا كان العكس يكون كفاء، أو من خلال المقارنة بين عدد مرات التغير في الإشارات (+، -، 0) عند كل دورة من الإشارات، فإذا كان يوجد فيما بينها ارتباط تكون حركة الأسعار غير عشوائية و بالتالي يكون السوق غير كفاء والعكس من ذلك يكون كفاء.

2. الصيغة المتوسطة

يتم قياس الكفاءة من عدمها فيه من خلال سرعة رد فعل أسعار الأوراق المالية على المعلومات الحالية أو الجديدة، فإذا كان سريعاً يكون السوق كفاء، وإذا كان بطيئاً يكون غير كفاء، ومدى السرعة في الاستجابة هو الذي يحدد حجم الربح غير العادي الذي يجنيه بعض المستثمرين، من جراء احتكاره لمعرفة بعض أو كل المعلومات المتاحة، مقابل خسارة غير عادية للمستثمرين الأخرين، وسرعة رد الفعل تظهر بصورة أكثر وضوحاً في الأسواق التي تملك فروعاً في المحافظات، حيث نلاحظ بأنه سوق يرتفع أو ينخفض السعر في كل فرع بوقت يختلف عن الفرع الذي سبقه، أو من خلال وجود بعض الأسهم التي تقود تحركات الأسهم الأخرى أو العكس، وذلك من خلال استخدام خط الانحدار المعدل أو عائد غير عادي لفترة زمنية معينة.

3. الصيغة القوية

فإن الكفاءة تقاس فيه من خلال مراقبة تصرفات المطلعين على أسعار المؤسسة في السوق، من مديري وكبار المساهمين والحدو حذوهم في حالة البيع أو الشراء، فإن تحقق أرباح غير عادية من جراء تقليدهم أو السير على خطاهم فإن السوق يكون غير كفاء أما إذا لم يتحقق شيء فإن السوق يكون كفاء.

ثانياً: دور كفاءة الأسواق المالية في تقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية

لضمان قيام السوق المالية بتحقيق أهدافها بكل كفاءة وفعالية فإنه لا بد من توفير الكثير من العوامل الموضوعية التي لا يمكن تجاهلها أو إغفالها عند التفكير بالتعامل معها ومن أهمها:

● الكفاءة في توزيع الموارد المتاحة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة " كفاءة التخصيص"

تعتمد التنمية الاقتصادية في تقدمها وتراجعها على مدى تقدم وتراجع كل قطاع من القطاعات المختلفة كالصناعة والتجارة والخدمات، وليس بالتركيز على قطاع واحد منها دون الآخر، والسوق المالي هو من أهم الوسائل التي يمكن الاعتماد عليها في تحقيق عدالة التوزيع، لضمان النمو المتوازن في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال قيامه بدور جذب المدخرات الوطنية والأجنبية، وخلق ما يقابلها من فرص ومشاريع تنموية، وذلك من خلال توفير المعلومات الملائمة والتي تفي باحتياجات كل من المدخرين والمستثمرين والمقرضين والمقترضين، وبالتالي إعادة توزيع الفوائض النقدية بين القطاعات الاقتصادية بانسيابية تكفل تلبية متطلبات التنمية الوطنية الشاملة.

ويساهم التوزيع الأمثل للموارد على نمو الفرص الاستثمارية وتطور النشاط الاقتصادي بشكل متوازن في جميع أنشطته دون التركيز على عدد محدود من هذه الأنشطة الأمر الذي ينعكس إيجابيا على معدلات النمو الاقتصادي للدولة.

● الكفاءة في تحويل الأموال والموارد إلى من هم بحاجة إليها والعكس بأقل قدر من التكاليف

لأن ارتفاع تكلفة الوساطة أو نقل الملكية لا بد أن يحد من درجة إقبال المستثمرين على التعامل في السوق، أما انخفاضها فإنه سوف يؤدي إلى زيادة درجة الإقبال وبالتالي زيادة معدلات دوران الأسهم العادية في السوق، الأمر الذي ينطوي عليه انخفاض في تكلفة الحصول عليها من مصادرها المختلفة لكون التنافس يكون على أشده بين المستثمرين، وهذا الانخفاض بالطبع لا بد وأن يختلف باختلاف مستوى كفاءة السوق.

وإذا علمنا بأن تكاليف الحصول على المعلومات تكون في حدها الأدنى في السوق الكفاء سوف يؤدي بالضرورة إلى تزايد إقبال عدد المستثمرين فيه، الأمر الذي يترتب عليه زيادة كمية ونوعية المعلومات المتاحة وبالتالي انخفاض تكاليف الحصول عليها من مصادرها المختلفة من جراء المنافسة، وفي المحصلة تيسير انتقال الأموال والموارد بين المستثمرين بسرعة وسهولة تمكن لنا تقدير مدى أهمية وتمويل وانتقال الأسهم العادية بين المستثمرين بأقل التكاليف.

● الكفاءة في تحويل الأسهم العادية إلى نقدية أو العكس بسرعة ودون خسارة " كفاءة السيولة"

لأنه من المعروف بأن الأسهم يتم إصدارها في السوق الأولي لأجل طويلة وغير محددة، فوجود السوق الثانوي الكفاء سوف ينعكس إيجابيا على كفاءة السوق الأولي، لأن المستثمر حينما يعرف بأنه يستطيع أن يحول الأسهم الموجودة في حوزته إلى نقد في السوق الثانوي في أي وقت يريده دون تحمل أدنى خسارة، ولضمان توفير خاصية السيولة يجب توفر العوامل التالية:

-سهولة وسرعة الإجراءات الإدارية اللازمة لنقل ملكية السهم من البائع إلى المشتري وإلا فإن ذلك لا بد وأن يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن التعامل مع السوق وبالتالي انخفاض معدل دوران حركة الأسهم.

-انخفاض تكاليف الإصدار في السوق الأولية وتكاليف التداول في السوق الثانوية وبالتالي ضمان إقبال صغار المساهمين على التعامل مع السوق.

-تمثل الأسعار السوقية للقيمة الحقيقية التي تعكسها المعلومات الصادقة والعادلة الواردة من البيئة الداخلية المتمثلة بمعدلات الأداء المالي للمؤسسة، أو البيئة الخارجية المتمثلة بالأداء الاقتصادي على مستوى الدولة.

-أن لا تقل أسعار البيع عن الشراء التي سبق وان تم بها الحصول على الأسهم العادية بشكل كبير يتعدى نسبة العائد من التوزيعات النقدية أو العينية.

● الكفاءة في توفر المعلومات الصادقة والعادلة الملائمة لكافة المتعاملين في السوق المالي " كفاءة الاستجابة للمعلومات"

ولتحقق ذلك يجب توفر الشروط التالية:

-أن تمثل المعلومات الملائمة الواردة من البيئة الداخلية والخارجية كل ما يدور داخل وخارج المؤسسة المصدرة بصدق وأمانة وموضوعية.

-أن يتوفر لدى المستثمرين في السوق وعي استثماري.

-أن يتواجد في السوق مؤسسات مالية متخصصة ومحترفة.

-أن تقوم المؤسسة والأجهزة الحكومية المختصة بإيصال البيانات والمعلومات بشفافية عالية إلى كافة المستثمرين في وقت واحد وبكافة السبل والوسائل.

يمكن القول بأن الأسعار السوقية في أية لحظة أن تمثل القيمة الحقيقية للسهم، عندما تتلاشى أو تنعدم الأرباح غير عادية التي قد يحصل عليها بعض المستثمرين ويتحقق ذلك من خلال السوق الذي يتمتع بكفاءة الاستجابة للمعلومات والذي يتوقف وجوده على مدى توفر العناصر التالية:

-إتاحة المعلومات لكافة المستثمرين دون تحمل أية تكاليف تذكر.

-نوعية المستثمرين وتقديم التفسير الدقيق للمعلومات المتاحة.

-العمل على بلورة وجود مستوى معين من الكفاءة التنظيمية والتكنولوجية في السوق.

المطلب الثالث: علاقة كفاءة السوق المالي بقيمة المؤسسة¹

يلاحظ أن كفاءة السوق المالي ترتبط أساساً بمدى انعكاس المعلومات المتاحة في سعر الأوراق المالية، حيث على أساس نوعية المعلومات التي تنعكس في السعر تتحدد مستويات الكفاءة، وتظهر أهمية تقييم الأوراق المالية في تحسين وتفعيل كفاءة السوق من خلال الوصول إلى القيم الحقيقية لها، أما في حالة كون السوق تتمتع بكفاءة مقبولة، فيفترض أن الأسعار المسجلة بها تمثل أفضل انعكاس للقيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم لقيمة المؤسسة. ومنه يلاحظ أن هناك علاقة تأثير تبادلية بين كفاءة السوق المالي وقياس قيمة المؤسسة وأسهمها.

ويمكن القول بأن كفاءة السوق تعبر عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، بدءاً من تدفقها وانتهاء بانعكاسها في السعر، وبالتالي أي خلل في مسار المعلومات سينقص من كفاءة السوق، وتظهر هنا أهمية تقييم الأوراق المالية والذي يمثل نظاماً لمعالجة البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، حيث يقوم بتحليلها وترجمتها في شكل مخرجات تتمثل في قيم الأسهم يتم على إثرها اتخاذ القرارات المناسبة من طرف المستثمرين الماليين، إذ تبرز كفاءة هذا النظام المبني على التقييم في الوصول إلى القيمة الحقيقية حسب ما حملته المعلومات من أخبار سارة أو سيئة عن المؤسسة، وعموماً كفاءته من كفاءة السوق على غرار باقي مراحل مسار المعلومات.

ويلاحظ أن السعر المسجل في السوق هو أفضل تقدير لقيمة المؤسسة وأسهمها المكافئة لقيمتها الحقيقية، ومن ثم إذا أراد من يهمل البحث عن قيمة المؤسسة (الخبير المقيم أو المحلل المالي على حد سواء)، الانطلاق من المعلومات التي سبق انعكاسها في السعر، فيفترض أنه سيصل إلى قيمة مساوية لذلك السعر.

وعليه إذا ما أراد تقييم المؤسسات أو أسهمها في إطار إجراءات التفاوض أو الاستثمار المالي أو حتى في إطار التسيير الداخلي لهذه المؤسسات المسعرة فسعر التداول

¹ - حميدة رمضان، مرجع سبق ذكره، ص.80.

في مثل هذه الأسواق المتميزة بالكفاءة يصبح أفضل مجال ومرجع مناسب لتقييم أسهم المؤسسات ومن ثم قيمة المؤسسة بالتبعية.

خلاصة الفصل :

اتضح من خلال دراسة الفصل الثاني أن القيمة تتمثل في المزايا والمنافع الاقتصادية المستقبلية المتولدة من الأصل المرغوب ويتم قياس وجود هذه المنافع من خلال استخدام مؤشرات إنشاء القيمة والتي تختلف باختلاف طبيعتها: محاسبية، مالية، بورصية، هجينة، كما تستعمل العديد من الطرق في إيجاد وتحديد قيمة المؤسسة أهمها: المحاسبية، طريقة شهرة محل، وطريقة التدفقات النقدية.

كما تتمثل قيمة المؤسسة في المبلغ المالي الذي توصل إليه خبير مختص، حيث يحظى المبلغ بالقبول العام لدى مختلف الأطراف عند كل مرحلة من طلب قياسها، وتتأثر قيمة المؤسسة بالنظريات المالية المعاصرة.

فوفقاً لنظرية الوكالة فإنه لتعظيم قيمة المؤسسة يجب حل إشكالية تضارب المصالح، أما نظرية الإشارة فقيمة المؤسسة تزداد كلما كانت المؤسسة قادرة على إصدار إشارات ايجابية وحقيقية معبرة بذلك عن أدائها مما يؤدي إلى زيادة قيمة أسهمها وبالتالي قيمة المؤسسة، أما نظرية الإفلاس فأحياناً تؤدي زيادة الاستدانة إلى ظهور مخاطر الإفلاس، حيث تعتبر هذه الأخيرة في مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح، وكل هذا لا يتم إلا باعتماد

مدخل للقيمة يكون مناسباً وملائماً للمؤسسة وهي ثلاث مداخل أساسية : مدخل الدخل ، مدخل السوق، مدخل الأصول.

وهناك العديد من العوامل المحددة للقيمة والتي تسمح بالحصول على قيم مختلفة لنفس الأصل من طرف أشخاص مختلفين، حتى وأن استخدموا نفس الطرق وقواعد التقييم ويمكن حصر هذه المعلومات في عوامل موضوعية وعوامل غير موضوعية، أما تحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية وممتازة ، سندات وكذلك الديون هذا في حال أوراقها المالية متداولة في البورصة.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

تمهيد:

تماشياً مع موضوع الدراسة سنخصص هذا الفصل لاختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005 – 2014 ، وك محاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري سنحاول استخدام أكثر من طريقة لاختبار كفاءة السوق، حيث سنعتمد في مرحلة أولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة، من بين هذه المؤشرات نذكر مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر السيولة، مؤشر رأس المال السوقي، ولكي تكون الدراسة أكثر دقة سنحاول اختبار الصيغ المختلفة أو المستويات المختلفة لكفاءة السوق، لذلك سنستخدم طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة من خلال دراسة استقلالية أو عدم استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة.

كما سنستعمل دراسة قياسية لدراسة كفاءة السوق في صيغته المتوسطة، حيث سيتم التطرق لدراسة مؤسسة مبرد للنقل الكويتية، من خلال التحليل الجزئي لظروفها بدراسة قوائمها المالية، تحليل العائد، وإبراز تأثيرها على القيمة السوقية للسهم، ومن ثم تقييم سهمها عن طريق استخدام الطريقة المحاسبية المستخرجة من المركز المالي، واستخراج القيمة المحاسبية للسهم.

المبحث الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر بورصة الكويت من أهم البورصات العربية ، وتقوم على مجموعة من القواعد والقوانين لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية فيها ، وقد واصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته لهيئة أسواق المال بموجب قانون دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

2010، كانت القيمة الرأسمالية للسوق ولا تزال تعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما يزيد عن 200 شركة تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار.

المطلب الأول: تقديم سوق الكويت للأوراق المالية

يضم هذا المطلب كل من نشأة سوق الكويت، أهدافه، مهامه و الهيكل التنظيمي له.

أولاً : نشأة سوق الكويت للأوراق المالية¹

عرف الكويتيين التعامل في الأسهم منذ طرح أسهم أول شركة كويتية للاكتتاب (بنك الكويت الوطني) في 1952، وقد اكتسبت مرحلة بداية التعامل بالأسهم أهمية كبيرة ، كونها شهدت تكوين المعالم والملاحم الرئيسية للاقتصاد الوطني الحديث، إلى جانب تأسيس شركات المساهمة وطرح أسهمها كأول نوع من الأوراق المالية المحلية القابلة للتداول .

ترجع نشأة سوق الكويت للأوراق المالية إلى القانون رقم (15) سنة 1960، والذي ألزم الشركات التجارية بوجوب حفظ المعلومات و تقديمها للمساهمين، وكذلك القانون رقم (27) الصادر سنة 1962 بشأن تنظيم التداول في الأوراق المالية الأجنبية ، أما تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة، والذي يعد أول خطوة هامة لتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية فقد كان بموجب القانون الصادر في أوت 1971، وفي فيفري 1972 تم افتتاح أول مقر للبورصة بمدينة الكويت .

وفي أعقاب التطورات الكبيرة التي تلت عام 1973، وارتفاع أسعار الأوراق المالية، نتيجة المضاربة الحادة شكلت الحكومة لجنة لدراسة هذه المظاهر، فكان صدور القانون رقم (03) الصادر في 1975 نتيجة لذلك والذي نص على تنظيم الاكتتاب والمضاربة في الأسهم.

في أبريل سنة 1977 تم افتتاح بورصة الأوراق المالية في الكويت والتي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية ، قد شهد سنة 1982 حدوث أزمة ثانية أطلق عليها أزمة المناخ، اعتبرها العديد من المتخصصين أنها أزمة معلومات بالدرجة الأولى، وأنها تعتبر السبب الرئيسي في ظهور السوق المنظمة للأوراق المالية الكويتية، حيث صدر المرسوم في 14 أوت 1983 الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية، وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية لدولة الكويت .

ثانياً: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يهدف سوق الكويت إلى تحقيق جملة من الأهداف هي²:

- ترشيد التعامل في الأوراق المالية .
- تنمية التعامل في الأوراق المالية ، و اتخاذ الإجراءات الضرورية لتنمية و استقرار التعامل و العمل على السير الجيد لتفادي الأزمات .
- تقديم الرأي و المشورة إلى الأجهزة الحكومية المختصة .

1 - سوق الكويت للأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، متوفرة على الرابط:

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx>: (27/04/2015).

2 - المادة (3) من المرسوم الصادر بتاريخ:14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية والمعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

- العمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار و تنمية الوعي الاستثماري والعمل على حماية المدخرات .

ثالثا : مهام سوق الكويت

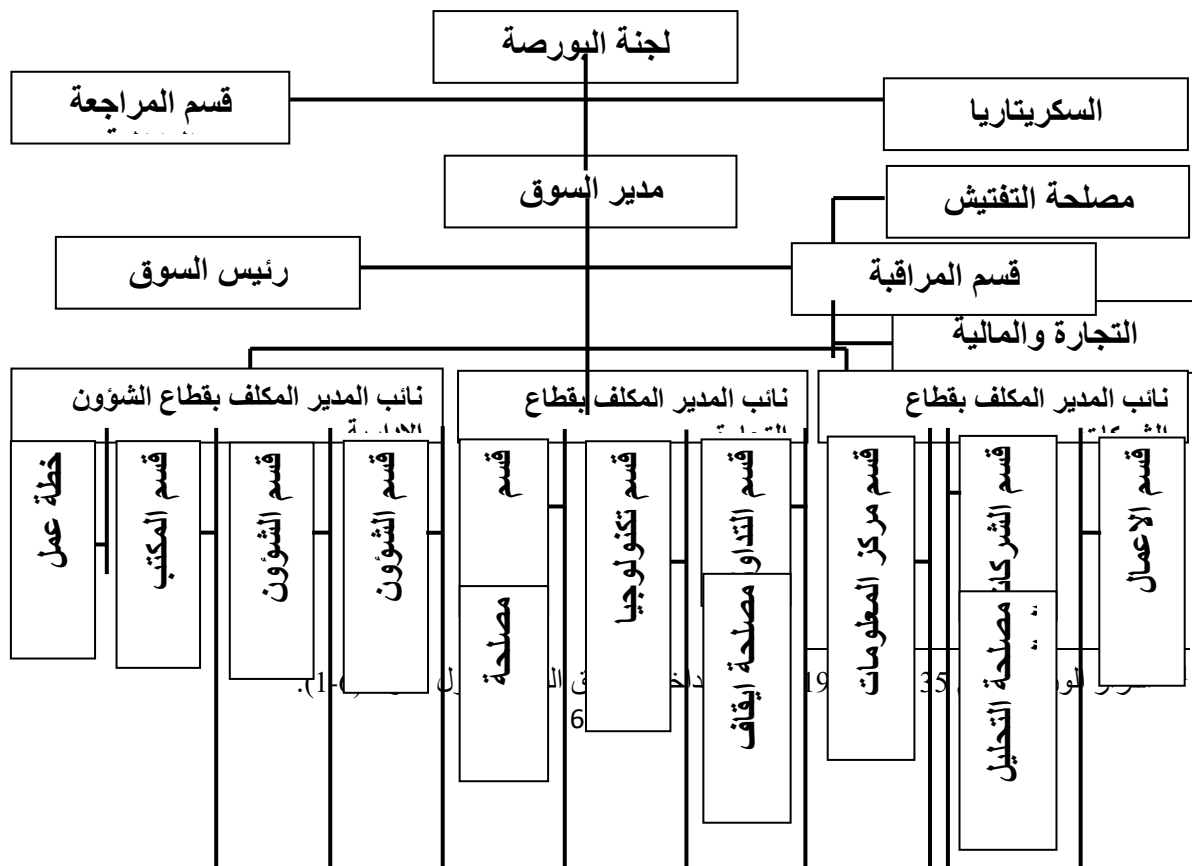
يتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم و مراقبة السوق المالي وبصفة خاصة يقوم بما يلي¹:

- تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية.
- تنظيم الإعلان عن المصالح و إصدارات البيانات المالية و الإفصاح عنها .
- تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين .

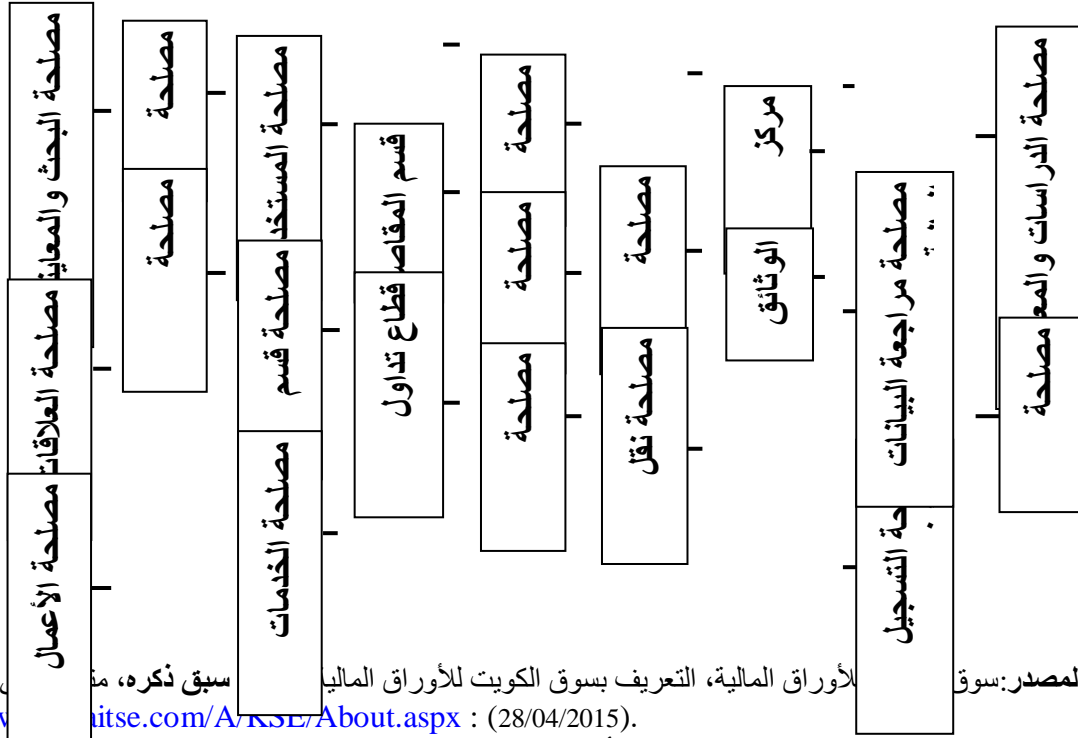
- تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية.
- تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

رابعا : الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية
والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

الشكل رقم (3-1) : الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية



الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد



المصدر: سوق الأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

سابق ذكره، من الرابط: <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx> : (28/04/2015).

نلاحظ من الهيكل التنظيمي أن في القمة لجنة البورصة، والتي هي أعلى سلطة من المدير الذي هو أحد أعضائها، كما نلاحظ أن الهيكل التنظيمي به وظيفة المراجعة الداخلية، والتي تتوسط بين اللجنة والمدير مما يعطي صورة حسنة مبدئياً عن تنظيم البورصة، كما أخذ الهيكل التنظيمي النوع الوظيفي، حيث تم التقسيم على أساس الوظائف، وعلى رأس كل قطاع هناك نائب مدير عام و هم ثلاثة .

- نائب المدير العام لإدارة الأعمال .
- نائب المدير العام للقطاع التجاري
- نائب المدير العام لقطاع الشركات

المطلب الثاني: تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية

بعيدا عن الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية، نحاول في هذا المطلب التطرق للواقع العملي للسوق وذلك كون أن النشاط الرئيسي للسوق المالي يتمثل في تداول الأوراق المالية.

أولا : شروط الإدراج في بورصة الكويت

يكون إدراج شركات المساهمة الجديدة في السوق وفقا لقرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم (01) لسنة 2007 في شأن قواعد وشروط إدراج شركات المساهمة في السوق الرسمي والمتمثلة في¹:

- أن يكون رأس مال الشركة المصدر مدفوعا بالكامل وأن لا يقل عن عشرة ملايين دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية، وأن لا يقل إجمالي حقوق المساهمين في كل سنة من

¹ - سوق الكويت للأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق ذكره، متوفر على الرابط: <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx> : (27/04/2015).

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

- السنوات الثلاث الأخيرة عن 15% من رأس المال المدفوع، وذلك بناء على البيانات المالية السنوية المدققة من قبل مراقب الحسابات قبل تاريخ طلب الإدراج .
 - أن تكون أسهم الشركة قابلة للتداول وفقاً لأحكام القانون الذي أسست في ظله، مع مراعاة أن لا تقل المدة التي يتعين انقضاؤها لتداول أسهم المساهمين أو المؤسسين فيها عن المدة التي يتطلبها قانون الشركات التجارية الكويتية لتداول أسهم المساهمين و المؤسسين في شركات المساهمة الكويتية.
 - أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين، وان لا يقل صافي ربح السنة عن 7,5% من رأس المال المدفوع.
 - إذا كان طلب الإدراج مقدماً من شركة مقفلة زاد رأس مالها بنسبة أكثر من 50% فيجب أن يكون قد انقضى على هذه الزيادة سنة من تاريخ التأشير في السجل التجاري.
 - إذا كان الطلب مقدماً من شركة مقفلة غيرت كيانها القانوني من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة مقفلة فيجب أن يكون قد انقضى على هذا التغيير ثلاث سنوات من تاريخ التأشير في السجل التجاري بقرار التحول.
 - يجب أن يتم طرح ما لا يقل عن 30% من رأس مال الشركة للاكتتاب الخاص، وذلك عن طريق شركة متخصصة ومستقلة عن الشركة التي تقدمت بطلب الإدراج وفقاً للإجراءات التي تحددها إدارة السوق بهذا الشأن.
 - الحصول على موافقة الجمعية العامة للشركة على إدراج أسهم الشركة في سوق الكويت للأوراق المالية.
 - يتعهد أعضاء مجلس إدارة الشركة بالالتزام بالقوانين واللوائح والقرارات المعمول بها في سوق الكويت للأوراق المالية، وبتقديم كافة المعلومات والبيانات التي تتطلبها إدارة السوق، ويجب أن تكون هذه المعلومات والبيانات صحيحة ومطابقة للواقع.
 - إذا كانت الشركة غير كويتية فيجب أن تكون مدرجة في السوق المالي لموطن الشركة.
- ثانياً : شروط التداول في بورصة الكويت
- لكي يتمكن المستثمر من الالتحاق والتداول لابد من¹:
- فتح حساب لدى الشركة الكويتية للمقاصة .
 - صورة البطاقة المدنية .
 - اسم البنك الذي يتعامل معه العميل .
 - عمولة الخدمة
 - اختيار شركة وساطة حسب رغبة العميل
 - عند إعطاء أمر بيع أسهم يجب على الوسيط أن يقوم بتسليم شهادة الأسهم إلى شركة المقاصة بحد أقصى الساعة الحادية عشر من اليوم التالي من عقد الصفقة ما لم يوجد له رصيد بالمقاصة.
 - يصدر شيك المقاصة للعملاء كل يوم احد، أربعاء من كل أسبوع.
 - لا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات تغير في السوق لليوم الواحد حسب تصنيفه.
- ثالثاً : الأوراق المالية المتداولة في بورصة الكويت

¹ - سوق الكويت للأوراق المالية، التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

طبقاً للقرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983، فإن التداول في سوق الأوراق المالية يقتصر على الأوراق المالية التالية¹:

- أسهم شركات المساهمة الكويتية.
- أسهم الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة قبول عضويتها.
- أسهم شركات المساهمة غير الكويتية التي ترخص اللجنة تداول أسهمها.
- الأذونات والسندات الصادرة عن حكومة الكويت أو إحدى الهيئات أو المؤسسات الحكومية.
- سندات الدين التي أقر التداول بها بقرار من لجنة السوق والمتمثلة بالأخص في:
 - السندات الصادرة عن الشركات الكويتية .
 - شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية.
 - السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية.
 - الأوراق التجارية المقبولة من البنوك .

المطلب الثالث: الشفافية والإفصاح في بورصة الكويت .

قام المشرع الكويتي من خلال قانون رقم (7) لسنة 2010، الخاص بإنشاء هيئة سوق المال بإضافة فصل جديد يتعلق بالإفصاح عن المصالح عوضاً عن قانون رقم (2) لسنة 1999، حيث نظم الفصل العاشر تعريف الإفصاح وأحكامه و المخاطبين بهذه الأحكام، وما فعله المشرع يمثل خطوة جيدة إذ أن الإفصاح أهم مظهر من مظاهر تحقيق الشفافية ويمنع استغلال المعلومات الداخلية².

ومن أهم ما جاء بالقانون رقم (7) لسنة 2010، قيام المشرع في محاولة لتخفيف العبء على الهيكل المختص بتلقي الإفصاحات وكذلك على الشخص المفصح، إذ أصبح الإفصاح مطلوباً عند أي تغيير جوهري يطرأ على قيمة المصلحة، ويعد تغييراً جوهرياً في ملكية الورقة المالية المبلغ عنها أي تغيير يزيد عن (5%) من قيمة المصلحة، فصاحب المصلحة لا يفصح عن التغييرات البسيطة أو الغير جوهريّة التي تقل عن نسبة (0.5%) من قيمة تلك المصلحة، ويبقى الإفصاح ملزماً لأي تغيير سواء كان إيجابياً بزيادة النسبة في المصلحة المطلوب الإفصاح عنها أو سلبياً عندما يؤدي التغيير إلى انخفاض المصلحة عن نسبة (5%)³.

كما شدد القانون على مسؤولية المديرين في الشركات المساهمة المدرجة بالإنعام الإفصاح عن أية مصلحة للمدير في الأوراق المالية الخاصة بالشركة التي يعمل بها أو أي شركة زميلة أو تابعة ويسري هذا الالتزام على كل مصلحة قائمة للأقارب من الدرجة الأولى والزوج دون تحديد نسبة هذه المصلحة إلى رأسمال الشركة، ففي ظل القانون القديم فإن المطالبين بالإفصاح هم الشركات المساهمة والمساهمين، أما المديرون كالمدير العام أو المدير التنفيذي على سبيل المثال فليسوا مطالبين بالإفصاح⁴.

¹ - سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع نفسه.

² - الفقرة (5) من المادة (3) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.

³ - المادة (102) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.

⁴ - المادة (103) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

وقد ألزم القانون الجديد رقم 7 لسنة 2010 الشركات المساهمة المدرجة الاحتفاظ بسجل خاص للإفصاح فيه عن أعضاء مجالس الإدارات والإدارة التنفيذية والمديرين، ويُدْرَج في هذا السجل كل البيانات والمعلومات التي تقررها الهيئة، وكذلك البيانات المتعلقة بالمكافآت والرواتب والحوافز وغيرها من المزايا الأخرى، وتورد هذه البيانات في تقارير الجمعية العمومية وأعطى المشرع لأصحاب الشأن حق الاطلاع على هذا السجل خلال ساعات العمل المعتادة وفقا للمادة 105، ويجب على البورصة المسجلة أن تعلن عن المعلومات التي تلقتها بشأن الإفصاحات عن المصالح فور تلقيها المعلومات وذلك وفقا لما تحدده اللائحة التنفيذية¹.

ورتب القانون الجديد رقم 7 لسنة 2010 في المادة (121) عقوبة الغرامة بشأن مخالفة أحكام الفصل العاشر الخاص بالإفصاح إذ نصت المادة 121: "يعاقب بغرامة لا تقل عن ألف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار كل من خالف أي من أحكام الفصل العاشر في شأن الإفصاح عن المصالح".

وكذلك استحدث المشرع نص خاص قرر به قيام المسؤولية المدنية في حق المتخلف عن تطبيق أحكام الإفصاح إذ نصت المادة (107) من القانون رقم 7 لسنة 2010: "يتحمل الملزم بالإفصاح المسؤولية عن أية أضرار تلحق بالهيئة أو البورصة أو الغير جراء عدم إفصاحهم عن مصالحهم وفقا لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية". وهذا يفتح الباب للمتضرر من عدم الإفصاح بالرجوع بدعوى التعويض على من أوجب عليه القانون الإفصاح عن المصلحة محل الإفصاح.

ويكمن بيان قواعد الشفافية و الإفصاح في سوق الكويت للأوراق المالية كما يلي²:

أولا : المعلومات المتعلقة بسوق الإصدار

طبقا للقواعد المنظمة لسوق الكويت للأوراق المالية، يجب على كل شركة تطلب تسجيلها في السوق أن تقوم بإعداد ما يعرف " بالنشرة التمهيدية "، وتعد هذه الأخيرة مصدر البيانات الرئيسي للمستثمر من حيث توفير كافة المعلومات المتعلقة بالشركة التي تطلب تسجيلها في السوق، ويجب توفيرها لكل شخص يرغب في الاطلاع عليها. وسوف نعرض فيما يلي بإيجاز لأهم البنود التي تتضمنها النشرة التمهيدية بصفة عامة.

- تقرير مراقب الحسابات: ضمانا لصحة و عدالة المعلومات الواردة في النشرة التمهيدية يتطلب سوق الكويت للأوراق المالية ضرورة أن يتم مراجعة كافة المعلومات المتضمنة في النشرة التمهيدية، من قبل أحد مراقبي الحسابات على أن يقوم بإصدار تقريره حول ذلك.

- إقرار مجلس الإدارة: يجب أن يتم بيان إقرار من مجلس الإدارة، يقيد فيه انه قد تمت مراجعة النشرة من قبل مجلس إدارة الشركة تأكيدا على أنها تتضمن معلومات التي يراها مجلس الإدارة هامة، وأن هذه المعلومات صحيحة من كافة الجوانب الأساسية.

- معلومات عامة عن الشركة: يجب توفر النشرة على معلومات عامة وخاصة عن الشركة تلك التي تهم المستثمرين مثل رأس المال المصرح به والمصدر، عدد الأسهم المصدرة،

¹ - المادة (105) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.

² - اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

مراقبة الحسابات، هذا بالإضافة إلى العنوان البريدي للشركة، وموقع المركز الرئيسي للشركة.

- أغراض الشركة: توضح النشرة الأغراض التي تأسست من أجلها الشركة، ووصف عام لأنشطتها المختلفة وأية تغييرات تكون قد طرأت على أوضاع الشركة، مع بيان مختصر للقضايا المادية المرفوعة من أو ضد الشركة وشركاتها التابعة للأسباب المتعلقة بنشاطها، كما يجب على الشركة أن تعرض بيانات مالية مقارنة لأخر 5 سنوات على الأقل مع وصف شامل لممتلكات الشركة.

- أسهم الشركة المطلوب تسجيلها وتوزيعها: يجب أن تتضمن النشرة على معلومات عن أسهم الشركة وقيمتها الاسمية، وعدد الأسهم المطلوب تسجيلها وعدد المساهمين الحاليين.

- مؤشرات البيانات المالية ونتائج الأعمال المجمعة: يجب أن تبين الشركة النتائج المحققة مع بيان بعض النسب التحليلية، ورأي الإدارة حول تلك النتائج والأسباب التي أدت إليها وأية مخططات مستقبلية للنهوض بالشركة و توقعات الإدارة حولها.

- الإجراءات القضائية: كما يجب أن تبين النشرة التمهيدية أيضا ملخصا بالقضايا القائمة والمرفوعة لصالح أو ضد الشركة مع بيان موضوع القضية، مبلغ المطالبة، الوضع الحالي للقضية، وأية ملاحظات للإدارة والمستشار القانوني للشركة .

- أعضاء مجلس الإدارة: يجب أن تتضمن النشرة التمهيدية أسماء رئيس أعضاء مجلس الإدارة وكذلك عدد الأسهم التي يملكونها في الشركة، ونسبة الملكية، وكذلك معلومات كاملة عن أعضاء الإدارة التنفيذية بالشركة وخبراتهم السابقة و المنصب الحالي في الشركة.

- البيانات المالية المدققة: كما تتضمن النشرة على نسخة كاملة من البيانات المالية المدققة للشركة بما فيها الإيضاحات حول تلك البيانات المالية، وذلك للسنوات الثلاثة الأخيرة على الأقل لغرض مساعدة المستثمرين المحتملين في التعرف على الوضع المالي للشركة .

ثانيا: المعلومات المتعلقة بسوق التداول

طبقا للقواعد المنظمة للسوق، يجب على كل شركة مساهمة طرحت أوراقا مالية لها في اكتتاب عام أن تقوم بإعداد التقرير المالي السنوي، وتعد البيانات المالية أهم محتويات هذا التقرير، ويتم تدقيق تلك البيانات من قبل عدد من مراقبي الحسابات أو أكثر، وذلك بالنسبة للشركات المساهمة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ويرفق بها تقرير مراقبي الحسابات حول تلك البيانات.

● البيانات المالية:

يتم إعداد البيانات المالية وعرضها للمستخدمين الخارجيين من قبل العديد من الشركات.

استكمالا لقواعد الشفافية في السوق المالي الكويتي، اصدر المشرع القانوني رقم 7 لسنة 2010 في شأن الإفصاح عن المصالح في أسهم شركات المساهمة، والذي ألزم كل شخص مستفيد له مصلحة تمثل نسبة 5% فأكثر من رأسمال شركة مدرجة في البورصة سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر بالإفصاح عن المصلحة في أسهم هذه الشركة إلى سوق الكويت للأوراق المالية، وترجع الحكمة من الإفصاح عن المصالح في أسهم الشركات المساهمة إلى توفير الشفافية و المعلومات الكافية في سوق الأوراق المالية ومن ثم حماية المستثمر و المتعامل في السوق عن طريق تمكينه من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم، فمن

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

الأمر ذات الأهمية بالنسبة للمستثمر الوقوف على شخصية المساهمين الذين يملكون نسبة كبيرة في رأسمال الشركة، من أجل إعلام المستثمر إلى احتمال إحداث تغيير في مجلس إدارة الشركة أو في نظامها الأساسي.

ويتمثل الغرض من الإفصاح في ثلاثة أمور رئيسية تساهم جميعها في زيادة الشفافية في السوق وتحسين كفاءته وهي:

✓ حماية المستثمر:

يهدف قانون الإفصاح عن المصالح إلى جذب انتباه المساهمين الآخرين في الشركة إلى المساهم الجديد أو المساهم الذي زاد من نسبة ملكيته في الشركة، فقد تكون مصلحته سبب في تغيير أمر جوهري في الشركة، مثلاً تغيير في مجلس الإدارة أو في النظام الأساسي للشركة، فيؤدي الإفصاح عن المصالح إلى جذب انتباه المساهمين الآخرين إلى المساهم الجديد من أجل تدبر أمورهم واتخاذ الإجراءات الكفيلة بحماية مصالحهم في الشركة¹.

✓ ضمان سلامة المعاملات:

يؤدي الإفصاح عن المصالح إلى ضمان سلامة المعاملات في السوق، لأن الإفصاح عن المصالح يستلزم توضيح شخصية المالك الحقيقي للأسهم، ومن ثم فإنه يساعد على عدم استغلال البورصة في إبرام صفقات غير مشروعة، مثل عمليات غسيل الأموال².

✓ تحسين كفاءة السوق:

يساعد الإفصاح عن المصالح على تحسين كفاءة السوق ومن ثم زيادة ثقة المستثمر فيه، حيث يطمئن المستثمر في السوق إلى أن الثمن الذي دفعه لشراء الأسهم أو الذي قبضه في البيع هو الثمن الحقيقي للسهم، لأن المعلومات المتعلقة بهذه الأسهم معلنة للجميع وتعكس القيمة الحقيقية للأسهم، فإذا قام أحد المستثمرين بشراء كمية كبيرة من أسهم الشركات المساهمة ولم يعلن عن المصلحة فيها فإن الصفقات التالية في بيع هذه الأسهم أو شراءها تكون تمت بناء على معلومات غير كاملة، مما يجعل الأسعار لا تعكس القيمة الحقيقية للسهم، ومن ثم يفقد المتعاملون في السوق الثقة به، وفضلاً عن ذلك فإن شراء كمية كبيرة من أسهم الشركة يخلق حافزاً لديها للإفصاح عن هوية المساهم الجديد صاحب القيمة الكبيرة في رأس المال بغية أن تنعكس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعامل العادل في الأوراق المالية³.

المبحث الثاني: اختبار صيغ كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية

كمحاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري، سنحاول استخدام أكثر من طريقة لاختبار كفاءة السوق، حيث سنعتمد في المرحلة الأولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية لقياس هذه الكفاءة المتمثلة في: مؤشر عدد الشركات المدرجة، مؤشر سيولة السوق، ومؤشر رأس المال

1- عبد العزيز نايف، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص.70.

2- عبد السلام صفوت، الآثار الاقتصادية لعمليات غسيل الأموال، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص.59.

3- عبد العزيز نايف، مرجع سبق ذكره، ص.72.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

السوقي، وتكون الدراسة أكثر دقة سنحاول اختبار الصيغ المختلفة لكفاءة السوق باستخدام طريقة الأنماط الطارئة لاختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، كما سنستعمل أسلوب الارتباط الخطي البسيط لدراسة كفاءة السوق في صيغته المتوسطة.

المطلب الأول: مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية

تتمثل مؤشرات كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في:

أولاً: المؤشر العام للسوق

المؤشر العام لأسعار أسهم سوق الكويت للأوراق المالية هو مؤشر إحصائي يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق يتألف من مجموعة من الأوراق المالية تعكس حالة السوق بأكمله، وفي حالة ارتفاع هذا المؤشر يفترض أن السوق ككل يكون مرتفعاً والعكس صحيح، وتكمن أهمية دراسته بشكل كبير من خلال استخدامه من قبل جميع الأطراف المتعاملة في السوق ويتم استخدامه في قياس الاتجاهات السوقية وحركة الأسعار ككل.

ويعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش أو الركود الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وتوافر السيولة وكذا الظروف السياسية المحيطة. ويوضح الجدول التطورات التي شهدتها المؤشر العام لسوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005 – 2014) .

الجدول رقم (3-1): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005 – 2014) .

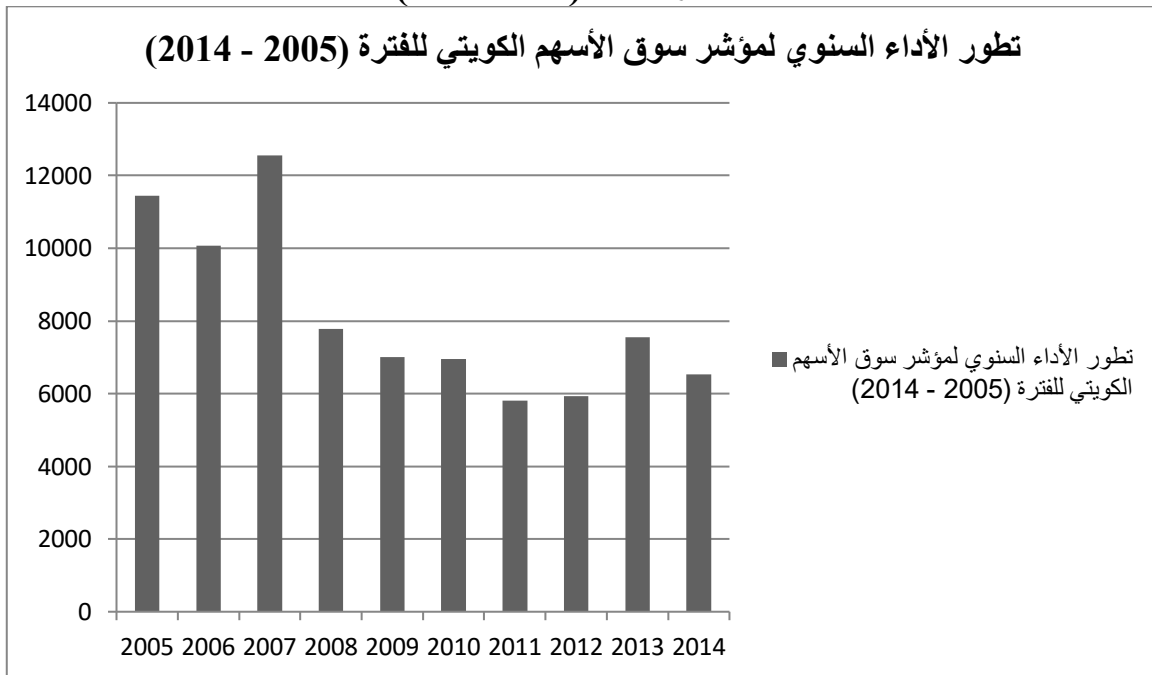
السنة	المؤشر العام	عائد المؤشر
2005	11445.1	
2006	10067.4	- 12,03
2007	12558.9	24,74
2008	7782.6	- 38,03
2009	7005.3	- 9,98
2010	6955.5	- 0,71
2011	5814.2	- 16,40
2012	5934.3	+ 2,07
2013	7549.5	+ 27,22
2014	6535.72	- 13.43

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على سوق الكويت للأوراق المالية ، مؤشر السوق، متوفر على الرابط : <http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx> .(28/04/2015).

يوضح الشكل التالي تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014).

الشكل رقم (2-3): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق أسهم الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول.

من خلال الشكل السابق يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

سجل المؤشر العام سنة 2005 ثاني أعلى قيمة خلال فترة الدراسة بعد سنة 2007، حيث سجل 11445.1 نقطة سنة 2005، وهذا يعود إلى مجموعة من العوامل أهمها: الإحساس بالارتياح والرضا الناجم عن ارتفاع الإيرادات النفطية، إزالة النظام القديم في العراق نتيجة حرب تم حسمها أدى إلى إلغاء العامل النفسي الذي كان يتمثل في الهواجس الأمنية، فزاد التفاؤل بالفرص الاستثمارية والتبادل التجاري مع العراق¹.

في سنة 2006 شهد المؤشر تراجعاً في قيمته بنسبة 12,03% وهذا يعود إلى ارتفاع معدلات التضخم والنزاعات بين الحكومة والمجلس.

أما سنة 2007 فقد عرفت ارتفاعاً ملحوظاً في قيمة المؤشر ليصل إلى 12558.9 نقطة وهو أعلى مستوى خلال فترة الدراسة ويرجع ذلك إلى القرارات التي اتخذتها الحكومة

¹ - عبد الرزاق محمود، الاقتصاد الكويتي... سنة ثالثة من الازدهار لكن الإصلاح يراوح مكانه، جريدة القبس، العدد 15062، 19 أبريل 2006، متوفرة على الرابط:

<http://www.alqabas.com.kw/Articles.aspx?ArticleID=158854&CatID=353> .(07/05/2015)

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

المتعلقة بتعديل النظام الضريبي وغيره من القوانين ذات التأثير المباشر في الاقتصاد الكويتي المحلي.

وقد شهدت الفترة من 2008 إلى 2011 انخفاض متواصل في قيمة المؤشر، حيث سجل 7005.3 نقطة في سنة 2009 مقابل 7782.6 نقطة في 2008 أي بتراجع مقداره 3,773 نقطة أي ما نسبته 9,98%، حيث أبي أن يساير التحسن الذي طرأ على جميع الأسواق المالية العالمية والخليجية والعربية تقريبا، حيث استحق بجدارة أن يصنف كواحد من أسوأ الأسواق المالية أداء على مستوى العالم، بالرغم من التحسن الذي طرأ على أسعار النفط والتي تعد المصدر الرئيسي للاقتصاد إذا لم يكن المصدر الوحيد واستقراره ما بين 60 و80 دولار للبرميل.

ويرجع الانخفاض المتواصل في مؤشر السوق إلى مجموعة من العوامل أهمها¹: أزمة الرهن العقاري التي أدت إلى انهيار العديد من أسواق المال العربية والمالية التي تعد الأسوأ منذ 1927.

استمرار التراجع الحاد في خسائر الكثير من الشركات وإيقاف البعض منها نتيجة لعدم تمكنها من إصدار بيانات مالية لعام 2008.

اتجاه الشركات إلى السبل الممكنة لديها في تعديل أوضاعها وهو ما أضعف فرصة التعديل للسوق ومسايرة الأسواق الأخرى في ارتفاعها.

في الجانب السياسي كثرة الاستجابات التي مست حتى رئيس الوزراء والتي شكلت عائقا أمام الوزارات في تأدية دورها على الوجه الأمثل بل تفرغت للرد على الاستجابات والتحضير لها.

شهد أداء السوق ارتفاعا ملحوظا في سنتين 2012 و2013 على التوالي، حيث سجل 5934.3 نقطة بارتفاع مقداره 120,1 نقطة أي ما نسبته 2,1%، في حين سجل في 2013: 7549.5 نقطة بارتفاع مقداره 1615,2 نقطة أي ما نسبته 27,21%، حيث حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق في هذا العام مقارنة بالسنوات السابقة ويعود ذلك إلى توجهات أسواق المال لتطبيق تشريعات قانون 7 لسنة 2010 بشأن تسوية أوضاع الشركات المدرجة وتعزيز الدور الرقابي للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح وخاصة أحكام الإفصاح الدوري المستمر.

ثم عاود السوق الانخفاض مرة أخرى في سنة 2014 حيث سجل 6535.7 نقطة بمقدار انخفاض 1013,8 نقطة أي ما نسبته 13,43% وذلك يعود لارتفاع سعر الدولار بالتزامن مع هبوط أسعار النفط، حيث بلغ سعر البرميل أقل من 50 دولار².

ثانياً: دراسة معدل رأس المال السوقي

يقيس هذا المؤشر قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق ما، حيث يوفر معلومة حول حجم سوق الأوراق المالية، ويحسب بالعلاقة التالية:

معدل رأس مال السوق = القيمة السوقية للأسهم المدرجة / الناتج المحلي الإجمالي

¹ - يوسف خالد يوسف المرزوق، البورصة خسرت 28 مليار دينار من قيمتها الرأسمالية خلال الأزمة، جريدة الأنباء الكويتية، العدد 14080، 04/01/2010 متوفرة على الرابط:

<http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news/85540/04-01-2010>. (02/05/2015).

² - يوسف خالد يوسف المرزوق، 21,6 مليار دولار انخفاض من السوق الكويتي من القيمة المتداولة بالخليج بتراجع 2.7%، جريدة الأنباء الكويتية، العدد 14084، 08/01/2015، متوفرة على الرابط:

<http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news/527155/08-01-2015>. (02/05/2015).

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

يعد هذا المعدل مؤشرا على قدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي.

ويوضح الجدول الموالي التطورات الحاصلة على مستوى رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من (2005 – 2014).

جدول رقم (3 - 2): التطورات الحاصلة على مستوى رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005 – 2014)

السنة	الرسملة السوقية	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرسملة السوقية	معدل نمو الرسملة السوقية
2005	36.176	23.595	1,533	-
2006	30.630	29.47	10,39	+ 577,7
2007	36.981	32.581	1,135	- 89,07
2008	19.377	39.62	4,890	+ 380,83
2009	26.937	30.496	0,883	- 81,94
2010	32.035	33.078	0,968	+ 9,62
2011	24.050	42.51	5,657	+ 484,4
2012	22.312	48.721	0,457	- 91,92
2013	30.587,8	49.863	0,613	+ 34,13
2014	29.387,9	50.617	0,580	- 5,38

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي متوفران على التسلسل حسب الرابط:

<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqtrrly> .(30/04/2015)

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx> . (30/04/2015).

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع معدل نمو الرسملة السوقية لسنة 2006، حيث معدل الرسملة السوقية ب: 10,39 وذلك نتيجة الإصلاحات الاقتصادية المدعومة بقانون الاستثمار الأجنبي المباشر الذي وضع على نحو يغري رؤوس الأموال الأجنبية على الاستثمار في الكويت من خلال توفير القدرة التنافسية والشفافية، ثم سجل معدل الرسملة السوقية انخفاضا حيث قدر معدل نمو الرسملة ب: 1,135 أي انخفاضا بنسبة 89,07%، ثم عاد للارتفاع سنة 2008، حيث قدر معدل الرسملة السوقية ب: 4,890، لينخفض بعد ذلك ب: 81,94% في 2009، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى الأزمة المالية العالمية التي وصلت إلى ذروتها آنذاك، في حين كان هناك ارتفاع متتالي لسنة 2010 و 2011 على التوالي، حيث كانت القيمة السوقية في 2010: 32.035 مليون دينار كويتي، صاحبه ارتفاع في معدل نمو الرسملة السوقية قدر ب: 9,62%، وواصل ارتفاع القيمة السوقية في

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

2011 حيث قدر ب:24050 مليون دينار كويتي وارتفاع في معدل نمو الرسملة قدر ب: 484,4%، ويعود هذا الارتفاع إلى برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية في الكويت، حيث تضمن هذا البرنامج إجراءات لمواجهة الأزمة قبل صدور مرسوم بشأن تعزيز الاستقرار المالي في الدولة، قام بنك الكويت المركزي بإجراءات هدف من خلالها إلى ضمان تدفق السيولة داخل الجهاز المصرفي واستقرار التدفق المنتظم للأموال فيما بين القطاع المالي والقطاعات الاقتصادية الأخرى في البلاد ، وترسيخ الثقة في الجهاز المصرفي وتعزيز الاستقرار المالي في الدولة، كذلك قام بإصدار قانون رقم 30 بتاريخ: 03-11-2008 بشأن ضمان الودائع في البنوك المحلية لدولة الكويت، وأتى هذا البرنامج في إطار السياسات والإجراءات الاحترازية التي رأى البنك المركزي أهمية جاهزيتها في مواجهة الانعكاسات السلبية للأزمة على النظام المالي في الدولة وعلى الوضع الاقتصادي بصفة عامة¹. (للاطلاع أكثر أنظر الملاحق رقم: 01، 02، 03، 04).

وعرفت سنة 2012 انخفاض في معدل نمو الرسملة السوقية بمقدار 91,92% ، وذلك نظرا للتغيرات في سلوك بعض المودعين والمستثمرين².

ليعود يرتفع سنة 2013 بنسبة 34,13%، وذلك يرجع إلى نتائج توجهات هيئة أسواق المال لتطبيق تشريعاتها بشأن تسوية أوضاع الشركات المدرجة، مما كان لها أثر ايجابي على نفسية المستثمرين في إعادة التوازن للسوق وأثر الرقابة على الإفصاح الدوري للمستثمر في جذب المزيد من المستثمرين.

وشهدت سنة 2014 انخفاض طفيف في معدل النمو قدر ب: 5,38% يعود إلى ارتفاع أسعار الدولار بالتزامن مع هبوط أسعار النفط الذي يعتبر المصدر الرئيسي للسوق الكويتي. عموما يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية يعرف نموا ايجابيا في رأس المال السوقي وهو الأمر الذي يعكس قدرة السوق على جذب المدخرات وزيادة الاستثمارات، وزيادة الإصدارات الجديدة بالإضافة إلى تنويع المخاطر، زيادة على ذلك فإن الارتفاع المسجل عموما في معدل نمو رأس المال السوقي يدل على سرعة تطور سوق الكويت للأوراق المالية والاتجاه الإيجابي لهذا التطور وهو يعتبر مؤشر ايجابي على كفاءة السوق.

ثالثا: دراسة مؤشر عدد المؤسسات المدرجة

يقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق، إن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر رأس المال السوقي، أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لتلك الشركات صغيرا.

يوضح الجدول التالي تطور هذا المؤشر من 2005 – 2014.

¹- سالم عبد العزيز الصباح، برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية في الكويت، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ص.12 متواجد على الرابط:

http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb/Committee%20%20Publications/COG-ACBMA%20Publications/ar/AI%20Kuwait_Book.pdf . (01/05/2015).

²- ورقة عمل حول: الإدارة السليمة لمخاطر السيولة والرقابة عليها، صندوق النقد العربي، متوفرة على الرابط: <http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb/Committee%20%20Publications/ACBS%20Publications/ar/Risk%20Safe%20Management.pdf> . (30/04/2015).

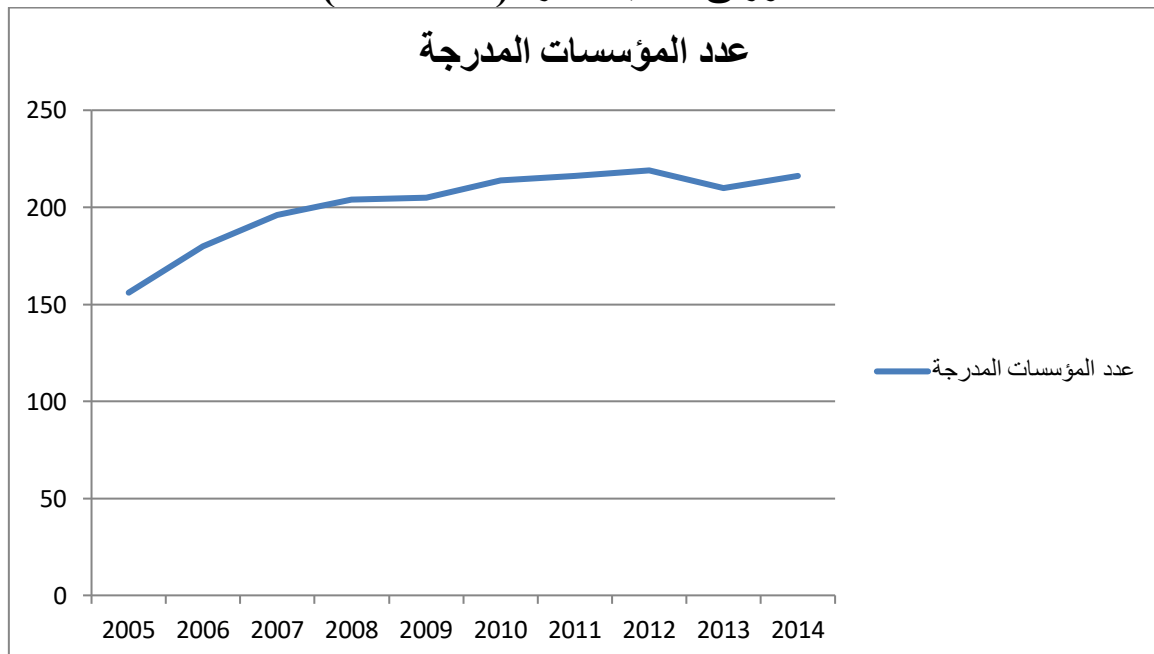
الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

الجدول رقم (3-3): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية
للفترة (2005 – 2014)

السنة	عدد المؤسسات المدرجة	تغير المؤسسات المدرجة
2005	156	
2006	180	+ 24
2007	196	+ 16
2008	204	+ 8
2009	205	+ 1
2010	214	+ 9
2011	216	+ 2
2012	219	+ 3
2013	210	- 9
2014	216	+ 6

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره.
يوضح الشكل التالي تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة
(2005-2014).

الشكل رقم (3-3): تمثيل بياني يوضح تطور عدد المؤسسات المدرجة في سوق الكويت
للأوراق المالية للفترة (2005-2014).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول.
من خلال الجدول والمنحنى البياني نلاحظ أن سوق الكويت للأوراق المالية عرف
تطوراً إيجابياً ومستمر في عدد الشركات المسجلة في البورصة من سنة 2005 إلى 2012

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

على التسلسل، حيث نلاحظ ارتفاع ملحوظ في عدد الشركات خلال الفترة (2005 – 2007) بفارق قدره 40 مؤسسة، وهذا يعود إلى تنفيذ مشاريع الخصخصة والتحرير من أجل إحداث التغييرات الهيكلية المطلوبة لإتاحة الفرصة أمام المزيد من النمو الاقتصادي من خلال قاعدة عريضة، إضافة إلى تخفيض الضرائب المفروضة على الشركات الأجنبية، وتوفير مناخ أكثر جذبا لرأس المال الأجنبي حيث وفرت 11 قطاع متاح أمام الاستثمار الأجنبي أهمها القطاع المالي، واستمر عدد الشركات في الارتفاع حيث ارتفع في 2008 إلى 204 شركة، ووصل في 2012 إلى 219 شركة، وهذا راجع إلى برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية، كتحديد آليات وأدوات التمويل المساند لتحسين القطاع المصرفي وتدعيم قاعدته الرأسمالية عن طريق السماح بإصدار أدوات مالية جديدة لا تغطيها التشريعات الحالية، مثل إصدار سندات ملزمة للبنوك بتحويلها إلى أسهم تخصص للهيئة العامة للاستثمار، إمكانية طرح أدوات مالية أخرى تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ووضع نصوص قانونية تمنح الشركات التي تعاني من صعوبات مالية فرصة إعادة هيكلة الشركات، وضع إجراءات رقابية تعرض المخالفين إلى عقوبات جزائية، كذلك توجهات هيئة أسواق المال لتطبيق تشريعاتها لتسوية أوضاع الشركات المدرجة، كل هذا أدى إلى انتشار الثقة بين المستثمرين وتحقيق الاستقرار المالي الذي أدى إلى زيادة عدد المستثمرين¹.

ثم عرف سوق الكويت للأوراق المالية انخفاض في 2013 قدر ب: 9 شركات حيث بلغ عدد المؤسسات آنذاك 210 شركة ليرتفع بعد ذلك في سنة 2014 ليبلغ 216 شركة. يمكن القول عموما أن هناك تطور واضح في عدد المؤسسات المدرجة خلال فترة الدراسة، حيث ارتفع عدد الشركات من 204 شركة في 2008 إلى 216 شركة في 2014، وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى، كما أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى توسيع قاعدة الاستثمار وبالتالي زيادة كفاءة السوق، هذا وإن كان عدد الشركات المدرجة يعد منخفضا مقارنة مع عدد الشركات المدرجة في بورصة الدول المتقدمة، إلا أنه يحتل المرتبة الرابعة بعد أسواق المال العربية بعد السعودية، دبي وأبو ظبي.

رابعاً: دراسة مؤشر السيولة

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالي في تحقيق السيولة للأوراق المالية في كل وقت، وهو الأمر الذي يمثل عادة قمة سلم أولويات المستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء، لاسيما أن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة، ويتمكن السوق من تحقيق ذلك من خلال نظام الحوافز والعقوبات بحيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمة السوقية، بينما يقل التعامل على أسهم الشركات المتعثرة الأخرى وتنخفض قيمتها السوقية، وتحسب سيولة السوق بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران السهم} = \text{قيمة الأسهم المتداولة} / \text{القيمة السوقية للسهم}$$

¹ -سالم عبد العزيز مصباح، مرجع سبق ذكره، ص.15.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

الجدول رقم (3 - 4): تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة
(2005 - 2014)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للسهم	معدل دوران السهم %	معدل نمو قيمة السهم %
2005	52246.0	13549.53	36.176	37,45	
2006	37658.0	17284	30.630	56,42	+ 27,56
2007	70438.0	36999	36.981	100,04	+ 114,06
2008	80850.8	35747	19.377	184,45	- 3,38
2009	106331.7	29957	26.937	111,21	- 16,19
2010	74691.5	12526.3	32.035	39,10	- 58,18
2011	38423.0	6068.3	24.050	25,23	- 51,55
2012	82805.7	7215.9	22.312	32,34	+ 18,91
2013	129921.3	11389.4	30.587,8	37,23	+ 57,83
2014	54659	6175.73	29.387,9	21,01	- 45,77

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الاقتصادية لصندوق النقد العربي .

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع كل من معدل نمو التداول ومعدل دوران الأسهم في سنتي 2006 و 2007 على التوالي، حيث قدر معدل نمو التداول 27,56 % و 114,06 % على التوالي، كما قدر معدل دوران السهم 56,42 % و 100,04 % على التوالي، ويعود ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط كذلك الاستثمارات الناتجة في المشاريع الإنشائية، زيادة الإيرادات التي تتولد عن المشاريع طويلة الأجل، ثم نلاحظ انخفاض قيمة التداول من 2008 إلى 2011، حيث نلاحظ أن قيمة التداول انخفضت في سنة 2008 بمقدار 3,38 % مقارنة ب 2007 وواصل هذا الانخفاض إلى غاية 2011 حيث قدرت نسبة الانخفاض في 2011 ب 51,55 % مقارنة بسنة 2010، أما عن دوران السهم فقد شهد هو الآخر انخفاض متواصل خلال هذه الفترة من 2008 إلى 2011، حيث قدر الانخفاض في 2011 ب 25,23 % مقارنة ب 2010، وهذا الانخفاض يعود إلى مجموعة من الأسباب أهمها:

- الأزمة التي كان لها تأثير كبير على سوق الكويت للأوراق المالية وبشكل كبير من كافة النواحي.
- لجوء الكثير من المستثمرين إلى الاستثمارات الآمنة ذات العائد المنخفض مثل سندات الخزينة من أجل التقليل من الخسائر الناجمة عن الاستثمارات الخطرة والمتمثلة بالأسهم، هذا ما يؤدي إلى صعوبة الحصول على تمويل طويل الأجل لإقامة المشاريع.
- تراجع التدفقات المالية والقروض المصرفية عبر الحدود.
- عدم تنوع قاعدة المستثمرين من حيث هيمنة المصارف على الاكتتابات.
- افتقارها للعديد من المقومات الجاذبة للاستثمار سواء من حيث التشريعات، أو على صعيد بنية المؤسسة التحتية لهذه الأسواق التي تعكس اهتمام المستثمرين مقارنة بالأسواق العالمية.

في حين نلاحظ أنه في 2012 و 2013 شهد كل من قيمة التداول ومعدل دوران السهم ارتفاعاً، حيث ارتفع معدل قيمة التداول في 2013 إلى 57,83 % مقارنة ب 2012، في حين

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

ارتفع معدل دوران السهم إلى 37,23% في 2013، ويعود هذا الارتفاع إلى مجموعة من العوامل أهمها¹:

تدخل الحكومات والسلطات التنفيذية والرقابية لإنقاذ الوضع حيث قام بنك الكويت المركزي بضمان تدفق السيولة داخل الجهاز المصرفي، باعتباره محور القطاع المالي والذي من خلاله تتم حركة تدفقات الأموال فيما بين مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، والاقتصاد الوطني والعالم الخارجي، حيث قام بإجراء تعديلات على النسب الرقابية بما يسمح للبنوك توسيع المساحة الإقراضية وممارسة دور أكثر فعالية في تدعيم استقرار السوق المالي، كذلك دخول الدولة كضامن في آليات دعم القطاع المصرفي، ودخول الدولة كمستثمر في الحالات التي قد تتطلب تدعيم القاعدة الرأسمالية لوحدات القطاع المصرفي وقطاع شركات الاستثمار بالإضافة إلى ضمان الدولة ل50% من التمويل الجديد الذي تقدمه لجميع عملائها. (للإطلاع أكثر أنظر الملحق رقم: 02).

عموما يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية يتمتع بالسيولة هذا يعني أن هناك إمكانية لشراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وسرعة في هذا السوق، حيث أنه كلما زادت سيولة السوق كلما دلت على كفاءته، وعليه يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية نشيط ولكن ليس بشكل مستمر.

المطلب الثاني: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة

سنستخدم أسلوب الأنماط الطارئة لدراسة ما إذا كانت التغيرات في الأوراق المالية محل الدراسة عشوائية أم لا، حيث تقوم طريقة الأنماط الطارئة على تسجيل التغير في اتجاه الأسعار بوضع إشارة (+) عندما يرتفع السعر، وإشارة (-) عندما ينخفض السعر، و(0) عندما لا يكون هناك تغير في الأسعار.

R : عدد التتابعات (Séquences) في عينة من n عدد.
نظريا المتوسط والتباين هو:

$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$Var(R) = (16 - 29) / 90$$

وبالنسبة لعدد مرتفع n (عينة كبيرة) توزيع R يتبع تقريبا التوزيع الطبيعي فليكن :

$$Z = R - E(R) / \sqrt{Var(R)^2}$$

باعتماد مستوى معنوية تقدر ب 5 % فإن:

$$|Z| < 1,69$$

تعني أن العينة ليست فعلا عشوائية.

لذلك سوف نقوم من خلال هذا الجدول باختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته الضعيفة باستخدام أسلوب الأنماط الطارئة على المؤشر العام للفترة الممتدة من 2008 إلى 2014.

الجدول رقم (3-5): تحديد أنماط التغير في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2014-2005)

¹ - سالم عبد العزيز مصباح، مرجع سابق، ص.17.

-وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الإقتصاد القياسي التحليلي، الأهلية للنشر، الطبعة الأولى، 2006، ص.173.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

السنة	مؤشر السوق	التغير في المؤشر	نسبة التغير %
2005	11445.1		
2006	10067.4	(-)	- 12.03
2007	12588.9	(+)	+ 25.04
2008	7782.6	(-)	- 38.17
2009	7005.3	(-)	- 9.99
2010	6955.5	(-)	- 0.71
2011	5814.2	(-)	- 16.41
2012	5934.3	(+)	+ 2.06
2013	7549.5	(+)	+ 27.22
2014	6535.7	(-)	- 13.43

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره.
حسب نتائج الجدول يتضح لنا أن عدد التتابعات $R = 5$ ولدينا:

$$E(R) = (2n - 1) / 3$$

$$E(R) = (2 \times 10 - 1) / 3 = 6,33$$

$$Var(R) = (16n - 29) / 90$$

$$Var(R) = (16 \times 10 - 29) / 90$$

$$Var(R) = 1,4$$

ولدينا:

$$Z = R - E(R) / \sqrt{Var(R)}$$

$$Z = 5 - 6,33 / \sqrt{1,4}$$

$$Z = - 1,12$$

وعليه $Z = -1,12$ هي أقل من 1,96 وهو ما يعني أن التغيرات المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات أو الأسعار التاريخية من أجل التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل، بمعنى أن السوق يعرف حركة عشوائية للأسعار. وانطلاقاً من ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية كفاء في صيغته الضعيفة.

المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة

سنحاول من خلال هذا المطلب بناء نموذج ارتباط بسيط، وذلك لمعرفة مدى تأثير بعض العوامل الاقتصادية الخارجية على أسعار الأوراق المالية متمثلة في مؤشر سوق الكويت خلال الفترة (2005 – 2014)، ومن بين المتغيرات الاقتصادية التي سنحاول دراستها هي: معدل التضخم، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالاعتماد على تقنيات الاقتصاد القياسي لتفسير العلاقة.

أولاً: تعيين النموذج

يتم صياغة النموذج القياسي وذلك عن طريق تحويل العلاقات الاقتصادية إلى صيغة قياسية على الواقع الاقتصادي.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

1. تحديد متغيرات النموذج

سنحاول إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج رياضي، تربط في كل مرة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

المتغير المستقل: بناء على ما أشرنا إليه سابقاً فإن المتغير المستقل يتمثل في مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية، ونرمز له في دراستنا (KSEIN).
المتغيرات التابعة: وتتمثل هذه المتغيرات في بعض المؤشرات، حيث تقوم في كل مرة باستبدال المؤشر بمؤشر آخر لمعرفة ما مدى ارتباطه بمؤشر السوق وتتضمن المؤشرات التالية:

- معدل التضخم ونرمز له ب: (INF).
- معدل البطالة ونرمز له ب: (TCH).
- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ونرمز له ب: (PIB).

الجدول رقم (6-3): متغيرات الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2005-2014)

السنة	مؤشر السوق	معدل التضخم %	معدل البطالة %	معدل تغير الناتج المحلي الإجمالي %
2005	11445.1	4,12	1,35	34,72
2006	10067.4	3,09	1,37	24,92
2007	12558.9	5,46	1,7	10,55
2008	7782.6	6,3	1,67	21,60
2009	7005.3	4,6	1,63	- 23,04
2010	6955.5	4,5	2,07	8,46
2011	5814.2	4,9	2,07	28,54
2012	5934.3	3,2	2,07	14,60
2013	7549.5	2,7	2,07	2,33
2014	6535.7	3,0	2,07	1,5

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره.

2. تحديد الشكل الرياضي للنموذج

يتمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج خط بسيط، حيث تعطى الصيغة الرياضية

$$\gamma = \alpha + bx + v$$

في شكل معادلة على النحو التالي:

بحيث:

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

v : يمثل حد الخطأ للنموذج ليحل محل المتغيرات التي تؤثر على النموذج والتي لم يتم أخذها في الاعتبار.

x : يمثل المتغير المستقل.

γ : يمثل المتغير التابع.

ثانياً: تقدير النموذج

من أجل تقدير معادلة النموذج يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، فهي أكثر الطرق شيوعاً وذلك لسهولة استخدامها، إلى جانب ذلك فإن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذا الشكل من النماذج، حيث يقتصر على وصف علاقة خطية عشوائية تربط متغيرين فقط، إحداهما تابع والآخر مستقل، وسنستعين ببرنامج Eviews⁸ لتقدير نماذج الدراسة، ويمكن صياغة نموذج الانحدار البسيط على شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى كما يلي:

$$\gamma_x = \beta_0 + \beta_1 X_t + v_t$$

حيث أن:

γ_t : يعبر عن قيمة المشاهدة t للمتغير التابع.

X_t : يعبر عن قيمة المشاهدة t للمتغير المستقل (المفسر).

β_0 و β_1 : معاملات النموذج وهما مجهولتا القيمة.

v_t : حد الخطأ.

ثالثاً: اختبار النموذج

تتم عملية اختبار النموذج من خلال اختباره اقتصادياً ثم إحصائياً لتتم الموافقة لإثبات مدى معنويته.

1. اختبار معاملات النموذج اقتصادياً

وذلك وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع إشارات ومقادير المعلمات المقدرة، فإذا جاءت هذه المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية فإن هذا يمكن أن يكون مبرراً لرفض المعلمات المقدرة.

2. اختبار معاملات النموذج إحصائياً¹

يساعدنا هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعاملات التي حصلنا عليها، كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

• اختبار إحصائية t :

يعتمد اختبار ستودنت " t " على نوعين من الفرضيات.

فرضية العدم: ينص على عدم وجود علاقة بين المتغيرين γ و x .

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

الفرضية البديلة: ينص على وجود علاقة بين المتغيرين x و γ .

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$$

يستخدم اختبار ستودنت t عند مستوى معنوية ودرجة حرية، حيث حجم العينة

وعدد المعلمات المقدرة والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

¹ -سحنون فاروق، قياس بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010، ص. 155-158.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

بالنسبة ل $\hat{\beta}_1$:

$$t_{\hat{\beta}_n} = \frac{\hat{\beta}_n}{\delta \hat{\beta}_n} , \quad \delta \hat{\beta}_n = \sqrt{\delta \hat{\beta}_n^2} , \quad \delta \hat{\beta}_n^2 = \frac{\delta_{ei}^2}{\sum x_i^2} , \quad \delta_{ei}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n-2}$$

حيث أن:

$\hat{\beta}_n$: القيمة التقديرية.
 $\delta \hat{\beta}_n$: الانحراف المعياري للمعلمة المقدرة.
 $\delta \hat{\beta}_n^2$: تباين $\hat{\beta}_n$.
 δ_{ei}^2 : تباين الخطأ.
 $\hat{\beta}_0$: بالنسبة ل

$$t_{\hat{\beta}_0} = \frac{\hat{\beta}_0}{\delta \hat{\beta}_0} , \quad \delta \hat{\beta}_0 = \sqrt{\delta \hat{\beta}_0^2} , \quad \delta \hat{\beta}_0^2 = \delta_{ei}^2 \left[\frac{1}{n} + \frac{\bar{x}^2}{\sum x_i^2} \right] , \quad \delta_{ei}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n-k}$$

وبعد احتساب قيمة (t) تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات حرية ($n-k-1$) ومستوى المعنوية (5%) لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، وإذا تجاوزت درجات الحرية 8 فإن قيم t الجدولية تكون متقاربة جدا، لذلك إذا كانت قيم (t) المحسوبة أكبر من 2,3 نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، ومنه يكون للمعلمة معنوية إحصائية تؤثر في المتغير التابع والعكس صحيح.

• اختبار إحصائية فيشر "F"

يقوم اختبار فيشر باختبار النموذج ككل، أي يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات:
 فرضية العدم: وتنص على عدم معنوية أو جوهرية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

الفرضية البديلة: وتنص على وجود علاقة جوهرية من الناحية الاقتصادية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$F = \frac{\sum \hat{y}_t^2 / K}{\sum e_i^2 / n - K - 1}$$

وبعد احتساب قيمة F تقارن F الجدولية الخاصة بها عند مستوى معنوية (5%) ودرجة حرية ($n-k-1, k$) للبسط والمقام لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، فإذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي معنوية العلاقة المقدرة والعكس صحيح.

• اختبار جودة التوفيق R^2

يستخدم معامل التحديد R^2 كمؤشر لاختبار جودة الاختبار، ويعد هذا المؤشر أساس تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومعامل التحديد هو نفسه مربع معامل الارتباط ما بين المتغيرين بالنسبة لنموذج الانحدار الخطي البسيط.
 رابعا: تقييم النتائج

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

بعد توضيح منهج الدراسة نظرياً، سنقوم بتقييم نتائج الدراسة لبورصة الكويت للأوراق المالية، وفيما تكمن نوعية العلاقة التي تصدر عن تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشر السوق، وسيتم ذلك من خلال إنشاء نموذج خطي بسيط ودراسته بالاعتماد على برنامج 8 Eviews، لتسهيل كل العمليات الحسابية التي تطرقنا إليها، وقد أسفر تقدير النماذج على النتائج التالية:

1. معدل التضخم
وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

INF=6503,48 + 397,5KSEIN		
(2,16)	(0,57)	
$R^2=0,039$	$r=0,19$	$F=0,33$
$N=10$		$Prob=0,000$

مع العلم أن:

() : القيم التي بين قوسين تمثل الإحصائية t .

R^2 : معامل التحديد.

r : معامل الارتباط.

F : إحصائية فيشر.

N : عدد المشاهدات.

$Prob$: احتمال الخطأ.

يتم اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية لتحديد مدى مطابقته للنظرية الاقتصادية، ومن الناحية الإحصائية لتحديد مدى معنويته إحصائياً.

✓ اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

تدل الإشارة الموجبة للمعاملات على العلاقة الطردية، ومنه تتفق هذه النتيجة مع منطق النظرية.

✓ اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

بعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل إلى الاختبارات الإحصائية، ويظهر اختبار كل معلمة من معاملات النموذج أنه:

من أجل المعامل B_0 الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 2,16 وهي أقل من 2,3 وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، أي أن المعلمة B_0 ليس لها معنوية إحصائية.

من أجل المعامل B_1 للمتغير التفسيري (KSEIN) نلاحظ أن قيمة t تساوي 0,57 وهي أقل من 2,3، وعليه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، أي أن المعلمة B_1 ليس لها معنوية إحصائية.

بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل التضخم.

2. معدل البطالة

وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

TCH=1859,43 - 5772,31KSEIN		
(5,3)	(-3,02)	
$R^2=0,53$	$r=-0,72$	$F=9,13$
$N=10$		$Prob=0,000$

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

✓ اختبار المعلمات من الناحية الاقتصادية:

تدل الإشارة السالبة على العلاقة العكسية بين مؤشر السوق ومعدل البطالة وهو مقبول منطقياً، فكلما انخفضت معدلات البطالة زاد نشاط السوق وبالتالي التأثير يكون ايجابياً على مؤشر السوق.

✓ اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر كل معلمة من معلمات النموذج على أنه:

- من أجل المعامل B_0 الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 5,3 وهي أكبر من 2,3، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة B_0 لها معنوية إحصائية.

- من أجل المعامل B_1 للمتغير التفسيري (KSEIN) نلاحظ أن قيمة t تساوي بالقيمة المطلقة 3,02 وهي أكبر من 2,3، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة B_1 لها معنوية إحصائية.

نتنقل الآن لاختبار المعنوية الكلية للنموذج

➤ اختبار إحصائية فيشر F :

لدينا إحصائية فيشر F المحسوبة هي 9,13 وبالاستعانة بجدول فيشر عند درجة حرية البسط $K=1$ ودرجة حرية المقام $(n-k-1)$ نجد: $F_{0,05}^1=5,32$.

بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية، سوف نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن النموذج مقبول عند درجة معنوية 5%.

➤ معامل التحديد R^2 :

يقدر معامل التحديد ب 0,53 وهذا يدل على أن (53%) من التغير الناتج في معدل البطالة مفسر من قبل المتغير المستقل (KSEIN)، ومنه النموذج مقبول اقتصادياً وإحصائياً.

من خلال تقدير النموذج نلاحظ وجود علاقة ارتباط عكسية بين مؤشر السوق ومعدل البطالة، حيث أن المعامل الحدي يساوي 5772,31، أي أن التغير في مؤشر السوق بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير معدل البطالة ب 5772,31، كما أن معدل الارتباط قدر ب 72% وهو يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغير المفسر.

3. معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي
وقد كانت نتائج التقدير كما يلي:

PIB=7609,98 + 44,92 KSEIN		
(7,94)	(0,94)	
$R^2=0,1$	$r=0,31$	$F=0,88$
$N=10$		Prob = 0,000

✓ اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

تدل الإشارة الموجبة على العلاقة الطردية، وهو ما يتفق مع منطق النظرية.

✓ اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

وبعد أن أصبح النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية سننتقل للاختبارات الإحصائية، ويظهر كل معلمة من معلمات النموذج أنه:
- من أجل المعامل B_0 الثابت نلاحظ أن قيمة t تساوي 7,94 وهي أكبر من 2,3، ومنه نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن المعلمة B_0 لها معنوية إحصائية.
- من أجل المعامل B_1 للمتغير التفسيري (KSEIN) نلاحظ أن قيمة t تساوي 0,94 وهي أقل من 2,3، ومنه نقبل فرض العدم ونرفض الفرض البديل، أي أن المعلمة B_1 ليس معنوية إحصائية.

بمعنى أنه لا يوجد ارتباط بين مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ومن ذلك نستنتج أن سوق الكويت للأوراق المالية ليس كفاء في صيغته المتوسطة.

المبحث الثالث: تحليل و تقييم مؤسسة مبرد للنقل الكويتية

سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى دراسة مؤسسة مبرد للنقل، من خلال التعريف بها والقيام بتحليل جزئي لظروف المؤسسة واستخراج قيمة سهمها بالاعتماد على طريقة القيمة المحاسبية المستخرجة من المركز المالي.
المطلب الأول: التعريف بمؤسسة مبرد للنقل الكويتية¹

¹ -موقع شركة مبرد للنقل، متوفرة على الرابط:

http://www.mubarrad.com.kw/AxCMSwebLive/ar_corporate_profile.cms .(08/05/2015)

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

تعتبر شركة مبرد للنقل واحدة من الشركات اللوجستية الرائدة في الكويت، في مجال خدمات النقل البري، فهي تقدم أكثر خدمات الصيانة الفنية لأنواع مختلفة من المعدات والشاحنات عن طريق موظفين من ذوي المهارات العالية بضمان إن يتم تنفيذ العمل على مستوى عال من الجودة وبطريقة آمنة، إذ تأسست بتاريخ: 1996/03/06 برأس مال مصرح به قدره 16.369.276.000 دينار كويتي، يقع مقرها ب: الرقعي -قطعة 2- مبنى 82- الميزانيين، الكويت.

تعمل شركة مبرد لتحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في أن تصبح الرائدة في مجال الخدمات اللوجستية الإقليمية في توفير الحلول المبتكرة في التصدير، وذلك من خلال استمرار تجاوز توقعات العملاء بتوفير منتجات وخدمات متقدمة وموثوقة وفعالة ذات جودة، وتلتزم شركة مبرد بتوفير بيئة عمل آمنة لموظفيها وتوفير بيئة خالية من التلوث، وإتباع الشروط النظامية بما في ذلك أنظمة وكالة حماية البيئة الكويتية، من بين الخدمات التي تقدمها شركة مبرد هي: النقل البري حيث تبتكر حلول شاملة للنقل البري من خلال أسطول كبير ومتنوع من الشاحنات حوالي 1000 شاحنة والمعدات الثقيلة التي تضم الشاحنات المبردة، قلابية، حاملات السيارات وغيرها من المعدات الأرضية المتحركة، تقوم كذلك بتأجير المعدات سواء معدات النقل أو معدات البناء، كذلك تقوم بالصيانة حيث تملك ورشة صيانة مزودة بأيدي فنية مؤهلة وبتكنولوجيا متقدمة الهدف منها الحفاظ على الأسطول بكفاءة مع التحكم في تكاليف الصيانة والسعر الذي يتجاوز توقعات العميل، تقوم بصنع هياكل الشاحنات، في 14 جويلية 2004 تم تغيير الشكل القانوني للشركة من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة كويتية.

في 07 جويلية 2007 أعلنت شركة مبرد للنقل عن إدراج أسهمها في سوق الكويت للأوراق المالية (البورصة) حيث أوضح نائب رئيس مجلس الإدارة و الرئيس التنفيذي أن الشركة تمتلك أسطولاً كبيراً من كافة أنواع آليات النقل يقارب 1000 آلية، كما تمتلك مصنع لصناعة هياكل السيارات¹.

حصلت شركة مبرد للنقل على شهادة إيزو 9001:2008 من قبل توف -سود- ألمانيا إحدى الهيئات الرائدة في شهادة الإيزو العالمية 9001:2008، ونظام شهادة الجودة هو دليلاً واضحاً على التزام نحو توفير الجودة الممتازة للمنتجات والخدمات، إذ تعطي الثقة للعملاء أن شركة مبرد قادرة على تلبية متطلباتهم².

- في 2011/12/23 دخلت شركة مبرد تحت مظلة شركة أعيان للإجارة والاستثمار.

- في 2013/08/14 تم تخفيض رأس المال من 21.69 مليون دينار كويتي إلى 16.37 مليون دينار كويتي³.

جدول رقم (3-7): بطاقة فنية عن مؤسسة مبرد للنقل الكويتية.

البيان	مؤسسة مبرد للنقل
أغراض	نقل البضائع تملك وتؤجر وتستأجر وسائل النقل والتحميل بكافة أنواعها، القيام

¹ -وكالة الأنباء الكويتية (كونا)، شركة مبرد تدرج أسهمها في بورصة الكويت، متوفرة على الرابط:

<http://www.kuna.net.kw/Default.aspx?language=ar> . (08/05/2015).

² -موقع شركة مبرد للنقل، مرجع سبق ذكره.

³ -سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

الشركة	بأعمال الصيانة لكافة وسائل النقل المختلفة والمعدات والآلات المتعلقة بالشركة، استغلال الفوائض المالية المتوفرة لدى الشركة عن طريق استثمارها في محافظ مالية، تدار من قبل شركات وجهات متخصصة، تنفيذ الشركة في ممارسة أعمالها بتعاليم وأحكام الشريعة الإسلامية.
نبذة عن التطورات الرئيسية للمؤسسة	تأسست بتاريخ: 1996/03/06، تغير شكلها القانوني من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة في: 2004/07/14، ثم أدرجت أسهمها في البورصة في: 2007/07/07، دخلت تحت مظلة شركة أعيان للإجارة بتاريخ: 2011/12/23، وتم تخفيض رأس المال من 21,69 مليون دينار كويتي إلى 16,37 مليون دينار كويتي في: 2013/08/14.
ملف الأسهم	رأس المال المصرح به: 16.369.276 دينار كويتي. رأس المال المدفوع: 16.369.276 دينار كويتي. عدد الأسهم المصدرة: 16.369.769 سهم. القيمة الاسمية للسهم: 100 فلس.

المصدر: سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره.

المطلب الثاني: التحليل الجزئي لظروف مؤسسة مبرد للنقل الكويتية

يقوم التحليل الجزئي للمؤسسة على البحث عن العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسة، والتي تشير إلى أن التغير في أسعار الأسهم يكمن في التغير في عوائد المؤسسات، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب تقييم الأداء المالي لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية، ومن ثم تفسير العلاقة بين تغيرات عوائد هذه الأخيرة وتغيرات أسعار أسهمها في السوق المالية الكويتية، وملخص تحليلها سيكون بتحليل القوائم المالية وتحليل العائد.

أولاً: تحليل القوائم المالية

يوضح الجدول التالي المركز المالي للمؤسسة خلال سنتي 2013-2014.

جدول رقم (3-8): بيان المركز المالي لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية لسنتي 2013-2014

البيان	2013	2014
الأصول المتداولة	7481736	2843171
الأصول غير المتداولة	1238900	19147176
مجموع الأصول	19.862.636	21.990.347
الخصوم المتداولة	2.416.935	2.768.807
الخصوم غير المتداولة	217.544	2.53596
مجموع الخصوم	2.634.479	3.022.403
حقوق الملكية	17.228.157	18.967.944
مجموع المطلوبات وحقوق الملكية	19.862.636	21.990.347

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية.

➤ تحليل النسب المالية:

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

في تحليلنا للنسب المالية سوف نستعين بأبرز المؤشرات والمتمثلة في نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الاقتراض الخاص لسنتي 2013-2014. جدول رقم (9-3): أبرز المؤشرات والنسب المالية لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية لسنتي 2013-2014

2014	2013	المؤشرات والنسب
2.768.807/2.843.171 1,02=	2.416.935 /7.481.736 3,09 =	نسب السيولة نسبة التداول
0.062=19.147.176/1.204.454 0,4=2.843.171/1.204.454	0.44=1.238.900/ 549.397 0.07=7.481.736/549.397	نسب النشاط معدل دوران الأصول الثابتة معدل دوران الأصول المتداولة
100 ×(18.967.944/3.022.403) % 15,93=	100×(17.228.157/2.634.479) % 15,29=	نسب الاقتراض نسب القروض إلى حقوق الملكية
100 ×(21.990.347/3.022.403) % 13,74=	100 ×(19.862.636/2.634.479) % 13,26=	نسب القروض إلى مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية.

● تحليل السيولة:

أي تحليل قدرة مؤسسة مبرد للنقل على سداد التزاماتها الجارية، وكذلك مواجهة الخلل في العمليات التشغيلية وفقا للمعادلة الموالية:

نسبة التداول = إجمالي الأصول المتداولة / إجمالي الخصوم المتداولة

بمقارنة مستويات السيولة لسنتي 2013 و2014، نجد أن مستوى السيولة المحتفظ به لسنة 2013 أكبر مقارنة بما هو محتفظ به لسنة 2014، كما تبين هذه النسبة إلى أي مدى يمكن أن تنخفض قيمة الأصول المتداولة عند تحويلها إلى نقدية وذلك قبل أن تصبح مؤسسة مبرد غير قادرة على سداد التزاماتها.

● تحليل نسب النشاط:

أي قياس مدى كفاءة إدارة الأصول ومدى قدرة إدارة مؤسسة مبرد للنقل على توليد المبيعات بما لديها من أصول.

معدل دوران الأصول الثابتة: ويقاس مدى كفاءة المنشأة في استغلال أصولها الثابتة في تحقيق المبيعات وفقا للمعادلة الموالية:

معدل دوران الأصول الثابتة = المبيعات / إجمالي الأصول الثابتة.

إن انخفاض نسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول الثابتة من 0,44 سنة 2013 إلى 0,62 سنة 2014، فهذا دليل على عدم كفاءة استغلال الأصول الثابتة في توليد المبيعات.

معدل دوران الأصول المتداولة: يقاس هذا المعدل مدى كفاءة المنشأة في استخدام أصولها في توليد المبيعات وفقا للمعادلة الموالية:

معدل دوران الأصول المتداولة = المبيعات / إجمالي الأصول المتداولة

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

إن ارتفاع نسبة المبيعات إلى إجمالي الأصول المتداولة من 0,07 لسنة 2013 إلى 4,0 سنة 2014 يدل على كفاءة استغلال أصول مؤسسة مبرد للنقل الكويتية، كما تدل على تناسب استثمار مع حجم النشاط وهو ما جعل سهم مؤسسة مبرد ترتفع قيمته السوقية في سوق الكويت للأوراق المالية.

• تحليل نسب الاقتراض:

أي تحليل الهيكل التمويلي لمؤسسة مبرد للنقل وأثره على العائد وعلى حقوق المساهمين.

-نسبة القروض إلى حقوق الملكية: وتحسب وفق المعادلة التالية:

نسبة القروض إلى حقوق الملكية = (إجمالي الخصوم / إجمالي حقوق الملكية) × 100
انطلاقاً من نسبة القروض إلى حقوق الملكية يلاحظ أن هناك استقرار في الهيكل التمويلي لمؤسسة مبرد للنقل، لأن مساهمة الملاك بالجزء الأكبر من الأموال لتكوين أصول المؤسسة يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة مؤسسة مبرد للنقل على تسديد التزاماتها.

-نسبة القروض إلى إجمالي الأصول: وتحسب وفق المعادلة التالية:

نسبة القروض إلى إجمالي الأصول = (إجمالي الخصوم / إجمالي الأصول) × 100
انطلاقاً من نسبة القروض إلى إجمالي الأصول لسنتي 2013 و 2014 نلاحظ أن اعتماد مؤسسة مبرد لنقل على الديون لتمويل إجمالي أصولها كان 13,26 % سنة 2013، ثم ارتفع إلى 13,74 % سنة 2014 ، وهذا يدل على أن مؤسسة مبرد للنقل لا تعتمد على الديون في تمويل إجمالي أصولها.

ثانياً: تحليل العائد

في تحليلنا للعائد سوف نستعين بأبرز المؤشرات والمتمثلة في: معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأموال المستثمرة والموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (3 - 10): أبرز مؤشرات تحليل العائد لمؤسسة مبرد للنقل الكويتية لسنتي

2014-2013

2014	2013	المؤشرات والنسب
10,9	3,9	عائد السهم
$100 \times (18967.944/1786.368)$ = 9,4 %	$100 \times (17228.157/936.926)$ = 3,6 %	معدل العائد على حقوق الملكية %
$100 \times (21990.347 / 1786.368)$ = 8,12 %	$100 \times (19862.636 / 936.926)$ = 3,2 %	معدل العائد على إجمالي الأصول %

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للمؤسسة.

حتى يكون تحليلنا للعائد وعلاقته بتغيرات سعر سهم مؤسسة مبرد للنقل الكويتية واقعيًا ويتوافق مع ما تمليه النظرية الاقتصادية، فإنه يجب علينا أن نقصر على التحليل السنوي المقارن فقط بين سنتي 2013 و 2014 كما يلي:

-معدل العائد على حقوق الملكية: ويحسب وفق المعادلة الموالية:

معدل العائد على حقوق الملكية = (صافي الربح بعد الزكاة / إجمالي حقوق المساهمين) × 100

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

إن معدل العائد على حقوق الملكية ارتفع من 3,6% سنة 2013 إلى 9,4% سنة 2014 ، حيث ارتفاع هذه النسبة يعني أن معدل نمو المبيعات يتوازن مع القدرة التمويلية للمؤسسة، كما أنه كلما ارتفع معدل ربحية الدينار الكويتي من المبيعات ومعدل العائد على حقوق الملكية، وأي زيادة أو نمو في المبيعات سيتم تمويلها من مصادر داخلية وهو ما يجعل الهيكل التمويلي متوازن.

-معدل العائد على إجمالي الأصول: وتحسب وفق المعادلة الموالية:

$$\text{معدل العائد على إجمالي الأصول} = (\text{صافي الربح بعد الزكاة/إجمالي الأصول}) \times 100$$

نلاحظ أن معدل العائد على إجمالي الأصول يرتفع من 3,2% سنة 2013 إلى 8,12% سنة 2014، حيث يتوقف العائد على إجمالي الأصول على ربحية المبيعات (العائد / المبيعات)، وهذا يعني أن المؤسسة حققت عائد يمكنها من خلاله تسديد التزاماتها.

المطلب الثالث: تقييم سهم مؤسسة مبرد للنقل الكويتية

كما رأينا من خلال الفصل الثاني، توجد عدة طرق لتحديد قيمة المؤسسة والتي من بينها طريقة التدفقات النقدية، ولكن بما أن مؤسسة مبرد لم توزع أرباح طيلة فترة الدراسة فقد تعذر علينا استخدام تلك الطرق في تقييم سهم المؤسسة محل الدراسة، لذلك اعتمدنا في تقديرنا لقيمة سهم مؤسسة مبرد للنقل لسوق الكويت للأوراق المالية على طريقة القيمة المحاسبية المستخرجة من المركز المالي، حيث قمنا بحساب القيمة الإجمالية للمؤسسة وبقسمتها على عدد الأسهم نتحصل على القيمة المحاسبية للسهم، حيث سيتم مقارنة هذه الأخيرة مع القيمة الحالية للسهم.

تحسب القيمة المحاسبية للسهم وفق المعادلة التالية:

$$\text{القيمة المحاسبية للسهم} = \frac{\text{رأس المال} + \text{احتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم المتداولة}}$$

يتم حساب القيمة المحاسبية للسهم كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (11-3): تقييم سهم مؤسسة مبرد للنقل لسوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2009-2014)

البيان	2009	2010	2011	2012	2013	2014
رأس المال	16787924	21687924	21687924	21687926	16369277	16369277
احتياطات	1345799	1377888	84388	84388	151109	340028
أرباح غير موزعة	3129608	3176066	3973807	(5293787)	637012	2185469
القيمة الإجمالية للمؤسسة	21263331	26241878	25746119	16478527	17157398	18894774
عدد الأسهم المتداولة	166931240	216879239	216879239	216879239	163692769	163692769

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

115,42	104,81	75,98	118,71	121,0	127,37	القيمة المحاسبية للسهم
60	75,0	49,5	58	96	71	السعر الحالي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المالية للمؤسسة، متوفرة على الرابط:

file:///D:/%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%20%D8%A7%D9%84%D9%83%D9%88%D9%8A%D8%A%D9%8A&&/Nouveau%20dossier/entreprise%20lmobarid/_%20Kuwait%20Stock%20Exchange%20%20_.html: (10/05/2015).

نلاحظ من الجدول أعلاه أن المؤسسة لم تعتمد على سياسة توزيع الأرباح طيلة فترة الدراسة، كما نلاحظ اختلاف واضح بين كل من القيمة المحاسبية للسهم والقيمة السوقية له، حيث أن هذه الأخيرة قيمتها أقل من القيمة المحاسبية، أي أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية، وقد يعود السبب إلى عدم توزيع المؤسسة لأرباحها.

تعكس القيمة السوقية لهذا السهم المعلومات التاريخية، وهذا يثبت صحة اختبارنا للصيغة الضعيفة في المبحث الثاني، في حين لا توجد هناك استغلال للمعلومات العامة للمؤسسة من طرف المستثمرين التي من شأنها أن تحقق الكفاءة في الصيغة المتوسطة، وهذا ما يثبت صحة اختبار الكفاءة في الصيغة المتوسطة خلال دراستنا، وعليه يمكن القول أن سوق أسهم الكويت للأوراق المالية غير كفء لوجود اختلاف بين القيمتين.

الفصل الثالث اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية وأثرها على القيمة السوقية لمؤسسة مبرد

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية، واعتمدنا في ذلك على مجموعة من المؤشرات للحكم على مدى كفاءته، ومن بين هذه المؤشرات مؤشر عدد المؤسسات المدرجة الذي يقيم مدى اتساع حجم السوق، فعدد المؤسسات عرف نمواً خلال فترة الدراسة وهذا يعتبر مؤشر ايجابي، وهو ما يدل على اتساع حجم السوق من سنة لأخرى بالشكل الذي يساهم في زيادة سيولة سوق الكويت للأوراق المالية وبالتالي زيادة كفاءته، أما بالنسبة لمؤشر معدل الرسملة السوقية فقد سجل نمواً ايجابياً هو الآخر وهو ما يعكس قدرة سوق الكويت للأوراق المالية على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار بالشكل الذي يساعد على تطوره واتساعه واتجاهه نحو الكفاءة.

ولكي لا تبقى دراستنا حبيسة مؤشرات السوق ولتحدد كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية بدقة، تم اختبار كفاءة السوق في صيغته الضعيفة، حيث توصلنا إلى أن التغير كان عشوائياً، أي حركة الأسعار كانت عشوائية والتغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات الماضية للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، أما فيما يخص اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية في صيغته المتوسطة فتمثلت في دراسة أثر كل من التضخم، البطالة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، فقد أثبتت الدراسة أن سوق الكويت للأوراق المالية ليس كفاء في صيغته المتوسطة، لأن مؤشر السوق لم يستجب للتغيرات في العوامل الاقتصادية.

ومن خلال التحليل الجزئي لظروف مؤسسة مبرد للنقل الكويتية والمتمثلة في تحليل القوائم المالية والعائد، ثم تقييم سهم مؤسسة مبرد للنقل باستخدام الطريقة المحاسبية لاحظنا أن هناك اختلاف كبير بين القيمتين، فالسهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية وهو ما يؤكد النتيجة السابقة أي أن السوق غير كفاء في صيغته المتوسطة.

الخاتمة

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في الحياة المالية للمؤسسة، إذ تعتبر مصدر أساسي للرفع من رأسمالها، ومعيار هام لقياس أدائها وتسعير أسهمها، كما تعتبر الأسواق المالية منبع هام للمعلومات والمؤشرات المتعلقة بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة، ولكون رأسمال المؤسسات يتكون من أسهم والتي يتم تداولها في الأسواق المالية، وبغرض إعطاء قيمة للمؤسسة فإن أسعار هذه الأسهم تتأثر بمجموعة من المتغيرات منها الاقتصادية والمالية، التي من شأنها أن تؤثر على أسعار هذه الأسهم وبالتالي على قيمة المؤسسة كونها المرآة العاكسة لها.

وبما أن الأسواق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، فمن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، ذلك لأنه لتحقيق الأهداف الاقتصادية للسوق بكفاءة ينبغي أن يتمتع هو نفسه بالكفاءة، ففي ظل السوق المالي الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية، وبذلك لن يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين.

من خلال ما تقدم من الدراسة سوف نحاول الإجابة على الفرضيات التي طرحت كما

يلي:

الفرضية الأولى: " تتغير القيمة السوقية للورقة المالية تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق". أظهرت الدراسة النظرية أن القيمة السوقية للورقة المالية تتأثر بعدة عوامل من بينها: العرض والطلب حيث أن العلاقة بين العرض والطلب هي علاقة تناسب مباشرة، إذ تصاحب كل زيادة في معدل الطلب زيادة في حجم العرض وإذا لم يكن هناك سد لزيادة الطلب يؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية، كذلك يعتبر عامل الشائعات اللاعب الخفي في السوق المالي بتأثيره على الأسعار، حيث يعتبرها المستثمرين وكالة أنباء غير رسمية توفر لهم معلومات قد يجدون فيها مصدرا للتهديد أو فرصة للربح، وتعتبر الشفافية في المعلومات أهم عامل في تأثيرها على أسعار الأوراق المالية والتي تتمثل في سرعة وكفاءة وصول المعلومات إلى جميع المستثمرين في نفس الوقت الذين يعملون على تحليلها واتخاذ القرار على أساسها بالبيع أو الشراء والذي من شأنه أن يؤثر على قيمة الورقة المالية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: "يعد توفر المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين وبدون تكاليف من أهم شروط قيام سوق مالي كفاء"، تبين من خلال دراسة كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها، أن توفر المعلومات للجميع وبدون تكاليف، حتى تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة من أهم شروط قيام السوق المالي الكفاء، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

الفرضية الثالثة: " في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية"، يعبر السوق المالي الكفاء عن مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية (السهم) بشكل كامل وسريع، وبالتالي فإن هذه الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومنه يمكن القول أنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة، بمعنى أنها تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

الخاتمة

الفرضية الرابعة: " يعد السوق المالي الكويتي كفاء في صيغته المتوسطة، كما تعبر القيمة السوقية لسهم مؤسسة مبرد عن قيمته الحقيقية"، بعد اختبار سوق الكويت للأوراق المالية، اتضح لنا أنه كفاء في صيغته الضعيفة حيث استخدمنا طريقة الأنماط الطارئة لإثبات ذلك، وتوصلنا إلى أن التغير في مؤشر السوق كان عشوائياً، وعليه لا يمكن الاعتماد على البيانات الماضية للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، كما تبين من خلال اختبار معامل الارتباط بين مؤشر السوق وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، أن سوق الكويت غير كفاء في صيغته المتوسطة، لأن مؤشر السوق عموماً لا يستجيب للتغيرات الحاصلة في المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة، كما توصلنا إلى أن القيمة السوقية لسهم مؤسسة مبرد للنقل لا يعبر عن قيمته الحقيقية، وهو ما ينفي صحة الفرضية الرابعة.

نتائج الدراسة

على ضوء ما تعرضنا له من خلال هذه الدراسة نستخلص النتائج التالية:
-السوق المالي هو السوق الأم لكافة الأسواق، يتمثل دوره في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

-تعد المعلومة المحور المركزي لمفهوم كفاءة السوق المالي، وانطلاقاً من طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر الورقة المالية تتحقق الكفاءة في عدة صيغ: الصيغة الضعيفة التي يعكس فيها سعر السهم أو الورقة المالية المعلومات التاريخية، أما الصيغة المتوسطة فهي تقوم على فكرة أن سعر السهم يعكس بالإضافة للمعلومات التاريخية المعلومات العامة كذلك، أما الصيغة القوية ففي إطارها تنعكس جميع المعلومات سواء العامة أو الخاصة.

-في ظل السوق الكفاء يتغير سعر السهم بسرعة تبعاً لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وفي إطاره تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الحقيقية.
-في حالة عدم كفاءة السوق سيكون هناك اختلاف بين القيمة الحقيقية للأسهم وقيمتها السوقية، فإذا كانت الورقة المالية مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية فهذا سيدفع المستثمرين إلى التنازل عما يملكونه من هذه الأسهم، وهذا سيؤدي إلى زيادة العرض فتنخفض قيمتها السوقية، حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية وبذلك يتحقق التوازن للسوق، أما في حالة ما إذا كانت الورقة المالية أو الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، فهذا سيشجع المستثمرين على زيادة الطلب على هذه الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية.

أما فيما يخص الدراسة التطبيقية فقد توصلنا إلى تسجيل النتائج التالية:

-تبين لنا من خلال استخدام مؤشرات كفاءة السوق المتمثلة في مؤشر عدد الشركات المدرجة، أن سوق الكويت للأوراق المالية عرف نمواً إيجابياً خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على اتساعه واتجاهه نحو الكفاءة، أما بالنسبة لمؤشر معدل الرسملة السوقية فقد سجل هو الأخير نمواً إيجابياً وهو ما يعكس قدرة سوق الكويت للأوراق المالية على جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، أما مؤشر السيولة فدل على أن سوق الكويت يتمتع بالسيولة مما يسمح بشراء وبيع الأوراق المالية بسهولة.

الخاتمة

- كما أثبتت نتائج الاختبار أن سوق الكويت للأوراق المالية كفاء في صيغته الضعيفة، لأن التغير في مؤشر السوق كان عشوائياً، في حين لم يتمتع بالكفاءة في صيغته المتوسطة لأن مؤشر السوق لم يستحب للتغيرات الحاصلة على المتغيرات الاقتصادية.

- باستخراج قيمة سهم مؤسسة مبرد للنقل بالطريقة المحاسبية المستخرجة من المركز المالي، لاحظنا وجود اختلاف كبير بين القيمتين، فالسهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية وهو ما يدل على أن السوق غير كفاء في صيغته المتوسطة .

توصيات الدراسة

على أساس النتائج التي تم استخلاصها وذكرها بإيجاز يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات نوجزها فيما يلي:

- تعزيز إجراءات الشفافية في سوق المال، من خلال تطبيق المزيد من إجراءات حوكمة الشركات ويتعلق ذلك ببعض قواعد الإدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كمنع استغلال المعلومات من طرف أي موظف كان، حيث يسمح له مركزه المالي بمعرفة معلومات غير متاحة لباقي المساهمين، فقواعد حوكمة الشركات تؤدي إلى حماية المستثمرين والمحافظة على الثقة في الأسواق المالية ويساعد على جذب المزيد من المدخرات ورؤوس الأموال.

- تحسين وتطوير هيئة سوق المال لكي تتولى مسؤوليات واختصاصات العمل الرقابي والإشرافي بكل كفاءة، وذلك من خلال القيام بالعمل على تطبيق القوانين والقرارات النافذة على كل الأطراف المكونة للسوق بكل صرامة، بالإضافة إلى القيام بأعمال التدقيق والتفتيش على دفاتر وسجلات الشركات المدرجة بالسوق وصناديق الاستثمار.

- تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح الملزمة عن المعلومات الأساسية على ضوء المعايير الدولية، حيث يشمل الإفصاح فضلاً عن القوائم المالية المعلومات المتعلقة بهيكل ملكية الشركة وحقوقهم مقارنة بحقوق غيرهم من المساهمين، الإفصاح عن أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ومرتباتهم وحوافزهم حتى يتسنى للمستثمرين تقييم خبرتهم وكفاءاتهم والاعتماد على معلومة الرواتب والحوافز لتقييم سلامة أداء الشركة، الإفصاح عن عوامل المخاطر الملموسة في المستقبل وكذلك عن أهداف الشركة.

- ضرورة إجراء تعديل جذري للإطار التشريعي الحاكم لسوق الكويت للأوراق المالية، بإصدار تشريع موحد يحل محل التشريعات العديدة والمتفرعة، أخذاً في الحسبان التطورات الحديثة التي تشهدها أسواق المال في دول العالم المختلفة.

قائمة المراجع

I. الكتب

1. باللغة العربية

- 1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2003.
- 2- أحمد رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 3- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 5- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2002.
- 6- السيد عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 7- الياس بن السياسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 8- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، مصر، 2007.
- 9- أوجين بريجهام، ميشيل إيردهارت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، ترجمة سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، السعودية، الجزء الأول، 2009.
- 10- جمال جويدان الجمل، دراسات في السوق المالية والنقدية، دار صفاء لنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 11- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي للنشر، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- 12- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي لنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- 13- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 14- خالد أحمد فرحان المشهداني، زيد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر، الأردن، 2013.
- 15- خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006.
- 16- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
- 17- زياد رمضان، مروان الشموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للنشر، مصر، 2008.
- 18- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي، لبنان.
- 19- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 20- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 2005.

- 21- صلاح الدين حسن السيبي، **بورصات الأوراق المالية**، عالم النشر، مصر، 2003.
- 22- صلاح السيد جودة، **بورصة الأوراق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للنشر، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
- 23- ضياء مجيد، **البورصات**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
- 24- طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001.
- 25- طارق عبد العال حماد، **التقييم: تقييم قيمة البنك لأغراض الاندماج والخصخصة**، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 26- طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2007.
- 27- طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2008.
- 28- عاطف وليد اندراوس، **الأسواق المالية وأسواق الأوراق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 29- عاطف وليد اندراوس، **الأسواق المالية وأسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- 30- عبد السلام صفوت، **الآثار الاقتصادية لعمليات غسل الأموال**، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
- 31- عبد الكريم أحمد قيدور، **المشتقات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- 32- عبد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001.
- 33- عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 34- عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 35- عبد الغفار، **رسمية قرياقص، أسواق المال**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000.
- 36- عبد الغفار، **رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2001.
- 37- عبد الغفار، **رسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2002.
- 38- عبد القادر حمزة، **أساسيات البورصة**، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.
- 39- عبد المنعم السيد علي، **نزار سعد الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية**، دار حامد للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 40- عدنان نايف النعيمي، **أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 41- عدنان نايف النعيمي، **وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق**، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2007.
- 42- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**، دار أسامة للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 43- فاخر عبد الستار حيدر، **التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم**، دار المريخ للنشر، سعودية، 2002.
- 44- فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، دار الحامد للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2010.

- 45- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الكتاب العالمي للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 46- فيصل محمود شواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 47- محفوظ جبار، البورصة، الجزء الأول، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002.
- 48- محفوظ جبار، الأوراق المالية، دون دار نشر، الطبعة الأولى، 2005.
- 49- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، الجزء الثاني، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011.
- 50- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 51- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية، زمزم للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 52- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 53- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 54- محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 2005.
- 55- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011.
- 56- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر، الأردن، 2010.
- 57- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 58- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2000.
- 59- محمد مطر فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 60- محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2000.
- 61- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، الأردن، 2007.
- 62- منير إبراهيم الهندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1995.
- 63- منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي للنشر، مصر، 1998.
- 64- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دلتا للطباعة، مصر، 1998.
- 65- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 66- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2002.

- 67- منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف، مصر، 2003.
- 68- منير إبراهيم الهندي، **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية**، مركز دلتا للطباعة، مصر، 2005.
- 69- منير إبراهيم الهندي، **مدخل تحليل معاصر**، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006.
- 70- منير إبراهيم الهندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2007.
- 71- منير هندي، **رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.
- 72- ناجي جمال، **إدارة محفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، 1998.
- 73- نظير رياض محمد الشحات، **إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**، كلية التجارة، جامعة المنشورة، بدون دار نشر، 2008.
- 74- نهال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، **الأسواق والمؤسسات المالية**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 75- هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 76- وليد إسماعيل السيفو وآخرون، **أساسيات الإقتصاد القياسي التحليلي**، الأهلية للنشر، الطبعة الأولى، 2006.
- 77- وليد الصافي، انس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
2. **باللغة الأجنبية**

1-Norbert Guedj , Finance d'entreprise: les règles du jeux, Edition d'organisation, paris, 2^{eme} edi. , 2001 .

2-Pierre vernimen , Finance d'entreprise , 8^{eme} edi. ,Paris , 2010 .

II. الرسائل العلمية

- 1-بختة مفتاح، **تقييم المؤسسات في بورصة الجزائر**، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسيير، جامعة الجزائر، 2002.
- 2-بلال كموش، **التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل نظام محاسبي مالي**، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.
- 3-بن أعر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010.
- 4- حميدة رضاني، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي**، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

- 5-حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة ماجستير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 6-خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 7- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006 .
- 8- رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 9- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
- 10-طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية، كلية الإدارة والاقتصاد، مذكرة دكتوراه، تخصص إدارة مصارف، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك.
- 11-عبد العزيز نايف، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
- 12- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
- 13- علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، 2009.
- 14- سحنون فاروق، قياس بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010.
- 15-محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008 .
- 16- صيد نوال، مصادر التمويل وتأثيرها على مردودية وقيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم المالية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة باجي مختار، عنابة، 2005.
- 17- محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، مذكرة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال، تخصص إدارة أعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2005.
- 18-مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
- 19-هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مذكرة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008.
- 20- ياسين العايب ، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

III. المقالات والملتقيات العلمية

- 1- حسين احمد دحدوح، دراسة تحليلية للمحتوى المعلوماتي لقائمة التدفقات النقدية ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 24، العدد 02، 2008.
- 2- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، سوريا، 2011.
- 3- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق رأس المال مع تطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية، جامعة الإمارات المتحدة، الكويت.
- 4- عبد السلام صفوت عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع تطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية، جامعة الإمارات المتحدة، الكويت.
- 5- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، 2010.
- 6- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 04، 2006.
- 7- عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة جزائرية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 07، العدد 02، 2014.
- 8- علي بن صب، سيد أحمد عماد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012.
- 9- لطيف زيد وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي وسوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، فلسطين، المجلد 29، العدد 01، 2007.
- 10- محمد نجيب دببش، طارق قدوري، ملتقى وطني حول واقع وأفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مداخلة بعنوان دور النظام المحاسبي المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يومي 05-06 / 05 / 2013 جامعة الوادي.
- 11- منيرة بباس، الضوابط الشرعية لتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009.
- 12- هالة عبد الله الخولي، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة المالية، العدد 56، جامعة القاهرة 200.

IV. القوانين والمراسيم

- 1- المادة (3) من المرسوم الصادر بتاريخ: 14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية والمعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.
- 2- القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 اللائحة الداخلية للسوق الفصل الأول المواد (1-6).
- 3- الفقرة (5) من المادة (3) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.
- 4- المادة (102) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.

- 5- المادة (103) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.
6- المادة (105) من قانون هيئة أسواق المال الكويتي رقم (7) لسنة 2010.
7- اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

V. مواقع الانترنت

- 1- البيانات المالية للمؤسسة، متوفرة على الرابط:
file:///D:/%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D9%82%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%20%D8%A7%D9%84%D9%83%D9%88%D9%8A%D8%AA%D9%8A&&/Nouveau%20dossier/entreprise%20Imbarid/___%20Kuwait%20Stock%20Exchange%20%20__.html
- 2- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي متوفران على التسلسل حسب الرابط:
<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrtrly>
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>
- 3- سالم عبد العزيز الصباح، برنامج الاستقرار المالي لمواجهة تداعيات الأزمة المالية في الكويت، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ص.12 متواجد على الرابط:
http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb/Committee%20%20Publications/COG-ACBMA%20Publications/ar/A1%20Kuwait_Book.pdf
- 4- سوق الكويت للأوراق المالية، التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية، متوفرة على الرابط:
<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/About.aspx>
- 5- سوق الكويت للأوراق المالية، التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:
<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Trading.aspx>
- 6- سوق الكويت للأوراق المالية، مؤشر السوق، متوفر على الرابط :
<http://www.kuwaitse.com/A/History/MarketIndex.aspx>
- 7- عبد الرزاق محمود، الاقتصاد الكويتي ...سنة ثالثة من الازدهار لكن الإصلاح يراوح مكانه، جريدة القبس، العدد 15062، 19 أبريل 2006 ، متوفرة على الرابط:
<http://www.alqabas.com.kw/Articles.aspx?ArticleID=158854&CatID=353>
- 8- موقع شركة مبرد للنقل، متوفرة على الرابط:
http://www.mubarrad.com.kw/AxCMSwebLive/ar_corporate_profile.cms

قائمة المراجع

9- ورقة عمل حول: الإدارة السليمة لمخاطر السيولة والرقابة عليها، صندوق النقد العربي، متوفرة على الرابط:

<http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/amdb/Committee%20%20Publications/ACBS%20Publications/ar/Risk%20Safe%20Management.pdf> .

10- وكالة الأنباء الكويتية (كونا)، شركة مبرد تدرج أسهمها في بورصة الكويت، متوفرة على الرابط:

<http://www.kuna.net.kw/Default.aspx?language=ar> .

11- يوسف خالد يوسف المرزوق، البورصة خسرت 28 مليار دينار من قيمتها الرأسمالية خلال الأزمة، جريدة الأنباء الكويتية، العدد 14080، 2010/01/04، متوفرة على الرابط:

<http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news/85540/04-01-2010>

12- يوسف خالد يوسف المرزوق، 21,6 مليار دولار انخفاض من السوق الكويتي من القيمة المتداولة بالخليج بتراجع 2.7 %، جريدة الأنباء الكويتية، العدد 14084، 08 جانفي 2015، متوفرة على الرابط:

<http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news/527155/08-01-2015>