جـامعة احمد دراية – ادرار–الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه L.M.D

فرع: العلـوم اقتصادية

تخصص: نقود ومالية

بعنوان:

أثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية

–دراسة تطبيقية على سوق المال السعودي مع الإشارة لبورصة الجزائر– للفترة (2014–2017)

إعداد الطالب:

عبد السلام بلبالي

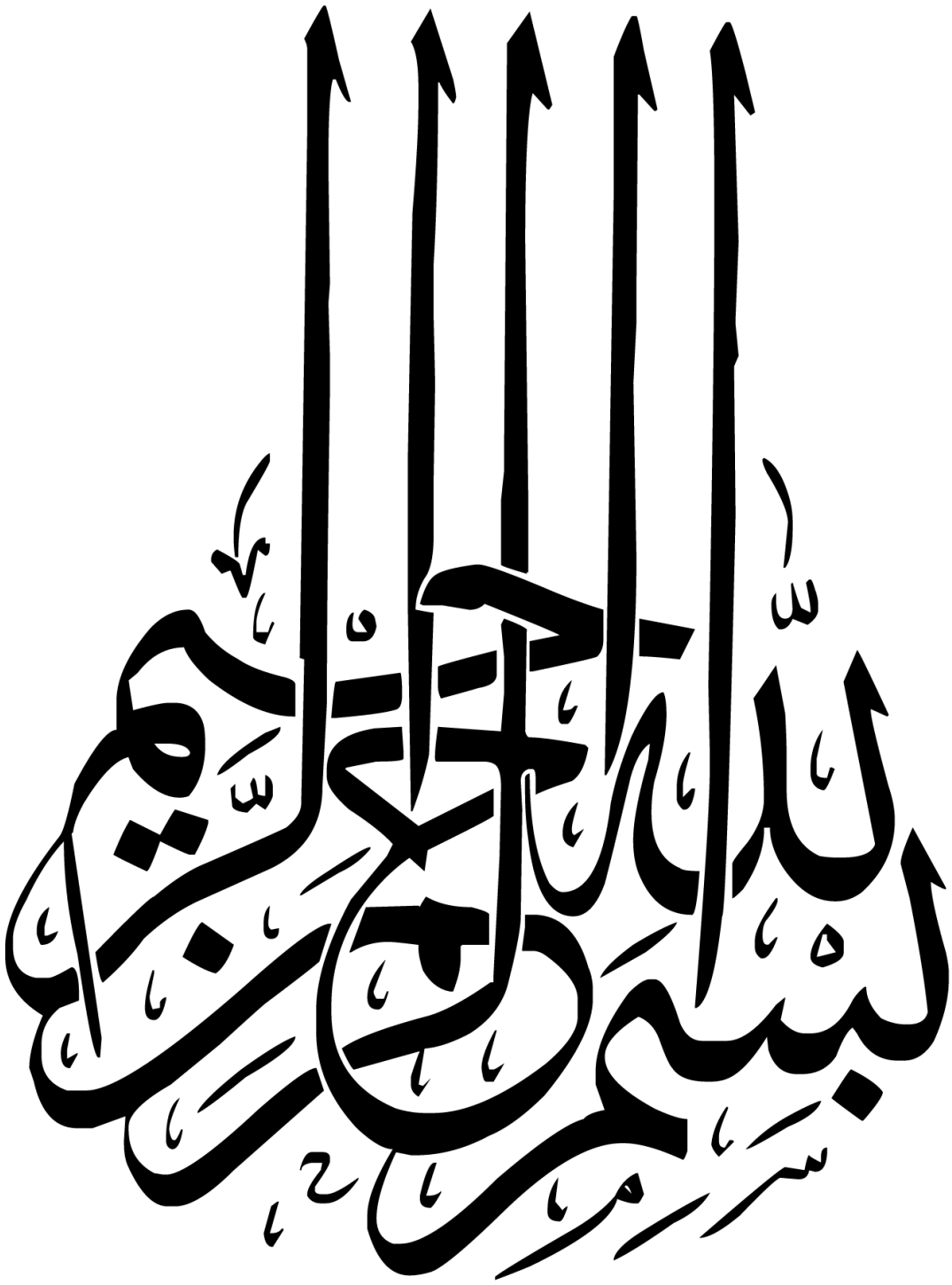
تحت اشراف:

د. مدياني محمد

تناقش أمام السادة الآتية أسماؤهم:

أ.د أقاسم عمر	أستاذ	رئيساً	جامعة ادرار
د. مدياني محمد	أستاذ محاضر "أ"	مشرفاً ومقرراً	جامعة ادرار
د. بن عبد العزيز سفيان	أستاذ محاضر "أ"	مناقشاً	جامعة بشار
د. حروشي جلول	أستاذ محاضر "أ"	مناقشاً	جامعة ادرار
د. ازري فتحي	أستاذ محاضر "أ"	مناقشاً	جامعة سعيدة
د. قالون جيلالي	أستاذ محاضر "أ"	مناقشاً	جامعة ادرار

الموسم الجامعي 2019/2018


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وعرفان

الحمد لله والشكر له أولاً، الذي شرح صدري، ويسر أمري، ووفقني في إنجاز هذا العمل المتواضع، به استعنت وعليه توكلت فهو خير المتوكلين.

وبعد، أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير الكبير والعرفان الجميل إلى كل من:

- الأستاذ د. مدياني محمد الذي تقدم بالإشراف على هذه الأطروحة.
- الأستاذ د. بن العارية حسين، الذي تفضل بملاحظاته القيمة وإرشاداته السديدة لإتمام هذا العمل.
- الأستاذة د. لطيفة لمكوش، على توجيهاتها وتصحيحاتها، التي تفضلت بها.
- كل العاملين في المكتبة المركزية للجامعة والمكتبة الرئيسية للمطالعة العمومية، على تسهيلاتهم ومساهماتهم.

إلى الأساتذة الذين أشرفوا على مناقشتهم للأطروحة هذه، فلهم الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم.

إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد على إنجاز هذا العمل.

ع. الصلاح بلبشار

فهرس المحتويات

المحتوى **رقم الصفحة**

البسملة
الإهداء
شكر وعرفان
فهرس المحتويات..... I
قائمة الجداول..... I
قائمة الأشكال..... VII
قائمة الملاحق..... VIII
قائمة المختصرات والرموز..... I
المقدمة العامة..... أ –ي

الفصل الاول: الإطار المفاهيمي للقيمة العادلة

مقدمة الفصل..... 2
المبحث الأول: ماهية القيمة العادلة..... 3
المطلب الأول : نشأة وتطور محاسبة القيمة العادلة..... 3
المطلب الثاني: مفهوم القيمة العادلة..... 5
المطلب الثالث: القيمة العادلة– محدداتها– أهدافها وأهميتها..... 9
المبحث الثاني: تطبيق استخدام القيمة العادلة..... 14
المطلب الأول : مفاهيم القياس التي تعبر عن القيمة العادلة..... 14
المطلب الثاني: القيمة العادلة –المزايا والعيوب– والآثار المترتبة من استخدامها 16
المطلب الثالث: مشاكل ومعوقات تطبيق القيمة العادلة..... 20
المبحث الثالث: القيمة العادلة وفق المفاهيم المحاسبية الدولية، الجزائرية والسعودية..... 24
المطلب الأول : القياس المحاسبي وفق المعايير المحاسبية الدولية 24
المطلب الثاني: القياس المحاسبي وفق البيئة المحاسبية الجزائرية..... 29
المطلب الثالث: القياس المحاسبي وفق مفاهيم المحاسبة السعودية..... 33
خاتمة الفصل..... 41

الفصل الثاني: الاصول المالية – ماهيتها – وانواعها

مقدمة الفصل..... 43
المبحث الاول: الأسهم..... 44

المطلب الاول : الأسهم تعريفها وخصائصها.....44
المطلب الثاني: أنواع الأسهم.....45
المطلب الثالث: مداخل قياس القيمة للاسهم.....51
المبحث الثاني: السندات.....55
المطلب الاول : تعريف السندات.....55
المطلب الثاني: خصائص السندات.....60
المطلب الثالث: طرق السداد للسندات.....64
المبحث الثالث: المشتقات المالية.....67
المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية.....67
المطلب الثاني: أنواع عقود المشتقات المالية.....70
المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات المالية واهداف استخدامها.....74
خاتمة الفصل.....76

الفصل الثالث: أساسيات وتقنيات تقييم الأسهم والاستثمار فيها

مقدمة الفصل.....78
المبحث الأول: نماذج تقييم و قياس القيمة العادلة للأصول المالية.....79
المطلب الأول: نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم العادية.....79
المطلب الثاني: نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم الممتازة.....85
المطلب الثالث: نماذج قياس القيمة العادلة للسندات.....86
المبحث الثاني: العوامل المحددة لأسعار الأوراق المالية في البورصة.....88
المطلب الأول: مبادئ وتقنيات تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة.....88
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم.....93
المطلب الثالث: العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية.....101
المبحث الثالث: اساسيات وتقنيات الاستثمار في الأوراق المالية.....103
المطلب الأول: سياسات الاستثمار في الأوراق المالية.....103
المطلب الثاني: مقومات بناء المحافظ الاستثمارية.....107
المطلب الثالث: طرق تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.....119
خاتمة الفصل.....123

الفصل الرابع: قياس القيمة العادلة والآثار الناجمة عن تطبيقها – دراسة تطبيقية–

مقدمة الفصل.....125
المبحث الأول: إيضاحات حول منهجية الدراسة– البيانات المستخدمة–عينة الدراسة 126
المطلب الأول: تحليل الأسواق المالية قيد الدراسة.....126
المطلب الثاني: الإطار القياسي المستخدم في التحليل.....131
المطلب الثالث: منهجية الدراسة.....140
المبحث الثاني: قياس القيمة العادلة للاسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي مع الإشارة لبورصة الجزائر.....143
المطلب الأول: توصيف بيانات الدراسة والأدوات المستعملة.....143
المطلب الثاني: قياس متغيرات الدراسة.....149
المطلب الثالث: قياس القيمة العادلة بالنماذج المقترحة 156
المبحث الثالث: قياس اثر تطبيق القياس باستخدام القيمة العادلة بالقطاع المالي بسوق المال السعودي.....163.
المطلب الأول: قياس العلاقة بين القيمة العادلة وتقييم الأصول المالية.....163
المطلب الثاني: تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم الشركات عينة الدراسة.....175
خاتمة الفصل.....182
الخاتمة العامة.....181
قائمة المصادر والمراجع 186
الملاحق.....202
الملخص

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
01-01	متطلبات الاعتراف والإفصاح بالقيمة العادلة وفقا لمعايير الإبلاغ المالي IFRS	27
02-01	مقارنة بين التجربة الجزائرية والسعودية حول تبني القيمة العادلة	39
01-02	تصنيفات الأسهم العادية استناداً إلى تحليل وتقييم المؤشرات المالية للمؤسسة	50
02-02	تصنيف السندات طبقا لدرجة جودتها حسب مؤسسة ستاندارد بور	59
03-02	الخصائص المختلفة للأوراق المالية	63
01-03	الإختلافات بين الأدوات المالية من حيث العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بها	114
01-04	حجم الأسواق المالية العربية لسنة 2017	128
02-04	الشركات عينة الدراسة بالنسبة للسوق المال السعودي	144
03-04	الشركات عينة الدراسة ببورصة الجزائر	144
04-04	الخصائص الإحصائية لأسعار أسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	145
05-04	الخصائص الإحصائية لأسعار أسهم الشركات ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017	147
06-04	متوسط العائد السنوي لأسهم شركات القطاع المالي في بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	149
07-04	متوسط العائد السنوي لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017	149
08-04	نتائج حساب المعامل بيتا لشركات القطاع المال بسوق المال السعودي	150
09-04	نتائج حساب المعامل بيتا للشركات المدرجة ببورصة الجزائر	151
10-04	نتائج حساب معدل العائد المطلوب لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي	151
11-04	نتائج حساب معدل العائد المطلوب لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017	152
12-04	نتائج حساب الفائض القابل للتوزيع للسهم و معامل بيتا الخاص بنموذج التقييم المحاسبي	154

13-04	متوسط معدلات نمو توزيع الأرباح للأسهم الشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي	155
14-04	نتائج متوسط معدلات نمو أرباح المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر ومقارنتها بمعدل العائد المطلوب للفترة 2014-2017	155
15-04	نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج مضاعف الربحية مع مقارنتها بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي	156
16-04	نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التأكد العادل مع مقارنتها بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي	157
17-04	نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التقييم المحاسبي مع مقارنتها بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي	158
18-04	نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج مضاعف الربحية مع مقارنتها بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر	158
19-04	نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج نموذج التأكد العادل مع مقارنتها بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر	159
20-04	نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج جوردن لأسهم شركة صيدال مع مقارنتها بالقيمة السوقية	159
21-04	نتائج القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة في التقييم لأسهم الشركات القطاع المال بسوق المال السعودي	160
22-04	نتائج القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة في التقييم لأسهم الشركات ببورصة الجزائر	160
23-04	نتائج اختبار wilcoxon بين أسعار الأسهم الحقيقية وأسعارها السوقية وفقا للنماذج المستخدمة في سوق المال السعودي	161
24-04	نتائج اختبار wilcoxon بين أسعار الأسهم الحقيقية وأسعارها السوقية وفقا للنماذج المستخدمة في بورصة الجزائر	162
25-04	نتائج التقدير للنموذجين (الأول والثاني)	167
26-04	نتائج الثاثيرات الثابتة لكل مؤسسة وفي كلا النموذجين (الأول والثاني)	168
27-04	نتائج الآثار العشوائية الخاصة بكل مؤسسة وفي كلا النموذجين (الأول والثاني)	169
28-04	نتائج اختبار مضاعف لاغرونج LM	170
29-04	نتائج اختبار Hausman	170

30-04	نتائج الاحتمالات لاختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة	172
31-04	نتائج اختبار للتكامل المشترك بين العوائد والمخاطر النظامية لأسهم مؤسسات قطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	173
32-04	نتائج اختبار للتكامل المشترك بين القيمة السوقية والأرباح الموزعة لأسهم مؤسسات قطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	173
33-04	نتائج استقرارية سلسلة البواقي للنموذج الأول	174
34-04	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج الأول	174

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
01-01	مستويات القيمة العادلة	9
02-01	أهمية تطبيق القيمة العادلة في زيادة التنبؤات المحاسبية	13
01-02	آلية تحديد قيمة السهم	53
01-03	الدورة الاقتصادية	95
02-03	قيمة السندات عند مستويات متعددة من أسعار الفائدة	97
03-03	العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وربحيته	99
04-03	العلاقة بين قيمة السهم وزمن توزيع الأرباح	100
05-03	منحنى المحافظ المثلى	116
06-03	منحنيات سواء المستثمر	117
07-03	تحديد نقطة المحفظة المثلى	117
01-04	التمثيل البياني لأسعار الأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014 -2017	146
02-04	التمثيل البياني لأسعار أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017	147
03-04	التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (Rt, Bita, V, r) لمؤسسات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	165
04-04	التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين في النموذج الاول (عوائد السهم & المخاطر النظامية) للفترة (2014-2017)	165
05-04	التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين في النموذج الثاني (القيمة السوقية & الربح الموزع على السهم) للفترة (2014-2017)	166
06-04	ورقة العمل على برنامج إكسل	176
07-04	محاكاة المحفظة الاستثمارية المثلى على نافذة Solver	177
08-04	أوزان المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم المدرجة ببورصة الجزائر	177
09-04	أوزان المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم القطاع المالي بالسوق المال السعودي	178

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق	رقم الصفحة
01	بيانات الدراسة المستعملة	203
02	نتائج حساب عوائد الأسهم الشهرية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	207
03	نتائج حساب عوائد الاسهم الشهرية للشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017	208
04	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للقيمة العادلة حسب مختلف النماذج المستخدمة والقيمة السوقية	210
05	نتائج اختبار ويلكسون للفروق بين اسعار الاسهم المحسوبة وفق النماذج المستخدمة والأسعار السوقية	211
06	نتائج حساب بيتا (المخاطر النظامية) لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017	212
07	نتائج تقديرات النماذج	214
08	نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج	218
09	نتائج اختبارات جذر الوحدة	219
10	نتائج اختبار التكامل المشترك	223
11	نتائج اختبار استقرار سلسلة البواقي للنموذج الأول	224
12	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) للنموذج الأول	225
13	نتائج حساب التباين المشترك	226

قائمة المختصرات والرموز

الإختصار/ الرمز	الدلالة
RT	Bénéfice distribué du stock
LM	Breusch-Pagan LM Lagrange.
R^2	Coefficient de détermination
Cov(;)	Covariance
DW	Durben Watson
EPS	Earnings per share
ECM	Error corction model
FASB	Financail Accounting Standards Board
FEM	Fixed Effects Model
GARCH	Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity model
GLS	Generalized Least Squares
CAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IAS	International Aucounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
V	La valeur marchande du stock
R	Le taux de rendement sur le stock
LLC	Levin, Lin, Chu
OLS	ordinary least squares
PME	Pooled Régression Model
REM	Random Effects Model
Rm	rentabilité espérée du marché
Beta	Risque systémique mesure Beta
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
SCF	Systéme Comptable Financier
i	Taux d'intérêt
Rj	taux sans risque

المقدمة العامة

تمهيد

شهد الفكر المحاسبي العديد من التطورات المتلاحقة سواءاً في الطريقة المتبعة في مسك الحسابات أو القياس أو الافصاح أو إعداد التقارير، كما برزت عبر التاريخ هيئات محاسبية دولية تسعى لتوحيد العمل المحاسبي بين دول العالم وفق معايير مقترحة للتطبيق، تحاول من خلالها القضاء ومواجهة العديد من المشاكل المحاسبية.

يُعد موضوع القياس امراً ضرورياً في مجال المحاسبة فتباين طرق القياس بين دول العالم بشكل عام والوحدات بشكل خاص، قد يخلق اساساً مشكلة في المقارنة فيما بينها، وهذا في كيفية اتخاذ القرار في الإستثمار بالنسبة للمستثمرين أو تصنيف الوحدة بين مجموعة من الوحدات أو تقييم الوضع الحالي للوحدة، إن هذا الأمر جعل مجموعة من الهيئات المحاسبية الدولية توضح وتبين كيفية القياس لكل عنصر في القوائم المالية.

فبعدما كانت التكلفة التاريخية تُعد الأساس المناسب للقياس المحاسبي فقد واجهت حالياً العديد من الإنتقادات تُبين قصور مدخل التكلفة التاريخية في الإظهار والإفصاح عن المعلومة بشكل افضل، وعليه فإقتراح استخدام القيمة العادلة يُعد البديل المناسب لتغطية القصور في التكلفة التاريخية كونها أكثر دقة وأقرب إلى الواقع الفعلي وفقاً للظروف السائدة.

إن المستثمر في الأسواق المالية ليس بغنى عن المعلومات المحاسبية للمؤسسات المدرجة بالبورصة، فكلما كانت البيانات والتقارير تعتمد ارقاماً حقيقية فعلية للوضع الحالي للمؤسسة كلما كانت قرارات الإستثمار أنجع وأفضل، فعلاقة تطبيق أي مدخل في القياس المحاسبي يخلق تناغم وانسجام تام بين السوق المالي والمؤسسة وعملية اتخاذ القرارات.

وعليه يُعد قياس اسعار الأسهم باستخدام منهج القيمة العادلة بدلاً من التكلفة التاريخية إنتقالاً نوعيا في مداخل القياس المحاسبي، فتقييم الأسهم وفق السعر العادل يُساعد على إظهار المعلومات بشكل يعكس واقع السوق، ويضمن للمستثمرين المعلومات المساعدة في اتخاذ القرارات الإستثمارية، ففي حالة وجود سوق نشطة يُمكن اخذ القيمة السوقية للأصل المراد تقييمه لتعبر عن السعر العادل الذي قد يقبله كل من المشتري والبائع، أما في حالة عدم وجود سوق نشطة يتم اللجوء إلى افتراضات واجتهادات شخصية لقياس القيمة العادلة.

من خلال ماسبق نحاول في هاته الدراسة التطرق الى اثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية لذا جاءت إشكالية الدراسة كالتالي:

ما أثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية للمؤسسات المدرجة بسوق المال السعودي وبورصة الجزائر؟

ولتبسيط الإشكالية سنحاول الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو افضل نموذج لقياس القيمة العادلة بسوق المال السعودي وبورصة الجزائر؟

– ما مدى تأثير المعلومات المحاسبية المُستمدة من تطبيق القيمة العادلة على العوائد والقيمة السوقية للأسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي؟

– هل هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين القيمة العادلة (باستخدام نماذج التقييم) والقيمة السوقية لأسعار الأسهم؟

انطلاقاً من الإشكالية الرئيسية وجملة التساؤلات الفرعية يُمكن صياغة الفرضيات التالية:

1– لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً للنماذج المستخدمة؛

2– يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة افضل مقارنة بنموذج التأكد العادل ونموذج مضاعف الربحية في سوق المال السعودي؛

3– يستطيع نموذج التأكد العادل تحديد القيمة الحقيقية بدرجة افضل من نموذج مضاعف الربحية ونموذج جوردن بالنسبة لبورصة الجزائر؛

4– تُوجد علاقة توازنية طويلة الأجل باتجاه موجب بين المخاطر النظامية– بيتا– وعوائد السهم لشركات القطاع المالي في سوق المال السعودي؛

5– تُوجد علاقة توازنية طويلة الاجل باتجاه موجب بين القيمة السوقية والارباح الموزعة للسهم لشركات القطاع المالي في سوق المال السعودي.

مبررات اختيار الموضوع: تُوجد عدة أسباب لإختيار هذا الموضوع منها دوافع موضوعية وأخرى ذاتية، أما الدوافع الموضوعية تتمثل فيما يلي:

– الوقوف عند واقع تطبيق القيمة العادلة والأثار الناجمة من استخدامها على تقييم الأصول المالية.

– حداثة الموضوع محل الدراسة، حيث يرجع ذلك إلى حداثة تطبيق هذا المنهج خاصة في البلدان العربية، ومع القدر الموجود من التقارير والنشرات والمقالات التي تناولته بالحديث والتعليق، إلا أن الدراسات المعمقة والمنشورة عنها في الدوريات العلمية المحكمة سواء المحلية أو الأجنبية مازلت محدودة نسبياً؛

– المساهمة في النقاش السائد حول تحديث وتطوير طرق القياس المحاسبي للأصول المالية؛

– الجدل القائم بين الباحثين والخبراء حول مدى امكانية واثار تطبيق القيمة العادلة في تقييم الاصول المالية؛

– المساهمة في إثراء المكتبة الجامعية.

أما الدوافع الذاتية تتمثل في ا لميل إلى الخوض في المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات وتحولات متلاحقة، لا سيما أمام التحديات التي يفرضها الواقع الاقتصادي ، وكذلك الاختصاص الدراسي الذي مكننا من اخذ بعض الأفكار المسبقة عن الموضوع بشكل عام.

اهداف الدراسة: في ضوء ما تقدم يسعى البحث لتحقيق الأهداف الاتية:

– فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع وما اتصل به من جوانب أخرى؛

– نقل الجدل المثار في الأوساط الاكاديمية الأجنبية إلى دراساتنا العربية حتى يتسنى للباحثين بدورهم الإسهام فيه،

– ابراز أهمية القياس باستخدام القيمة العادلة.

– اجراء دراسة تطبيقية للقطاع المالي بسوق المال السعودي مع الإشارة لبورصة الجزائر، عن طريق قياس القيمة العادلة باستخدام نماذج مختلفة وتحديد النموذج الأفضل.

اهمية الدراسة:

تعد دراسة اثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية من الدراسات الهامة للاعتبارات التالية:

– اردنا من خلال هذا الموضوع ابراز أهمية تطبيق القيمة العادلة على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأسهم العادية بشكل خاص.

– معظم مواضيع البحث (الدراسات السابقة) عالجت إشكالية تطبيق القيمة العادلة في الواقع وأثر تطبيقها على إعداد القوائم المالية كما أن اغلب الدراسات استخدمت استبانة في التحليل مع عدم الرجوع إلى القوائم المالية للمؤسسات المدروسة؛

– كما يُمكِن هذا البحث من تحسيس المسيرين والمستثمرين بأهمية القياس باستخدام القيمة العادلة باعتبارها أداة أو وسيلة جوهرية للمقارنة والتفضيل بين الاستثمار في الأوراق المالية.

حدود الدراسة: يدرس هذا البحث اثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية دراسة تطبيقية على أسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي مع الإشارة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014 إلى 2017 وقد تم اختيار هذه الفترة الزمنية على أساس توفر البيانات للدراسة، بحيث تم التركيز على الأسهم العادية باعتبارها الأكثر استعمالاً وتداولاً من بين الأصول المالية في الأسواق المالية، كما يرجع اختيار قطاع المصارف من بين كامل القطاعات إلى أن إلزامية تطبيق القياس بالقيمة العادلة في سوق المال السعودي كانت بداية من 01-01-2017 إلا أن قطاع المصارف فهو ملزم من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي بتطبيق المعايير المحاسبية الدولية منذ انشاء هاته المصارف؛ كما أنه في الاطار التطبيقي تم قياس القيمة العادلة لعينة الأسهم المدرجة بسوق المال السعودي وبورصة الجزائر إلا أن قياس الأثار الناجمة عن تطبيق القياس باستخدام القيمة العادلة تم فقط على عينة أسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي.

منهج البحث: تم اعتماد المنهج الوصفي بُغية استيعاب الإطار النظري للدراسة وفهم مكوناته وتحليل ابعاده، كما تم استخدام المنهج الكمي لقياس اثر تطبيق القيمة العادلة على قيمة الأصول المالية دراسة حالة القطاع المالي بسوق المال السعودي مع الإشارة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

ولتحقيق منهجية الدراسة تم الاستناد إلى الأساليب التالية:

- **المسح المكتبي:** الذي خص الدراسة النظرية والغرض منه الوقوف على ماتناولته المراجع العربية والأجنبية في خصوص هذا الموضوع والمقالات والدراسات السابقة بالإضافة إلى مواقع الأنترنت.

- **أسلوب دراسة الحالة:** الذي تم اعتماده في الفصل الرابع من هذا البحث من أجل اسقاط الجانب النظري على الواقع بحيث شملت الدراسة التطبيقية القطاع المالي في سوق المال السعودي مع الإشارة إلى بورصة الجزائر.

مرجعية الدراسة: للإشارة إلى الأدوات المستخدمة في دراستنا تمثلت فيما يلي:

– اعتماد المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بالموضوع والمتمثلة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع بالإضافة إلى استخدام بعض المجلات والمقالات المنشورة وكذا المداخلات في الملتقيات والندوات والتقارير الدورية.

– اعتماد المعطيات والمعلومات الإحصائية والبيانية.

– استخدام أسلوب التحليل والتعليق على مختلف الجداول والأشكال .

– الاستعانة ببرامج التحليل الاحصائي والمتمثلة في: برنامج Microsoft Office Excel.2013، الأداة Solveur، البرنامج الإحصائي للعلوم الاجتماعية SPSS.V23 نسخة 23 وبرنامج التحليل الاحصائي Eveiws.9.

صعوبات الدراسة: كل بحث أو دراسة تواجهها صعوبات وعراقيل، ولذا لابد من الإشارة إليها، بحيث تلقينا مجموعة من الصعوبات دفعت بنا في بعض الأحيان إلى عدم التطرق لبعض العناصر أو الإيجاز في مناقشتها، كما أجبرتنا في تضييق الدراسة التطبيقية وعدم إمكانية تطبيقها بشكل أوسع وأشمل، وتتمثل هاته الصعوبات أساساً في قلة المراجع والدراسات المتعلقة بالموضوع (في حدود اطلاعنا) ، بالإضافة إلى قلة وصعوبة الحصول على الـبيانات للمؤسسات بـالجزائر لدراسة حالة الجزائر ، وأيضاً عدم تطبيق المؤسسات الجزائرية لمعايير المحاسبة الدولية (تطبيق القياس بالقيمة العادلة)، وقلة وجود دراسات قياسية سابقة تناولت الموضوع بشكل معمق، وأيضا باعتبار أن الموضوع لايزال في بداياته، لم يتم التوصل إلى نتائج حاسمة في معظم جوانبه مما فرض علينا الايجاز في المناقشة والتحليل وتركير هدفنا على محاولة التعريف بما وصل إليه البحث في هذا الصدد.

الدراسات السابقة: من خلال الإطلاع على الدراسات السابقة والتي تتعلق بموضوع البحث نلاحظ أن هذه الدراسات تختلف حسب نظرة كل باحث ونذكر منها:

الدراسات باللغة العربية:

دراسة رفيقة صغراوي، 2018، **إشكالية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية على ضوء معايير المحاسبة الدولية والنظام المالي الجزائري –دراسة ميدانية لعينة من الأكاديميين والمهنيين المحاسبين الجزائريين– (أطروحة دكتوراه)** ، هدفت الدراسة إلى التعرف على إشكالية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية وهذا من خلال الإجابة على مدى توفر البيئة المحاسبية الجزائرية للأرضية المناسبة والملائمة لتطبيق نموذج القيمة العادلة، استخدمت الباحثة استبانة في التحليل شملت عينة الدراسة أفراد مهنيين وأكاديميين، توصلت الدراسة إلى انه فقط المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة تطبق نموذج القيمة العادلة في القياس والإفصاح المحاسبي، وكذا الإفصاحات والتسهيلات التي

قدمها النظام المحاسبي المالي لنموذج القيمة العادلة، وأيضا كل الآثار الإيجابية للقيمة العادلة من خلال تعظيم الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية (الملائمة، القابلية للفهم، الموثوقية).

حمدي فلة (**2017**)، **تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة مؤسسة الكوابل–بسكرة– (أطروحة دكتوراه)**، هدفت الدراسة إلى البحث عن كيفية تأثير استخدام القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية، خلصت الدراسة التطبيقية إلى أن مؤسسة الكوابل– بسكرة تعتمد على أسلوب التقييم بالتكلفة التاريخية، مبررة ذلك بعدم وجود سوق نشط في الجزائر وأيضا عدم إلزامية تطبيق القيمة العادلة في المؤسسات الجزائرية، كما أن المؤسسة لا تقوم بقياس وتقييم الأداء المالي فهي تكتفي على النتائج السنوية لمصلحة المالية والمحاسبة في الحكم والأداء المالي لها، إضافة إلى ذلك بعد محاولة القياس باستخدام القيمة العادلة من طرف الباحثة تبين أن هناك تأثير واضح لإستخدام محاسبة القيمة العادلة على مختلف مؤشرات تقييم الأداء المالي (تأثير ايجابي على أغلب المؤشرات المحسوبة)، سواء على مؤشرات التوازن أو مؤشرات اليسر المالي، كما قد واجهة الدراسة صعوبة في إعادة تقييم بعض العناصر بالقيمة العادلة المكونة للاحتساب مؤشرات أخرى.

إبراهيم محمد الطحان (2017)، **أثر توجة معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على مخاطر عملية المراجعة–دراسة نظرية وميدانية– (أطروحة دكتوراه)**، هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على مخاطر عملية المراجعة، بحيث قام الباحث بتصميم ثلاث قوائم استقصاء للتعرف على اراء افراد عينة الدراسة فيما يتعلق بأسئلة البحث، توصلت الدراسة إلى وجود العديد من المشاكل والتحديات التي تواجه مراقبي الحسابات عند مراجعة القيمة العادلة، كما توصلت أيضا إلى زيادة مستوى المخاطر الملازمة ومخاطر الرقابة في ظل البيئة الصعبة والمعقدة في تطبيق محاسبة القيمة العادلة الأمر الذي يفرض على مراقبي الحسابات ضرورة الوصول بمستوى مخاطر عدم الاكتشاف إلى مستوى منخفض ومقبول، بحيث خرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات والخطوات المقترحة للحل والتقليل من مستوى المخاطر.

مخلوفي نعيمة (2016)، **مدى إمكانية تطبيق مفهوم القيمة العادلة في الجزائر على ضوء المتغيرات المحاسبية العالمية (أطروحة دكتوراه)**، هدفت الدراسة للوقوف على متطلبات تطبيق مفهوم القيمة العادلة، وكيفية مواكبة البيئة المحاسبية الجزائرية لتحقيق هاته المتطلبات، استعانة الدراسة بإستبانة لمعرفة اراء المحاسبين في الجزائر لمدى إمكانية تطبيق مفهوم القيمة العادلة في الوسط الجزائري وذلك على مستوى عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالإضافة لمكاتب المحاسبة، توصلت الدراسة إلى أنه رغم الجهود المبذولة لتطبيق أمثل للنظام المحاسبي المالي وعليه المعايير المحاسبية الدولية، وطرق التقييم على أساسه وأيضا رغم رغبة الدولة الجزائرية في تكييف بيئتها المحاسبية مع محتوى النظام المحاسبي المالي، إلا أن هذه الجهود تعتبر غير كافية فلابد من إجراء تعديلات واصلاحات على جوانب أخرى لتحقيق تطبيق مفهوم القيمة العادلة.

محمد زرقون، فارس بن يدير (2016)، **واقع تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية –دراسة ميدانية؛ فئة المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية وفئة الاكاديميين والمهنيين المحاسبيين– (مقال)** ، استخدم الباحث بإستبانة كأداة للبحث في الدراسة الميدانية خلصت الدراسة أن المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر (شملت عينة الدراسة مؤسسة صيدال ومؤسسة أن.سي.أ رويبة فقط) تطبق القيمة العادلة في القياس والإفصاح المحاسبي، كما أن لتطبيق القيمة العادلة أثر ايجابي على جودة المعلومات المحاسبية، كما توصلت ايضاً إلى أن هناك عوائق وتحديات تجعل البيئة المحاسبية الجزائرية غير ملائمة لتطبيق القيمة العادلة ولعل ابرزها عدم جاهزية السوق المالي الجزائري.

محمد حسان بن مالك، محمد بشير غوالي (2015)، **أثر القياس المحاسبي المستند إلى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشطة في الجنوب الشرقي– دراسة تطبيقية – (مقال)**، استخدم الباحث بإستبانة في الدراسة الميدانية، خلصت الدراسة إلى إنقسام واضح حول القيمة العادلة بين مؤيد ومعارض، وأن القيمة العادلة تتمتع بالموثوقية لدى المهتميين وتلائم جميع الاطراف ذات الصلة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ايجابي لإستعمال القيمة العادلة في الرفع من الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية.

هوام جمعة، حديدي آدم (2013)، **أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية (مداخلة)**، حاولت الدراسة إلى البحث عن إيجاد أرضية مشتركة بين معايير المحاسبة الدولية وكذا المعايير المحاسبية الإسلامية، وإمكانية توجه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية نحو معايير محاسبة القيمة العادلة وإمكانية تطبيقها في المصارف الإسلامية من خلال عملية القياس والإفصاح والإعتراف، ومدى تحقيق وسائل القياس المحاسبية المبنية على اساس القيمة العادلة للمقاصد الشرعية خلصت الدراسة إلى أن نموذج محاسبة القيمة العادلة لها أثار ايجابية على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وخاصة خاصية الملاءمة لذلك يمكن استفادة المصارف الإسلامية من تطبيق هذا النموذج بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

دراسة محمد سفير وجمال مدات، 2012، **بعنوان القيمة العادلة بين حتمية التطبيق وإشكالية التحديد (مقال)**، هدفت هذه الدراسة إلى معالجة وتحليل مدى إمكانية الاعتماد على القيمة العادلة في التقييم في ظل المحيط المالي الحالي وذلك بإتباع الأسلوب الوصفي التحليلي وتم التعرض إلى المداخل المختلفة المستعملة في القياس المحاسبي وكيفية إثبات المعاملات التي تقوم بها الشركات في العمليات اليومية وكذا مشاكل تقدير القيمة العادلة توصلت الدراسة إلى انه نظرا لصعوبة تحديد القيمة العادلة وخاصة في الدول المتخلفة اعتبرت كمعالجة بديلة مسموح بها في حين طريقة التكلفة التاريخية تُمثل المعالجة المرجعية وهذا إذا تعذر تحديد القيمة العادلة، كما أوصت الدراسة إلى ضرورة تطبيق القيمة العادلة وذلك بإيجاد طرق أخرى لتحديد

القيمة العادلة بما يتلاءم مع الأنظمة الاقتصادية للدول النامية وكذا تسهيل قواعد محاسبة القيمة العادلة المثيرة للجدل بغية إعطاء الشركات مرونة أوسع في التقييم للقيمة العادلة.

الدراسات باللغة الأجنبية:

ايغور غورنشاروف (IGOR GONCHAROV)، 2015،" **Fair Value Accounting, Earnings Volatility, and Stock** **"، محاسبة القيمة العادلة، تقلبات الأرباح و تقلب سعر السهم (مقال)**، عالجت هاته الدراسة تأثير محاسبة القيمة العادلة وتطبيقها على تقلبات أسعار الأسهم، بحيث شملت عينة الدراسة مجموعة من صناديق الاستثمار البريطانية للفترة الممتدة من 1991- 2013؛ توصلت هذه الدراسة الى ان تقلبات سعر السهم هي اعلى من تقلبات عوائد القيمة العادلة وهذا يعود الى عناصر القيمة العادلة غير المحققة ونقص دقة بعض التقديرات الخاصة بالقيمة العادلة والتقلبات في العوائد وهذا ينشأ بسبب سوء الربط بين الأصول المقيمة بالقيمة العادلة والخصوم المقيمة بالتكلفة التاريخية.

دراسة س. ت. كايا و ن.تورغان (C.T . Kaya and N.Turegun)، 2014، " **fair value accounnting under FAS 157 and IFRS 13 : Evidence from borsa, Istandboul**."، **محاسبة القيمة العادلة تحت معيار IFRS 13 والمعيار FAS157: ادلة من بورصة إسطنبول (مقال)**، هدفت الدراسة لمقارنة نتائج محاسبة التكلفة التاريخية بمحاسبة القيمة العادلة للقوائم المالية من خلال تقديم أدلة على بورصة إسطنبول حيث اختار الباحث شركتين من الشركات المدرجة في البورصة، الأولى تكبدت خسائر والثانية حققت أرباح، وتم تطبيق محاسبة القيمة العادلة على كلا الشركتين، خلصت الدراسة إلى أن منهج التكلفة التاريخية هو الطريقة الأكثر أمانا، ويستحق المزيد من الاهتمام ، كما أن التكلفة التاريخية لها دور كبير من خلال توفير المعلومات اللازمة (وثائق، سجلات) وبالتالي المعاملات الفعلية والأرقام هي الموثوق بها، وأيضا قد يؤدي استخدام القيمة العادلة إلى تقييمات متحيزة.

إيجيوما.ن.ب، (Ijeoma N. B)، 2013، " **The Impact of Fair Value Measurement on Financial Instrument of Firms in Nigeria** **"، تأثير قياس القيمة العادلة على الأدوات المالية للشركات في نيجيريا (مقال)**، عالجت هذه الدراسة أثر قياس القيمة العادلة على الادوات المالية للشركات في نيجيريا، بحيث تم جمع بيانات هذه الدراسة من خلال مسح ميداني لعينة من الشركات، توصلت هذه الدراسة الى ان القيمة العادلة هي افضل انعكاس للتدفق النقدي المستقبلي المتوقع لانه يتنبأ بقدرة المؤسسة على الاستفادة من الفرص والتفاعل مع المواقف السلبية.

ماكسيميليان، أ. مولر(Maximilian A. Müller)، إدوارد.ج. ريدل (Edward J. Riedl) وثورستن سلهورن (Thorsten Sellhorn)، 2012،" **Recognition versus Disclosure of Fair Values** **"، الاعتراف مقابل الإفصاح عن القيمة العادلة (مقال)**، اختبرت هذه الدراسة القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية النسبية للقيم العادلة المعترف بها مقابل القيم المفصح عنها، شملت الدراسة عينة من

الشركات الاوروبية العقارية وتوصلت إلى أن الاعتراف مقابل الافصاح عن القيم العادلة يؤثر على التنبؤ بالعوائد من خلال إظهار أن الأرباح المستندة إلى القيم العادلة المفصح عنها أقل إفادة من الأرباح استناداً إلى القيم المعترف بها، و يظهر هذا الاختلاف بسبب انخفاض مصداقية البيانات المالية المفصح عنها سابقا.

دراسة Hamid .B & Elabidi .H 2009 **L'information comptable en juste valeur : Quelle Utilite pour Investissement (مقال)**، هدفت هذه الدراسة إلى دراسة مدى نفعية المعلومات المحاسبية المبنية على القيمة العادلة فيما يرتبط بقرارات الفاعلين بالسوق، وأيضا دراسة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية الناتجة عن تطبيق القيمة العادلة، خاصة الملائمة، الموثوقية والقابلية للمقارنة، استخدم الباحثان في الدراسة الميدانية إستبانة موجه للمحليين الماليين الفرنسيين، توصلت الدراسة إلى أن غالبية المحللين المستجوبين يرون بأن القيمة العادلة تمثل مقارنة محاسبية قادرة على ترجمة الحقيقة الاقتصادية الحالية للمؤسسة، وتساعد المستثمرين في فهم أفضل للمخاطر المالية، غير أن غالبية المستجوبين أصدرو حُكماً في كون تطبيق القيمة العادلة من ش أنه أن ينجر عنه مخاطر في ما يرتبط بالموثوقية والقابلية للمقارنة.

حسام الدين الخداش ومدار عبد اللطيف، 2008، " **Consequences of Fair Value Accounting for Financial Instruments in Developing Countries:The Case of the Banking Sector in Jordan"، تبعات تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية في الدول النامية: حالة القطاع المصرفي في الأردن (مقال)**، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية في الأداء المالي للشركة وعائد السهم من الأرباح لها، وقد غطت هذه الدراسة البنوك التجارية والاستثمارية الأردنية للفترة من عام 2002 إلى عام 2006، حيث قام الباحثان بعمل مقارنة بين النتائج المحاسبية المنشورة باستخدام القيمة العادلة وتلك المحسوبة باستخدام مبدأ الكلفة لنفس السنوات وتحليل التغير الناتج عن محاسبة القيمة العادلة في النتائج المالية ومدى ملائمة معلومات القوائم المالية لمستخدمي هذه القوائم، وجدت الدراسة أن الأداء المالي للمصارف يتأثر بشكل هام بسبب تقويم الأدوات المالية بالقيمة العادلة، حيث كانت هناك قيم موجبة عالية جداً لعائد السهم من الأرباح عند تطبيق القيمة العادلة في تقويم الأدوات المالية مقارنة بالعائد عند حذف مكاسب أو خسائر حيازة الأدوات المالية، إنه في حالة بعض الدول النامية مثل الأردن، حيث هناك سوق مالية غير كفؤة تتأثر بالفقاعات السوقية لبعض السنوات، فإن استخدام محاسبة القيمة العادلة لتقويم الأدوات المالية يمكن أن يشوه الأرباح ويضلل مستخدمي القوائم المالية، خلصت الدراسة إلى التشكيك في مدى صلاحية تطبيق معايير الإبلاغ المالي الدولية فيما يخص محاسبة القيمة العادلة بنفس الطريقة عالميا.

فادية برهان الحاج أحمد، محمد سليمان العدوان، 2005، " **The Effect of Fair Value Accounting on Jordanian Investment Properties An Empirical Study on Jordanian Listed Real Estate Companies"، أثر محاسبة القيمة العادلة على خصائص**

الاستثمار الأردني، دراسة ميدانية على الشركات العقارية المدرجة في الأردن (مقال)؛ اختبرت هذه الدراسة ما إذا كانت التطورات في بيئة الابلاغ المالي تتماشى مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، اهمية القيمة العادلة تم اختبارها من خلال دراسة أثر تطبيقات قياس القيمة العادلة للملكيات الاستثمارية في الأداء المالي للشركات الاردنية، الدراسة شملت عينة من الشركات العقارية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2008–2011، خلصت الدراسة الى ان قوة محاسبة القيمة العادلة للقيمة السوقية للمؤسسة بالنسبة للشركات العقارية كانت صائبة القيمة طيلة فترة الدراسة.

دراسة بيتي أن، (Beatty Anne)، 1995، **"The effects of fair value accounting on investment portfolio management How fair is it ?"، اثار محاسبة القيمة العادلة على إدارة المحفظة الاستثمارية ومامدى عدالتها؟ (مقال)**، جاءت هاته الدراسة نتيجة إصدار معيار المحاسبة المالية الأمريكي 115 في عام 1993 وظهور العديد من الإنتقادات وخاصة من قبل البنوك، كون المعيار يتطلب أن تقيم الاستثمارات المالية بالقيمة العادلة، و إظهار التغيرات في حقوق الملكية، سيؤدي إلى ظهور تقلبات غير حقيقية في قيمة حقوق الملكية وبالتالي فـإن إدارات البنوك سوف تتأثر تبعا لذلك في تخفيض حجم الاستثمار في الاستثمارات المالية وتواريخ استحقاق هذه الاستثمارات المالية ومرونة إدارة المحافظ الاستثمارية، وقد هدفت الدراسة إلى اختبار مدى تأثير هذا التوجه نحو القيمة العادلة لتقييم الاستثمارات المالية على إدارة المحافظ الاستثمارية ، طبقت الدراسة على البيانات المالية لـ 252 من الشركات القابضة للبنوك للفترة (1993–1994) بحيث توصلت الدراسة إلى أن تحقيق شكوك منتقدي هذا المعيار من خلال انخفاض نسبة استحقاقات الاستثمار المالية بعد صدور المعيار وانخفاض نسبة الاستثمارات المالية المتاحة للبيع لتجنب التقلبات في قيمة حقوق الملكية.

مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

من خلال عرض الدراسات السابقة يتبين أن غالبيتها تطرقت إلى معالجة أثر تطبيق القيمة العادلة من جوانب مختلفة، بحيث تعرض بعضها إلى واقع وإمكانية استخدامها، كما تعرض البعض الأخر إلى قياس اثر تطبيقها سواءاً على المؤسسة أو على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية (الموثوقية، الموضوعية، الملاءة...) المفصح عنها، أو أثر تطبيقها على الأرباح الموزعة أو قيمة السهم، بحيث يوجد اختلاف مابين الدراسات في الأدوات المستخدمة في التحليل، الحيز الجغرافي والفترة المدروسة إلا أن اغلب الدراسات استخدمت استبانة للوصول للنتائج، كما أن الدراسات السابقة التي بحوزتنا أجريت في بيئات مختلفة إلا أن غالبيتها كانت في الجزائر والأردن.

تتميز هاته الدراسة عن الدراسات السابقة إلى أنها تستخدم مجموعة من الأساليب والاختبارات المتعددة لقياس أثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية، ومع أن هذا البحث يتواصل مع الدراسات السابقة مستفيداً منها ومستوعباً جوانب الضعف فيها لتعزيزها وتقويتها، بالإضافة لذلك أجريت الدراسة التطبيقة على قطاع المصارف بسوق المال السعودي باعتبار أن مؤسسات القطاع المالي كانت سباقة في تطبيق القيمة

العادلة قبل إلزام تطبيقها داخل السوق المالي بداية من 2017/01/01، كما أن الدراسة أيضا أشارت إلى بورصة الجزائر باعتبارها سوق مالي ناشئ واعتمدت على سلسلة زمنية كافية وحديثة.

محاور الدراسة:

لقد تم إنجاز هذا العمل بتقسيمه إلى اربعة فصول، إن هذا التقسيم يراعي سهولة تحليل وتناول الموضوع، ولغرض تناول مشكلة الدراسة بطريقة متسلسلة ومتدرجة في الأفكار، باتجاه حل المشكلة ، حاولنا في الفصل الأول المعنون بـ **الإطار المفاهيمي للقيمة العادلة** التطرق بشيئ من التفص يل لماهية الـقيمة العادلة، تطبيقها وكذلك مقارنة لإستخدامها بين المعايير المحاسبية الدولية والبيئة المحاسبية الجزائرية ومعايير المحاسبة السعودية، كما جاء الفصل الثاني المتمثل في **الأصول المالية، ماهيتها وانواعها** بالتطرق إلى تعاريف، خصائص، أنواع وأهمية كل من الأسهم، السندات والمشتقات المالية ، في حين أن الفصل الثالث المعنون بـ **اساسيات وتقنيات تقييم الاسهم والاستثمار فيها** فقد تضمن عرض لمختلف نماذج قياس العادلة للأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات، كما تم التطرق فيه إلى العوامل المحددة لأسعار الأصول المالية، وأيضاً أساسيات وتقنيات الإستثمار في الأوراق المالية، كما جاء الفصل الرابع بعنوان **قياس القيمة العادلة والأثار الناجمة عن تطبيقها –دراسة تطبيقية–** تم فيه تحليل الأسواق المالية قيد الدراسة وتقديم مدخل للإطار القياسي المستخدم في التحليل وعرض لمنهجية الدراسة، ومن ثم تحديد المتغيرات المستعملة والنموذج المستخدم، إضافة إلى توصيف البيانات، ثم قياس القيمة العادلة لأسهم مؤسسات عينة الدراسة، كما تم اجراء اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات المحددة، وتحليل النتائج بالمعايير الإحصائية والقياسية، وتقديم تفسير اقتصادي لها.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للقيمة العادلة

مقدمة الفصل

إن تعدد واختلاف بدائل التقييم والقياس للعناصر المحاسبية أفضى بالضرورة إلى التوجه نحو الأحسن في اختيار الطريقة الأنسب في التطبيق وهذا لتقديم معلومات وبيانات أكثر فائدة وواقعية ذات مصداقية تفيد في عمليات اتخاذ القرارات بالنسبة للمؤسسة أو المستثمرين وتكون أكثر ملائمة لمعرفة الوضع الحالي للمؤسسة وما تؤول إليه في المستقبل وعليه بعدما كانت التكلفة التاريخية أساس للتقييم ومبدأ قائم في حد ذاته من مبادئ المحاسبة لم يعد كافياً ووافياً للظروف الراهنة بعدما اشيرت إليه العديد من الانتقادات ما جعل الهيئات والمجالس المحاسبية إلى التوجه نحو محاسبة القيمة العادلة وهذا بإصدار معايير توضح كيفية اعتمادها وقياسها لعناصر القوائم المالية خاصة فيما يشهده العالم اليوم من تطورات متلاحقة وفي ظل محاسبة التضخم.

وعليه تجدر الإشارة في هذا الفصل للوقوف على ماهية القيمة العادلة، وتقديم موجز نظري يساهم في التوضيح وإزالة الغموض حول هذا المفهوم، فالقيمة العادلة كمفهوم محاسبي أو طرح من مضمون معايير المحاسبة فهو ملازم للواقع الاقتصادي، يتطلب منا الإلمام ومزيداً من الاهتمام وعليه للتوضيح تم انجاز هذا الفصل المعنون بالإطار المفاهيمي للقيمة العادلة إلى ثلاث مباحث وهي كالتالي:

المبحث الأول: ماهية القيمة العادلة؛

المبحث الثاني: تطبيق استخدام القيمة العادلة؛

المبحث الثالث: القيمة العادلة وفق المفاهيم المحاسبية الدولية والجزائرية والسعودية.

المبحث الأول: ماهية القيمة العادلة

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى ماهية القيمة العادلة، وذلك من خلال طرح التسلسل التاريخي لنشأة مفهوم ومحاسبة القيمة العادلة ومن ثم عرض تعريفها وأهمية استخدامها.

المطلب الأول: نشأة وتطور محاسبة القيمة العادلة

في بداية القرن العشرين كانت الحرية للمؤسسات في اختيار طريقة تسجيل الأصول والالتزامات سواءاً باستخدام القيمة الدفترية أو السوقية[1]، لكن بعد إنشاء هيئة الأوراق المالية الأمريكية SEC 1934 بغرض ضمان خلو بيئة الأعمال من الأعمال الإجرامية مثل الإحتيال والتعامل غير مشروع حيث أن هذا يمكن أن يؤدي إلى خلق بيئة تجارية غير عادلة، حينها أقرت هاته اللجنة باستخدام التكلفة التاريخية والتي تتجاهل الزيادات الناتجة عن التضخم أو تقلبات الأسعار [2]، بحيث توجد العديد من المبررات التي كرست تطبيق التكلفة التاريخية نذكر من بينها: [3]

- تمثل التكلفة التاريخية للحدث المالي التكلفة الحقيقية الفعلية المدفوعة أو الملتزم بدفعها وقت اقتناء الأصل أو نشوء الالتزام؛
- يستند الإثبات والقياس المحاسبي للحدث المالي بالتكلفة التاريخية إلى عمليات حدثت فعلاً وليست عمليات افتراضية أو تقديرية؛
- يستند الاعتراف المحاسبي باستخدام هذا المبدأ إلى وجود مستندات ثبوتية تؤيد وقوع الأحداث المالية، مما يجعل البيانات المالية أكثر موثوقية؛
- يتلائم مبدأ التكلفة التاريخية مع غالبية الفروض والمبادئ المحاسبية الأساسية مثل فرض الاستمرارية وفرض ثبات وحدة النقد ومبادئ الموضوعية والثبات في إتباع النسق والاعتراف أو تحقق الإيراد.

رغم وجود مبررات منطقية متعددة لاستخدام التكلفة التاريخية، إلا أن الممارسات المحاسبية العملية أثبتت أنها لم تلتزم بالمفهوم النظري أو الحرفي للأسس التي تُقام عليها التكلفة التاريخية، إما بسبب ضرورات استلزمت الخروج عن هذه الأسس، أو بسبب اتساقه مع مبادئ وفروض محاسبية أخرى [4]، ومع أن حقيقة التكلفة التاريخية التي تمثل الواقع الفعلي للحدث وقت وقوعه لحظة التبادل، ليست موضوع شك في دقتها وصحتها لحظة الاكتساب أو التملك، وإنما يظهر التشكيك في سلامة المبدأ بعد التملك أو حُدوث الحدث، إذ

1- محمد حسان بن مالك، **إشكالية القياس والإفصاح بالقيمة العادلة وأثرها على الخصائص النوعية للقوائم المالية في النظام المحاسبي المالي الجزائري**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2016/2015، ص 44.

2 - R.G. welker, **the SEC'S ban on upw and asset revaluations and the discloswe of current value**, Journal of Accounting Finance and Business Studies, Vol.28 Issue (1), March, 1992, p335.

3- محمد مطر، موسى السيوطي، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية** ، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، 2008، ص164.

4- **نفس المرجع السابق**، ص164

تصبح القيمة المسجلة شيئاً من الماضي، الذي ينحرف قليلاً أو كثيراً عن قيمته الحالية، حيث أن الظروف الاقتصادية تتسم بالحركة الديناميكية المتغيرة والمتقلبة بشكل دائم، وتتغير القوة الشرائية لوحدة النقد بتغير هذه الظروف في الحالات المختلفة[1].

وفي الستينيات من القرن العشرين تزايد الجدل عن كيفية إدخال تغيرات الأسعار في الحسابات (محاسبة التضخم)، حيث كان يدور النقاش حول التكلفة التاريخية والبدائل المطروحة ولاسيما بعض أشكال القيمة الحالية، ونتيجة المحاولات الفاشلة لاعتماد محاسبة تغير الأسعار المستندة على التكلفة الحالية أو تكلفة الاستبدال، اتجه واضعو المعايير المحاسبية إلى استخدام القيمة الحالية بمعنى ا لقيمة العادلة.[2] بات هذا الأمر واضحاً عند تقييم كثير من بنود الموجودات المتداولة بالقيمة العادلة وهذا بعد إصدار مجلس معايير المحاسبة الدولية للمعيار (12) "المحاسبة عن بعض الأوراق المالية المتداولة في السوق "، والمعيار (52) "ترجمة العملات الأجنبية "[3] والمعيار (8) "محاسبة العقود الآجلة "[4] بحيث توضح ضرورة استخدام القيم العادلة في التقييم والقياس.

وعند بداية التسعينات من القرن الماضي لم تكن محاسبة التكلفة التاريخية مناسبة لتطور وانتشار المشتقات المالية وانعدام الثقافة حول قيمتها والخسائر الكبيرة التي تكبدتها مختلف الشركات نتيجة لاستثماراتها في المشتقات المالية.[5]

أما الملاحظ في السنوات الأولى من القرن الواحد والعشرين توجه كل من مجلس معايير المحاسبة الدولية وهيئة معايير المحاسبة الأمريكية، نحو الاستخدام الأكثر نطاقاً للقيمة العادلة، حيث إن استخدام القيمة العادلة لم يعد يقتصر على قياس الأدوات المالية للشركة فقط بل إن استخدامها امتد ليشمل قياس مجموعة اكبر من الأصول لدى الشركة.[6]

وعليه فالقيمة العادلة ما هي إلا مفهوم مطروح لقياس قيمة الأصول والالتزامات التي تظهر في ميزانية المؤسسة، والمستند على القيمة السوقية التي يمكن ملاحظتها أو تقديرها، وقد ظهرت رداً على الأزمات والمشاكل التي تعرض لها العالم نتيجة اعتماد بدائل القياس الأخرى.[7]

1- رضا إبراهيم صالح، **اثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الازمة المالية العالمية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد رقم 02، المجلد رقم 46، جوان 2009، ص 1.

2- صافي فلوح، عيسى هاشم حسن، **محاسبة القيمة العادلة في شركات التأمين دراسة تطبيقية** ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد1، 2011، ص130.

3 - FASB, statement of No 52 foreign curecy translation, , 09/02/2017, 13 :20, available on the following link : http://www.fasb.org/summary/stsum52.shtml

4 - FASB, statement of No 8 Accoantin for futures contracts, , 09/02/2017, 13 :22, available on the following link : http://www.fasb.org/summary/stsum80.shtml

5 -Thama R.weirich ey lum E, **what's new in derivative Regulation ?**, Journal of Corporate Accounting &amp ;Finance banner, vol. 6 Issue.1, autumn 1994, p7.

6 - Hans B. Christenes, Valeri Nikolaev, **Who uses fair value accounting for non-financial assets after IFRS adoption ?**, The University of Chicago Booth School of Business, February 2009, pp :7-8.

7- صافي فلوح، عيسى هاشم حسن، **مرجع سبق ذكره**، ص131.

المطلب الثاني: مفهوم القيمة العادلة

لغة: القيمة العادلة ترتبط بالفعل فعل قيم والفعل عدَلَ، حيث يقال قَيم الشيء تقييماً أي قدر قيمته[1]، ويقال عدل بين الشيئين أو وازن بينهما وجعل الشيء مثله قائماً مقامه والعدل هو الإ نصاف وإعطاء المرء ما له واخذ ما عليه.[2]

اصطلاحا: تعرف القيمة العادلة وفق ما جاء في المعيار الدولي (المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية) IFRS (13) قياس القيمة العادلة على أنها السعر الذي يمكن الحصول عليه نتيجة بيع أصل، أو دفعه لتحويل التزام بموجب معاملة منظمة (عادية) بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس (التقييم) .[3]

وعرفها مجلس معايير المحاسبة المالية FASB في معياره 157 على أنها " الثمن الذي سيتم استلامه لبيع أحد الأصول أو المدفوع لسداد إلتزام في صفقة منظمة ما بين المشاركين في السوق عند تاريخ القياس".[4]

وحسب بيإن مفاهيم المحاسبة المالية المقترح عن هيئة معايير المحاسبة المالية الأمريكية القيمة العادلة للأصل (أو الالتزام) هي المبلغ الذي يمكن أن يشتري به أو يُباع ذلك الموجود في معاملة جارية بين أطراف متراضية أي ليس في عملية بيع جبرية أو بيع تصفية .[5]

كما تعرف أيضا بأنها المبلغ الذي يمكن أن تتم مبادلة الأصل به أو سداد الالتزام بين أطراف مطلعة وراغبة في التعامل على أساس التبادل التجاري.[6]

كما حددت لجنة معايير المحاسبة التابعة للهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين مفهوم القيمة العادلة (معيار 9 فقرة (4/6) بأنها القيمة التي يمكن تبادل الأصول على أساسها في عملية تبادلية متكاملة بين طرفين تامي الرضا.[7]

وعرفها المشرع الجزائري وفقاً للمادة رقم 06 من نظام 09-08 المتعلق بقواعد التقييم والتسجيل المحاسبي للأدوات المالية من طرف البنوك والمؤسسات المالية القيمة العادلة هي المبلغ الذي يمكن على أساسه تبادل

1- مجمع اللغة العربية، **المعجم الوسيط**، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004، ص768.

2- **نفس المرجع السابق**، ص588.

3- الموقع الالكتروني:https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13 تاريخ التصفح: 2017/02/02 الساعة 14:34.

4- FASB, Statement of No 157 Fair Value Measurements , p :08 , 13/02/2017, 15:00, Available on the following Link : http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220130001&acceptedDisclaimer=true

5- زهير خضر ياسين، **القياس المحاسبي بين الكلفة التاريخية والقيمة العادلة** ، الجزء الثاني، مجلة المنصور، العدد 14، العراق، 2010، ص 155.

6- لخضر علاوي، **معايير المحاسبة الدولية IAS/IFRS دروس وتطبيقات محلولة**، دار النشر الأوراق الزرقاء العالمية، الجزائر، 2012، ص216.

7- مصطفي راشد العبادي، **مدى حاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة بالقوائم المالية-دراسة تحليلية مقارنة-** ، بحث مقدم في الندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية بعنوان "مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرين، كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك سعود-المملكة العربية السعودية، 18-19 ماي 2010، ص7.

أصل ما، أو انقضاء خصم ما، بين أطراف على إطلاع جيد، راضية وتعمل ضمن شروط من المنافسة العادية.[1]

وعليه يُمكن القول أن القيمة العادلة هي السعر أو المبلغ المتفق عليه في عملية شراء أو البيع أو تحويل ملكية أصل بين أطراف راغبة وقابلة ومتراضية فيما بينها دون وجود ضغوط تدفع الطرفين للقيام بالعملية وتوضيحاً فإن القيمة تُعبر عن سعر التوازن بين العرض والطلب في سوق فعالة (كفؤة) * وهذا في تاريخ معين ومكان معين.

كما يمكن توضيح نقاط الاختلاف بين تعريف المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ومجلس معايير المحاسبة المالية FASB كما يلي:

حسب المعيار 157 فهو يعتبر القيمة العادلة سعر بيع، في حين لا يعتبر لا سعر بيع ولا سعر شراء حسب المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.

حسب التعريف الأول فإن مفهوم الإلتزام عبارة عن تحويل، في حين في التعريف الثاني فإن الإلتزام هو عبارة عن التسوية.

حسب المعيار 157 الذي ينص بصراحة على المتعاملين في السوق، أما المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية فهي تعزو للأطراف المتعارفة.

يُعد تعريف IFRS 13 أكثر حصراً وضبط لمفهوم القيمة العادلة والذي جاء بعد الإنتقادات الشديدة التي تعرضت لها القيمة العادلة على اثر الأزمة العالمية 2008، بحيث نلاحظ فيما يلي أهم العناصر الموضحة في هذا التعريف:[2]

– حصر القيمة العادلة في السعر بدل القيمة، ومن هنا يتضح جلياً دون أي لبس أن السوق هو المرجع الرئيسي لتحديد القيمة العادلة، ومن ثم فهو يعتمد القيمة البيعية الصافية (أسعار الخروج الجارية).

– واستعمل مصطلح بيع أصل بدل تبادل أصل ومن ثم يتضح جلياً انه يعتمد أسعار الخروج الجارية (قيمة البيع الصافية) أولاً بدل ما كانت أسعار الدخول (التكلفة الاستدلالية) معبر عنها بعبارة تبادل أصل، ومن هنا تظهر أسعار البيع المعلنة في السوق وهي التي تمثل القيمة العادلة في المقام الأول.

– استعمل مصطلح السعر المدفوع نظير تحويل خصم بدل تسوية أصل، وهنا المفهوم وسع دائرة العمليات الخاصة بالدفع المترتب عن الخصم كقيمة عادلة له، ذلك أن التحويل اشمل من التسوية، حيث أن التسوية يُفهم منها إنهاء الالتزام بدفع المقابل النقدي، لكن التحويل قد يتم إنهاء التزام مقابل تغييره بإلتزام أخر.

---

* يعتبر السوق كفؤاً إذا كانت أسعار الأسهم تعكس تماما المعلومات المتاحة، ومعنى أن أسعار الأسهم تعكس تماماً، أن المعرفة الخاصة بأسعار الأسهم لا تتيح الفرصة لأي شخص تحقيق عائد غير عادي من وراء دراستها، ذلك لأن الأسعار تعكس هذه المعلومات .

1– رئاسة الجمهورية، **الجريدة الرسمية**، العدد 14، 25 فبراير 2010، ص 20.

2– حمدي فلة، **تأثير استخدام القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة مؤسسة الكوابل –بسكرة** ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2017/2016، ص9.

– يُلاحظ على المفهوم الجديد إدراج أن هذا السعر يتحدد بين متدخلي السوق بدل بين أطراف مطلعة وراغبة، وهنا يعزز هذا الأمر أن السعر يتحدد في السوق بين المتدخلين وفق قانون العرض والطلب، وليس بين أطراف محتملة تتصف بأنها راغبة ومطلعة، فهذين الصفتين سوف لن تؤثر داخل السوق نظراً لكثرة عدد البائعين والمشتريين والتي تعتبر من شروط المنافسة (سوق نشط) وبالتالي يعزز دور السوق في تحديد القيمة العادلة.

– أدرج هذا المفهوم عبارة في معاملة عادية بدل إرادة حرة والتي تعني أن العملية لا تتم في ظروف تصفية مما لايجعل السعر حقيقي، أو في ظروف احتكار مما يجعل السعر اكبر أو اقل من السعر العادي، وعموما لايجب أن تكون العملية في ظروف استثنائية، وهذا يؤكد أن هذا السعر ينبغي أن ينتج عن آلية العرض والطلب في سوق نشط، وهو الوحيد المتصف بالظروف العادية.

– ويلاحظ أيضا أن التعريف الجديد بَيَنَ أن هذا السعر المأخوذ من السوق بتاريخ التقييم، وعليه يتضح أن القيمة العادلة يُمثلها السعر عند اللحظة التي نود فيها تقييم أصل أو خصم، وعليه سوف لن يترك مجال وتأويل أي سعر يؤخذ.

يُمكن القول أن القيمة العادلة هي السعر الذي سيتم الحصول عليه لبيع أصل أو سيتم دفعه لنقل التزام بين بائع وراغب في البيع ومشتر راغب في الشراء كلتهما لديه المعرفة الكافية بمواصفات الأصل وغير ذوي علاقة على ان تتم الصفقة في ظل ظروف طبيعية عادية ودون اضطرار أو إجبار احد الطرفين.[1]

وأيضاً يتضح من التعاريف السابقة أن مفهوم القيمة العادلة يقوم على محورين هما:[2]

المحور الأول: الأطراف الداخلة في الصفقة: ويفترض توفر ما يلي:

– أن تتم الصفقة بين أطراف غير ذوي علاقة: فأحد الجوانب الهامة للطريقة التي تُفسر بها القوائم المالية هي أن الصفقات والعمليات عادة ما تتم على أساس متوازن بمعنى أن الصفقة تمت بين طرفين مستقلين، وكل منهما يسعى للتفاوض على أحسن شروط يُمكن الحصول عليها –فمثلا– إذا كانت شركة تشتري بعض الأراضي بمبلغ قدره مليون دينار، فإنه يتوقع حينئيذ أن البائع لم يكن قادراً على الحصول على سعر أعلى من مشترى أخر وإن المشتري لم يكن قادر على إيجاد قطعة ارض مساوية بسعر أدنى، وهكذا فرقم تكلفة الشراء في تاريخ الشراء يحتمل أن يمثل عن قرب القيمة السوقية في ذلك التاريخ، ولكن إذا افترضنا أن الصفقة تمت بين الشركة المشترية وطرف ذو علاقة حيث يكون فيه أحد الأطراف في الصفقة مُتمكن من السيطرة على قرارات الطرفين، فإذا كان بائع الأرض هو أيضا المدير التنفيذي للشركة المشترية وأنه ساهم

1– كمال احمد يوسف، كفاح صلاح إبراهيم، **اثر محاسبة القيمة العادلة على المحاسبة الإبداعية"دراسة ميدانية"** ، مجلة الدراسات العليا، جامعة النيلين، مجلد5، عدد20، ص32.

2– طارق عبد العال حماد، **المدخل الحديث في المحاسبة–المحاسبة عن القيمة العادلة** –، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية–مصر، 2003، ص 13–14.

بنحو 80 بالمئة من رأس مال الشركة، فإن القيمة السوقية للأرض قد تكون مثلا 800 ألف دينار ولكن الصفقة تمت بسعر أعلى وليكن مليون دينار وذلك حتى يستفيد البائع بميزة وضعه في الشركة لتحقيق ربح شخصي ولو على حساب الشركة، وعلى العكس من ذلك إذا افترضنا أن القيمة السوقية للأرض هي 3 مليون وأن البائع قرر بيعها بسعر منخفض قدره مليون في محاولة لخفض الإلتزام الضريبي على المكاسب الرأسمالية أو لأي سبب أخر، وفي كلتا الحالتين، فإن حسابات الشركة تكون مضللة ولا تُعبر قيمة الأرض عن القيمة العادلة.

– أن تتم الصفقة بين أطراف راغبة في عقد الصفقة ومُطلعة على الحقائق الأساسية ذات الصلة ولا توجد معلومات هامة لدى طرف دون الأخر، وهو الأمر الذي يُطلق عليه عدم تماثل المعلومات.

المحور الثاني: الظروف التي تتم فيها الصفقة.

حيث يشترط أن تكون هذه الظروف طبيعية عادية، فالصفقات التي تتم مثلاً في ظل ظروف التصفية لا تُعبر عن القيمة العادلة، لأن البائع يكون مجبر على البيع وكلما زاد ضغط الوقت للعثور على مشتري كلما زاد التحريف في القيمة العادلة.

المطلب الثالث: القيمة العادلة– محدداتها– أهدافها وأهميتها

1– مداخل ومحددات قياس القيمة العادلة:

1– 1 قياس القيمة العادلة: تصنف مداخل قياس القيمة العادلة إلى مستويات مختلفة وهي كالتالي:[1]

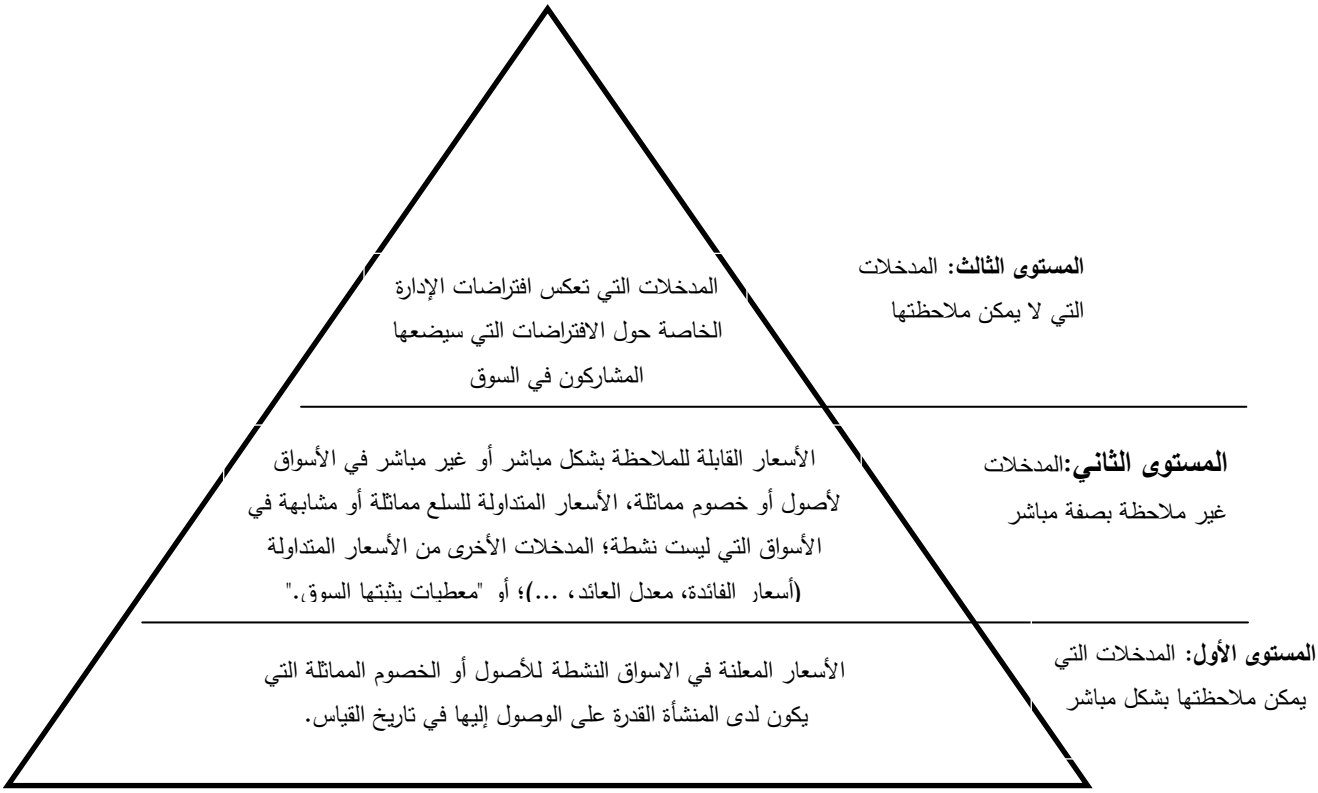
المستوى 1: الأسعار المدرجة في سوق نشطة لموجودات أو المطلوبات المماثلة التي يُمكن للمؤسسة الوصول إليها في تاريخ القياس؛

المستوى 2: هي أسعار السوق غير المدرجة في المستوى الأول والتي يُمكن ملاحظتها للأصل أو الالتزام سواء بشكل مباشر أو غير مباشر؛

المستوى 3: هي الأسعار غير الملحوظة للموجودات والمطلوبات، ولكن يتم تحديدها بنماذج التقييم الداخلية.

والشكل التالي يوضح التسلسل الهرمي لمدخلات (مستويات) القيمة العادلة.

الشكل (01–01) مستويات القيمة العادلة



source: Steven M.Bragg, **WILEY GAAP 2011: Interpretation and Application of generally accepted accounting principles**, JOHN WILEY & SONS, INC, New Jersey - the United States of America, 2010, p 167

من خلال الشكل نُلاحظ أنه في المستوى الأول القيمة العادلة هي تلك القيمة التي يتم الحصول عليها مباشرة من الأسعار المدرجة في الأسواق النشطة، وتكون هذه القيمة أكثر موضوعية وغير متحيزة، أما في المستوى الثاني القيمة العادلة هي تلك القيمة التي لم يتم الحصول عليها مباشرة من الأسعار المدرجة ولكن

1 – الموقع الالكتروني: https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13 تاريخ التصفح: 2017/02/02 الساعة 14:34.

يُمكن استخلاصها من بيانات سوقية واضحة، أما في المستوى الثالث القيمة العادلة هي تلك التي لا يمكن الحصول عليها من بيانات سوق يمكن ملاحظتها، ولكن يتم تحديدها باستخدام نماذج التقييم الداخلية. إلا أنه في معظم الأحيان يتم تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المستوى الثاني أو الثالث.

- **كيفية التقييم بالقيمة العادلة:** هناك ثلاث طرائق متناسقة يمكن استخدامها:[1]

أ- طريقة السوق: الأسعار الملاحظة ومعلومات اخرى منبثقة من العمليات الحقيقية لأصل مشابه أو قابل للمقارنة، وهناك تقنيتان:

سوق متعدد: مشتقة لسلسلة مقارنة؛

مصفوفة للتسعير: تقنية رياضية تستعمل اساساً بالنسبة للسندات والتي لاتأخذ سعر محدد لسند ولكن تستعمل benchmark من السندات المسعرة.

ب- طريقة الدخل: استعمال تقنيات التقييم عن طريق الإستحداث، إما استعمال نموذج Black-Scholies- Merton، أو نموذج ثنائي الحد ونموذج Multiperiod excess Earnings لبعض الاصول المعنوية لتحويل التدفقات المستقبلية إلى مبلغ وحيد مستحدث.

ج- طريقة التكلفة: عبارة عن المبلغ الضروري لتعويض قدرة الإنتاج أو الخدمة للاصل، حيث تؤخذ التكلفة لشراء اصل بديل لاستخدام مقارن معدلة بالتدهور -الاهتلاك، التدني المحاسبي-، و يشير إلى تكلفة الاستبدال وهي تكلفة الحصول على أصل مشابه وبالطاقة الإنتاجية نفسها أو إمكانية الخدمة[2].

من الضروري في بعض الأحيان استعمال عدة تقنيات، ويجب ترجيح نتيجة كل تقنية للتوصل إلى تشابه السعر في المدى للسعر، فقياس القيمة العادلة هو النقطة التي تمثل الأفضل للقيمة العادلة في هذه الظروف.

1-2 محددات قياس القيمة العادلة: يتطلب قياس القيمة العادلة أن تحدد المؤسسة مايلي[3]:

- نوع الاصل أو الالتزام الذي سيتم قياسه؛
- بالنسبة للأصول غير المالية تحديد ماهو افضل استخدام ممكن للاصل، وهل يتم استخدامه منفرداً أو مع مجموعة اخرى من الأصول تعمل معاً (وحدة توليد النقد) مثل خط إنتاج مثلا، أو فرع أو خط سيارات؛
- السوق الذي سوف تتم فيه المعاملة ذات الصلة؛

1- شعيب شنوف و زاوي أسماء، **دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة المالية العالمية** ، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 12.

2- إبراهيم يعقوب إسماعيل وهلال يوسف صالح، **إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية "دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"** ، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا، العدد 17(2)، 2016، ص 10.

3- طارق عبد العال حماد، **موسوعة معايير المحاسبة**، الجزء الرابع، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2016، ص 519، 520.

– أساليب التقييم المناسبة عند تقييم القيمة العادلة، بحيث ينبغي الحد من المدخلات التي لا يمكن ملاحظتها وأن تكون المدخلات المستخدمة متسقة مع المدخلات التي يستخدمها المشاركون في السوق عادة.

2- أهداف تطبيق محاسبة القيمة العادلة:

تهدف القيمة العادلة إلى إظهار بنود الحسابات المختلفة بالقيمة الأقرب إلى الواقع في تاريخ إعداد الميزانية، بحيث يُعترف بالدخل بعد الحفاظ على القوة الشرائية العامة لحقوق المساهمين في الوحدة الاقتصادية أو بعد الحفاظ على الطاقة التشغيلية للمنشأة، فهو يُبنى على أساس أن الوحدة الاقتصادية مستمرة في أعمالها لأجل غير محدود وبالتالي فالقيمة العادلة لا تمثل المبلغ الذي سوف تتسلمه أو تدفعه الوحدة الاقتصادية في عملية إجبارية أو تصفية غير اختيارية أو مضطرة للبيع [1]، وعليه فإن قيام الوحدة الاقتصادية بتطبيق محاسبة القيمة العادلة ومعرفة القيمة الحقيقة للوحدة يعود لعدة أسباب أهمها:

– تقيس المنشأة القيمة العادلة للأصل أو الالتزام باستخدام الإفتراضات التي سيستخدمها المشاركون في السوق عند تسعير الأصل أو الالتزام على افتراض إن المشاركين في السوق سيتصرفون بما فيه مصلحتهم الاقتصادية؛

– لا تحتاج المنشأة إلى تحديد مشاركين محددين في سوق عند وضع تلك الافتراضات، بدلاً من ذلك يتعين على المنشأة تحديد الصفات التي تميز المشاركين في السوق بصفة عامة مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل المحددة لكل مما يلي:

- ✓ الأصل أو الالتزام؛
- ✓ السوق الأساسي (أو السوق الأكثر نفعا) للأصل أو الالتزام.
- ✓ المشاركين في السوق الذي ستبرم المنشاة معهم معاملة في ذلك السوق. [2]

– لإتخاذ قرارات استثمارية وتجارية رشيدة متعلقة ببيع أو شراء الاستثمارات (الاختيار من بين البدائل) وقرارات الاندماج التي تتم بين الوحدات أو قرارات الحيازة (الشراء) لوحدة منها، بحيث تكون مبنية على المعلومات مالية ذات موثوقية عالية؛

– التخطيط لأعمال المنشاة؛

– إظهار القيمة الحالية لكل من حملة الأسهم والمستثمرين والمقرضين؛

1–جميل حسن النجار، **اثر محاسبة القيمة العادلة على موثوقية وملاءمة معلومات القوائم المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطنية**، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 9، العدد3، 2013، ص468

2– ياسر احمد الجرف، **اثر استخدام المحاسبة عن القيمة العادلة على دقة التنبؤات المحاسبية– دراسة نظرية وميدانية–** ، مجلة المحاسبة والمراجعة AUJAA، كلية التجارة، جامعة بني سويف، مصر، المجلد 05، العدد 01، يناير 2017، ص358.

– إدارة وقياس المخاطر التي تُحيط بالوحدة الاقتصادية، بحيث يؤخذ بالحسبان المخاطر المالية المتوقعة الملازمة لقرارات الاستثمار التي قد تنجم عن تغيرات ذات بُعد اقتصادي في القيم السوقية وأسعار العملات والفوائد ووضع المدينين؛

– تحديد كمية رأس المال الذي يجب تكريسه لخطوط الأعمال المتنوعة.

وبالتالي فإن القيمة العادلة جاءت لتُشكل تغيراً نوعياً من شأنه أن يجعل البيانات المالية تعكس بدقة أكبر الوضع المالي للوحدات الإقتصادية، كما تعزز الشفافية من خلال سماحها بتحديد متطلبات العرض والإفصاح للمعلومات المالية.

3– أهمية الاستخدام: ترجع أهمية استخدام القيمة العادلة في التطبيق إلى ما يلي:[1]

– تُمكن من القياس الملائم والواقعي للأصول الثابتة والالتزامات والإفصاح عنها لقوائم المالية بشكل مقبول ومفهوم لجميع المستفيدين ولجميع الأغراض حيث أصبح الاعتماد على مفهوم التكلفة التاريخية أقل ملائمة ودلالة؛

– تعمل على تصحيح المناخ العلمي للوحدات الاقتصادية عند نشر المعلومات المحاسبية من الأصول والالتزامات عند إعادة تقييمها وأثر ذلك على ربحية الوحدة الاقتصادية،

– تعمل على توفير مناخ أكثر واقعية للأرباح في ظل المخاطر المختلفة؛

– تعمل على توفير قياس أكثر ملائمة ودلالة للتدفقات النقدية المستقبلية؛

– تعمل على تحسين تشغيل أداء الوحدات الاقتصادية وتحسين صور الأداء؛

– تعمل على توفير قوائم مالية معدلة وحقيقية لأغراض الدمج بين الوحدات الاقتصادية.

– تُعتبر معلومات القيمة العادلة هي الأقرب للتعبير عن حقيقة الأسعار للأصول والالتزامات في السوق وبالتالي فإن الإعتماد عليها عند اجراء التنبؤات المحاسبية يجعل تلك التنبؤات تقترب من الوضع القائم وبالتالي ترشيد اتخاذ القرارات الاقتصادية والمخطط التالي يوضح ذلك:

1– جبر إبراهيم الداعور ومحمد نواف عابد، **إعادة تقييم الأصول الثابتة في فلسطين–دراسة ميدانية**، مجلة جامعة الازهر–غزة، سلسلة العلوم الإسلامية، 2008، المجلد10، العدد1–A ، ص173.

الشكل رقم (01-02) أهمية تطبيق القيمة العادلة في زيادة التنبؤات المحاسبية

المصدر: ياسر احمد الجرف، **اثر استخدام المحاسبة عن القيمة العادلة على دقة التنبؤات المحاسبية- دراسة نظرية وميدانية-** ، مجلة المحاسبة والمراجعة AUJAA، كلية التجارة، جامعة بني سويف، مصر، المجلد 05، العدد 01، يناير 2017، ص368.

يوضح الشكل رقم (01-02) أهمية تطبيق القيمة العادلة في زيادة التنبؤات المحاسبية باعتبار أن البيانات المستمدة من التقارير المعدة باستخدام القيمة العادلة في القياس المحاسبي تكون أكثر دقة وملائمة في عملية التنبؤ، بحيث تعمل اهمية التنبؤ لمساعدة متخذي القرارات الاقتصادية في اتخاذ قرارات استثمارية أو تمويلية بشكل مناسب وسليم إضافة إلى تخفيض درجة عدم التاكد وتقييم المخاطر المحتملة والمتعلقة بالمستقبل.

المبحث الثاني: تطبيق استخدام القيمة العادلة

يُعد تطبيق القيمة العادلة في القياس المحاسبي حل للمشاكل التي تُعاني منها أساليب القياس الأخرى وعليه نحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على مفاهيم القياس التي تُعبر عن القيمة العادلة وأيضاً مزايا وعيوب –والآثار المترتبة من استخدام القيمة العادلة في القياس، ومن ثم الإنتقال إلى مشاكل ومعوقات تطبيقها في الواقع.

المطلب الأول: مفاهيم القياس التي تُعبر عن القيمة العادلة

1- تعريف القياس المحاسبي:

القياس لغة: من مصدر الفعل قَيسَ ويعني قاسَ الشيْءَ يَقِيسُهُ قَيْساً وَقِياساً، وَاقْتَاسَهُ، وَقَيسَهُ إِذا قدرَهُ عَلَى مِثالِهِ.[1]

القياس اصطلاحا: تحديد القيم وتبويبها إلى حساب معين، فعلى سبيل المثال يتم تحديد العمولة بنسبة معينة من قيمة الصفقة ولكنها قد تبوب كمصروف إذا كانت مرتبطة بالتشغيل وقد تبوب إلى أصول إذا كانت مرتبطة إلى أصول ثابتة.[2]

القياس المحاسبي: إن أول تعريف علمي لعملية القياس جاء من طرف Campell وجاء فية ما يلي " يتمثل القياس بشكل عام في ربط الأعداد بالأشياء للتعبير عن خواصها، وذلك بناء اً على قواعد طبيعية يتم اكتشافها إما بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة" [3]، كما عرفت الجمعية الأمريكية للمحاسبين أن القياس المحاسبي هو "قرن الأعداد بأحداث المؤسسة الماضية والجارية والمستقبلية، وذلك بناء اً على ملاحظات ماضية أو جارية وبموجب قواعد محددة"[4].

2- أنواع القياس لعناصر القوائم المالية[5]: تختلف بدائل القياس المحاسبية ومن بينها ما يلي:

- **التكلفة التاريخية:** حسب هذا الأساس تُسجل الأصول بالقيمة المدفوعة أو القيمة العادلة بتاريخ اقتنائها، وتُقيم الخصوم بمبلغ الإلتزام الحاصل الذي نشأ عنها.
- **التقييم بالقيمة الحالية:** تُقيم الأصول وتسجل بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المستقبلية التي من المتوقع أن يولدها الأصل ضمن السياق العادي للنشاط، وتقيم الخصوم وتسجل بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجة المستقبلية التي من المتوقع أن خروجها سيتم لتسديد الالتزام ضمن السياق العادي للنشاط.

1- ابن منظور، **لسان العرب**، دار المعارف، القاهرة، 1981، ص 3793.

2- طارق عبد العال حماد، **موسوعة معايير المحاسبة –المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية –**، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003/2002، ص8.

3- محمد مطر وموسى السيوطي، **التاصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية** ، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان–الأردن، 2008، ص 130.

4 -A.A.A, Research in accunting measurement, Collected papers. 1966, p 47.

5- لخضر علاوي، **معايير المحاسبة الدولية**، دار النشر الأوراق الزرقاء العالمية، الجزائر، 2012، ص 46،47.

❖ **التكلفة الحالية:** تُقيم الأصول وتُسجل بالمبلغ الواجب الدفع للحصول على الأصل أو أصل مشابه له حالي، وتُقيم الخصوم وتُسجل بالمبلغ غير المحدث الضروري لتغطية الإلتزام حالياً.

❖ **التقييم بالتكلفة القابلة للتحقيق:** يُقيم الأصل ويُسجل بالمبلغ الذي يُمكن قبضه إذا أريد بيعه حالياً ويُسجل الخصم بالمبلغ الذي ينتظر دفعه، دون تحديث وفي ظروف عادية للتخلص منه.

3- شروط القياس المحاسبي: يجب أن تتوفر الشروط التالية عند إجراء عملية القياس المحاسبي وهي كما يلي: [1]

❖ **الموضوعية:** يجب أن تكون المعلومات والبيانات المحاسبية دقيقة وذلك من أجل تحقيق قياس موضوعي دقيق، وهذا مايؤيده أصحاب إتجاه التكلفة التاريخية الذي يُمثل الدليل الموضوعي عندهم في المستندات، إلا أنه بمرور الزمن تتلاشى موضوعية تلك المستندات وبالتالي فإن القياس المحاسبي في هذه الحالة تزيفي فيه صفة الموضوعية.

❖ **تُوحيد أسس القياس:** ومن خلاله يجب أن تتصف الوحدة المراد قياسها بعدم تغير محتواها الكمي على مدار عملية القياس نفسها وأن لا يتغير محتواها بين عملية القياس وأخرى.

4- أساليب عملية القياس المحاسبي: تختلف أساليب القياس المحاسبي ومن بينها مايلي: [2]

❖ **أساليب قياس أساسية أو مباشرة:** وهي عبارة عن الثمن أو التكلفة المثبتة على الفاتورة.

❖ **أساليب قياس مشتقة أو غير مباشرة :** وهي عبارة عن عملية إحتساب تضم فيها أثمان الأجزاء معاً للوصول إلى التكلفة الإجمالية.

❖ **أساليب القياس التحكيمية:** وهذا الأسلوب يشبه في إجراءاته أسلوب القياس المشتق إلا أن أسلوب القياس التحكيمي يفتقر إلى قواعد الموضوعية، مما يجعله عرضة لأثار التحيز الناتج عن التقديرات الشخصية.

5- اركان و خطوات القياس المحاسبي:

❖ **أركان القياس المحاسبي:** - الشيء المراد قياسه: الربح مثلاً، ال طاقة، الإنتاج؛ - اختيار المقياس المناسب كالنقد، أو عدد الوحدات؛ - تحديد الشخص المسؤول عن القياس: المحاسب مثلاً. [3]

❖ **خطوات عملية القياس المحاسبي:** تتمثل في: [4]

- تحليل الأحداث المالية أو المعاملات؛ - تبويب أطراف العملية لإثباتها في الدفاتر؛ - عملية تشغيل البيانات المحاسبية للوصول إلى مرحلة التحميل والتسوية.

1- إبراهيم خليل حيدر السعدي، **مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم واثرها على استبدال الأصول**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، 2009، ص13.

2- وليد ناجي الحيالي، **نظرية المحاسبة**، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2007، ص 110-111.

3- كمال عبد العزيز النقيب، **تطور الفكر المحاسبي**، مطبعة الفطافطة للنشر، الزرقاء، الأردن، 1999، ص267.

4- جورج دانيال، **ترشيد القياس المحاسبي للاداء الاجتماعي في الوحدات الاقتصادية**، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة عين شمس، القاهرة، 1993، ص28.

6- أسس المفاضلة بين بدائل القياس المحاسبي:

❖ **أخطاء التوقيت:** تنتج أخطاء التوقيت عندما تحدث تغيرات في القيمة خلال دورة معينة، ولكن يتم الإعتراف بتلك التغيرات والتقرير عنها مُحاسبياً في دورة أخرى، مما ينتج عنه تداخل في نتائج تلك الدورات، فالقياس البديل الذي يعترف بتغيرات القيم في نفس الدورة التي تحدث خلالها، سوف يتمتع بخاصية أفضل من بدائل القياس الأخرى.

❖ **أخطاء وحدة القياس:** ينتج هذا النوع من الأخطاء عندما لا تُعبر القوائم المالية عن تغيرات القوة الشرائية العامة للنقود، وبهذا تصبح الأفضلية لوحدة القياس التي تعترف بتغيرات المستوى العام للأسعار في القوائم المالية.

❖ **قابلية التفسير:** ينبغي أن تصبح القوائم المالية الناتجة قابلة للفهم من حيث المعنى والإستخدام.

الملائمة: وتعتبر خاصية الملائمة هي المعيار الثاني من معايير تقيم بدائل القياس المحاسبي، بمعنى اخر أن تكون المعلومات المحاسبية الناتجة عن القوائم المعدة مفيدة.[1]

المطلب الثاني: القيمة العادلة –المزايا والعيوب– والآثار المترتبة من استخدامها

1- مزايا وعيوب استخدام القيمة العادلة: تتمثل مزايا تطبيق القيمة العادلة في أنها:

- تعكس ظروف السوق الحالية وتُقدم قابلية مقارنة لقيمة الأدوات المالية خلال اوقات مختلفة؛
- تُوفر معلومات مالية موثوقة وملائمة لإتخاذ القرار الإقتصادي الصحيح؛
- تُمكن من التنبؤ بالسيولة النقدية المستقبلية التي هي الحاجة الأساسية للمستثمريين الحاليين والمتوقعين والدائنين؛
- تُخفف إلى حد كبير من حدة تباين المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية؛
- تُوفر صورة أكثر شفافية للوضع المالي للمنظمة، وما يرافقها من تأثيرات على سلوك مستخدمي البيانات المالية وسلوك الأسواق المالية. [2]
- تحديد القيمة الاقتصادية للأصول؛
- الإعتراف بالآثار المترتبة عن الأحداث الاقتصادية عند وقوعها؛
- تقدير القيمة الاقتصادية للوضع المالي للشركة؛[3]
- تُعد أكثر ملائمة لاتخاذ القرارات وإجراء التحليلات المالية؛

1- حنان حلوة رضوان، **بدائل القياس المحاسبي المعاصر** ، الطبعة الأولى، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، 2003، ص 157-159.

2- صافي فلوح، عيسى هاشم حسن، **محاسبة القيمة العادلة في شركات التامين-دراسة تطبيقية** ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد1، 2011، سوريا، ص133.

3- حنان حلوة رضوان، وآخرون، **أسس المحاسبة المالية**، دار ومكتبة حامد، عمان-الاردن، 2004، ص32.

– تُساعد في إجراء المقارنات بين المنشآت المتشابهة التي تستخدم القيمة العادلة؛

– تُزود المستثمرين بوعي ونظرة تنبؤية مستقبلية لقيمة المؤسسة؛[1]

أما عيوب استحدام القيمة العادلة تتمثل في:[2]

– تحمل مصاريف إضافية تؤدي إلى رفع التكلفة، للقيام بالتقديرات والتقييمات المترتبة على إتباع مفهوم القيمة العادلة إذا لم يتوفر سوق لبعض البنود سيتطلب بذل جهود كبيرة، مما قد لا يعود على المؤسسة بعائد يتناسب مع التكلفة الإضافية؛

– للقيام بالمهمات المطلوبة وفق متطلبات مفهوم القيمة العادلة تتطلب فترة زمنية أطول لجمع البيانات وإعداد القوائم المالية، مما قد يؤدي إلى تأخير إعداد هذه القوائم وما يترتب ذلك من عدم استيفاء لبعض المتطلبات الإفصاح، أو الإشتراطات المطلوبة من الجهات الرسمية والقانونية، وتأخير وصول معلومات إلى مستخدمي البيانات المالية؛

– القيمة العادلة هي البديل لمبدأ التكلفة التاريخية، وعليه ساهمت بالتالي في زيادة البدائل وتنوع الحلول بدلاً من الإعتماد على مفهوم واحد يُساعد على التوحيد.

2– الأثار المترتبة من استخدام القيمة العادلة:

2–1 أثار القيمة العادلة على المؤسسة : تتمثل هذه الآثار في دقة الأرقام الحسابية، ملائمة المعلومات للقرارات، المعلومات الداخلية، وقرارات الإدارة، وهي كما يلي:[3]

❖ **دقة الأرقام الحسابية:** إن المستوى الأول لمدخلات القياس عبارة عن مدخلات مباشرة يُمكن مشاهدتها في سوق نشطة، وبالتالي ينتج عنها درجة أعلى من دقة القياس لأن كل من المحاسب ومستخدم المعلومات المحاسبية يُشاهد الأسعار السوقية للأصل أو الالتزام في تاريخ القياس، أما دقة المستوى الثاني من القياس فإنها تتوقف على دقة النموذج المستخدم في تحويل مدخلات قابلة للمشاهدة إلى قيمة عادلة (مثل أسعار الفائدة)، وأخيراً فإن القيمة العادلة المحسوبة على أساس المستوى الثالث سوف تكون اقل دقة من المستوى الأول والمستوى الثاني لأنه لا القيمة العادلة قابلة للمشاهدة ولا مدخلات نموذج القيمة العادلة قابلة للمشاهدة، وإنما تعتمد القيمة في المستوى الثالث على افتراضات معينة تعدها الإدارة، وبالتالي سوف تكون أكثر حساسية للتغير في هذه الافتراضات.

1– جميل حسن النجار، **اثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على موثوقية وملائمة معلومات القوائم المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينية**، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 9، العدد3، 2013، ص469.

2– هوام جمعة، حديدي آدم، **أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية** ، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ICIEF حول: « النمو والعدالة والاستقرار: من منظور إسلامي»، 11/09 سبتمبر 2013، إسطنبول–تركيا، ص40–41.

3– كمال احمد يوسف، كفاح صلاح إبراهيم، **اثر محاسبة القيمة العادلة على المحاسبة الإبداعية"دراسة ميدانية"**، مجلة الدراسات العليا، جامعة النيلين، مجلد5، عدد20، ص33–34. (للمزيد انظر: علي محمد علي الصياد، **اثر تطبيق القيمة العادلة على جودة التقرير المالي وعلى أسعار الأسهم في البورصة المصرية**، المجلة العلمية –التجارة والتمويل، المجلد 2، العدد 4، 2013، ص92–93.)

❖ **ملائمة معلومات القيمة العادلة:** إن ملائمة المعلومات المحاسبية لاتخاذ القرارات هي المبرر الأساسي الذي يتمسك به مؤيدو القيمة العادلة كأساس لإعداد القوائم المالية، ويقصد هنا أن يكون للمعلومات المحاسبية تأثير على قرارات المستخدمين بحيث يغير المستخدمون قراراتهم أو يعدلوها عند استلامهم هذه المعلومات والمتطلب الأساسي لتحقيق الملائمة هو أن يقيس المحاسب الخصائص المطلوبة في الأصل أو الالتزام (الأسعار الجارية لها) شرط أن ينطوي هذا القياس على اقل درجة ممكنة من الأخطاء.

ولكن الأسعار السوقية للأصول المالية قد تفقد ملائمتها لسببين، السبب الأول أن تقلب الأسعار السوقية من فترة لأخرى حسب درجة نشاط السوق والظروف الاقتصادية السائدة وتسجيل فروق القيمة العادلة في قائمة الدخل يترتب عليه تقلب صافي الربح من فترة لأخرى، الأمر الذي يُفقد رقم الأرباح قدرته التنبؤية التي تعتبر هامة لاتخاذ القرارات الاستثمارية، والسبب الثاني أن الأسعار السوقية في أوقات الأزمات ترتبط أكثر بدرجة سيولة السوق أكثر من ارتباطها بالخدمات المستقبلية للأصل.

2-2 أثر القيمة العادلة على الاقتصاد الوطني: تعكس القيمة العادلة تقديرات الأسواق للأوضاع الاقتصادية السائدة، تماماً كما تعكس التغيرات في القيمة العادلة الآثار الناجمة عن التغيرات الاقتصادية عند حدوثها، ذلك لأن القيمة العادلة تُحدد عادة في سوق مفتوح ومنافس يعكس الحقائق الاقتصادية، في حين أن الكلفة التاريخية لا تعكس سوى الأوضاع الاقتصادية عند الاقتناء ولا تعكس التغيرات في القيمة العادلة إلا عند تحقيقها.

ويمكن تحديد الجوانب الاقتصادية التالية التي تتأثر بشكل أو بآخر من إتباع محاسبة القيمة العادلة وهي: [1]

❖ **الحسابات القومية:** تُعتبر أرباح الشركات والمؤسسات بُنداً مُهماً في حسابات الدخل القومي وتؤثر على الزيادة في مجموع الدخل القومي من سنة إلى أخرى، فالأرباح بدون تطبيق محاسبة القيمة العادلة تعتمد على مفهوم أن الإيرادات من الموجودات المالية والاستثمارات العقارية والموجودات الزراعية تتحقق عند بيعها، أما في ظل محاسبة القيمة العادلة المتبعة فإن الأرباح تتحقق عند حدوثها.

إن التغيير في القيمة العادلة للموجودات المالية المتوفرة للبيع سيزيد أو ينقص من قيمة الدخل القومي حسب الحالة مما قد تؤثر على النسبة السنوية لنمو الاقتصاد أو تراجعه.

وهذا دليل على مدى تأثير محاسبة القيمة العادلة على الحسابات القومية ومعدلات النمو الاقتصادي.

❖ **الاعتراف بالحقائق الاقتصادية وإظهارها:** فيما يلي البنود الهامة التي تمسها محاسبة القيمة العادلة:

-**الموجودات المالية:** وتشمل هذه الموجودات الأسهم في الشركات والسندات المالية وغيرها فبدون تطبيق محاسبة القيمة العادلة تظهر بسعر الكلفة التاريخية أو السوق أيهما اقل، وبالرغم من قابليتها للتداول، إلا أنها

1- نعيم سابا الخوري، **القيمة العادلة والإبلاغ المالي**، ملتقى جمعية المحاسبين القانونيين، المركز الثقافي العربي، دمشق- سوريا، 2007/07/21، ص15- 19.

تُصنف استثمارات طويلة الأجل واستثمارات قصيرة الأجل، ولذلك محاسبة التكلفة التاريخية لا تعكس التغيير الاقتصادي في قيمتها خلال السنوات اللاحقة لتاريخ اقتناءها، والأدهى من ذلك أن الهدف من شرائها لم يكن محدداً وفقاً لنية الشركة وقدراتها المالية، وهي حقائق اقتصادية أغفلتها الممارسات المحاسبية في السابق قبل أن يتم إدخال محاسبة القيمة العادلة.

-**الاستثمارات العقارية** : في ظل إتباع طريقة الكلفة فـإن الاستثمارات العقارية تظهر بكلفتها التاريخية بعد الاستهلاك، دون اخذ الزيادة أو النقص في قيمة الاستثمارات العقارية بسبب الأحداث الاقتصادية في بيان الدخل، أما بموجب طريقة القيمة العادلة ف إنه يتم الاعتراف بالأحداث الاقتصادية وإظهار الاستثمارات العقارية بموجب قيمتها العادلة واخذ الفائض أو النقص ضمن نتائج الأعمال، مما يعكس الحقائق الاقتصادية لهذا الاستثمارات.

-**الموجودات الزراعية البيولوجية والمحصول الزراعي** : بموجب محاسبة القيمة العادلة يتم إظهار الموجودات الزراعية البيولوجية وفقاً لقيمتها العادلة وعلى هذا الأساس نفسه يتم إظهار المحاصيل الزراعية أيضا ، ويتم الاعتراف بالفرق بين القيمة العادلة وكلفة البيع في بيان الدخل، وبذلك تعكس محاسبة القيمة العادلة الحقائق الاقتصادية للنشاط الزراعي.

الاعتراف بالمخاطر الاقتصادية: عنيت لأول مرة المعايير المحاسبية الجديدة المتعلقة بالقيمة العادلة للأدوات المالية بموضوع المخاطر المالية وإدارتها، فلم تعد المحاسبة تقتصر على تسجيل وتبويب وعرض المعلومات المالية، بل أصبحت المحاسبة أداة لتقييم المخاطر وإدارتها، بحيث أن أي حدث اقتصادي ناجم عن قرار استثماري في الشركة يأخذ في الإعتبار المخاطر المالية لهذا القرار، وليس فقط مجرد عكس هذا الحدث الاقتصادي في الحسابات.

مما تقدم نلاحظ أن محاسبة القيمة العادلة لا تتناول فقط تسجيل اقتناء الموجودات بل تبحث في أبعد من ذلك، وهي المخاطر المالية الناجمة عن الاحتفاظ بها، وهي مخاطر اقتصادية ناشئة عن التقلبات في القيمة السوقية، وفي أسعار الفوائد، وفي أسعار العملات الأجنبية وفي مقدرة المدينين على الدفع، وتركزات الديون، ومقدرة الشركة على تسديد التزاماتها الجارية، وهذه المخاطر ذات جذور اقتصادية بحته.[1]

❖ **تعزيز الأسواق المالية:** إن إعداد البيانات المالية وفقاً لمحاسبة القيمة العادلة تحقق منفعة رئيسية للمستثمرين، لتقدير استثماراتهم واستنباط توقعاتهم المستقبلية، واتخاذ قراراتهم الاقتصادية المناسبة ، ومن جهة أخرى فـإن المستثمرين يتطلعون إلى المعلومات المالية من منظور استثماري عالمي واسع ولهذا السبب كان من المهم استخدام معايير محاسبية متعارف عليها دولياً في إعدادها، وحيث أن الأسواق المالية تعتبر آلية هامة في تطوير الاقتصاد الوطني ، فإنه يمكن الوقوف على أهمية العلاقات المتداخلة بين محاسبة القيمة العادلة والأسواق المالية.

1 - نعيم سابا الخوري، **مرجع سبق ذكره**، ص 18.

❖ **تدعيم الشفافية في الاقتصاد:** تُحدد معايير محاسبة القيمة العادلة متطلبات ضرورية للإفصاح والعرض للمعلومات المالية، تماماً كما تضع متطلبات محددة للاعتراف والقياس للمعلومات المالية.

وتعتبر الشفافية عنصراً هاماً من عناصر الحاكمية المؤسسية كما تستجيب لحق الجمهور في الاطلاع والمعرفة عن المعلومات العامة.

إن البيانات المالية للوحدات الاقتصادية هي وسائل هامة لتوصيل المعلومات المالية إلى جميع أنحاء القطاعات الاقتصادية سواء لأغراض الاقتصاد الكلي أو الاقتصاد الجزئي ، ويُمكن دراسة ومعالجة عدد من الظواهر والمشاكل الاقتصادية من خلالها ، ولذلك يجب أن تتضمن البيانات المالية معلومات كاملة ودقيقة يركن إليها وتقدم في أوقاتها.

ومن هنا فـإن الشفافية والاقتصاد متلازمان، فبدون الشفافية ي نشر الفساد والتلاعب وتمنع المساءلة، وبدون الحصول على معلومات مناسبة لا يمكن دراسة اتجاهات الاقتصاد وإجراء الإصلاحات الاقتصادية، ولذلك فإن متطلبات الإفصاح في محاسبة القيمة العادلة تلعب دوراً مهماً في دراسة الاقتصاد والوقوف على اتجاهاته.

المطلب الثالث: مشاكل ومعوقات تطبيق القيمة العادلة

نظراً لتباين الأنظمة المحاسبية والسياسات والقوانين التشريعية من بلد لأخر وأيضاً الطرق المختلفة لمحاسبة الشركات، تواجه المؤسسة مشاكل عدة ومعوقات في استخدام تطبيق القيمة العادلة ومن بين المشاكل مايلي:[1]

❖ تكمن المشكلة الأساسية في تقديرات القيمة العادلة في مدى موثوقيتها أي مدى وجود أدلة إثبات بشكل يُساعد في تسجيلها في الدفاتر وتدقيقها، حيث يكتنف تقدير القيمة العادلة قدر كبير من الإجتهاد والحكم الشخصي وإتباع أسس قياس متباينة، حيث تتعدد طرق وأساليب تقدير القيمة العادلة للأصول والالتزامات المالية، الأمر الذي يجعل البيانات المالية أكثر تقلباً مما هو في الحقيقة في ظل عدم وجود سوق نشط.

❖ من أهم السلبيات التكلفة الكبيرة التي ستقع على كاهل الشركة لتطبيق القيمة العادلة، حيث أن نظام الشركة المحاسبي قد صُمِمَ للتعامل مع مدخلات النظام وفقاً للتكلفة التاريخية، ولتمكينه من التعامل معها وفقاً للقيمة العادلة يَتحتم على إدارة الشركة إعادة برمجة نظامها.

❖ الضعف النسبي في الكوادر البشرية المؤهلة لفهم وتطبيق المفاهيم الواردة في المعايير المحاسبية بشكل سليم؛

1 - دهمش نعيم وعفاف أبو زر، **موثوقية وملائمة القيمة العادلة وإمكانية تطبيقها** ، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي المهني السابع لجمعية المحاسبين القانونيين الأردنية، 12-14 سبتمبر 2006، الأردن، ص 31.

- ❖ قد يؤدي اعتماد أساس القيمة العادلة في إعدادا القوائم المالية إلى فتح مجال كبير للتلاعب بما يخدم مصالح الإدارة؛
- ❖ من بين أهم المشاكل في تطبيق القيمة العادلة في القياس والاعتراف والإفصاح هو أن تصنيف الأدوات المالية ضمن المجموعات التي ينص عليها أي المعيار هي تصنيف لا تحكمه قيود محددة سوى توجهات الإدارة نفسها فيما يتعلق بالغاية التي تستخدم تلك الأدوات لأجلها، وبالتالي فإن ذلك يعطي الإدارة مجالاً جيداً للتلاعب والتضليل إن أرادت ذلك، كأن تصنف بعض الأدوات المالية ضمن الأدوات المحتفظ بها إلى حين الإستحقاق وذلك لإظهارها بقيمة التكلفة، علماً أن نية الإدارة تكون مبيته بالاحتفاظ بها لغايات المتاجرة، وبالتالي تستطيع إبعادها عن القيمة العادلة واستخدامها لغايات التحوط ضد مخاطر مستقبلية.[1]
- ❖ إن القيمة العادلة هي خطوة غير عادية وتخرج عن المفاهيم المحاسبية التقليدية؛
- ❖ إن الإيرادات تتحقق من استمرارية الوحدة الاقتصادية عبر الزمن وليس من تقلبات أسعار قصيرة جداً؛
- ❖ إن محاسبة القيمة العادلة معقدة وذات طرق مختلفة منها ما يتعلق برغبة الوحدة الاقتصادية في الاحتفاظ بالاستثمارات ومنها ما يتعلق بموضوع تقدير القيمة العادلة نفسها، فضلاً على أن ذلك يتعارض مع مبدأ الثبات في المحاسبة أو عدم الإتساق في المعالجة المحاسبية.
- ❖ ليس هناك سبباً موضوعياً لإظهار الإستثمارات التي لا توجد لها أسعار سوقية بكلفتها التاريخية.
- ❖ في محيط عدم التأكد ومثال على ذلك الأزمة المالية الأخيرة التي ظهرت في فيفري 2007 والذي يتميز بتقلبات عنيفة من خلال ارتفاع وانخفاض الأسعار، فإن ذلك يؤدي إلى تغيرات في الميزانية وجدول حسابات النتائج الخاصة بالمؤسسات، دون أن يقابلها نشاط اقتصادي، وبالتالي يؤثر ذلك على تقييم المؤسسة والحكم على نجاعتها.[2]

كما يواجه تطبيق القيمة العادلة العديد من العوائق والصعوبات تتعلق بالبيئة المحاسبية والمالية الجزائرية نلخصها في النقاط التالية:

- **صعوبة تحديد القيمة العادلة للأصول الثابتة المادية:** إن تحديد هذه القيمة يتم في ظل المنافسة العادية وحيازة البائع والمشتري على المعلومات الكافية، وهذا ما لا يتطابق مع حال بعض أسواق الأصول الثابتة المادية في الجزائر مثل سوق العقارات الذي يعمل في ظل منافسة احتكارية يتحكم البائع للعقارات في قيمها السوقية.
- **غياب سوق مالي في الجزائر يتميز بالكفاءة:** إن التطور المحاسبي الدولي كان نتيجة لعولمة الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة، مما يجعل تقييم الأسهم والسندات ومشتقاتها وفقاً لطريقة القيمة العادلة مُمكنا،

1- دهمش نعيم وعفاف أبو زر، **مرجع سبق ذكره**، ص 31.

2- محمد سفير، جمال مدات، **القيمة العادلة حتمية التطبيق وإشكالية التحديد** ، مجلة معارف، قسم 1، العدد 13، ديسمبر 2012، ص 166.

وهو ما لا يتحقق في حالة بورصة الجزائر، الأمر الذي يؤكد ضرورة ربط اعتماد النظام المحاسبي المالي بإجراء إصلاح جاد وعميق على النظام المالي للجزائر.

- **غياب نظام معلومات للاقتصاد الوطني:** إن تطبيق التقييم وفق القيمة العادلة يفضل توفر معلومات كافية عن الأسعار الحالية للأصول الثابتة والمتداولة، إلا أن الواقع العملي الاقتصادي في الجزائر يبين وجود تضارب في المعلومات المنشورة حول الاقتصاد وعدم تمتعها بالمصداقية والشفافية ناهيك عن عدم توفرها أحيانا.[1]

- **غياب نص قانوني ينظم عملية تطبيق القيمة العادلة:** يفترض من الناحية العلمية إصدار نص جبائي يسمح بالتقييم على أساس القيمة العادلة، إلا أنه لحد الأن هناك بعض التحفظ من طرف الإدارة الجبائية حول هذا العنصر وربما يرجع هذا الأمر حسب رأيهم كونها تهدد بتقليص الإيرادات الضريبية بشكل كبير، وعليه فهي لا تعترف بطريقة حساب الاهتلاكات بغير الطريقة المقررة لها، خاصة فيما يتعلق بالأصول المالية. [2]

- **عدم جاهزية المؤسسات الجزائرية:** رغم التطمينات الصادرة من الحكومة لمختلف الشركاء بخصوص إيجابيات تطبيق النظام المحاسبي، إلا أن المختصين والخبراء في المحاسبة والمالية وجهوا انتقادات حادة للقانون والحكومة على السواء على اعتبار أن الاقتصاد الجزائري غير جاهز لتطبيق النظام المحاسبي والمالي الجديد، ولاسيما محاسبة القيمة العادلة في المؤسسات الجزائرية وقال خبراء في المالية والمحاسبة في تصريح هام أن الحكومة تسرعت في تطبيق النظام الجديد الذي دخل حيز التنفيذ سنة 2010 بدون تحضير المناخ المناسب لتطبيق هذا النظام المعقد الذي تطلب تطبيقه 5 سنوات كاملة داخل الاتحاد الأوروبي بداية 2007 بعد سنة 2002، على الرغم من الإمكانات الضخمة والخبرات التي يتوفر عليها الاتحاد الأوروبي المنظم والمهيكل بشكل سليم وقوي بالمقارنة مع الوضع الصعب الذي تعيشه المؤسسة الجزائرية والتي لا تزال غير قادرة على نشر محاسبتها بشكل دقيق وبشكل شفاف وخاصة عندما يتعلق الأمر الإفصاح والقياس،

1- تيقاوي العربي، **النظام المحاسبي الجزائري الجديد بين متطلبات التوافق مع المعايير الدولية للمحاسبة وتحديات التطبيق مع البيئة الجزائرية** ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر، ص17-18.

2- محمد زرقون وفارس بن يدير، **واقع تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية** ، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية- عدد 04 جوان 2016، ص 7. للمزيد راجع: براق محمد، بوسبعين تسعديت، **تطبيق النظام المحاسبي المالي ومتطلبات تكييف النظام الجبائي الحالي** ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر.

& محمد زرقون، نور الدين بعيليش، **المشكلات الضريبية لتطبيقات القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية وعلى ضوء معايير المحاسبة الدولية**، مداخلة ضمن المؤتمر الاكاديمي والمهني السنوي الخامس "المحاسبة في مواجهة التغيرات الاقتصادية والسياسة المعاصرة"، 2014/09/27، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر.

إضافة إلى ذلك فإن عديد من الهيئات الهامة والفاعلة في المحاسبة لم يتم استشارتها خلال تحضير النظام الجديد ومنها مصالح الضرائب والمحاسبة التي عليها دور كبير في إنجاح تطبيق النظام المحاسبي المالي.

- **تحفظ المؤسسات في تقديم المعلومات:** تتطلب المعايير الدولية للمحاسبة والمعلومة المالية مستوى عالي من الإفصاح والشفافية في نشر المعلومات، بحيث أن أي معلومة ضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار يجب الإفصاح عنها في القوائم المالي، بينما غالبية المؤسسات الجزائرية اعتادت على السرية والتحفظ والحساسية من نشر المعلومات.

- **ضعف التأطير والتكوين:** لقد برز أن هناك نقص في التكوين والتأطير بموضوع المعايير الدولية للمحاسبة بالجزائر بشكل واضح، خاصة في ظل عدم وجود برنامج مدروس ومسطر في هذا الإطار باستثناء بعض الجهود من طرف بعض الهيئات والمنظمات المهنية الحكومية وغير الحكومية والتي تنظم أيام دراسية وندوات، كل هذه المحاولات هي في الحقيقة تبقى غير كافية، نظراً للزخم الكبير من التغيرات التي جاء بها النظام المحاسبي المالي على عدة مستويات في المحاسبة، وعليه في هذه المرحلة خاصة يجب على السلطات الجزائرية التركيز كذلك على العمل القاعدي بالاهتمام بفئة الطلبة وتكييف المناهج الدراسية في المحاسبة وفق هذا النظام، وكذلك الاهتمام بتكوين المتربصين لنيل شهادة الخبرة المحاسبية في هذا الموضوع وأن تأخذ المؤسسات الجزائرية كل التدابير الممكنة من أجل التوجه نحو تطبيق متطلبات معايير المحاسبة والمعايير المتعلقة بمحاسبة القيمة العادلة.

- **التعود على الممارسة المحاسبية في ظل المخطط المحاسبي الوطني:** صعوبة تغيير العادات والأعراف المحاسبية في ظل المخطط المحاسبي الوطني والذي دام التعامل به أكثر من 33 سنة، والتي قد تحتاج إلى وقت طويل لذلك، ونظراً للزخم الكبير من التغيرات التي حدثت على مستوى المبادئ المحاسبية وطرق التقييم والمعالجات المحاسبية فهذا الأمر يتطلب إلى مدة تحضيرية طويلة وتكوين شامل وعلى كل المستويات.

- **عدم مراعات المعايير الدولية لخصوصية الدول النامية:** تُهيمن الدول المتقدمة على مجلس المعايير الدولية للمحاسبة، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، حيث تلعبان دوراً كبيراً في تحديد سياسات المجلس، من خلال تقارب معايير المجلس مع المعايير البريطانية والأمريكية والمستمدة من نموذج التوحيد الاتقلوسكسوني، وهو ما يظهر التأثير البارز لهذين البلدين على معايير المجلس، ويجعل من هذا الأخير في غالب الأحيان يصدر معايير محاسبية وفق البيئة الاقتصادية لهما، وبالتالي فالمجلس لا يأخذ بعين الاعتبار خصوصية اقتصاديات الدول النامية ومن بينها الجزائر عند إصدارها للمعايير المحاسبية.[1]

1- هواري معراج، حديدي ادم، **إشكالية تطبيق القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح في القوائم المالية للبنوك التجارية الجزائرية**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة ، يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر، ص 23-24.

المبحث الثالث: القيمة العادلة وفق المفاهيم المحاسبية الدولية، الجزائرية والسعودية

نحاول من خلال هذا المبحث تقديم عرض لمختلف معايير المحاسبة الدولية التي تُوجب تطبيق القيمة العادلة في القياس المحاسبي، وأيضاً التطرق إلى طرق القياس وفق النظام المحاسبي المالي الجزائري والمفاهيم المحاسبة السعودية، مع إبراز نقاط الاختلاف بينها وبين المعايير الدولية.

المطلب الأول: القياس المحاسبي وفق المعايير المحاسبية الدولية

توجد العديد من المعايير المحاسبية المُوجبة للقياس وفق القيمة العادلة ومن أهمها مايلي:

❖ **المعيار المحاسبي الدولي رقم (16) "الخاص بالممتلكات والمعدات":**

نصت الفقرة 24 من المعيار أنه تقاس تكلفة هذا البند من بنود العقارات والآلات والمعدات بالقيمة العادلة ما لم تفتقر معاملة المبادلة إلى الجوهر التجاري، أو يكن من غير الممكن قياس القيمة العادلة لأي من الأصل المستلم أو الأصل المتنازل عنه بطريقة يمكن الاعتماد عليها، ويقاس البّند الذي تم اقتناؤه بهذه الطريقة حتى إذا لم تستطع المنشاة أن تلغي إثبات الأصل المتنازل عنه في الحال، وإذا لم يقاس البند الذي تم اقتناؤه بالقيمة العادلة، فإن تكلفته تقاس بالمبلغ الدفتري للأصل المتنازل عنه.[1]

❖ **المعيار المحاسبي الدولي رقم (32) "الأدوات المالية: العرض":**

الهدف من هذا المعيار هو وضع المبادئ لعرض الأدوات المالية على أنها التزامات أو حقوق ملكية ومقاصة بين الأصول المالية والالتزامات المالية، وهو ينطبق على تصنيف الأدوات المالية، من منظور المُصدر، على أنها أصول مالية، والتزامات مالية وأدوات حقوق الملكية، وعلى تصنيف الفائدة أو عوائد وتكاليف التمويل، وتوزيعات الأرباح، والخسائر والمكاسب ذات العلاقة، وعلى الحالات التي يجب فيها المقاصة بين الأصول المالية والالتزامات المالية.[2]

وفقاً لهذا المعيار يجب على المنش أة أن تفصح عن معلومات عن القيمة العادلة لكل مجموعة من المجموعات الموجودات والمطلوبات المالية ويمكن ايجاز ذلك في النقاط التالية:[3]

– في حالة ما إذا كانت الأداة المالية يتم تداولها في سوق نشط، فإن سعرها السوقي يمثل الأساس المناسب للقيمة العادلة، حيث أن سعر السوق المناسب هو:

- سعر العرض الحالي: لأصل محتفظ به او الالتزام سيتم إصداره.
- السعر المعروض (سعر الطلب): لأصل سيتم امتلاكه أو الالتزام محتفظ به.

1– مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي رقم 16: العقارات والآلات و المعدات**، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص 5.

2– مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي 32: "الادوات المالية : العرض"**، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص 01.

3– رضا إبراهيم صالح، **أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية**، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، المجلد 46، العدد 02، جويلية 2009، ص 26.

- سعر أخر عملية: في حالة عدم توفر المعلومات عن الأسعار الحالية بشرط عدم حدوث تغير كبير في الظروف الاقتصادية بين تاريخ أخر عملية وتاريخ تقديم التقرير (تاريخ التقييم).
- أسعار السوق الوسيطة: إذا كان لدى المشروع مراكز أصول والتزامات متقابلة.

– إذا كانت الأداة المالية متداولة في سوق غير نشط أو غير منظم بشكل جيد، أو كان حجم التداول قليل نسبة إلى عدد الوحدات من الأداة المالية المراد تقييمها أو في حالة عدم وجود سعر سوق معروض، فيمكن اللجوء إلى وسائل تقدير لتحديد القيمة العادلة بموثوقية كافية.

– إذا كانت الأداة غير متداولة في سوق مالي منظم، فإنه يفضل عدم تحديد مبلغ معين لقياس القيمة العادلة، وإنما تحديد مدى معين يعتقد وبشكل معقول أن تقع القيمة العادلة ضمنه.

– عند عدم القدرة على تحديد القيمة العادلة بموثوقية كافية لأي سبب فإنه يتم تزويد مستخدمي البيانات المالية بمعلومات حول الخصائص الأساسية للأداة المالية المراد تقييمها، بما في ذلك الشروط والاحكام ذات الأهمية التي قد توثر على مبلغ التدفقات النقدية المستقبلية ودرجة التيقن منها، وذلك لمساعدتهم على عمل تقديراتهم الخاصة لتحديد القيمة العادلة.

❖ **المعيار المحاسبي الدولي رقم (36) "انخفاض قيمة الموجودات":**

وفقاً لهذا المعيار يجب الاعتراف بخسارة انخفاض القيمة في قائمة الدخل عندما يتجاوز المبلغ الم جمل للأصل المبلغ القابل للاسترداد، وفي المقابل فإذا ماتوفرت دلالات على أن خسائر الانخفاض في القيمة التي سبق الاعتراف بها في سنوات سابقة لم تعد توجد أو حدث عليها انخفاض فيجب إعادة تقدير المبلغ القابل للاسترداد، ويتم الاعتراف بعكس انخفاض القيمة كدخل في قائمة الدخل بشرط أن لايزيد المبلغ المرحل المعدل للأصل عن المبلغ الذي سبق الاعتراف كخسائر انخفاض في القيمة للأصل نفسه.[1]

❖ **المعيار المحاسبي الدولي رقم (38) "الموجودات غير الملموسة":**

يهدف هذا المعيار إلى تحديد المعالجة المحاسبية للأصول غير الملموسة التي لا يتم التعامل معها – على وجه التحديد– في معيار أخر، ويتطلب هذا المعيار من المنشأة أن تثبت أصلا غير ملموسا عندما/ وعندما فقط تستوفى ضوابط محددة، [2] ووفقا لهذا المعيار إذا تم اقتناء أصل غير ملموس مقابل أصل أخر فيتم قياس الأصل المقتنى بقيمته العادلة بشرط توافر سوق نشطة لتقييم تلك الأصول، كما قد يوفر سعر

1– مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي رقم 36: الهبوط في قيمة الأصول**، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص3–4.

2– مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي رقم 38: الأصول غير الملموسة**، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ص 1.

أَحدث عملية مماثلة أساساً يُمكن بناء عليه تقدير القيمة العادلة، بشرط عدم حدوث تغيير هام في الظروف الاقتصادية بين تاريخ العملية وتاريخ الأصل.[1]

أما عند القياس اللاحق للاعتراف المبدئي بهذه الأصول غير الملموسة، فإن تحديد القيمة العادلة عند استخدام أسلوب إعادة التقييم لايتم إلا بموجب السعر السوقي في سوق نشط، فإذا لم يعد ممكنا تحديد القيمة السوقية في فترات لاحقة فتكون القيمة العادلة هي السعر السوقي المحدد في اخر عملية إعادة التقييم، مطروحاً منه أي إطفاء متراكم أوخسائر لانخفاض القيمة لاحقة لتاريخ إعادة التقييم المعتمد.[2]

❖ **معيار الإبلاغ المالي رقم (9) "تصنيف وقياس الأصول المالية":**

يُعد هذا المعيار نقطة تحول هامة في الفكر المحاسبي الذي يتجه أكثر نحو مفهوم القيمة العادلة كأساس للقياس والاثبات المحاسبي، وذلك بهدف تعزيز خاصية الملائمة للمعلومات المحاسبية المعروضة في التقارير المالية، وقد صدر هذا المعيار في شهر نوفمبر 2009 وأصبح ساري المفعول مع مطلع العام 2013، وقد جاء هذا المعيار ليحل محل معيار المحاسبة الدولي رقم (39) الخاص بالأدوات المالية الاعتراف والقياس.

ووفقا لمعيار الإبلاغ المالي رقم (9) يتم قياس الأصول المالية بشكل أولي بالقيمة العادلة المضافة في حال عدم تصنيفها بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة أو تكلفة العمليات، أما في حالة التقييم اللاحق للأدوات المالية الذي يتم في نهاية كل فترة مالية، فإنه يتم تقسيم الأصول المالية إلى تصنيفين رئيسين:

- أصول تُقاس بالتكلفة المطفأة: وهي القيمة الصافية بعد الخصم، وتستخدم طريقة التكلفة المطفأة لقياس أدوات الدين ضمن حالات معينة حددها المعيار، ومادون ذلك فيتم قياس أدوات الدين بالقيمة العادلة من خلال الاعتراف بالتغيرات في القيمة العادلة في الأرباح والخسائر.
- أصول تقاس بالقيمة العادلة، حيث تقاس باقي الأدوات المالية (الملكية، والمشتقات، والدين) بالقيمة العادلة ويتم الاعتراف بالتغيرات في القيمة العادلة في الأرباح والخسائر السنوية ومن ثم فإن تطبيق هذا المعيار لا يتطلب تصنيف الأدوات المالية متاحة للبيع أو محتفظ بها لتاريخ الاستحقاق كما كان يطبق وفقاً لمعيار المحاسبة الدولي رقم (39).[3]

1- جميل حسن النجار، **أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على موثوقية و ملاءمة معلومات القوائم المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة الفلسطينية – دراسة تطبيقية من وجهة نظر مدققي الحسابات و المديرين الماليين**- ، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 9، العدد 3، 2013، ص 470.

2- جمال علي عطية الطرايرة، **التوجه الحديث للفكر المحاسبي لمفهوم القيمة العادلة واثره على الإبلاغ المالي للقوائم المالية للبنوك العاملة في الأردن**، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2005، ص 97.

3- جميل حسن النجار، **مرجع سبق ذكره**، ص 471.

بعد التطرق الى جُملة من المعايير المحاسبية لتطبيق القيمة العادلة نحاول التطرق باختصار الى متطلبات الاعتراف والإفصاح بالقيمة العادلة وفقاً لمعايير الإبلاغ المالي IFRS والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (01-01) متطلبات الاعتراف والإفصاح بالقيمة العادلة وفقا لمعايير الإبلاغ المالي IFRS

رقم المعيار	البيان	متطلبات الاعتراف والإفصاح بالقيمة العادلة
02	الدفعات المرتكزة على الأسهم	– يتم قياس جميع العملیات التي يتم تسويتها من خلال حقوق الملكية بالقيمة العادلة للسلع أو الخدمات المستلمة بتاريخ الشراء، إذا تعذر تحديد القيمة العادلة لتلك السلع والخدمات من خلال القيمة العادلة للأسهم التي تم منحها بتاريخ الشراء وهو ما يسمي نموذج تاريخ التسوية أو العملية؛ – يتطلب هذا المعيار إفصاحات مختلفة تندرج ضمن مجموعة من النقاط ومن بينها الإفصاح عن المعلومات تُمكن مستخدمي القوائم المالية من كيفية تحديد القيمة العادلة للسلع والخدمات المستلمة عند شراء البضاعة أو الحصول على خدمات مقابل أسهم، أو القيمة العادلة لأدوات حقوق الملكية التي منحت خلال الفترة.
03	اندماج الأعمال	يجب على المؤسسة الدامجة (المشترية) أن تقيس تكلفة اندماج الأعمال من خلال مجموع القيم العادلة بتاريخ التبادل للأصول المعطاة– نقدية مدفوعة أو أي أصول أخرى– والالتزامات التي تم تحملها، وأدوات حقوق الملكية التي يمكن أن يصدرها الطرف الدامج مضافاً إليها أي تكاليف مباشرة أخرى تعزي لعملية التملك (المصاريف القانونية، أتعاب المحاسبين...الخ) – يتم الاعتراف بالأصول والالتزامات المحتملة الممتلكة من قبل المؤسسة المشترية بالقيمة العادلة في تاريخ الاقتناء وبنسبة 100%. – يجب تخصيص تكلفة الشراء على الأصول والالتزامات الممتلكة بالقيمة العادلة لكافة الأصول والالتزامات، عدا الأصول المصنفة كالأصول غير متداولة محتفظ بها للبيع بموجب معيار الإبلاغ المالي رقم 05 والتي يجب قياسها (القيمة العادلة ناقصا تكاليف البيع المقدرة).
05	الأصول غير المتداولة المحتفظ بها	– يتم قياس الأصول غير المتداولة والمصنفة كمحتفظ بها للبيع بالقيمة الدفترية (المرحلة) أو صافي القيمة العادلة التي تمثل (القيمة العادلة ناقص تكاليف البيع) أيهما اقل.

	للبيع والعمليات المتوقفة	
07	الأدوات المالية: الافصاحات	– الإفصاح عن فئات الأصول والمطلوبات المالية في الميزانية: * الأصول المالية بالقيمة العادلة من خلال الأرباح والخسائر مع بيان الجزء المحتفظ به (المخصص) بالقيمة العادلة وكذلك المصنفة كأصول مالية محتفظ بها للمتاجرة وفق المعيار رقم 39. * المطلوبات المالية بالقيمة العادلة من خلال الأرباح والخسائر مع تصنيفها إلى مطلوبات مخصصة بالقيمة العادلة والثاني كجزء المصنف كمطلوبات محتفظ بها للمتاجرة.
09	الأدوات المالية	– الاعتراف بالأصول في قائمة المركز المالي: *الأصول المالية بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة؛ * الأصول المالية بالقيمة العادلة من خلال الدخل الشامل الآخر.
13	قياس القيمة العادلة	– الإفصاح عن المعلومات التي تساعد مستخدمي القوائم المالية في : *الأصول والالتزامات التي يتم قياسها بالقيمة العادلة على أساس متكرر أو غير المتكررة في بيان المركز المالي بعد الاعتراف المبدئي بها، وتقنيات التقييم والمدخلات المستخدمة في تطوير هذه القياسات؛ * عند قياس القيمة العادلة باستخدام المدخلات غير القابلة للرصد بشكل كبير– المستوى الثالث–، يتوجب الإفصاح عن تأثير تلك القياسات على الربح أو الخسارة أو الدخل الشامل للفترة.

المصدر: حديدي ادم، **اثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على الإبلاغ المالي للقوائم المالية في البنوك التجارية الجزائرية**، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الجزائر03، الجزائر، 2015/2014، ص 104–106.

المطلب الثاني: القياس المحاسبي وفق البيئة المحاسبية الجزائرية

1- القياس المحاسبي وفق والبيئة المحاسبية الجزائرية

1-1 طرق القياس وفق النظام المحاسبي المالي: حسب ما جاء في القرار المحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد تسيرها، فقد حدد القواعد العامة لتقي يم العناصر المقيدة في الحسابات وذلك بالاعتماد على التكاليف التاريخية كقاعدة عامة في حين يكمن الاعتماد على طرق تقييم بديلة ، وهذا بالنسبة إلى بعض العناصر ، بحيث يتم تقييمها بالاستناد إلى الطرق التالية: القيمة الحقيقية (القيمة العادلة)؛ قيمة الإنجاز؛ القيمة المحينة. [1]

وفيما يلي العناصر التي سمح النظام المحاسبي المالي معالجتها باستخدام القيمة العادلة:

1-1-1 التثبيتات العينية والمعنوية: يمكن تقييم العقارات الموظفة في الحسابات الأولية باعتبارها تثبيتا عينياً إما بتكلفة يطرح منها مجموع الاهتلاكات ومجموع خسائر القيم، وإما على أساس قيمتها الحقيقية (القيمة العادلة)، إذا تعذر تحديد القيمة العادلة لأي عقار موظف تحوزه المؤسسة تحديداً ذات مصداقية، ففي هذه الحالة يدرج العقار في الحسابات حسب طريقة التكلفة، وتقدم المعلومات والأسباب التي جعلت طريقة القيمة العادلة غير مطبقة في الملاحق مع إمكانية تقديم مجال لتقدير القيمة العادلة، تدرج في الحسابات الخسارة أو الفائدة الناتجة عن تغير القيمة الحقيقية للعقار الموظف ضمن النتيجة الصافية للسنة المالية التي حصلت فيها، يجب أن تعكس القيمة الحقيقية (العادلة) الحالة الواقعية للسوق عند تاريخ إقفال السنة المالية.[2]

- يتم تقييم أصل بيولوجي لدى إدراجه في الحسابات للمرة الأولى وفي تاريخ كل إقفال للحسابات بقيمته الحقيقية يطرح منها المصاريف المقدرة في نقط ة البيع إلا إذا لم يمكن تقدير قيمته الحقيقية بصورة صادقة وفي مثل هذه الحالة يتم تقييم هذا الأصل البيولوجي بكلفته منقوصا منها مجموع الاهتلاكات وخسائر القيمة، الخسارة أو الربح الناتجان من تغير القيمة الحقيقية المنقوص منها المصاريف التقديرية في نقاط البيع يثبتان في النتيجة الصافية للسنة المالية التي يحدثان فيها.[3]

- يرخص للمؤسسة أن تدرج في الحسابات التثبيتات المنتسبة إلى فئة أو عدة فئات من التثبيتات التي تحددها مسبقاً على أساس مبلغها المعاد تقييمه، [4] وفي هذه المعالجة الأخرى المرخص بها، يدرج في الحسابات كل تثبيت معني بعد إدراجه الأولي باعتباره أصلا، بمبلغه المعاد تقييمه أي بقيمته الحقيقية (العادلة) في تاريخ إعادة تقييمه منقوصاً منها مجموع الاهتلاكات ومجموع خسائر القيمة اللاحقة، تتم عمليات إعادة التقييم بانتظامية كافية حتى لا تختلف القيمة المحاسبية للتثبيتات المعنية اختلافاً كبيراً عن

1 - رئاسة الجمهورية، **الجريدة الرسمية**، القرار المحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد تسيرها، العدد 19، 2009، الجزائر، ص6.

2 - **نفس المرجع السابق**، ص 10، بتصرف.

3 - **نفس المرجع السابق**، ص 10، بتصرف.

4 - **نفس المرجع السابق**، ص 10، بتصرف.

القيمة التي قد تكون حددت باستعمال القيمة الحقيقية في تاريخ الإقفال، والقيمة الحقيقية للأراضي والمباني هي في العادة قيمتها في السوق، وتحدد هذه القيمة استناداً إلى تقدير يجريه مقومون محترفون ومؤهلون، والقيمة الحقيقية لمنشآت الإنتاج هي أيضا قيمتها في السوق، وعند غياب مؤشرات تدل على قيمتها في السوق فإنها تقوم بكلفة تعويضها الصافية من الاهتلاك، وبعد إعادة التقييم، تحدد المبالغ القابلة للاهتلاك على أساس المبالغ المعاد تقييمها، إذا ارتفعت القيمة المحاسبية لأصل ما عقب إعادة تقييمه فإن الزيادة تقيد مباشرة في شكل رؤوس أموال خاصة تحت عنوان " فارق إعادة التقييم"، كما أنه يمكن لأي تثبيت معنوي سبق أن كان محل إدراج أصلي في الحسابات على أساس كلفته، أن يدرج كذلك في الحسابات بعد إدراجه الأولي على أساس مبلغه المعاد تقييمه حسب نفس شروط التثبيتات العينية، غير أن هذه المعالجة لا يرخص بها إلا إذا كانت القيمة الحقيقية للتثبيت المعنوي يمكن تحديدها بالإستناد إلى سوق نشطة.[1]

1-1-2 التثبيتات المالية: تدرج في الحسابات الأصول المالية عند دخولها ضمن أصول المؤسسة بتكلفتها التي هي القيمة الحقيقية لمقابل معين بما في ذلك مصاريف الوساطة والرسوم غير المستردة ومصاريف البنك ولكن لا تندرج فيها الحصص والفوائد المتوقع استلامها غير المدفوعة والمستحقة قبل الاكتساب، كما تعتبر المساهمات والحسابات الدائنة المرتبطة التي تمت حيازتها بغرض التنازل عنها لاحقا والسندات المثبتة لنشاط المحفظة كما لو كانت أدوات مالية متاحة للبيع، وتقيم عقب إدراجها الأولي في الحسابات بقيمتها الحقيقية التي هي على الخصوص:

- ✓ بالنسبة إلى سندات التي تم تسعيرها، بالسعر المتوسط للشهر الأخير من السنة المالية؛
- ✓ بالنسبة إلى السندات التي لم يتم تسعيرها، بقيمتها التفاوضية المحتملة، ويمكن تحديد هذه القيمة انطلاقا من نماذج وتقنيات التقييم المقبولة على العموم.

يُدرج في الحسابات ما يظهر من فوارق التقييم المستخرجة من التقييم بالقيمة الحقيقية (العادلة) في شكل ارتفاع أو انخفاض في رؤوس الأموال خاصة، هاته المبالغ المدرجة في شكل رؤوس أموال خاصة تدرج كنتيجة صافية للسنة المالية، كما تم التوضيح في الملحق المعلومات التي تخص طريقة تحديد القيمة المحاسبية للسندات وكذلك طريقة معالجة تغيرات قيمة السوق بالنسبة إلى التوظيفات المالية المدرجة في الحسابات بقيمة السوق.[2]

1-1-3 المخزونات والمنتوجات قيد التنفيذ: عملاً بمبدأ الحيطة والحذر، فإن المخزونات تقيم بأقل تكلفتها وقيمة إنجازها الصافية، وقيمة الإنجاز هي سعر البيع القدر بعد طرح تكلفتي الإتمام والتسويق، كما تقيم المنتجات الزراعية عند إدراجها الأولي ولدى تاريخ إقفال السنة المالية بقيمتها الحقيقية منقوصاً منها التكاليف

1 - **نفس المرجع السابق،** ص 10، 11.

2 - **نفس المرجع السابق،** ص 12.

المقدرة في نقطة البيع، وتثبت الخسائر أو الأرباح المتأتية عن التغير في القيمة الحقيقية منقوصاً منها التكاليف التقديرية لنقاط البيع في النتيجة الصافية للسنة المالية التي حصلت فيها أي منها.[1]

1-1-4 الإعانات: لا تدرج في الحسابات الإعانات العمومية بما في ذلك الإعانات النقدية المقيمة بقيمتها الحقيقية ضمن حساب نتائج أو في شكل أصل إلا إذا توفر ضمان معقول:

- ✓ بأن المؤسسة تمتثل للشروط الملحقة بالإعانات؛
- ✓ وبأن الإعانات سيتم استلامها.[2]

1-1-5 القروض والخصوم المالية الأخرى: يتم تقيم القروض والخصوم المالية الأخرى في الأصل بتكلفتها المتمثلة في القيمة الحقيقية للمقابل الصافي المستلم بعد طرح التكاليف التابعة المستحقة عند التنفيذ، وبعد الاقتناء، تُقَوم الخصوم المالية حسب التكلفة باستثناء الخصوم التي تمت حيازتها لأغراض التعامل التجاري والتي تقيم بقيمتها الحقيقية.[3]

1-1-6 تقييم الأعباء والمنتوجات المالية: العمليات التي تم الحصول من اجلها على تأجيل الدفع أو منح التأجيل بشروط تقل عن شروط السوق تدرج في الحسابات بقيمتها الحقيقية بعد طرح المنتوج المالي أو التكلفة المالية المرتبطة بهذا التأجيل، كما إن الفارق بين القيمة الاسمية للمقابل والقيمة الحقيقية للعملية التي تُناسب الكلفة التقديرية للقرض المتحصل عليه أو الممنوح يدرج في الحسابات كأعباء مالية في حسابات المشتري، وكمنتجات مالية في حسابات البائع.[4]

1-1-7 عقود الإيجار التمويلي:[5]

عند المستأجر: يدرج الملك المؤجر الأصل المستأجر في حسابات أصول الميزانية بقيمته الحقيقية (العادلة) أو بالقيمة المُحينة للمدفوعات الدنيا بمقتضى الإيجار إذا كانت هذه الأخيرة اقل ثمناً.

عند المؤجر: الصانع أو الموزع للملك المستأجر، يدرج الدين ضمن الحسابات بالمبالغ الذي يساوي القيمة الحقيقية للملك طبقاً للمبادئ التي يعتمدها الكيان بالنسبة لمبيعاته النافذة (الإثبات المتزامن للدين والبيع)، وعليه فإن الخسائر أو الأرباح الناتجة عن المبيعات تدرج في حسابات نتيجة السنة المالية، لكن إذا كانت نسب فائدة عقد الإيجار متدنية بصورة اصطناعية، فإن الربح الناتج عن البيع يجب أن يكون محدوداً بما كان يقف عنده لو كان الإيجار مبرماً على أساس نسبة الفائدة المعمول بها في السوق، تثبت المصاريف الأصلية المباشرة التي إلتزم بها المؤجر من أجل تفاوض على العقد ووضعه موضع التنفيذ كأعباء في تاريخ إبرام العقد.

---

1 - **نفس المرجع السابق،** ص 13.

2 - **نفس المرجع السابق،** ص 14.

3 - **نفس المرجع السابق،** ص 14.

4 - **نفس المرجع السابق،** ص 15.

5 - **نفس المرجع السابق،** ص 19، ص 20.

1-2 مقارنة بين معايير المحاسبة الدولية والنظام المحاسبي المالي : نحاول فيما يلي إجراء مقارنة تقييم بنود أو عناصر القوائم المالية وفق معايير المحاسبة الدولية والنظام المحاسبي المالي الجديد بحيث نجد أن:

- **التثبيتات العينية والمعنوية:** نلاحظ أنها تدرج بتكلفتها المنسوبة إليها، ثم تقيم لاحقا بـ:

– التكلفة منقوصاً منها الاهتلاكات ومجموع خسائر القيمة؛ أو

– بالقيمة الحقيقية في تاريخ اعادة تقييمه منقوصاً منها مجموع الاهتلاكات ومجموع خسائر القيمة اللاحقة.

وهذا ما يتوافق مع المعيارين (IAS 16) و (IAS 38)، غير أن (SCF) لم يتطرق إلى تفاصيل حالات اقتناء الأصل التي ذكرت في المعايير المحاسبية من شراء منفصل، إدماج، تبادل أصل بأصل مشابه أو حالة التطوير الداخلي، وبالتالي كيفية تقييم هذه الحالات وفق (SCF).

- **التثبيتات المالية:** تدرج بتكلفتها التاريخية، أما لاحقا فتقيم بالقيمة الحقيقية بالنسبة للسندات المساهمة والحسابات الدائنة حيث تُقيم بالسعر المتوسط للشهر الأخير، وهذا ما لم يتطرق له المعيار IAS 39 ، وبالتكلفة المهتلكة بالنسبة للتوظيفات المالية والقروض والحسابات الدائنة التي يصدرها الكيان.

مما سبق، نجد أن هناك تشابه في متطلبات قياس الأصول المالية وفقا لـ SCF والمعيار IAS39، فيما عدا بعض النقاط أهمها:

– أصناف الأصول المالية أكثر وضوحاً في المعيار IAS39 مقارنة بـ (SCF)؛

– (SCF) يشترط استخدام السعر المتوسط في الشهر الأخير من السنة المالية عند القياس اللاحق للأصول المتاحة للبيع المسعرة، بينما المعيار (IAS39) لم يُشِر لذلك؛

– شرح متطلبات القياس بالقيمة العادلة وفق المعيار (IAS39) أكثر وضوحاً منه في (SCF)؛

- **المخزونات:** تدرج في الحسابات بتكلفة الشراء أو الإنتاج، ثم تُقيم لاحقاً بتكلفتها أو بقيمة الإنجاز الصافية (القيمة القابلة للتحصيل) أيهما اقل، مع استعمال FIFO * أو التكلفة المتوسطة المرجحة.

من خلال هذا البند، هناك توافق بين النظام المحاسبي المالي والمعيار (IAS2).

- **مؤونات المخاطر والأعباء:** في هذا العنصر (SCF) تطرق إلى نفس المعالجة التي ذكرت في المعيار (IAS37) ، وبالتالي هناك توافق بين النظاميين.
- **القروض والخصوم المالية الأخرى:** حيث تدرج القروض بالقيمة الحقيقة ثم تعالج لاحقاً وفق التكلفة المهتلكة، كما تدرج تكاليف فوائد القروض في الحسابات كأعباء مالية للسنة المترتبة فيها إلا إذا أدمجت في كلفة الأصل طبقا للمعالجة المحاسبية المرخص بها، وهذا ما يتوافق مع المعيار (IAS23).

أما الخصوم المالية الأخرى فهي مدرجة في (SCF) بنفس التقييم الذي ذكر في المعيار (IAS39).

* **FIFO**: هي اختصار للكلمة بالانجليزية FIRST IN FIRST OUT ، وتعني الوارد اولاً يصرف اولاً.

- **الإعانات والأعباء والمنتوجات المالية:** بالنسبة للإعانات (SCF) ركز على إدراج الإعانات والمنتوجات (الإيرادات)، أما (SCF) تطرق إلى الأعباء والمنتوجات المالية فقط دون التطرق إلى الأعباء والمنتوجات الناتجة عن بيع السلع أو تقديم الخدمات.

مما سبق نستنتج أن هناك توافقاً بين ما جاء في المعايير الدولية المحاسبية وبين ما تضمَنَه النظام المحاسبي المالي في كثير من البنود، مع وجود بعض الاختلافات في بعض طرق التقييم، وعدم ذكر بعض العناصر ضمن النظام المحاسبي المالي على خلاف ما ذكر في معايير المحاسبة الدولية، كما أن هناك اختلاف في المصرطلحات المستخدمة وذلك راجع إلى المصادر التي أُخذ منها النظام المحاسبي المالي. [1]

المطلب الثالث: القياس المحاسبي وفق مفاهيم المحاسبة السعودية

نحاول من خلال هذا المطلب عرض لأسس القياس المحاسبي وفق مفاهيم المحاسبة السعودية، وهذا قبل خطة التحول لتبني معايير المحاسبة الدولية، ومن ثم نحاول عرض أهم الفوراق بين المعايير المحاسبية الدولية والسعودية، وهذا لتوضيح الاختلافات والاثار المترتبة من جراء تبني معايير المحاسبة الدولية.

1- أسس القياس وفق مفاهيم المحاسبة السعودية:

حدد بيان مفاهيم المحاسبة المالية السعودية أسس قياس الأصول وفقاً لتوقيت قياس هذه الأصول، حيث حدد أسس القياس عند الاقتناء وأسس القياس في تواريخ لاحقة لتاريخ اقتناء الأصل، كما فرق بين قياس الأصول النقدية وقياس الأصول غير النقدية.

فعند اقتناء الأصل يحدد بيان المفاهيم أن أساس القياس هو القيمة العادلة للأصل في تاريخ الاقتناء، ويتم تحديد هذه القيمة بحسب طبيعة العملية التي ترتب عليها اقتناء الأصل، فإذا تمت عملية الاقتناء مقابل نقدية مدفوعة فإن قيمة الأصل تُمثل ذلك المبلغ النقدي المدفوع، أما إذا تم الاقتناء الأصل مقابل التنازل عن أصل غير نقدي، فإن قيمة الأصل حينئذ تُمثل القيمة العادلة للأصل غير النقدي المتنازل عنه.

وهناك حالات أخرى يتم من خلالها اقتناء الأصول أشار المعيار السعودي إلى عدد منها، وهي: [2]

-اقتناء الأصل مقابل تحمل إلتزام، وفي هذه الحالة يتم قياس الأصل بالقيمة الحالية للمبالغ التي يجب دفعها لسداد الالتزام.

1- مسعود درواسي وضيف الله محمد الهادي، **مقارنة النظام المحاسبي المالي SCF بالمعايير الدولية للمحاسبة IAS/IFRS (قياس وتقييم لبنود القوائم المالية)**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر، ص15-16.

2-عبد الرحمان بن محمد الزين، **دراسة مقارنة لأسس القياس المحاسبي في الأطر الفكرية للمفاهيم المحاسبية السعودية والأمريكية والبريطانية والدولية**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد الثامن عشر، محرم 1432 هـ، ص 15-16. موجود على الرابط : https://platform.almanhal.com/Files/2/7911. تاريخ التصفح: 2017/08/14، الساعة 21:22.

– اقتناء الأصل مقابل إصدار أسهم، وفي هذه الحالة يتم قياس الأصل على أساس القيمة العادلة للأصل المقتنى في تاريخ اقتنائه.

– إقتناء الأصل من خلال عملية غير تبادلية مع غير المالكين، وفي هذه الحالة يتم قياس الأصل على أساس القيمة العادلة للأصل المقتنى في تاريخ اقتنائه.

أما في الفترات اللاحقة لتاريخ اقتناء الأصل فقد أوضح بيان المفاهيم أن طبيعة الأصل (وليس كيفية اقتنائه) هي التي تحدد كيفية قياس قيمته في الفترات اللاحقة، وفي هذا الصدد فرق بيان المفاهيم بين نوعين من الأصول هما: الأصول النقدية ، والأصول غير نقدية.

ووفقاً لبيان المفاهيم السعودي، فـإن الأصول النقدية ينبغي قياسها وإظهارها في القوائم المالية على أساس القيمة الحالية للمبالغ التي ينتظر تحصيلها ، وفرق البيان بين ثلاثة أنواع من الأصول النقدية ؛ أولها النقد، ويعتبر أساس القياس قيمته الاسمية، وبالنسبة للصكوك واوراق القبض والمطالبات التي تُستحق نقداً في الاجل القصير يعتبر الأساس قيمتها الاسمية بعد تخفيضها بقيمة المبالغ المشكوك في تحصيلها وثالث أنواع الأصول المالية هي المطالبات التي تستحق نقدا في الأجل الطويل، حيث يتم قياسها بالقيمة التي ينتظر تحصيلها مخصومة على أساس معدل الخصم أو تكلفة التمويل المحددة في العمليات التي ترتبت عليها حيازة تلك الأصول .[1]

أما الأصول غير نقدية، فقد اوجب بيان المفاهيم السعودي قياس هذه الأصول في التواريخ اللاحقة لتاريخ اقتنائها وفقا لتكلفتها التاريخية بعد تعديلها بما يقابل النقص في طاقتها الكامنة، وأشار البيان إلى إمكانية استخدام خصائص أخرى بالإضافة إلى التكلفة التاريخية لقياس الأصول والخصوم إذا تبين أن ذلك أكثر ملائمة لتحقيق أهداف القوائم المالية وفقاً لما تتطلبه معايير المحاسبة التفصيلية لكل موضوع، وأعطى البيان أمثلة لخصائص أسس قياس أخرى هي التكلفة التاريخية /المتحصلات الجارية، والقيمة الجارية للبيع خلال تصفية غير إجبارية، والقيمة المتوقع تحققها خلال نشاط المنشأة العادي، والقيمة الحالية للتدفقات النقدية.[2]

1– الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، **مفاهيم المحاسبة المالية**، ص 228. موجود على الرابط :
http://socpa.org.sa/SOCPA/files/9a/9aa1cdaf-6094-4754-bc12-da3e7e5f07fa.pdf تاريخ التصفح: 2017/06/12 الساعة 16:00.

2–عبد الرحمان بن محمد الزين، **مرجع سبق ذكره**، ص 15–16.

وفيما يلي عرض أسس القياس والإفصاح المحاسبي في معايير المحاسبة السعودية لبعض بنود القوائم المالية مثل الأصول الثابتة، الأصول غير الملموسة، الاستثمارات العقارية، الأصول الحيوية وما ينتج عنها من منتجات زراعية عند نقطة الحصاد، الأدوات المالية، وذلك كما يلي:[1]

1-1 الأصول الثابتة: طبقاً لمعيار المحاسبة السعودي رقم (13)، فقرة 115 يجب قياس الأصل الثابت المسجل وإظهاره في القوائم المالية للفترات المالية التي تلي تاريخ اقتناءه وفقاً للتكلفة التاريخية بعد تعديلها بمجمع الاستهلاك، أما الأصل الثابت الذي تقرر المنشأة استبعاده بالبيع أو الاستغناء فيقاس بقيمته التاريخية بعد استبعاد مجمع الاستهلاك أو بالقيمة العادلة أيهما أقل (الفقرة 116)، كما حدد هذا المعيار متطلبات الإفصاح عن الأصول الثابتة في عناصر كثيرة مثل الإفصاح عن طرق الاستهلاك المستخدمة، الأعمار الإنتاجية للأصول الثابتة ومعدلات استهلاكها، التغيرات في القيمة الدفترية التي حدثت خلال الفترة، الأصول الثابتة المرهونة، وإلى ما ذلك من المتطلبات.

1-2 الأصول غير الملموسة: طبقاُ لمعيار المحاسبة السعودي رقم (17) فقرة (116) يجب قياس الأصل غير الملموس في الفترات التي تلي اقتنائه وإظهاره في القوائم المالية وفقاً لتكلفته التاريخية بعد تعديلها بالاستنفاد، وانه يجب قياس واثبات الهبوط في قيمة الأصول غير الملموسة في نهاية كل فترة، ولا يجوز زيادة قيمة الأصول غير الملموسة بعد تخفيض قيمتها (فقرة 117).

كما يجب الإفصاح عن السياسات المحاسبية المتعلقة بهذه الأصول، والتغيرات التي حدثت في القيمة الدفترية لها (فقرات 124-127).

1-3 الاستثمارات العقارية: لم تفرق معايير المحاسبة السعودية بين العقارات المحتفظ بها لاستخدامات في اكتساب إيرادات ناتجة عن الإيجار أو ارتفاع القيمة السوقية أو كليهما وتلك العقارات المستخدمة في الإنتاج أو توريد البضائع أو غيرها من الأغراض، واستخدمت أساس التكلفة التاريخية بعد تعديلها بمجمع الاستهلاك في قياسها بعد تاريخ الاقتناء مثلها في ذلك مثل باقي بنود الأصول الثابتة الأخرى بموجب معيار المحاسبة السعودي رقم (13) فقرة (115).

ولقد أصدرت لجنة معايير المحاسبة الدولية التابعة للهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين الرأي رقم (1/8) في 2009/01/12 حول إعادة تقييم الأصول غير المتداولة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية في المواضيع التي لم تشملها معايير المحاسبة السعودية، أنه يجب الالتزام بنموذج التكلفة التاريخية كأساس لتقييم الأصول غير المتداولة في صلب القوائم المالية إلا في حدود ما ورد في المعايير السعودية التفصيلية لكل موضوع، وأنه فيما يتعلق بالاستثمارات العقارية يُمكن للمنش أة أن تفصح ضمن الإيضاحات المرفقة

1 – مصطفى راشد العبادي، مدى **الحاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كاساس للقياس والافصاح والمراجعة بالقوائم المالية-دراسة تحليلية مقارنة**، الندوة الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية 18 ماي 2010، جامعة الملك سعود، الرياض، ص ص 8-19.

بالقوائم المالية السنوية عن القيمة العادلة لتلك الأصول، طبقاً لمجموعة من الضوابط لتحديد القيمة العادلة، من أهمها ما يلي:[1]

- إمكانية تقدير القيمة العادلة بدرجة معقولة من الثقة على أساس السعر الذي يمكن أن يُباع به الأصل في عملية تبادل بين أطراف مدركة وراغبة في التبادل على أساس تجاري بحت.
- إن أفضل تقدير للقيمة العادلة يتم من خلال وجود سوق نشطة تحدد فيها القيمة الجارية أو تتوافر فيها المؤشرات التي يمكن من خلالها تحديد القيمة الجارية، وفي حالة غياب الأسعار الجارية بالأسواق النشطة، يُمكن الأخذ بعين الاعتبار معلومات أخرى تشمل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن الحصول عليها من الأصل .
- الثبات والاستمرارية في الإفصاح عن القيمة العادلة للأصول غير المتداولة ما لم يكن هناك مبررات مقبولة لعدم الإفصاح، مع ذكر هذه المبررات.
- العرض في جدول مقارن لقيم تلك الأصول غير المتداولة حسب نموذج التكلفة التاريخية ونموذج القيمة العادلة والإفصاح عن هذا الأثر مختصراً في الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية على قائمة الدخل والمركز المالي وربحية السهم فيما لو عكست في صلب القوائم المالية.
- أن تفصح المنشأة ضمن السياسات المحاسبية بأن الطريقة المتبعة في تقييم الأصول غير المتداولة هو نموذج التكلفة التاريخية كما تم عرضها في صلب القوائم المالية، مع الإفصاح عن أسباب أهمية تقديم معلومات عن القيمة العادلة لهذه الأصول.
- أن يتم الإفصاح عن القيمة العادلة لجميع سنوات المقارنة المعروضة، ما لم تكن السنة المعروضة هي السنة الأولى لعمل المنشأة.

1-4 الأصول الحيوية وما ينتج عنها من منتجات زراعية عند نقاط الحصاد: لم تصدر لجنة معايير المحاسبة التابعة للهيئة السعودية للمحاسبيين القانونيين معيار محاسبي خاص بالزراعة، وبالتالي ف إن هذه الأصول الحيوية تُقاس بالتكلفة التاريخية طبقا لمعيار المحاسبة السعودية رقم (13)، إلا أن اللجنة قد أصدرت رأيها رقم (1/8) السابق الإشارة إليه وذكرت فيه كما سبق، انه يجب الالتزام بنموذج التكلفة التاريخية كأساس لتقييم الأصول غير المتداولة في صلب القوائم المالية، و أنه يمكن للمنشآت أن تفصح ضمن الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية السنوية عن القيمة العادلة للأصول الحيوية، وأوردت مجموعة من الضوابط الخاصة بتحديد القيمة العادلة (سبق ذكرها)، ومن بين الضوابط المرتبطة بالأصول الحيوية التي حددتها ما يلي:

- يُمكن أن يتم تسهيل تحديد القيمة العادلة لأصول الحيوية من خلال تجميعها حسب خواص هامة معينة (مثل العمر أو النوعية)، بحيث يتم التسعير بناء على تلك الخواص.

1 - **نفس المرجع السابق**، ص 10.

- في حالة وجود الأصل الحيوي مرتبطا مادياً بالأرض (مثل الأشجار في المزرعة)، ويتوافر لها سوق نشط مجتمعة (أي الأرض والأصل الحيوي معاً)، يُمكن استخدام تلك القيمة المجتمعة لتحديد القيمة العادلة للأصل الحيوي.

1-5 الأدوات (الاستثمارات) المالية : أصدرت لجنة معايير المحاسبة التابعة للهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين معيار المحاسبة عن الاستثمارات في أوراق المالية برقم (9)، واعتمد من مجلس إدارة الهيئة بتاريخ 1/1/ 1419هـ الموافق 1998/02/29، وبموجب هذا المعيار أصبحت منشات الأعمال والخدمات ملزمة بتصنيف وقياس وعرض والإفصاح عن الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية كما يلي:

بحيث قسمت الاستثمارات في الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات هي:

- أوراق مالية تحفظ إلى تاريخ الاستحقاق، وذلك إذا كان القصد من اقتنائها الاحتفاظ بها إلى تاريخ الاستحقاق مع توافر القدرة على تحقيق ذلك (فقرة 105)، ويتم قياسها على أساس التكلفة المعدلة بمقدار الاستنفاد في العلاوة أو الخصم (فقرة 112).
- أوراق مالية للاتجار، وذلك إذا تم شراؤها بقصد إعادة بيعها في الأجل القصير (فقرة 108)، ويتم قياسها على أساس القيمة العادلة، وتثبت المكاسب والخسائر غير المحققة ضمن دخل الفترة المالية (113).
- أوراق مالية متاحة للبيع، وذلك إذا لم تستوف شروط التصنيف طبقا للمجموعتين السابقتين (فقرة 109)، ويتم قياسها على أساس القيمة العادلة، وتثبت المكاسب والخسائر غير المحققة في بند مستقل ضمن مكونات حقوق المكية (فقرة 113).

وقد أتاح هذا المعيار للمنشاة أن تعيد تصنيف الأوراق المالية حسب التغير في نيتها وقصدها من الاقتناء، على أن تقاس على أساس القيمة العادلة في تاريخ إعادة التصنيف، وتثبت المكاسب والخسائر غير المحققة فور إعادة التصنيف ضمن دخل الفترة إذا أعيد التصنيف إلى أوراق مالية لاتجار، أو بند مستقل ضمن حقوق الملكية إذا أعيد التصنيف أوراق مالية متاحة للبيع، أما إذا أعيد تصنيف إلى أوراق مالية تحفظ إلى تاريخ الاستحقاق، فيتم الاحتفاظ بالمكاسب والخسائر غير المحققة ويتم إطفاؤها خلال السنوات المتبقية من عمر الورقة المالية عن طريق تسوية العائد مع الاستثمار بطريقة تتسق مع تخفيض الخصم أو العلاوة.

وعلى ذلك فإن هذا المعيار يتيح استخدام القيمة السوقية العادلة كأساس لقياس الاستثمار في الأوراق المالية بعد الاقتناء في نطاق محدود للغاية، وذلك في الحالات التي يكون فيها بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة، بموضوعية من خلال سوق نشط مفتوح ومتاح، تعلن فيه الأسعار، بما يحد من استخدام التقدير الشخصي ويسمح بتوفير معلومات موضوعية وملائمة في الوقت نفسه.[1]

1 – للمزيد انظر : عبد الله علي عسري، **معايير المحاسبة السعودية بين التبني او التوفيق مع معايير المحاسبة الدولية: دراسة تحليلية** ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والادارة، مجلد 28، العدد2، ص45-51.

2- أهم الفوارق مابين معايير المحاسبة الدولية والسعودية:

بدأت العديد من الشركات السعودية بمرحلة التحول للمعايير المحاسبية الدولية، الشركات المدرجة بالسوق السعودي كان معها توقيت عام 2017 لعملية هذه التحول واغلبها وصلت إلى المرحلة الأخيرة من هذا التحول لتبدأ بعمليات التطبيق، أما الشركات غير المدرجة ف حددت سنة 2018 لتبدأ التحول للمعايير المحاسبية الدولية، كما أنه كان مسموح لها أيضا أن تلجأ لهذا التحول قبل الموعد المحدد، وإذا ما اتبعنا أهم الفوارق مابين المعايير المحاسبية الدولية والسعودية نجد أن:[1]

- القوائم المالية السعودية تتوافق مع معايير المحاسبة الدولية، إلا أنه تم إضافة قائمة الدخل الشامل ضمن هذه القوائم المالية بمعنى تجسيد الأرباح والخسائر إلى جانب الدخل وكل أنواع الدخل المتأتية للشركة.
- تغيير حساب الاهتلاك بحيث المعايير السعودية تحسب تغيير الاهتلاك عن طريق التغير بالسياسة المحاسبية بشكل رجعي، لكن المعايير الدولية تحسبه عن طريق تغيير بالتقديرات المحاسبية والأثر المستقبلي.
- أما يخص مكونات المخزون فالمعايير المحاسبية الدولية تحظر إستعمال طريقة الوارد أخيراً الصادر أولاً.
- إعادة تقييم الأصول الثابتة: معايير المحاسبة السعودية لا تسمح بإعادة تقييم الأصول الثابتة بينما أصبح الآن بعد التحول وفق المعايير الدولية مسموح لها أن تحتسبها وفق القيمة العادلة وهذا اعتماداً للتغيرات في حقوق الملكية.
- الاستثمارات العقارية: المعايير السعودية كانت تحسب الاستثمارات وفق سعر التكلفة، الآن أصبح أمامها القدرة على تقييم هاته الاستثمارات العقارية وفق القيمة العادلة بناءاً على خيار سعر التكلفة.
- وفر المعيار الدولي الخاص بالسياسات المحاسبية والتغيرات في تقديرات المحاسبية والاخطاء، تعليمات اكثر وضوحاً لكيفية اختيار السياسة المحاسبية، ومتى يحق للمنشأة تغيير سياسة محاسبية معينة، وكيفية التعامل مع التعديلات بأثر رجعي عند وجود صعوبات عملية، وكيفية التعامل مع الحالات المترددة بين التغيير في سياسة محاسبية او تغير في التقديرات.[2]

وفي ما يلي نحاول عرض بعض الفوائد من عملية التحول لتبني معايير المحاسبة الدولية في السعودية بحيث:

---

1 – مقطع فيديو لـ: ميسا القلا، **كيف سيؤثر تطبيق المعايير المحاسبية الدولية على الشركات السعودية؟** ، CNBC عربية، 2017/02/01، الساعة 17:17، موجود على الموقع: www.cnbcarabia.com

2 – الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، **التحول الى المعايير الدولية (المحاسبة والمراجعة)**، الجريدة للخدمات الاعلامية، الرياض، ابريل 2017، ص 83.

- ✓ يُمكن للشركات الحصول على تمويل دولي؛
- ✓ تشجيع الاندماج والاستحواذ؛
- ✓ تسهيل عمليات الإدراج المزدوج في البورصات المختلفة؛
- ✓ الشفافية أمام الاستثمار الأجنبي.

بعد تقديم أسس القياس المحاسبي وفق المفاهيم السعودية، تجدر الإشارة هنا إلى عرض أهم الفوارق بين تجربة الجزائر والسعودية حول تبني القيمة العادلة في المعايير والممارسات المحاسبية.

جدول رقم (01-02) مقارنة بين التجربة الجزائرية والسعودية حول تبني القيمة العادلة

العناصر	الجزائر	السعودية
إستراتجية تبني المعايير المحاسبة الدولية في الممارسات المحاسبية	بداية تطبيق النظام المحاسبي المالي المستمد من المعايير الدولية في 2010 (بعد 3 سنوات من صدوره).	1992 تم تطبيق معايير محلية متوافقة مع المعايير المحاسبة الأمريكية ثم انتقلت للتوافق مع المعايير الدولية.
الجهات المسئولة عن تبين المعايير	➢ وزارة المالية؛ ➢ المجلس الوطني للمحاسبة؛ ➢ المصف الوطني للخبراء المحاسبيين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.	➢ الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين؛ ➢ وزارة التجارة.
ظهور مفهوم القيمة العادلة في البيئة المحاسبية	تبنى المشرع الجزائري سنة 2009 مفهوم القيمة العادلة واصطلح عليها القيمة الحقيقية لكن اعتبرها أداة لمراجعة التقييمات المستندة على أساس التكلفة التاريخية، وبدأ تطبيقها لبعض الشركات المسعرة في البورصة.	ظهرت مع تبني السعودية للمعايير الدولية حيث أن معظم المعايير السعودية أشارت للقيم العادلة في معالجتها المحاسبية مع تطبيقها الفعلي في 2018.
الإصدارات الخاصة بالقيمة العادلة	لم يصدر معيار خاص بها لحد الآن (تم الإشارة إليها ضمن الجريدة الرسمية في القرار المؤرخ في 26 يوليو 2008، وفي النظام رقم 09-08 المؤرخ في 29 ديسمبر 2009	تم التطرق إليها في العديد من المعايير السعودية، كما تم تبني معايير المحاسبة الدولية بداية من مرحلة التحول 2018.

	المتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية.	
الأصناف المرخص تقييمها بالقيمة العادلة	أعطيت الأولوية للتقييم بالقيمة العادلة لبعض العناصر: العقارات الموظفة والأصول البيولوجيا والأصول المالية والأصول الزراعية.	سيتم السماح باستخدام القيمة العادلة كأساس للقياس المحاسبي وفق ما جاء بمعايير المحاسبة الدولية.
مدى ملائمة البيئة المحاسبية لاستخدام القيمة العادلة	البيئة المحاسبية غير ملائمة.	تعتبر ملائمة نوعا ما لكن ليس بالمستوى المطلوب دولياً.
مقومات تبني القيمة العادلة	لا توجد مقومات تذكر لكن الحكومة تسعى جاهدة لتوفيرها.	➢ خصصت لجنة لإصدار معايير محلية ولم تتبنى المعايير جاهزة؛ ➢ ترك وقت مناسب بين تاريخ تطبيقية 2017 لتحضير البيئة مهنياً وتقنياً.
أهم الانتقادات الموجهة لتجربة تبني القيمة العادلة	➢ عدم الاهتمام بهذا المفهوم ضمن التشريعات والقوانين؛ ➢ التأخر في تبني المعايير؛ ➢ عدم موافقة التشريعات الضريبية لأسلوب إعادة التقييم.	➢ عدم تأييد لجنة معايير المحاسبة السعودية لمنهجية إعادة التقييم بسبب التخوف من عدم توفر مقومات؛ ➢ استخدام القيمة العادلة في البيئة المحلية وبالتالي استمرار التمسك بالتكلفة التاريخية.

المصدر: باهية زعيم، عبد الغاني دادن، **واقع ومعوقات استخدام القيمة العادلة في القياس المحاسبي** ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الشهيد حمة لخضر–الوادي–الجزائر، العدد السابع، 2016، ص 94–95.

خاتمة الفصل

يظهر جلياً بعد التطرق في هذا الفصل للقيمة العادلة أن استخدام القيمة العادلة يرجع إلى مراحل عرفها التاريخ بداية من ظهور معايير تُقيد استخدام القيمة العادلة لقياس بعض العناصر إلى أن شمل الأمر جُل المعايير وإدخالها كأساس لإعتمادها في القياس والإفصاح، كما أنها ليست بجديدة في الاستخدام فقد عرف التاريخ سابقاً استعمالها في بعض الدول، أما من الملاحظ في الوقت الحالي يُعد استخدام القيمة العادلة كأساس للقياس أمر حتمي جاء نتيجة مبررات وقصور في مبدأ التكلفة التاريخية، كما أنه أكثر وضوحاً ودقة وقناعة في التطبيق، إلا أن هذا الأمر فتح مجالاً جدلياً في أدبيات المحاسبة، ورغم الإختلافات حول تقديم مفهوم مُوحد للقيمة العادلة بين الهيئات المحاسبية إلا أن جوهر المفهوم يُبين أن القيمة العادلة هي السعر أو المبلغ المتفق عليه في عملية شراء أو البيع أو تحويل ملكية أصل بين أطراف راغبة وقابلة ومتراضية فيما بينها دون وجود ضغوط تدفع الطرفين للقيام بالعملية وتوضيحاً فهي القيمة التي تُعبر عن سعر التوازن بين العرض والطلب في سوق فعالة وهذا في تاريخ معين ومكان معين، وبإختصار السعر في السوق الكفؤ يَعكِس القيمة العادلة للأصل بتاريخ التقييم.

وأيضاً من خلال التطرق لتطبيق القيمة العادلة ومشاكل تطبيقها، إتضح أن استخدام القيمة العادلة في التقييم داخل المؤسسة أمراً ليس تلقائياً، فالإنتقال من استخدام التكلفة التاريخية نحو القيمة العادلة هو إنتقال جذري يتطلب العديد من الأسس، ومع تطبيق القيمة العادلة في الإستخدام قد تظهر بعض الآثار على المؤسسة لوحدها واثار أخرى على الاقتصاد ككل، وعليه لابد من الوقوف على تقديم حلول جذرية للحد والتقليص من الآثار السلبية جراء التطبيق.

كما أن تسارع الهيئات المحاسبية الدولية في تطوير معايير المحاسبة يخلق تفاوت بين دول العالم سواء المتقدمة منها أو النامية في استخدام هاته المعايير لِما تتطلبه من تعديلات تشريعية تأخذ بمفهوم المعايير الجديدة نحو الاستخدام والتطبيق، وهذا ليس بالأمر السهل إلا أن الجزائر كدولة من العالم واكبت التطورات الدولية المتلاحقة بالمجال المحاسبي وهذا بالسماح بالقياس واستخدام القيمة العادلة، هذا كُلما توفرت الشروط اللازمة بهدف إعطاء صورة واضحة عن وضعية المؤسسة وتقديم معلومات أكثر دقة وذات جودة عالية، وهذا من خلال القرار المحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ، إلا أنه لا يزال في الجزائر موضوع القياس والتقييم وفق القيمة العادلة داخل المؤسسات بين الحتمية وإشكالية في التطبيق، على غرار المملكة السعودية التي بادرت لتبني المعايير المحاسبية الدولية.

الفصل الثاني:

الأصول المالية – ماهيتها– وأنواعها

مقدمة الفصل

معظم الاقتصاديين المعاصرين يعرفون أنه لا يوجد سوى الاقتصاد العيني الذي يتعامل في الموارد المادية قادر على اشباع الحاجات البشرية، وأن مايسمى بالاقتصاد المالي ماهو إلا أدوات مالية وسيطة كالنقود الغرض منها خدمة الاقتصادي العيني، إلا أنهم لايجدون حرجاً في القول بوجود أصول مالية، فالأصول المالية ليس لها قيمة في حد ذاتها ولكنها انعكاس لِما تُعبر عنه في الاقتصاد العيني، كما أنها لا تولد دخولاً بذاتها، ولكنها وسيلة مساعدة لتسهيل توليد دخول من الأصول العينية، ومع هذا يتعامل بها الاقتصاد العالمي باعتبارها قادرة على توليد قيمة بذاتها في إنفصام تام بينها وبين الاقتصاد العيني، فمعظم الاستثمارات حالياً توجهت للمراهنة في الأصول المالية على حساب انتاج الأصول العينية .

ومن الملاحظ أيضا تعدد واختلاف الأصول المالية الموجودة داخل المؤسسة والمتداولة في السوق المالي، بحيث يُعبر كل أصل مالي على أنه صك أو مستند إصدار يُرتب حقاً مالياً يستحق الأداء لصالح من يملكه يحوزه في تاريخ لاحق لاصداره، وبالتالي يُمثل في ذات الوقت إلتزاماً مالياً على من أصدره، وبعبارة أخرى فالأصل المالي هو كل أدوات الائتمان أو بمعنى أدق هو المديونية ذاتها، إذن الأصول المالية تُشكل زخم هائل من الأنواع.

وعلى الرغم من المفهوم الواسع لمصطلح الأصول المالية والذي قد يتضمن العملة، الودائع المصرفية.. ، في دراستنا هاته سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى أهم أنواع الأصول المالية والمتداولة بكثرة، والمتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالي ة، ولأن المعايير المحاسبية الدولية هي أيضاً ركزت على الأنواع السابقة الذكر (الأسهم، السندات، المشتقات المالية)، باستخدام القيمة العادلة في القياس المحاسبي لها. وعليه لإنجاز هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث وهي كالاتي:

المبحث الأول: الأسهم؛

المبحث الثاني: السندات؛

المبحث الثالث: المشتقات المالية.

المبحث الاول: الأسهم

يرى الإقتصاديون الأسهم على أنها وسيلة مثالية لاستثمار الأفراد على المدى الطويل، وهذا باعتبار الأسهم أداة تمويل أساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تُطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة وضوابط معينة وعليه نحاول من خلال هذا المبحث التطرق لماهية الأسهم.

المطلب الاول : الاسهم تعريفها وخصائصها

1- تعريف السهم: يختلف تعريف السهم لغة عنه اصطلاحاً (اقتصادياً)، وفيما يلي توضيح لكل مفهوم على حدى.

السهم لغة: النصيب، وفي المصطلح الفقهي: هو الحصة الشائعة في الشيء المشترك.

أما التعريف الدارج للسهم في السوق المالية فهو الوثيقة التي تصدرها شركة المساهمة والتي تمثل حق المساهم في مقدار ما يملكه من الشركة. [1]

ويعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، باعتباره كأساس لحقوق الملكية على التدفقات النقدية وأصول الشركة [2]، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تُناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم بمقدار ما يملكه من أسهم.[3]

2- خصائص السهم: تتميز الأسهم عن غيرها من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:[4]

- السهم يمثل حصة شائعة في صافي موجودات المؤسسة العينية والنقدية وحقوق المالية؛
- تتساوى قيمة الأسهم، ويترتب على ميزة تساوي القيمة لكل سهم من الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم لصاحبه وهو الحق في الأرباح والتصويت وناتج التصفية عند الإفلاس وكذلك الالتزامات الناشئة عن ملكية السهم؛
- يتميز السهم بقابلية للتداول بالطرق التجارية ويُهدى ويُرهن كما يحق لمالكه التنازل عنه لغيره بعوض أو بغير عوض؛
- تكون مسؤولية الشركاء موزعة بحسب قيمة السهم فلا يسأل أحد منهم عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها؛

1- يوسف حسن يوسف، **الصكوك المالية وانواعها**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية مصر ، 2014، ص 149-150.

2-Anjan Thakor, **International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce**, center for capital markets competitiveness, winter 2015, p 8, Available on the following link : http://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7_Financial_markets.pdf

3- طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الاسكندرية-مصر، 2007، ص11.

4- يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 149.

– عدم قابلية السهم للتجزئة فإذا توفي أحد من الشركاء عن سهم واحد وورثه متعددون أصبحت ملكية السهم مشاعة بين الورثة ويجب عليهم أن يختاروا مُمَثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين ليباشر الحقوق المتصلة بالسهم الموروث.

3– حقوق مالك السهم : تتمثل حقوق مالك السهم فيما يلي:

– حق الحصول على الأرباح المتحققة؛

– حق الحصول على مايوازي القيمة الحقيقية للسهم من موجودات الشركة عند حلها؛

– حق التصويت في الجمعية العامة؛

– حق أولوية الاكتتاب إذا طرحت الشركة أسهما جديدة.

4– مزايا وعيوب الاستثمار بالأسهم: من أهم مزايا الاستثمار بالسهم سهولة تسييل الاستثمارات خلال فترة وجيزة، وارتفاع معدل العوائد الاستثمارية، وربما نمو الأموال وسرعة جني العوائد الاستثمارية، ومن عيوبه التذبذبات الكبيرة، وتأثره بالعوامل الداخلية والخارجية، كما يرافق الاستثمار بالأسهم مخاطر استثمارية مرتفعة واحتمالية الخسائر الكبيرة مقارنة بالأنواع الاستثمارية الأخرى، وارتفاع مستوى الشفافية مقارنة بالاستثمارات الأخرى. [1]

المطلب الثاني: أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة بحسب طبيعة كل نوع، وبيان ذلك فيما يلي:

1– من حيث الحصة التي يدفعها الشريك : فقد تكون أسهماً نقدية وهو أن يدفع قيمة الأسهم التي يرغب تملكها نقداً، أو قد تكون أسهماً عينية وذلك بأن يكون ما يقدم عينياً من العقار أو منقول شريطة قبول الشركة حيث يتم تقييمه وتكون ملكيته في أسهم الشركة بالمبلغ الذي تم تقييم العقار به.[2]

2– من حيث الشكل الذي تظهر به: تنقسم إلى: [3]

2–1 الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي يُسجل في صكها اسم مالكها وتنتقل ملكية هذه الأسهم من شخص لأخر بالقيد في سجلات الشركة.

2–2 الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يسجل على صكوكها اسم صاحبها، بل يكون مالكها من يحملها.

كما قد نصت جميع القوانين التجارية العربية على أن تكون جميع الأسهم اسمية ولا يجوز أن تكون أسهما لحاملها.[4]

1 – سهيل مقابلة، **كيف تستثمر بسوق الأسهم –حالة سلطنة عمان** ، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2012، ص 75

2 – يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 149–150.

3 – **نفس المرجع السابق**، ص 149–150.

4 – **نفس المرجع السابق** ، 2014، ص 150.

2-3 السهم الإذني أو لأمر: وهو ما يسبق اسم صاحبه بعبارة لإذن / أو لأمر، ويتم تداولها ونقل ملكيتها عن طريق التظهير كما هو الحال في الأوراق التجارية.

3- من حيث الحقوق التي تعطى لصاحبها: تنقسم إلى قسمين:

3-1 الأسهم العادية: هي اوراق مالية تمثل حق ملكية كامل، فه ي حصة في رأس مال شركة المساهمة ولحاملها الحق في إدارة الشركة من خلال التصويت في الهيئة العامة وله حق الحصول على أرباح الشركة وعليه خسائرها، وله الحق في ما يتبقى عند التصفية بعد دفع إلتزامات الشركة، يحصل حامل السهم العادي على نوعين من العائد: العائد الجاري والعائد الرأسمالي، أما العائد الجاري فهو على شكل أرباح موزعة إذا تحققت هذه الأرباح وبعد قرار مجلس الإدارة، أي أن الشركة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس (التصفية) إذا عجزت عن دفع توزيعات الأرباح لأن الأمر يتعلق بقرار يتخذه مجلس الإدارة وليس بعقد مُلزم كما في حالة السندات، وأما العائد الرأسمالي فهو الفرق في السعر وقد تكون خسارة رأسمالية.[1]

3-2 الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وذلك أن الشركة قد ترغب في زيادة رأس مالها فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة لترغيب الجمهور للاكتتاب بها، ومن هذه المزايا حق الأولوية في الحصول على الأرباح ك أن تختص الأسهم الممتازة بحصة في الربح لا تقل عن خمسة بالمائة من قيمتها، وتوزع باقي الأرباح على الأسهم جميعاً بالتساوي، أو استيفاء فائدة سنوية ثابتة، سواء ربحت الشركة أم خسرت ومنها حق استعادة قيمة المساهمين، ومنها أن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة، والأسهم بنوعيها قابلة للبيع والشراء ولصاحب السهم حق اقتسام موجودات الشركة عند حلها، وذلك لأنه صاحب حصة في رأس المال، فإذا صفيت الشركة كان حقه متعلقاً بموجوداتها لأنه نماء المال.[2]

إلا أن غالبية الأسهم في الأسواق المالية هي أسهم عادية، حيث أن معظم الشركات تحتوي على أسهم عادية فقط، كما أن وجود الأسهم الممتازة بدأ يتلاشى مع مرور الزمن من كافة الأسواق المالية في العالم.

وتلجأ الشركات إلى إصدار أسهم ممتازة لتحفيز المستثمرين للاكتتاب فيها بهدف زيادة رأسمال الشركة أو لتمويل مشاريعها، لاسيما عند عدم إقبال الجمهور على عملية الاكتتاب أو تصدرها كوسيلة لتقدير حملة الأسهم من المؤسسين تقديراً لهم لجهودهم المبذولة في تحقيق أهداف الشركة.

3-2-1 الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة: لغرض تحفيز المستثمر على شراء الأسهم الممتازة تعتمد بعض الشركات إلى تضمين شروط الإصدار بعض أو كل من الحوافز التالية:[3]

1- عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية النظرية والتطبيق**، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2014، ص218.

2- يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 150.

3- دريد كامل ال شبيب، **مقدمة في الادارة المالية المعاصرة**، الطبعة الاولى، دار المسيرة، عمان-الاردن، 2007، ص210.

– **الأسهم مجمعة الأرباح:** يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل أو تجميع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة وغير المدفوعة في سنوات سابقة وتسديدها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من هذه الأرباح.

– **الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح:** ويقصد بها أن يحصل حامل الأسهم الممتازة على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها.

– **الأسهم القابلة للاستبدال:** ويقصد بها أنه يتم منح حق الاستبدال للأسهم الممتازة بالأسهم العادية، وهذا يعني أن حامل السهم الممتاز يستفاد من هذا الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ونقصد بذلك أن حامل السهم الممتاز يستفاد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز، وهو لا يتعرض لمخاطر انخفاض الأرباح، أما في حالة الرواج الاقتصادي فيقوم بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية للاستفادة من ارتفاع الأرباح كنتيجة للرواج الاقتصادي.

– **الأسهم القابلة للاستدعاء:** في هذا النوع من الأسهم تقوم الشركاة المصدرة للأسهم الممتازة، بفرض شرط الاستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها أي يتم استدعاء الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقداً إلى حامله وعادة يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز، فمثلاً إذا كانت قيمة السهم الممتاز 15 دينار وقيمة الاستدعاء 18 دينار فالفرق بين السهم الممتاز وقيمة الاستدعاء هو 3 دينار تعتبر علاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جراء التنازل عن حقه بالاحتفاظ بها.

4– تصنيف الأسهم تبعا لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية:

4–1 الأسهم المدافعة: وهي الأسهم التي يُتوقع بقاء أسعارها مستقرة ومأمونة، متزايدة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال، أو خلال التقلبات الحادة لأسواق المال، بمعنى أنها تبقى غير متأثرة نسبياً بمدة الانكماش في دورات الأعمال، ولهذا توصف بأنها مقاومة للركود ويعد هذا النوع من الأسهم جذاباً للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وأمن.[1]

وتعود هاته الأسهم في الغالب للشركات التي لا تتأثر بشكل دوري بالركود الاقتصادي وتنتج سلع وخدمات لا يمكن الإستغناء عنها كشركات تسويق النفط والاتصالات والكهرباء والماء وشركات الأدوية وشركات المواد الاستهلاكية، وشركات المطاعم وشركات التجزئة الكبيرة، إلا أن المستثمر يجب أن يدرك أن بعض الشركات قد تلجأ إلى توزيع أرباح تفوق المعدل كوسيلة لجذب المساهمين نحوها، أو لتغطية مشاكلها الحالية التي قد تؤثر على أرباحها المستقبلية.[2]

1– محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2013، ص362.

2– سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص76.

4-2 الأسهم الدورية: الأسهم التي يرتبط مستوى أرباحها وأسعارها تماماً مع الحالة الاقتصادية العامة تدعى بالأسهم الدورية، أي أنها أسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغير الاقتصاد وأسعارها تتقلب مباشرة وبدرجة اكبر من معظم الأسهم بتحرك الاقتصاد بين الازدهار والتدهور، وعندما تكون الظروف الاقتصادية جيدة تكون أرباح هذه الشركات عالية وترتفع أسعار أسهمها، وبتدهور الظروف الاقتصادية تتدنى مبيعات الشركة الدورية بحدة وتناقص أرباحها كثيراً، وبعبارة أخرى ف إن هذا النوع من الأسهم ينتفع أكثر خلال الازدهار ويتضرر أكثر خلال الكساد والركود ولذلك يقترح على المستثمرين في هذه الأسهم شراءها في مدة الركود الاقتصادي وبيعها خلال الازدهار، ويشار لهذه الأسهم بالأسهم المجازفة وتتصف بأن عوائدها أكثر تقلباً من كل السوق، أي لها مخاطرة (معامل بيتا) عالية.[1]

4-3 أسهم المضاربة : تشترى أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلاً وبدلاً من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة ف إن مشتري أسهم المضاربة يراهنون على أن ما قد يستجد من المعلومات أو اكتشافات أو وسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابياً على نمو الشركة ويزيد من سعر السهم، وتميل قيم هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيراً عند استلام معلومات جديدة وعلى المستثمرين فيها الاستعداد لاحتمال تحقق الخسائر إذ انه لا ينتظر تحقق الأرباح على الدوام.[2]

ويتصف هذا النوع من الاستثمار بالمخاطر العالية، ويعتبر دخول صغار المستثمرين إلى هذا المضمار بدون دراية أكثر الأخطاء المرتكبة وسبب رئيسي في خسارة أموالهم، ومن الأمثلة عليها شركات التنقيب عن المعادن.[3]

4-4 الأسهم الناجحة او الرابحة: تعود هذه الأسهم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة، وتصدر هذه الأسهم عادةً شركات قائدة في صناعتها، وكثيراً ما تضع المعايير أو المؤشرات التي تقيم بها الشركات الأخرى، وتتسم بكفاءة الإدارة وبتقديم منتوجات مختلفة وذات جودة عالية ومميزة، وتمتاز هذه الأسهم بسعرها العالي وبعائد مقسومها القليل، وبالقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيء ولمدة طويلة، ويُعد هذا مؤشراً مهماً على الاستقرار المالي، وبفضل مجالاتها المؤكدة للارباح والمقسوم والتوقعات الجيدة لها بالنمو في الأمد الطويل بالإضافة للثقة العالية التي يُوليها المستثمرون، تُعد الأسهم الناجحة استثمارات جذابة خاصة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ كما أنها تُباع بمضاعف أرباح عالية ولها (بيتا) مقاربة للواحد، ويُنصح المستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة و الكبيرة في أداء السوق المالي لشراء هذه الأسهم لأن أسعارها ترتفع بعد الانخفاض، وتستعيد الخسائر في كثير من الحالات.[4]

1- محمد علي إبراهيم العامري، **مرجع سبق ذكره**، ص 362.

2- **نفس المرجع السابق**، ص 363.

3- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص 77.

4- محمد علي إبراهيم العامري، **مرجع سبق ذكره**، ص 363.

4-5 اسهم الدخل: يسعى بعض المستثمرون لشراء أسهم الدخل أساساً بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح وهذا الدخل قد يمثل للبعض الحافز الأساس للاستثمار في الأوراق المالية، والأفراد الذين يستثمرون للحصول على الدخل يبحثون عن أوراق مالية تُعطى شكلاً منتظماً من توزيعات الدخل وقابلاً للتنبؤ، ويهتم المستثمرون بتقليل مخاطر أصل الاستثمار لذا عليهم أن يركزوا على تلك الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها.[1]

4-6 أسهم النمو: وهي أسهم شركات قابلة للنمو والتوسع بمعدل يفوق النمو الاقتصادي بشكل عام، حيث تنمو مبيعاتها وارباحها بمعدل يفوق نمو الصناعة التي تنتمي إليها، كما تتميز بارتفاع الإيرادات والقيمة الدفترية والتدفق النقدي والأرباح وغالباً ما تنصرف دلالة أسهم النمو إلى أسهم الشركات التي تكون القيمة الاسمية لرأسمالها أعلى من متوسط السوق ، كما يُمكن القول أنها هي أسهم الشركات التي تجني الكثير من المال (عادة 15 % أو أكثر في السنة) ومن المتوقع أن تنمو بصورة أسرع من الأسهم المنافسة كما أنه غالباً توجد هذه الأسهم في شركات الصناعة المتقدمة.[2]

وبالرغم من أن ازدياد قيمة أسهم هذه الشركات كبيرة وسريعة وتعوض المستثمر أحياناً أكثر مما فاته من توزيع الأرباح، إلا أن هذه الأسهم تتصف بالتقلب الكبير، فـإذا ارتفعت سبقت أكثر الأسهم ارتفاعا وإذا انخفضت كان انخفاضها حاداً.[3]

5- أنواع أخرى:

5-1 أسهم قيادية: ويُطلق عليها أحياناً أسهم الأمان والاستقرار أو الأسهم المتميزة وهي تلك الشركات القوية التي تملك أصول ثابتة وهي تمثل كبرى الشركات، وتكون قيمها السوقية عالية ونشطة وتحقق أرباح مجدية وتوزع قسم منها بشكل منتظم على مر السنوات الماضية، كما أنها هي التي تحدد مسار المؤشر العام للسوق.

وتتميز هذه الأسهم بالاستقرار النسبي بالظروف العادية لأن سعرها السوقي يتحرك ببطء، وقد لايرتفع إلى درجات كبيرة، وهذا النوع من الأسهم يناسب المستثمر المحافظ الذي يبحث عن الأمان والاستقرار لاستثماراته ولايتقبل درجة عالية من المخاطر.[4]

ومن المفيد هنا ان نستعرض تصنيفات الشركات المدرجة التي تقوم بها بعض الشركات المالية المتخصصة حول العالم استناداً إلى تحليل وتقييم المؤشرات المالية للشركات، وذلك حسب الجدول التالي:[5]

1- **نفس المرجع السابق**، ص363-364.

2- صابرين جمال جلال الزلزلي، **تأثير اختيار آسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية**، كلية الإدارة والاقتصاد –جامعة القادسية، 2016، ص5. مقال موجود على الموقع التالي: http://qu.edu.iq/repository/?p=9054 ، تاريخ التصفح: 1017/02/13، الساعة 14:00.

3- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره** ، ص 77.

4- **نفس المرجع السابق**، ص 75.

5- **نفس المرجع السابق**، ص 75.

جدول (02-01) تصنيفات الأسهم العادية استناداً إلى تحليل وتقييم المؤشرات المالية للمؤسسة

AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
اسهم متميزة								اسهم رديئة وغير مصنفة

المصدر: سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره** ، ص 77.

فالشركات الحاصلة على تقييم AAA تُعتبر الأفضل وأسهمها تُسمى بالأسهم المتميزة، والشركات الحاصلة على تقييم C تُعتبر شركات ضعيفة وأسهمها رديئة وغير مصنفة.

وهناك بعض المسميات الأخرى للأسهم تُسمى بأسماء مختلفة تبعاً للغرض التي أنشئت من أجلها أو للغاية من التعامل معها أو استخدامها، ومنها الأسهم الذهبية، والأسهم المجانية، و أسهم الخزينة، والأسهم المقيدة وغير المقيدة، ويمكن تعريف بعضها بإيجاز كما يلي:

5-2 الأسهم الذهبية: هي مجموعة الأسهم التي تمتلكها الحكومة في الشركات والمشاريع المخصصة والتي تعطي الحكومة حقوقاً خاصة تفوق حقوق حملة الأسهم العادية، وتحتفظ الحكومات عادة بهذا النوع من الأسهم في المشاريع البنية التحتية والمرافق العامة والموارد الطبيعية وقطاعات التعدين والنفط والغاز والدفاع والطيران، ومن الحقوق التي تتمتع بها الحكومة لتملكها الأسهم الذهبية، حق التصويت، حق التصويت المضاعف، حيث يتراوح أهمية السهم الذهبي الواحد في التصويت من (2-20) صوت من حملة الأسهم العاية، واستخدام حق الفيتو في بعض القرارات الاستراتجية، وحق التمثيل في مجلس إدارة الشركة بهدف ضمان تزويد الحكومة بمعلومات شاملة عن وضعية الشركة المخصصة، وبذلك تشكل الأسهم الذهبية حافزاً للحكومة نحو تحصيص المزيد من المشاريع الحيوية مادامت قادرة على السيطرة على القرارات الجوهرية المتعلقة بها.[1]

5-3 الأسهم المجانية: هي تلك الأسهم التي يتم توزيعها على المساهمين مجاناً بنسبة معينة من عدد الأسهم العادية التي يملكوها وهذه هي عملية توزيع الأرباح السهمية، وتُعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة (رسملة الأرباح المحتجزة او/و الاحتياطات) لأنها ناتجة عن احتجاز جزء من أرباح الشركة أو الاحتياطات، وتلجأ الشركات لهذه الوسيلة للاستفادة من السيولة المتوفرة لديها وتعزيز راس المال ، وقد تقوم الشركة بتوزيع أرباح نقدية أو /و أسهم مجانية.[2]

يتضح مما سبق أن شروط توزيع الأسهم المجانية هي:[3]

❖ وجود احتياطات كافية لتغطية قيمة الأسهم المجانية؛

1- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص 75.

2- **نفس المرجع السابق** ، ص 75.

3- طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الاسكندرية-مصر، 2007، ص 17.

❖ إتخاذ قرار بهذا الشأن من الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح من الإدارة ويترتب على توزيع الأسهم المجانية زيادة في رأس المال المصدر وفي نفس الوقت نقص بنفس القيمة في الاحتياطات المحتجزة لدى الشركة، أي أن الأمر ينصب فقط على تغيير تركيبة حق الملكية.

3-5 أسهم الخزينة: هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق البورصة رغبة منها في تخفيض ر أسمال الشركة، ومن الجدير بالذكر ب أن أسهم الخزينة لايحق لها توزيعات أو التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها، وقد تنامت هذه الظاهرة بشكل واضح في البورصات الخليجية خلال الازمة المالية العالمية في العام 2008، وتؤدي هذه الظاهرة عادة إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة وارتفاع أسعار أسهمها.[1]

كما أنه يتم انشاء اسهم الخزانة عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها ويحدث ذلك في بعض الحالات مثل:[2]

❖ في حالة تخفيض راس المال؛

❖ شراء هذه الأسهم بغرض توزيعها على العاملين، سواء كنصيب في الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركتهم؛

❖ تدعيم موقف سهم الشركة في السوق عندما يهبط إلى أقل بكثير من قيمته الحقيقية.

وعند شراء هذه الأسهم وخلال فترة احتفاظ الشركة بها، فإنه لايكون لها أي حقوق في التصويت أو الأرباح وتستنزل من النصاب اللازم للتصويت في الجمعية العمومية.

المطلب الثالث: مداخل قياس القيمة للاسهم

1- ماهية قياس القيمة للسهم: يشير مصطلح القياس في الفكر المحاسبي إلى أنه عملية تحديد القيم النقدية للعناصر التي سيعترف بها في البيانات المالية والتي ستظهر في بيان المركز المالي وبيان الدخل [3]، وبشكل عام توجد العديد من أسس القياس لقيمة السهم داخل المنشأة سنحاول التطرق للبعض منها، وهذا بعد تقديم لمفهوم كل من القيمة والتقييم.

- **تعريف القيمة:** القيمة تُعتبر الميزة أو الخاصية التي بتوافرها تعطي قيمةً للشيء وتجعله مرغوباً فيه،[4] كما أن قيمة أي أصل هي عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عُمر الأصل وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بخصم التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل[5].

1- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص 75

2- طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الاسكندرية-مصر، 2007، ص17.

3- احمد حلمي جمعة، **معايير التقارير المالية الدولية**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان- الاردن، بدون سنة نشر، ص 121.

4- غادة الحلايقة، **مفهوم القيمة**، مقال على الانترنت، موجود على الرابط: تاريخ التصفح 2017/09/14 الساعة 21:08.
http://mawdoo3.com/%D9%85%D9%81%D9%87%D9%88%D9%85_%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9

5- فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص173.

– **مفهوم التقييم:** "يعني التحليل والمراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها" [1]، كما تعرف عملية التقييم على أنها "ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساس على وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع".[2]

2– مفاهيم القيمة للأسهم العادية: تعتبر مشكلة التقييم من اصعب المشاكل في ميدان تمويل الشركات المساهمة، ويزيد من صعوبة المشكلة تعدد المداخل المختلفة التي يمكن استخدامها لغرض التقييم وبالنسبة للاسهم العادية يجب التمييز بين القيمة الاسمية للسهم، وقيمته الدفترية وقيمته السوقية.[3]

2–1 القيمة السوقية: تتمثل في القيمة التي يُباع بها السهم في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة قد تكون اكبر أو اقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، فإذا كان أداء الوحدة الاقتصادية جيداً وتحقق أرباح فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية، وإذا كان أداء الوحدة الاقتصادية ضعيف فمن المتوقع أن ينخفض سعر سهمها في السوق وربما يصل إلى اقل من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية.

2–2 القيمة الاسمية: هي القيمة المدونة في قسيمة السهم وهي سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم عند إصداره لأول مرة ولايرتبط بسعر السهم في السوق، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال المدفوع ومنصوص عليها في عقد التأسيس لكل شركة.

2–3 القيمة التصفوية: تمثل قيمة السهم الخاص بالوحدة الاقتصادية عند الشروع بتصفيتها وتساوي القيمة السوقية لموجوداتها مطروحاً منها ديونها وقسمة النتيجة على عدد الأسهم.

2–4 القيمة الدفترية: هي عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الوحدة الاقتصادية وليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق.

2–5 القيمة العادلة: تمثل القيمة العادلة للسهم ما ينبغي أن تكون عليه قيمة السهم في سوق الأوراق المالية النشطة، ولكن غالباً ما تختلف عن القيمة السوقية الحالية للسهم.[4]

2–6 قيمة اصدار السهم: هي تلك القيمة التي تتحدد عند اتخاذ قرار اصدار الأسهم، يتم بيعها في السوق وفق هذه القيمة، وتختلف عادة قيمة اصدار الأسهم خاصة بالشركات القائمة عن قيمة الأسهم الاسمية لهذه الشركات، فتكون قيمة الإصدار أكثر من القيمة الاسمية وأقل من قيمة السهم في السوق، خاصة إذا كان

1– مؤيد الفضل، **تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة – منهج كمي مع دراسة الحالة**– ، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان– الأردن، 2009، ص 13.

2– طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الاسكندرية-مصر، 2007، ص34.

3 – جميل احمد توفيق، علي شريف، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، 1980، ص 385.

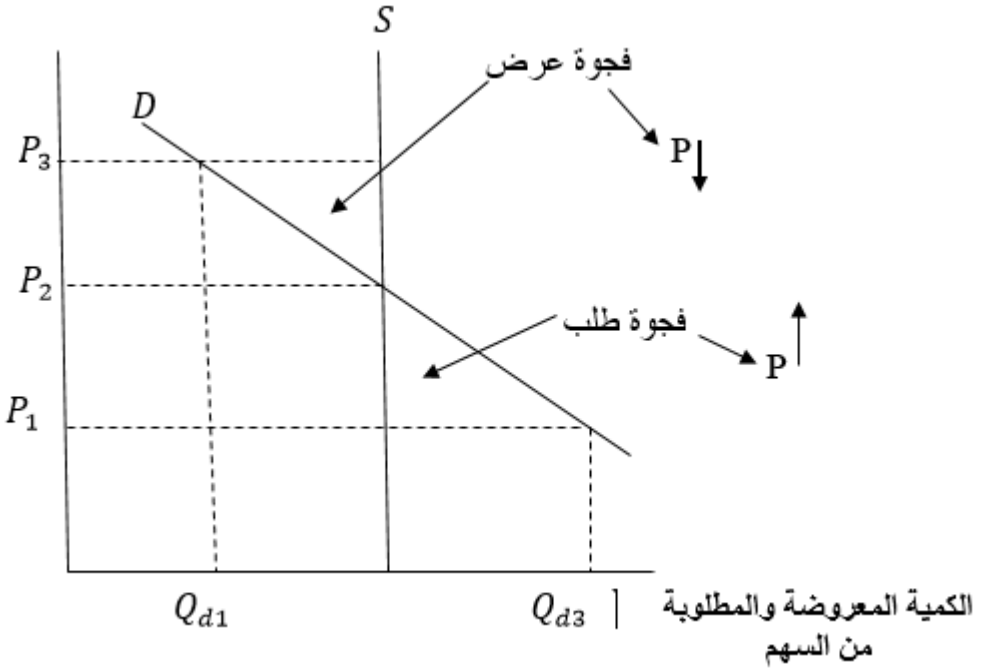
4 – كرار سليم عبد الزهرة واخرون، **قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية –دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية**– ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة –العراق، المجلد 09، العدد 29، ص 193–194 بتصرف.

تداول الأسهم لهذه الشركة بأسعار مرتفعة في هذه السوق مقارنة بالقيمة الاسمية، ويُسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار علاوة الإصدار وتدفع مباشرة إلى الشركة المصدرة وتضاف محاسبياً إلى حقوق الملكية.[1]

2-7 قيمة السهم حسب العائد: وهي قيمة السهم التي يقبل المستثمر دفعها مقابل شراء السهم، ومعدل العائد هو سعر الخصم الذي يحدد على أساسه كلفة رأس المال ويأخذ بنظر الاعتبار العوائد في السوق ودرجة الخطر التي يتعرض لها المبلغ المستثمر.[2]

3- آلية تحديد قيمة السهم: تتحدد قيمة السهم بناءاً على قوى العرض والطلب في السوق، وعليه نحاول تحديد القيمة التوازنية للسهم في زمن معين بتقاطع منحنى العرض والطلب، بحيث يُمكن التعبير عن عرض الأسهم لمؤسسة بعد لحظة زمنية معينة بمنحنى ذو مرونة صفرية (الاستجابة النسبية للكمية المعروضة من الأسهم في هذا الفاصل الزمني للتغيرات النسبية في السعر) وبالتالي يأخذ شكل خط مستقيم عمودي على المحور السيني كما في الشكل.[3]

الشكل رقم (02-01) آلية تحديد السهم



المصدر: محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية –مؤسسات–أوراق –بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 163.

أما الطلب على الأسهم فيستجيب للتغيرات في السعر عكسياً، فعند ارتفاع سعر السهم، ف إن المستثمرين المقبلون على الشراء هم من المتفائلين بهذا السهم والذي يتوقعون زيادته، ومن المؤكد أنهم قلة في ظل السعر

1 – دريد كامل ال شبيب، **مقدمة في الادارة المالية المعاصرة**، الطبعة الاولى، دار المسيرة، عمان–الاردن، 2007، ص 392.

2– **نفس المرجع السابق**، ص 393.

3– محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية –مؤسسات–أوراق –بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع،عمان–الأردن، 2005، ص 162–163.

المتوقع كما يلاحظ عند السعر p3 بحيث يكون الطلب بمستوى Qd1 أما عند السعر المنخفض للسهم مثل p1 فإن الطلب يزداد ويصل Qd3 (علاقة عكسية بين سعر السهم والكمية المطلوبة منه).

ويُمكن توضيح آلية تحديد السعر التوازني النسبي من خلال إلتقاء تيار العرض s وتيار الطلب d عند السعر p2 حيث تتعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة (ثابتة).

وعند سعر أعلى مثل p3 فإن رغبة المستثمرين في الاقبال تكون أقل من الكمية المعروضة (للاصدار والتداول) وفي ظل سوق كفؤة يُمكن انخفاض السعر باتجاه التوازن p2، بينما عند السعر p1 فإن اقبال المستثمرين يزيد على العرض ويُمكن أن ينعكس ذلك في ارتفاع السعر نحو التوازن.[1]

وعلى الرغم من الصورة التبسيطية السابقة للآلية تحديد السعر فلابد للإشارة إلى بعض الملاحظات لاستقامة تحليل الآلية مع خصائص السوق المالية:

- ❖ إن القيمة التوازنية لا تعكس الزمن المتحقق بل الزمن المتوقع، وبالتالي فهي تتضمن موجات توقع متباينة للمستثمرين حسب تدفق المعلومات، وتقديراتهم لحركة السهم والسوق والاعتبارات الأخرى، لذلك يمكن عد القيمة التوازنية هي القيمة الحالية للايرادات المتوقعة المخصومة بمعدل مناسب يتوقف على البديل الفرصي.
- ❖ عند تحقيق السعر التوازني في أي لحظة زمنية، فـإن ذلك ينحرف على القيمة الحالية المتوقعة بل يمثل رأي أخر اقبال لمستثمر في الطلب (المستثمر الحدي).
- ❖ إن اختلاف التوقعات للمستثمرين ينعكس في ميل منحنى الطلب D، إذ أن تباين التوقعات تدفع إلى إنحدار أشد (مرونة اقل) بينما تؤدي سواء التوقعات (تماثلها النسبي) إلى مرونة لانهائية لمنحنى طلب السهم (تسطح)، وهذا مايجعل تدفق المعلومات وشموليتها هي الأساس في توفير سوق كفؤة تنعدم فيها الفجوات المخلة، والتي تخلق الانحراف مابين القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة التي يقدرها المستثمر مقارنة بقيمة السهم عند المتاجرة (السوق).

1- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص 162-163.

المبحث الثاني: السندات

تُعتبر السندات إحدى أهم وسائل التمويل المالي المتاحة للشركات والحكومات، التي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة ، فبالنسبة للمؤسسات والحكومات قد تلجأ إلى السندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ مالديها من مشاريع تنموية (جمع الأموال وتمويل مشاريعهم)، وللتعرف اكثر على هذا النوع من الأوراق المالية نجد فيما يلي مفاهيم مفسرة لطبيعة السندات ومعلومات مفصلة حول آلية العمل بها.

المطلب الاول : تعريف السندات

1- تعريف السندات: يُعرف السند بأنه بمثابة عقد بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول(المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.[1]

كما تُعرف بأنها صك مديونية وليس صك مشاركة أو ملكية في رأس المال، كما أنه يدر عائد أو فائدة سنوية ولايرتبط بما تحققه الجهة المصدرة له من أرباح أو خسائر، ولها اجال استحقاق محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها، وتعتبر السندات وسيلة من وسائل الحصول على التمويل الخارجي طويل الاجل وذلك في حالة عدم لجوء الجهة المصدرة إلى زيادة راس المال بإصدار اسهم جديدة.[2]

السند وثيقة قابلة للتداول تصدره الشركات يمثل قرضاً طويل الاجل، ويعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام، ويخول مالكه الحصول على فوائد ثابتة تؤدى قبل توزيع الأرباح على المساهمين، فضلاً عن استيفاء قيمة السند عند حلول الاجل، أو عند التصفية قبل الأسهم أيضا أن ليس لصاحب السند التصويت، وتُعد السندات بمثابة اتفاق للاقراض بفائدة بين جهة الإصدار وبين من يملك السند، وقد يتضمن الاتفاق رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد.[3]

2- أنواع السندات: هناك طرق مختلفة لتصنيف السندات، وكل طريقة منها تعتمد على مميزات هامة معينة، ومن هذه التصنيفات ما يلي: [4]

2-1 حسب الجهة المصدرة للسند:

2-1-1 سندات الحكومة : يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة الأجل التي تصدرها المؤسسات العامة بهدف الحصول على موارد إضافية إما لتغطية العجز في موازنتها أو لتمويل بعض المشاريع أو للتأثير في عرض النقد بهدف مواجهة التضخم [5]، فمنها ماهو قصير الأجل ومنها ماهو طويل الأجل ومنها ما يوزع فوائد دورية ومنها ما لا يوزع فوائد وإنما يُباع عند الإصدار بخصم يعادل الفوائد، وهي

1- عبد الغفار حنفي، سمية قرياقس، **اسواق المال وتمويل المشروعات** ، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 21.

2- حمدي عبد العظيم، **اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم** ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2002، ص 51.

3- يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 149-150.

4- **نفس المرجع السابق**، ص 149-150.

5- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص 75.

في العادة قابلة للتداول بالبيع ، وتصدر من طرف البنوك المركزية [1]، وأهم ما يؤثر على سعرها في السوق عاملان هما مقدار الفائدة التي تلتزم الحكومة بدفعها في السند، وسعر الفائدة السائد في السوق، إضافة إلى القيمة الاسمية للسند، وتاريخ استحقاقه. [2]

كما تتخذ السندات أسماء متعددة فمنها ما يسمى بالسندات الحكومية، ومنها ما يسمى اذونات الخزانة ومنها ما يسمى بسندات البلديات أو سندات الحكومات المحلية حسب الجهة المصدرة لها، وغالباً ما تطرح السندات باسم شهادات الاستثمار، أو شهادات الادخار، ويكون الإعلان عن عوائدها بأحد الأشكال التالية:[3]

– شهادات استثمار ذات طبيعة متزايدة: وهي الشهادات التي يبقى المال فيها لدى المصرف لمدة طويلة تصل إلى عشر سنوات، وتكون الزيادة تصاعدية على المال والفائدة، حتى يصبح أصل المال بعد سنوات أضعافاً مما دفعه صاحب الشهادة؛

– شهادات استثمار ذات عائد جار بفوائد سنوية؛

– شهادات استثمار ذات قيمة متزايدة ويجري عليها اعطاء جوائز لحملة الشهادات؛

– الشهادات ذات العائد المتغير، ك أن تكون في الستة اشهر الأولى بعائد، ثم الستة اشهر التالية بمزايا أخرى، ثم بعد ذلك تنقلب سنداته إلى اسهم.

وهكذا يبتكر مروجوا السندات حوافز ب أساليب متجددة ومتنوعة وعديدة لترغيب الجهات للاقبال على شراء السندات، وذلك قد يكون لتوفير سيولة مالية تسد عجز لفترة ما، أو تلبية لسياسة مالية يراها البنك المركزي أو للتوسع في نشاطات الجهة المصدرة للسندات أو نحو ذلك.

2-1-2 سندات الشركات: تسمح القوانين عادة للشركات بإصدار سندات مقابل قروض تحصل عليه من الناس، ولها أنواع عديدة حسب طريقة دفع الفوائد، و أجل القرض وغير ذلك [4]، فسندات الشركات هي تلك التي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العامة لتمويل مشاريعها المختلفة، كما تحمل سندات الشركات مخاطر أعلى من السندات الحكومية وبالتالي تعطي عوائد أعلى من سندات الخزينة فائقة الأمان [5]، الأمان[5]، كما يُعرف اخرون سندات الشركات بأنها أدوات دين طويلة المدى تصدرها الشركات تتراوح فترة استحقاقها بين 10-30 سنة، ويكون الحد الأدنى لقيمة السند الواحد 1000 دولار وتدفع الفوائد لحملة السندات مرتين سنوياً كما أن بعض الشركات كشركة كوكا كولا أصدرت سندات لمدة 100عام.[6]

1- اندراوس عاطف وليم، **اسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها** ، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص 72.

2- يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 155.

3- **نفس المرجع السابق**، ص 155.

4- **نفس المرجع السابق**، ص 149-150.

5- Dirhami, **road map to investing** , Abu Dhabi council for economic develompement wisely, p:67.available on : https://www.dirhami.ae/Documents/pdf/Bonds.pdf

6- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص 75.

2-2 تبعا للحقوق الناشئة عنها: تنقسم إلى ما يلي:[1]

- **سند العلاوة:** وهي السندات التي تخفض عند شرائها عن قيمتها الأصلية للتشجيع مع دفع قيمتها عند الاستهلاك، أي عند تصفيته وانتهائه.
- **سند النصيب بفائدة:** وهذا السند الذي يصدر بقيمة إسمية وتحدد له فائدة ثابتة، ومع إجراء القرعة كل عام لإخراج عدد من السندات لتدفع لأصحابها مع قيمتها مكافأة جزيلة، وتجرى القرعة لتعيين السندات التي تستهلك بدون فائدة، وهذا النوع من أنواع اليراصيب قد منعته من بعض القوانين.
- **سند النصيب بدون فائدة :** وهو السند الذي يسترد صاحبه قيمته إن لم يفز بالقرعة ، والعائد الذي يكسبه هو الفرق بين المبلغ المدفوع أي المبلغ المخصوم والقيمة الاسمية للسند. [2]
- **السند المضمون:** وهو السند الذي تقترح الشركة أو المؤسسة المصدر له ضماناً عينياً للوفاء به.
- **السند العادي:** هو السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر الذي ترد قيمته الاسمية عند استهلاكه.
- **السندات القابلة للتحول إلى أسهم:** هي أنواع خاصة من سندات الشركات حيث يسمح بتحويلها إلى عدد محدد من الأسهم للجهة المصدرة، ميزة التحويل تُستخدم لجعل هاته السندات اكثر جاذبية للمستثمرين.[3]

2-3 على أساس الضمان : تنقسم السندات على أساس الضمان إلى نوعين الأول مضمون بأصول معينة، والثاني غير مضمون بأصول معينة.[4]

- **السندات المضمونة برهن أصول معينة:** قد تقدم الشركة المساهمة بعض أصولها ضماناً لحقوق حملة السندات وفي هذه الحالة تُعتبر السندات مضمونة وإذا فشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات من دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الاستحقاق، يُمكن نظرياً على الأقل لحملة السندات كمجموعة الاستيلاء على هذه الأصول المعينة وبيعها بالمزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه بينهم، فإذا كانت حصيلة البيع تزيد عن مقدار الفرض أرجعت الزيادة للشركة، أما إذا كان سعر البيع اقل من قيمة السندات، فإن حملة السندات يشاركون الدائنون العاديين بقيمة الرصيد المتبقي لهم، وهذه السندات قد تكون مضمونة برهن بعض الأصول الثابتة مثل الأراضي والمباني والماكينات والأصول المقدمة كضمان قد تكون خاصة بالإصدار المعين فقط، بمعنى أن الشركة لا يمكنها إصدار أي سندات أخرى جديدة بضمان نفس الأصل، وفي هذه الحالة يسمى الضمان بالرهن المغلق، أما في حالة إمكان الشركة إصدار سندات إضافية في المستقبل بضمان نفس الأصل فإن الضمان يعرف بالرهن المفتوح وأحياناً قد تكون السندات مضمونة برهن

1- يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 156.

2- AP Faure, **Bond Market :An introduction,** Quoin Institute (pty) Limited ,1st edition ,2013, p:102. available on the following link: http://thuvienso.bvu.edu.vn/bitstream/TVDHBRVT/15296/1/Bond-Market-An-Introduction.pdf

3-the USAA Educational foundation, **investing stocks and bonds**, march2010, p:12. available on the following link: http://floridaliteracy.org/Financial/Investing/Stocks%20and%20Bonds.pdf

4- جميل احمد توفيق، علي شريف، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت-لبنان، 1980، ص 397.

أوراق مالية تقدمها الشركة المصدرة للسندات، وغالباً ما تكون هذه الأوراق المالية عبارة عن الاستثمارات الدائمة التي تحفظ بها الشركة المدينة ولا ترغب ببيعها.

– **السندات غير المضمونة بأصول معينة:** وهذا النوع من السندات قد يطلق عليه إسم السندات البسيطة نظرا لأنه غير مضمون بأية رهونات، وليس صحيحاً أن هذه السندات غير مضمونة بالمرة، بل هناك ضمان يقف خلفها ألا وهو المركز الائتماني والقوة الإيرادية للشركة المصدرة، ومثل هذه السندات قد تستخدمها الشركات ذات المركز المالي القوي الممتاز، فـمثل هذا المركز يجعل وجود رهن معين أمراً غير ضروري لاجتذاب المستثمرين، كما قد تستخدم بواسطة الشركات الفقيرة التي سبق و أن رعت معظم أصولها ضماناً لسندات أو قروض أخرى.

ولكن في الكثير من الحالات نجد أن الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات لاتنتمي إلى أي من الطبقتين السابق ذكرهما ، فالشركات التجارية والصناعية يَهُمها جداً المحافظة على مركزها الائتماني مع البنوك والموردين، وبالتالي لو رهنت أصولها الثابتة لضمان السندات المصدرة فلن يبقى للبنوك والموردين في حالة فشل الشركة سوى الأصول المتداولة التي قد يشاركهم فيها حملة السندات في حالة عدم كفاية الأصول الثابتة لمقابلة التزامات الشركة نحوهم، وهذا الموقف لا يشجع البنوك أو الموردين على التوسع في منح الائتمان لهذه الشركات، أما إذا أصدرت مثل هذه الشركات سندات غير مضمونة فـإن أصولها الثابتة تظل حرة وبذلك تستطيع بسهولة الحصول على حاجاتها من الائتمان المصرفي التجاري.

وعلى وجه العموم لا تعتبر السندات غير المضمونة بالضرورة أضعف من السندات المضمونة لأن العبرة ليست بالضمان بل بقوة الشركة الإيرادية ومقدرتها على تحقيق إيرادات كافية لمقابلة التزاماتها نحو حملة السندات من دفع الفائدة السنوية وسداد الأصل عند حلول ميعاد الاستحقاق.

2-4 تصنيف السندات حسب درجة جودتها: المقصود بجودة الأوراق المالية هو مدى اطمئنان المستثمر إلى انه سوف يحصل على العائد الدوري للأوراق المالية، وكذلك مدى اطمئنانه إلى استرداد قيمة الأوراق المالية نفسها (القيمة الاسمية للأوراق المالية)، ويبدو ذلك واضحاً بالنسبة للسندات بصفة خاصة، حيث أن لها تاريخ استحقاق محدد يسترد فيه المستثمر القيمة الاسمية للسند، ويمكن التعرف على درجة جودة الأوراق المالية من المؤسسات المتخصصة في تقييم المراكز المالية للشركات المصدرة لهذه الأوراق، ثم تحديد درجة الجودة بناء على نتائج هذا التقييم، ومن أهم هذه المؤسسات مؤسسة ستاندراد وبور Standard and Poor Corporation ومؤسسة مودي Moody's Investor Service في الولايات المتحدة الأمريكية.[1]

وتقوم هذه المؤسسة بتصنيف الأوراق المالية طبقا لدرجة جودتها، حيث يكون العنصر الحاكم هو مدى إمكانية توقف الشركة المصدرة لهذه الأوراق عن دفع مستحقات المستثمرين، وبعد تحديد درجة جودة الأوراق المالية– في شكل ترتيب تنازلي– تقوم كل من مؤسسات الخدمات المالية بطباعة التصنيف الخاص بها في

1– محروس حسن، **الأسواق المالية والاستثمارات المالية**، كتب عربية للنشر والتوزيع الالكتروني، ص 60، 61.

شكل دليل يباع للمستثمرين المشتركين في خدماتها، ومن أجل تسهيل مهمة المستثمر فإن هذه المؤسسات تقوم بوضع رموز معينة تدل على درجة جودة الأوراق المالية، وهنا يجب ملاحظة أن الأوراق المالية لشركة معينة لا توضع في تصنيف واحد طوال الوقت، ولكن يُمكن أن يختلف تصنيف الأوراق المالية لأي شركة من فترة لأخرى طبقا لقوة المركز المالي للشركة، وضعف أو قوة احتمال توقفها عن دفع مستحقات المستثمرين (وخاصة الفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسندات).

الجدول رقم (02-02) التصنيف السندات طبقا لدرجة جودتها حسب مؤسسة ستاندارد بور

رمز	تعريف التصنيف
AAA	السندات في هذه المجموعة تحتل أعلى درجات التصنيف، لأن الشركات المصدرة لها تحتل المرتبة الأولى من حيث قدرتها على دفع الفوائد الدورية، وكذلك القيمة الاسمية للسند.
AA	هذه المجموعة تمثل أيضا درجة عالية جداً من القدرة على سداد الفوائد واصل الدين (القيمة الاسمية للسند)، ولكنها تقع في مرتبة اقل من المجموعة السابقة بسبب وجود فروق بسيطة في درجة الحماية التي توفرها للدائنين.
A	بالرغم من أن السندات في هذه المجموعة تمثل درجة عالية من الجودة، إلا أنها اكثر حساسية للتغيرات الاقتصادية ذات التأثير السلبي على نشاط الشركة المصدرة.
BBB	السندات في هذه المجموعة تتمتع بدرجة كافية من القدرة على سداد الفوائد واصل الدين، ولكن الظروف الاقتصادية المعاكسة قد تضعف من قدرة الشركة على سداد الفوائد و/أو أصل الدين.
BB	تتصف السندات في هذه المجموعة بطابع المضاربة، بمعنى أن المستثمر في مثل تلك السندات معرض لتحمل خسائر بقدر إمكانية تحقيق الأرباح.
B	تمثل هذه المجموعة من السندات ذات الدرجة الضعيفة من الحماية فيما يتعلق بسداد الفوائد والقيمة الاسمية للسند.
CCC	السندات في هذه المجموعة تعتبر ذات جودة ضعيفة، حيث يكون المستثمر عرضة لعدم تحصيل الفوائد و/أو القيمة الاسمية للسند.
CC	هذه المجموعة تمثل أعلى درجات المضاربة، وكثيراً ما تتأخر الشركة المصدرة للسندات في دفع الفوائد الدورية للمستثمرين.
C	هذه المجموعة تمثل سندات الدخل التي لم يتم دفع فوائد عنها.
D	تمثل هذه المجموعة أدنى درجات التصنيف، حيث تكون الشركة متأخرة في سداد الفوائد الدورية، وربما تعجز عن سداد القيمة الاسمية للسندات أيضا.

Standard & Poor's Ratings Services, **guide to credit rating essentials "what are credit ratings and how do they work** , p9. available on the following link :
https://www.spratings.com/documents/20184/760102/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa

2-5 أنواع أخرى: ومن الجدير بالذكر أن هناك العديد من أنواع السندات تتخذ مسميات متنوعة ، فهناك السندات ذات الفائدة المتغيرة و هي تتغير وفقاً لتغير أسعار الفائدة بالسوق، والكثير من المصدرين يربطوا

أسعار الفائدة على السندات بأسعار الفائدة بين البنوك[1]، وكذلك هناك السندات الفاسدة أو السيئة وهي سندات عالية المخاطر وغير مصنفة وعادة تستخدم بحالة الاستحواذ، ويكون العائد عليها مرتفعا.[2]

المطلب الثاني: خصائص السندات

1- خصائص السندات: تتسم السندات بمجموعة من الخصائص وهي كالآتي:[3]

- **لها قيمة اسمية** : وهي السند القانونية، وتثبت على وجه السند بحيث لا يمكن تغييرها مهما تبدلت الظروف الاقتصادية وهي في العادة القيمة التي تعد الجهة المصدرة بدفعها في المستقبل لحامل السند رداً لأصل الدين.
- **تحمل معدل فائدة اسمي:** الفائدة الدورية تحدد كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند مقابل استخدام المدين (الجهة المصدرة) المال المدفوع من قبل الدائن (حامل السند) في وحدة الزمن تحسب تلك الفائدة بضرب معدل الفائدة الاسمي في القيمة الاسمية، وقد جاءت تسمية الكوبونية نسبة إلى زمن كانت تصدر فيه السندات مع كوبونات بعدد الفترات (مدة القرض) فمثلاً سند قيمته الاسمية 1000 دينار يستحق بعد 15 عام ويحمل معدل فائدة اسمي 15 بالمئة سنويا، يصدر مع هذا السند 15 كوبون كل واحد منها قيمته 150 دينار ويحمل كل كوبون تاريخ محدداً نهاية كل سنة من عُمر السند، لاستبداله بقيمة 150 دينارا في تاريخ استحقاقه، وكان المستثمر يقطع هذا الكوبون ويستلم قيمته من الجهة المصدرة وبرغم أن السندات أصبحت مسجلة بأسماء مالكيها وتقوم الشركة المصدرة بتحويل قيمة الفائدة تلقائياً لحسابات المستفيدين، إلا أن التسمية (الكوبون) إلتصقت بالسندات.
- **لها تاريخ استحقاق:** وهو التاريخ الذي تُعد الجهة المصدرة بِرد القيمة الإسمية للسند فيه، وهناك استحقاق أصلي وهي المدة الواقعة بين تاريخ الإصدار وتاريخ الرد (السداد)، وتنخفض هذه المدة بانقضاء الوقت، وعادة ما تصنف السندات ذات فترات استحقاق تتراوح من 1 إلى 5 سنوات على أنها قصيرة الأجل، أما التي تتراوح فترات استحقاقها بين 5-12 سنة كمتوسط الأجل وتلك التي تزيد آجال استحقاقها عن 12 سنة على المدى الطويل، ويصدر عدد قليل من السندات ذات آجال استحقاق تتجاوز 30 عاما.[4]
- **القابلية للاستدعاء:** هناك بعض السندات تصدر بحيث يتضمن عقد الإصدار شرطاً يعطي للمصدر حق رد السندات (دفع القيمة الاسمية للسندات) في تاريخ قبل تاريخ الاستحقاق الأصلي، وذلك ضمن شروط معينة، ويستفيد المصدر من هذا الشرط في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية، فمثلاً لو أصدرت شركة

---

1 - Gitman Lawrence, Joehnk Michael, **Investissement et marchés financiers**, Edition Pearson Education, 9éme édition, Paris, 2005, P12.

2- سهيل مقابلة، **مرجع سبق ذكره**، ص 75.

3- عدنان تايه النعيمي واخرون، **الإدارة المالية النظرية والتطبيق**، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2014، عمان-الأردن، ص 203.

4-Marc Levinson, **GUIDE TO FINANCIAL MARKETS**, Profile Books Ltd 3A Exmouth House, fourth edition, Pine Street, London, 2005, p:72. Available on the following link : http://web.gccaz.edu/~bri2097936/Economics%20211%20Fall%202011/The%20Economist%20-%20Guide%20to%20the%20Financial%20Markets.pdf

سندات تحمل معدل فائدة اسمي 15 بالمائة سنوياً، ثم بعد سنة انخفضت أسعار الفائدة إلى 7 بالمائة تقوم الشركة بإصدار سندات جديدة تحمل معدل 7 بالمائة وتستدعي الإصدار القديم قبل تاريخ استحقاقه.

❖ **الإصدارات الجديدة والاصدارت القديمة :** عند إصدار السند لأول مرة (إصداراً اولياً) يُسمى إصداراً جديداً ويحدد سعره بالقيمة الإسمية ويكون معدل الفائدة الذي يحمله محدداً بحيث يُمكن للشركة المصدرة ببيع هذا الإصدار بالقيمة الاسمية (المعدل الاسمي يساوي المعدل السوقي) ولكن إذا حصل أن أصدر السند بمعدل اسمي أقل من السوقي فـإن المستثمرين لن يدفعوا القيمة الاسمية وسيباع السند بخصم، والعكس إذا كان المعدل الاسمي أعلى، فإن السند سيباع بعلاوة أما الإصدارات القائمة التي مضى على إصدارها شهر (حسب تصنيف الوول ستيت جورنال) فهي إصدارات غير أولية ويمكن القول بعد انتهاء عملية الإصدار الأولى وبدء المستثمرين تداول هذه السندات فيما بينهم (لاتكون الشركة المصدرة احد اطراف التعامل: تعامل في السوق الثانوي) يصبح إصداراً قائماً وليس بالضرورة أن تبقى القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية حيث تتغير القيمة السوقية له حسب الحالة الاقتصادية.[1]

2- مميزات خصائص السندات: للسند مميزات وهي كالتالي:[2]

- ✓ يمثل السند ديناً على الشركة فإذا افلست الشركة سقط أجل الدين واشتراك حامل السند مع باقي الدائنين .
- ✓ لحامل السند الحق في الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية، قبل السهم.
- ✓ يستوفي حامل السند فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- ✓ يجوز أن يشترط حامل السند نسبة مئوية في الأرباح، ولا يعتبر مُساهماً لأنه لايحق له التدخل في إدارة الشركة.
- ✓ لايشترك حامل السند في الجمعية العامة للمساهمين ولايجوز للجمعية العامة أن تعدل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد.
- ✓ يكون السند قابلاً للتداول كالسهم.
- ✓ يحق لحامل السند المطالبة بـإشهار إفلاس الشركة إذا توقفت عن دفع الدين مع فائدته في موعد الوفاء المحدد.

3- مقارنة بين السندات والأسهم: يُمكن ذكر الخصائص العادية التي تميز السندات عن الأسهم فيما يلي:[3]

- ✓ يعتبر حملة السندات من دائني الشركة، أما حملة الأسهم فهم مُلاكها.
- ✓ يحصل حملة السندات على فائدة مقابل استخدام الشركة لأموالهم، بينما يحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة.[1]

1 – عدنان تايه النعيمي واخرون، **الإدارة المالية النظرية والتطبيق**، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2014، عمان–الأردن، ص 204.

2 – يوسف حسن يوسف، **مرجع سبق ذكره**، ص 157–158.

3 – جميل احمد توفيق، علي شريف، **مرجع سبق ذكره**، ص 393.

- ✓ تُعتبر حقوق حملة السندات مع حقوق غيرهم من الدائنين من الحقوق الأولى الممتازة التي يتعين على الشركة مقابلتها قبل دفع أي شيء بالمرة لحملة الأسهم.
- ✓ يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تلتزم الشركة بدفعها في مواعيدها المعينة بإنتظام وبغض النظر عن حالتها المالية وعماً إذا كانت الإيرادات كافية، بينما أرباح حملة الأسهم لا يمكن إعلانها إلا عند تحقيق الشركة لأرباح وأيضاً عند رغبتها في التوزيع وبالتالي ف إن عائد الأسهم لا يتصف بالثبات وفي حالة الأسهم العادية على الأخص يتقلب العائد صعوداً ونزولاً تبعاً لربحية الشركة وأيضاً لسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها.
- ✓ للسندات أجل معين محدود ويتعين على الشركة سداد قيمة السندات في نهاية هذه المدة، بينما الأسهم لا أجل لها.
- ✓ لاحق لحملة السندات في التصويت أو في إدارة الشركة طالما أنها لاتتأخر في مقابلة التزماتها نحوهم، بينما حملة الأسهم –باستثناء أنواع معينة– لهم حق إدارة الشركة عن طريق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- ✓ قد تقدم الشركة بعض أصولها ضماناً لحقوق حملة بعض الأنواع من السندات، بينما هذا الضمان لا يُمكن حدوثه بالنسبة للاسهم لأن حملة الأسهم هم ملاك الشركة المساهمة التي تملك بدورها كل أصولها.

1-Investmentindustry association of canada, **Bonds an introduction to bond basics**, January 2008, p:01. available on the following link: http://iiac.ca/wp-content/themes/IIAC/resources/146/original/BondsEN.pdf

جدول رقم (02-03) يوضح الخصائص المختلفة للأوراق المالية

	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات
المفهوم	تمثل جزء صغير من راس المال.	تمثل جزء من راس المال وإن كانت تجمع بين خصائص راس المال والقروض.	تمثل جزء من قرض طويل الاجل.
العائد	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها.	عادة ما تحصل على فائدة ثابتة واحياناً يكون العائد متغير.	الأصل انها تحصل على فائدة ثابتة محددة ولكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير.
أولوية الحصول على العائد او فائض التصفية عند تصفية الشركة	اخر من يحصل على هذه الحقوق.	قبل حملة العادية مباشرة.	لهم الأولوية قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.
استرداد القيمة	يتم استنزال القيمة عند التصفية بعد استيفاء جميع الحقوق الأخرى.	المرتبة قبل الأخيرة.	قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.
تاريخ الاستحقاق	ليس تاريخ الاستحقاق.	ليس تاريخ الاستحقاق.	لها تاريخ استحقاق محدد مسبقا.

المصدر: طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2007، ص16.

نلاحظ من خلال ماسبق أن الخصائص المميزة تدور حول الأربعة نقاط الرئيسية (ميعاد الاستحقاق، الدخل، الإدارة والأصول).

4- مزايا السندات: تتعدد مميزات السندات وتختلف من المقترض (مُصدر السند) والمستثمر ونذكر من بين هاته المزايا مايلي:[1]

- **دخل دوري:** السندات لها دخل يمكن توقعه عبارة عن العائد الدوري، بالإضافة للقيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، لذلك العديد من المستثمرين يستثمرون في السندات للحفاظ على أموالهم المستثمرة او زيادتها، ولتلقي تدفقات نقدية دورية يُعتمد عليها.
- **أداة استثمار امنة:** يتم قياس جودة السندات وفقاً للقدرة الائتمانية للشركة المصدرة، وتعرف القدرة الائتمانية بقدرة الشركة مصدرة السندات على الوفاء بالتزاماتها المالية، كلما كانت القدرة الائتمانية أعلى كلما كانت اكثر آمنا وأقل في العائد.
- **عائد مناسب:** يُمكن ان يختار البعض الاستثمار في سندات الشركات نظراً لما تقدمه من عائد اكبر بالمقارنة مع السندات الحكومية، وعادة مايصاحب العائد الأكبر مخاطر اكثر.
- **تخفيض المخاطر بالتنويع:** يُفضل اغلبية المستثمرين أن يكون لديهم محفظة استثمار متنوعة لتقليل نسبة المخاطر، بحيث أن السندات هي اقل خطراً من الأسهم حيث تتميز معظمها بتوفير عائد دوري ثابت بعكس الأسهم، خاصة السندات الحكومية التي تتميز بأنها مضمونة من قبل الحكومة، أما بقية السندات فهي اقل خطراً من الأسهم فيما عدا سندات الدخل * التي تعتبر اكثر خطراً حيث انها مثل السهم ولا يوجد إلزام من قبل الشركة في صرف عوائد دورية أو حتى الحق في إعلان إفلاس الشركة.[2]

المطلب الثالث: أنواع السداد للسندات

1- سداد السندات عند حلول ميعاد استحقاقها : إن السندات بوصفها قروض طويلة الأجل يكون له ا اجل معين محدد ويتعين على الشركة المدينة أن ترسم الخطط المالية الخاصة بسداد هذه السندات عند حلول ميعاد استحقاقها وغالباً لا تملك الشركة نقدية كافية القيام بعملية السداد، لانها تفضل استثمار النقدية الزائدة في اقتناء أصول جديدة وعلى كل حال فإن مقدرة الشركة على السداد مما لديها من نقود تتوقف إلى حد كبير على حجم السندات الواجب سدادها فإن كان الحجم صغيراً امكن الشركة السداد مما تملكه من نقدية أما إذا كان الحجم كبيراً فعلى الشركة أن تبحث عن موارد خارجية حتى يمكنها الوفاء بالتزاماتها.

2- سداد السندات قبل حلول ميعاد استحقاقها : يحدث في الكثير من الحالات أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة وذلك قبل حلول ميعاد الاستحقاق المحدد وينبغي عند دراسة مثل هذا النوع من السداد التمييز بين طريقتين رئيسيتين من طرق السداد وهما السداد حسب اختيار الشركة والسداد الاجباري.[3]

1- اشرف مصطفى توفيق، **كيف تتعلم استثمار الاموال؟**، الطبعة الاولى، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة–مصر، 2008، ص23.

* يشترط في هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة ارباحا، أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا اذا حققت الشركة ارباحا، كما أن حامل هذا النوع من السندات ليس له حق مطالبة الشركة في حالة عدم القدرة على الدفع والسداد.

2- سيد سالم عرفة، **ادارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان–الاردن، 2009، ص 23.

3- جميل احمد توفيق، علي شريف، **مرجع سبق ذكره**، ص 399.

2-1 السداد حسب اختيار الشركة: الطريقة الإختيارية الأولى هي قيام الشركة بشراء سنداتها من السوق ثم بعد ذلك إلى إلغائها، ولا شك أن هذه الطريقة لن تستخدم إلا إذا تمكنت الشركة من الشراء بسعر يقل كثيراً عن القيمة الاسمية، ولكن الشركة التي تُباع سنداتها في سوق بخصم كبير (أي بسعر يقل بكثير عن القيمة الاسمية) تكون عادة في مركز مالي ضعيف، ومن ثم لا تملك النقدية مايمكنها من القيام بعملية شراء السندات لغرض استهلاكها.

أما الطريقة الثانية وهي الأكثر شيوعاً واستخداماً فهي السداد عن طريق الاستدعاء، ولكن استخدام هذه الطريقة يستلزم وجود شرط في عقد الإصدار ينص على حق الشركة في استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق المعين، لأنه في حالة غياب هذا النص لايمكن للشركة أن تُجبر حامل السند على تقديم سنده وقبض قيمته، أي أن السندات تبعاً لهذا الكلام تكون قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء.

وعادة نجد أن الشركة التي تستدعي سنداتها للسداد تقوم بدفع علاوة فوق القيمة الاسمية وهذه العلاوة تمثل تعويضاً للمستثمر عن الفائدة التي تضيع عليه خلال فترة البحث استثمار جديد، والأسعار التي يحدث على أساسها الدفع يجب أن يكون منقوصاً عليها في عقد اصدار السندات كما يجب أن يتم الاستدعاء عن طريق السحب بالقرعة (اليناصيب) حتى لايُحابى واحد من حملة السندات على حساب الاخر.[1]

2-2 السداد الاجباري – احتياطي استهلاك السندات-:

هناك إتجاه نحو وضع شروط تكوين احتياطي الاستهلاك في اغلب عقود إصدار السندات، وهذا الاحتياطي يختلف عن السداد الاختياري لأن الشركة تحت النظام الأول تكون مجبرة على استهلاك جزء من السندات على فترات زمنية، بينما في النوع الثاني نجد أن الاستهلاك يكون متروكاً حسب اختيار الشركة .

ولكن النتيجة النهائية واحدة بالنسبة للاجراءين إلا وهي تخفيض حجم السندات المصدرة ووجود شرط الاستهلاك الاختياري في العقد يَكون لمصلحة الشركة بينما الاستهلاك الاجباري ينص عليه لفائدة حملة السندات، ويمكن تكوين احتياطي استهلاك السندات بأحد الطرق الانية:

- مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد؛
- مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة مئوية معينة من السندات المصدرة؛
- مبلغ يزداد سنة بعد أخرى لتحقيق نوع التوازن بين الطاقة الاستغلالية للأصول وبين الأعباء الواقعة على الشركة؛
- مبلغ يُمثل نسبة معينة من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وهذه افضل الطرق من وجهة نظر الشركة لأنها تقوم على أساس القدرة الفعلية للشركة على استهلاك سنداتها.

ومعظم عقود السندات تطلب استخدام الأموال المخصصة للاحتياطي في الحال لشراء السندات المصدرة، ولكن في أحوال أخرى قد ينص على استثمار الاحتياطي في أوراق مالية غالباً ما تكون سندات

1 - جميل احمد توفيق، علي شريف، **مرجع سبق ذكره**، ص 400.

حكومية، والمهم أن هذه الأموال لا تبقى عاطلة، بل ينبغي استثمارها بصورة أو أخرى استثماراً فعالاً، ويعود احتياطي استهلاك السندات بفائدتين على الشركة، أولها أنه بوجود هذا الشرط تتمكن الشركة من اصدار السندات بسعر فائدة اقل، وثانياً يؤدي تكوين احتياطي الاستهلاك إلى تقوية مركز حملة الأسهم العادية لتأكدهم من مقدرة الشركة على مقابلة التزماتها نحو حملة الأسهم.

ولكن لو فشلت الشركة في تخصيص الأموال اللازمة لاحتياطي الاستهلاك فإن هناك من العقوبات ما قد يقع على الشركة ويقف حجر عثرة أمامها ومن أهم ذلك الاتي:

- قد يعتبر فشل الشركة توقفاً عن مقابلة إلتزماتها نحو حملة السندات وبالتالي تصبح كل السندات مستحقة الدفع في الحال.
- قد يمنح حملة السندات الحق في انتخاب بعض أعضاء مجلس الإدارة، وهذا الحق المؤقت ينتهي بقيام الشركة بتخصيص الأموال اللازمة للاحتياطي.
- لا يمكن للشركة توزيع أي أرباح على حملة الأسهم العادية والممتازة وتستمر هذه العقوبة طالما أن الشركة لم تقم بإضافة الأموال اللازمة إلى الاحتياطي.

3- السداد التدريجي: تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يُمكن أن نطلق عليه اسم السندات وذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة بحيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة التالية للاستحقاق المجموعة التي تسبقها ويؤدي هذا النوع إلى سداد السندات المصدرة تدريجياً وبطريقة منتظمة معروفة لجميع الأطراف.

ونظراً لأن هذا النوع من السندات يُسدد بالتدريج فإن متوسط سعر الفائدة على الأموال المقترضة يكون أقل مما لو كان الإصدار كله يستحق السداد في ميعاد واحد وتعتبر هذه الميزة السبب الرئيسي في استخدام هذه السندات وذلك من وجهة نظر الشركة ، أما من وجهة نظر المستثمرين فإن العامل الأساسي لقبول هذا النوع من السندات هو تنوع مواعيد استحقاق الإصدار الواحد بطريقة تجعله أكثر قدرة على مقابلة رغباتهم المختلفة، فالبنوك وشركات التأمين تقبل على شراء السندات قصيرة الأمد، بينما يفضل الافراد شراء سندات طويلة الاجل.[1]

المبحث الثالث: المشتقات المالية

1 – **نفس المرجع السابق**، ص 405.

أدركت العديد من المؤسسات المالية بأن الأساليب القديمة في التعامل المالي لم تعد مربحة، كما أن بعض المنتجات لم تعد تلقى قبولاً، فضلاً عن تدني كفاءة الوسطاء الماليين في تعبئة الإدخارات بالأدوات المالية التقليدية، كما أن التقدم التكنولوجي المتمثل بالتطور الهائل في خزن واسترجاع المعلومات وإنجاز الحسابات المعقدة والدقيقة، حفز نحو اللجوء إلى تحديثات تُعظم الربح المتحقق في الصناعة المالية، وتُقلل من المخاطر التي طالما كانت صفة للأسواق المالية، وتُعد شريحة المستثمرون المتحوطون * من أكثر المهتمين بالمشتقات المالية، بل وأصبح تحليل أساليب التحوط ركناً مُهما في تحليل الاستثمار [1]، وعليه تم ابتكار مشتقات مالية جديدة في الأسواق المالية للإستجابة إلى حاجات السوق المتعددة، لذا نحاول في هذا المبحث التطرق إلى ماهية المشتقات المالية، أهم خصائصها وأهميتها.

المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية

1- تعريف المشتقات المالية:

تُعتبر المشتقات المالية إحدى أدوات التعامل الحديثة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في سبعينيات القرن العشرين على نحو لم يسبق له مثيل، حيث أدى الميل نحو تعظيم القيمة المضافة والإستجابة السريعة لتأثيرات التقدم التكنولوجي والتغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية، كمعدلات الفائدة، أسعار الصرف ومؤشرات البورصة دوراً بارزاً في ظهور هذه الإبداعات، ومن بين العوامل الهامة التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات ورواجها وقدرتها على تحسين كفاءة السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، فضلاً عن إتاحة الفرصة للمضاربين والمستثمرين للتغطية ضد المخاطر وتحقيق المكاسب الرأسمالية.[2]

تُعرف هاته المشتقات بأنها عقود تُشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)[3] والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع مابين أسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية...الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.[4]

كما تُعرف ايضاً بأنها أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيمة الأصول محل التعاقد، وأصل وجودها هو التحوط وإدارة المخاطر.[5]

وعرف بنك التسويات الدولية المشتقات المالية بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات

---

* تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضمان كامل.

1- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص 119-120.

2 -Simon Gray, Joanna Place, **Financial Derivatives**, Center for Central Banking Studies, Bank of England, London, N°17, March 1999, p:5.

3-Central Board of Secondary Education, **Introduction to Financial Market « part 1 »**, PreetVihar Delhi, India, 2007, p 7. available on the following link: http://www.cbse.nic.in/Financial%20Market%20Final.pdf

4- طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر- المحاسبة**، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر ، 2001، ص 1-8.

5-عبد الكريم احمد قندوز، **حقيقة المشتقات الائتمانية أداة لتعزيز متانة النظام المالي ام لهشاشته؟**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة البليدة 2، المجلد 04، العدد 01، ص 240-241.

على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.[1]

ولنفهم كيف تعمل المشتقات، نفترض أننا اشتريها عقد اختيار يتيح لنا شراء سهم معين في المستقبل وبسعر يحدد الأن (ربما يختلف عن السعر الحالي) فإذا ارتفع سعر السهم السوقي الموجود في العقد الذي اشتريته، فإن قيمة العقد الذي مع نا سوف تزيد أيضا لأنها تشتق أو تعتمد على قيمة الأصل محل العقد، وبالطبع إذا هبطت أسعار السهم السوقية إلى ادنى من السعر المحدد في العقد للتنفيذ، فإن قيمة عقدنا تنتهي وتصبح عديمة القيمة.

ولكي تدخل في عقد اختيار شراء أو أي مشتقة أخرى، فإن الطرف الثاني المقابل لنا يجب أن يكون راغباً في أن يبيع لك، ولذلك فإن توقعات أطراف العقود المشتقة تكون دائما عكسية.

ولتقريب فكرة المشتقات إلى الذهن، نفترض انك تملك منزلاً وترغب في بيعه، وسعر المنزل السوقي الآن هو 75000دج، ويوجد شخص يرغب في شراء المنزل ولكنه لا يملك النقدية الكافية للسداد قيمة المنزل، بحيث تقدم هذا الشخص بعرض يتلخص في أنه سوف يدفع لك فوراً مبلغ 2000 دج مقابل أن تعطيه الحق في شراء المنزل بنفس السعر أي 75000 دج لمدة ستين يوم وبفرض انك وافقت على الاتفاق، لذلك فإنك سوف تعطي المشتري الحق في أن يختار بين شراء المنزل بهذا السعر أو عدم الشراء، ومقابل ذلك تحصل على مبلغ 2000دج السابق الإشارة إليها، ولاحظ انك بمجرد التعاقد لا تستطيع بيع المنزل لأي شخص أخر لمدة ستين يوما، وإذا لم يختار المشتري تنفيذ شراء المنزل حتى نهاية هذه المدة فإنه يكون من حقك بعدها بيع المنزل.

فإذا ارتفعت أسعار العقارات خلال المدة المحددة و أصبح السعر السوقي للمنزل فَرضاً 80000دج فإن المشتري سوف يختار بديل التنفيذ لأنه يشتري منزل بمبلغ محدد في العقد وهو 75000 دج في حين أن قيمته السوقية 80000دج ويحقق مكسب من وراء ذلك قدره 5000 دج وإذا طرحنا منه المبلغ المدفوع بداية وقدره 2000 فإن الربح الصافي سوف يكون 3000دج ، ولكن إذا وجد المشتري خلال الفترة المحددة منزل أفضل أو مماثل بسعر منخفض وليكن 72000دج فإنه لن يشتري منزلك وفي هذه الحالة يخسر المشتري 2000دج التي دفعها بداية وتكسبهم أنت وبإمكانك بعد انتهاء المهلة المحددة أن تبحث عن شخص أخر ليشتري منزلك.

ولاحظ أيضا انه بقيامك ببيع عقد اختيار لشراء منزلك لمدة 60 يوما فإنك تفقد فرصة بيع المنزل لمدة 60 يوماً وإذا لم يُمارس المشتري حق الاختيار فإنك سوف تبحث عن فرصة أخرى لبيع المنزل لشخص أخر.

1- سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها** ، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 59-60.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات يتلخص بأنها عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات)؛ ويتضمن العقد:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسرى فيه العقد.
- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد؛ سعر ورقة مالية؛ سعر سلعة؛ سعر صرف أجنبي؛ مؤشر أسعار؛ تقييم أو مؤشر ائتماني؛ تغيرات مماثلة.

2- خصائص المشتقات المالية: تتميز المشتقات المالية بالعديد من الخصائص من بينها ما يلي:[1]

- **أنها ذات طبيعة خارج الميزانية** : يتم إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية (مثل الأسهم والسندات) داخل الميزانية كأصول وخصوم بحيث يكون من السهل التعرف على ارصدتها المثبتة وتتبع أية تغييرات فيها، فإن الوضع يختلف بالنسبة للأدوات المالية المشتقة حيث لا لإثباتها داخل الميزانية مما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة إلى مخاطر ضعف الرقابة عليها.
- **التعقيد:** إن عقود المشتقات قد يتم تصميمها لمقابلة الحاجات الخاصة للمستخدمين النهائيين، لذلك قد لا يكون استخدام بعض تلك الأدوات واضحاً، كما قد لا يكون واضحاً أيضا كيفية تقويمها أو المحاسبة عنها- وكيفية تحقيق الأهداف الاقتصادية المرغوبة- وهذا قد يترتب عليه مشاكل أساسية نتيجة لعدم فهم شروط وأثار عقد مشتقات معين.
- **السيولة:** أحيانا تتصف بعض أسواق المشتقات بعدم السيولة، مما يترتب عليه صعوبة تسوية بعض أنواع عقود المشتقات، بالإضافة إلى مشاكل أخرى تتعلق بعمليات تقيمها أو تصفية وإزالة المراكز المفتوحة المرتبطة بها، وبعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق ابرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية.
- **عدم وضوح القواعد المحاسبية المرتبطة:** حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال إنتاج الأدوات المالية.

المطلب الثاني: أنواع عقود المشتقات المالية

يمكن تقسيم المشتقات المالية إلى قسمين اساسين، عقود مشتقات رئيسية ؛ عقود مشتقات هجينة وعقود مشتقات غريبة:[1]

1- هبة محمود الطنطاوي الباز، **التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها** ، القصر للطباعة والدعاية والاعلان، مصر، 2006، ص 26.

1- عقود مشتقات رئيسية:

1-1 العقود المستقبلية: يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين احدهما بائع والأخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو اصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق، ويُعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود.[2]

1-2 العقود الآجلة: تعرف بأنها اتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد، وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل ويلتزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.[3]

وكل عقد اجل هو عقد قانوني ملزم مفصل حسب متطلبات المشتركين في العقد، أي أن العقود الآجلة ليست موحدة التفاصيل كما أنها غير قابلة للتحويل إلا بموافقة الطرفين، وتكون العقود الآجلة عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها، كما أنها عقود غير قابلة للتداول بالبورصة [4]، ويتخذ احد الطرفين في العقد الأجل مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد اتفق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيراً ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه مقابل السعر نفسه ويشار للسعر المحدد في العقد الأجل باسم سعر التسليم.[5]

بحيث تتم تسوية العقد عند استحقاقه، حيث يقوم صاحب المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل (المشتري) مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم، علماً أن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل.

وتكون قيمة العقد الأجل صفراً عند إبرامه، ثم يُمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة حسب تحركات سعر الأصل، فإذا ارتفع سعر الأصل بعد إبرام العقد تصبح قيمة المركز الطويل موجبة وقيمة المركز القصير سالبة، لذلك إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، بينما يعني هبوط السعر إلى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد (سعر التسليم) فإن المشتري سوف يخسر بينما يكسب البائع لأن الأصل سوف يُباع بسعر أعلى من قيمته الجارية.[6]

1- بزاز حليمة، **المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)** ، مجلة كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية – قسنطينة، العدد الأول ، ص 137.

2- محمد صالح الحناوي واخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2001-2002، ص 429.

3- طارق عبد العال حماد، **المدخل الحديث في المحاسبة-المحاسبة عن القيمة العادلة-**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2003، ص 59.

4- السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير** ، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان 2010، ص 258.

5- عيساوي سهام، **مخاطر المشتقات المالية وادارتها** ، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة المدية، العدد 2، جانفي 2014، ص 168.

6- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص 133.

في العقود الآجلة يتخذ كل أحد من الطرفين أحد المركزين المركز الطويل أو المركز القصير ويقصد بِهما:[1]

- **المركز الطويل:** وهو الطرف الأول الذي يوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد سلفاً، وهذا في حالة ما توقع ارتفاع في سعر هذا الأصل في المستقبل.
- **المركز القصير:** وهو الطرف الثاني الذي يوافق على بيع او تسليم الأصل في التاريخ المستقبلي نفسه مقابل السعر المحدد.

مما سبق نلاحظ أنه يوجد اختلافان بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية وهي:[2]

- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل وذلك لأنها تتداول في بورصات عقود مستقبلية رئيسية، وتتمتع العقود المستقبلية بشروط وخواص نمطية مثل جودة وكمية الأصل محل العقد وتواريخ انتهاء صلاحية العقد، وهذه النمطية أو المعيارية تسمح للعقود المستقبلية بأن تتداول في الأسواق الثانوية (أي البورصات) مثلها مثل الأسهم العادية، فإن أي شخص يشترى (أو يبيع) عقد مستقبلي يستطيع أن يصفى موقفه أو يقابل التزاماته ببيع (أو شراء) نوع مطابق لهذا العقد.
- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر ائتمان أو مخاطر عجز عن الوفاء بالالتزامات أقل وذلك مقارنة بالعقود الآجلة، ويرجع ذلك إلى أن العقود المستقبلية تتطلب من الطرفين إيداع أموال تسمى الهامش المبدئي كضمان وإبداء لحسن النية وذلك لدى السماسرة والذين يقومون بدورهم بإيداع هامش لدى غرفة المقاصة.[3]

ويمكن التمييز بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية على النحو التالي:[4]

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة؛
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لاخر؛
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت للتسوية (المقاصة) وذلك لضمان تنفيذ الصفقات؛
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بايداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك اجراء تسوية يومية للسعر؛

1-3 عقود الخيار: عقد الإختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد ولكن فقط اذا رغب مشترى العقد في حدوث هذا التعامل[5]،

---

1 - Mishkin Frederic, Bordes Christian et autres**, Monnaie, Banque et marchés financiers**, Pearson Education Edition, 8éme édition, Paris, 2007, p29.

2- طارق عبد العال حماد، **المدخل الحديث في المحاسبة-المحاسبة عن القيمة العادلة-**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2003، ص 61.

3- للمزيد انظر إلى : طارق عبد العال حماد، **المدخل الحديث في المحاسبة-المحاسبة عن القيمة العادلة-** ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 61-62-63.

4- محمد صالح الحناوي واخرون، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2001-2002، ص 431.

5- طارق عبد العال حماد، **المدخل الحديث في المحاسبة-المحاسبة عن القيمة العادلة-** ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 47.

كما تُعرف بأنها عقود يحق بموجبها تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما بيعا أو شراء لأصل مالي في تاريخ لاحق وبسعر محدد وقت التعاقد، وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحديد العقد لا تكون قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه، ويلتزم بائع حق الخيار بايداع هامش لدى بيت السمسرة التي يتم التعامل معه في حالة عدم الحيازة الفعلية للاصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة[1]، كما أن العقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعى خيار الشراء، بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع خيار البيع، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ.

أما بالنسبة لموعد التنفيذ للعقد المبرم فيأخذ شكلين: عند الإلزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك يتبع لعقد الخيار الأوربية، بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال المدة المحصورة مابين الاتفاق وحتى انتهاء صلاحية العقد، فإن ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية.

إن قيمة عقد الخيار (سعر التنفيذ) سوف تشتق أو تتوقف على الورقة المالية الأصلية التي تكون موضع حق الشراء أو البيع، وعملياً فإن مالك عقد الخيار يختار بين الشراء (في حالة عقود خيار الشراء) أو البيع (في حالة عقود خيار البيع) فقط إذا كان ذلك يحقق مصلحته التي دفع تكلفة مقابلها.

فمالك خيار الشراء يُنفذ إذا ما ارتفع سعر الأصل المتعاقد عليه عن سعر التنفيذ في تاريخ صلاحية العقد، وبخلافه فهو غير مُجبر على التنفيذ، وبالتالي فهو يستطيع تحقيق مكاسب غير محددة في حالة إرتفاع السعر في حين تكون خسارته القصوى مقدار العلاوة المدفوعة لشراء الحق من محررة، على عكس محرر حق الشراء فخسارته غير محدودة عند ارتفاع السعر في حين أن مكسبه محدد بمقدار العلاوة المدفوعة له عند انخفاض الأسعار.

أما مالك خيار البيع فإنه يُنفذ إذا ما انخفض سعر الأصل المتعاقد عليه عن سعر التنفيذ في تاريخ صلاحية العقد، ويحقق مالك الخيار أرباحاً غير محدودة عند الإنخفاض المستمر في سعر الأصل، بينما يتكبد خسارة مساوية لعلاوة شراء الحق عند الارتفاع بعكس محرر العقد.[2]

1-4 عقود المبادلة: تعود التجارب الأولى لهذه العملية إلى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث اعتبر عنصراً جديد لإيجاد تسهيلات للإقراض على الصعيد الدولي، ومارستها البنوك المركزية التي تعاني من صعوبات مالية وذلك لضمان أصولها ضد تقلبات أسعار الصرف.[3]

تُعرف عقود المبادلة بأنها إلتزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من تدفق نقدي أو أصل معين مقابل تدفق أصل أخر وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وتُحدِد عقود المبادلة طبيعة الأصل

1- عادل محمد رزق، **الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية**، دار طيبة، مصر 2004، ص 103.

2- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص 126-127.

3-جاب الله عادل رياض، **المشتقات المالية ودورها في تكريس الازمات المالية العالمية**، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة المالية، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، المجلد 5، العدد01، 2016، ص142.

وقيمة المدفوعات والسعر الأجل لمبادلة العملة المتفق عليها وفترة العقد [1]، وعقود المبادلة تستخدم في الغالب لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.

والأطراف التي توافق على عقد المبادلة تسمى Counter parties وغالبا ما تكون أدوات الدين محل التعاقد، وعلى الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالباً ما تتركز في أدوات دين وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات، ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة مثلاً، فإن احد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على متغير (عائم) بينما الطرف الأخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت.
بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على الدولار (مثلا) بمعدل عائم، بينما الطرف الأخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت.

لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة تُحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة أسعار الفائدة، بينما تغيرات سعر الصرف تُحدد الرابح والخاسر في عقود مبادلة العملات.
يدعى الطرف الدافع للفائدة الثابتة مقابل الحصول على المتغيرة بالدافع الثابت بينما يدعى الطرف الدافع للفائدة المتغيرة مقابل الحصول على الثابتة بالدافع المتغير.
والأصل الرأسمالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادلته لذلك بأصل وهمي، والمبادلة تتحدد بالفائدة فقط دون رأس المال.[2]

2- عقود مشتقات هجينة وعقود مشتقات غريبة:

مع نمو حجم المشتقات المالية وتعقد احتياجات المستثمرين لم تعد الأنواع السابقة للمشتقات كافية لتلبية هذه الاحتياجات، لذا ظهرت الحاجة إلى استحداث أدوات جديدة تتمثل في: [3]

2-1 عقود المشتقات الهجينة: وهي عبارة عن مزيج لعدد من عقود المشتقات في نفس الأصل؛

2-2 عقود المشتقات الغريبة: تعتبر هذه العقود ثمار التجديدات المالية الموجهة لرفع عدد العملاء المحتملين، ومن بين اهم هذه المنتجات ؛ الخيارات على المتوسط، الخيارات بحاجز.

1- دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 417.
2- محمود محمد الداغر، **مرجع سبق ذكره**، ص 138.
3- بزاز حليمة، **المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)**، مجلة كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية – قسنطينة، العدد الأول، ص 146.

المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات المالية واهداف استخدامها

تتمتع عقود المشتقات المالية بأهمية كبيرة وتستخدم لأغراض عديدة يُمكن توضيح أهمها في ما يلي:[1]

- ❖ تُعتبر المشتقات المالية أداة هامة من أدوات إدارة المخاطر، أي التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، وذلك بنقل تلك المخاطر من الأطراف التي لا ترغب بتحمل المخاطر إلى الوحدات الراغبة والقادرة على تحملها دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، ونتيجة لذلك، تجعل من الأسواق الكامنة اسواقاً أكثر كفاءة وبالتالي زيادة انتاجية الاقتصاد وارتفاع مستوى الرفاهية؛[2]
- ❖ توفر المشتقات المالية للمستثمرين فُرصاً كبيرة لجني الأرباح من خلال الإستفادة من مزايا الرفع المالي، والذي يقوم على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مُقابل استخدام مبالغ محدودة، ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطاً وثيقاً، حيث يُمكن لمستخدم المشتقات المالية أن يُحقق أرباحاً عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة، مما يشجع الكثير من المستثمرين على التعامل بها؛
- ❖ تتميز بعض عقود المشتقات المالية بدرجة عالية من السيولة، حيث يسهل تسويتها إما من خلال البيع والشراء في تاريخ الاستحقاق أو من خلال إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت السمسرة؛
- ❖ تعمل المشتقات المالية كغطاء التأمين من حيث تقليل المخاطر وذلك من خلال توفير الحماية منها، حيث تهدف معظم أنظمة التأمين على الودائع إلى تحقيق هدفين اثنين، هما:
  - حماية حقوق المودعين وتجنب حدوث ذعر مالي بينهم؛
  - الحفاظ على سلامة المراكز المالية للبنوك وتفادي تعرضها الإعسار المالي.
- ❖ تعتبر عقود المشتقات المالية أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة، حيث تقوم بتزويد المتعاملين بها بالمعلومات حول أسعار الأصول المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم؛
- ❖ تتيح عقود المشتقات المالية لطرفي العقد أفضل الفرص لتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية بدقة، عند العمل ظروف التأكد التام؛
- ❖ تمتاز عقود المشتقات المالية بسرعة تنفيذ الاستراتجيات الاستثمارية، وذلك نظراً لمرونتها وسيولتها الكبيرة؛
- ❖ تسمح عقود المشتقات المالية بتأمين أفضل الفرص للمضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛
- ❖ يتم استخدام المشتقات المالية بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ استحقاق العقد؛
- ❖ تساهم عقود المشتقات المالية في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد؛

1– شافية كتاف وذهبية لطرش، **عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية** ، مجلة افاق للعلوم، جامعة الجلفة، العدد السابع – مارس 2017، ص384.

2-Rene M. Stulz , **should we fear derivatives**, Journal of economic perspectives, Vol. 18, No.3, Cambridge, summer 2004, p 16 : .available on the fillowing link: http://www.nber.org/papers/w10574.pdf

❖ تستخدم المشتقات المالية لقياس مدى كفاءة السوق وهذا من خلال انعكاس الأسعار لتلك العقود على الواقع لحظة التنفيذ؛

❖ تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس الأموال الأجنبية.[1]

1- شافية كتاف وذهبية لطرش، **مرجع سبق ذكره**، ص384.

خاتمة الفصل

ارتأينا من خلال هذا الفصل الذي طغى عليه الجانب الوصفي، وذلك سعياً منا للإلمام بماهية الأصول المالية وهذا عبر ما تمليه علينا الادبيات الاقتصادية في مجال الأصول المالية بصفة عامة والأسهم والسندات والمشتقات المالية بصفة خاصة، بحيث تم من خلال هذا الفصل التطرق إلى ماهية الأسهم والسندات والمشتقات المالية هذا بعرض مجموعة من التعاريف لها وتقديم أنواعها واهميتها، كذلك أوجه التشابه والإختلاف بينها، وذلك بهدف تذليل المفاهيم الأساسية من أجل تأصيل نظري معمق تبين من خلاله أن الاستثمار في الأصول المالية يعود بعوائد مجزية وأيضا سهولة في بيعها، لتحويلها لسيولة، خاصة الأصول ذات العائد الثابت، مقارنة بالأصول الحقيقية التي تُعاني من تراجع في قيمتها السوقية بفعل إنخفاض الطلب عليها.

كما بات واضحاً أن الأصول المالية التي يتم تداولها في العالم ماهي إلا أوراق ومستندات وهمية بشروط تعاقدية، يتم بيعها وشراؤها في سبيل المراهنات الشكلية دون تسليم أو تمليك فعلي للأصول العينية، كما أن الأصول المالية تهدف إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.

الفصل الثالث:
أساسيات وتقنيات تقييم الأسهم والاستثمار فيها

مقدمة الفصل

يُعتبر هدف قياس القيمة العادلة للأوراق المالية من بين الأمور الأساسية التي تُساعد المستثمر في اتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية، وأيضاً تُعطي الصورة الواضحة للمؤسسة عند استعمالها في تقاريرها المالية، كون أن القيمة العادلة تعكس كفاءة البورصة باعتبار أن القيمة العادلة تساوي القيمة السوقية في السوق المالي الكفؤ أي أن المعلومات تعكس واقع وطبيعة السوق المالي.

وقد تتعدد وتختلف أساليب تقييم وقياس القيمة العادلة للأصول المالية، وتعتمد على جهود شخصية للاختيار النموذج الأفضل والأنسب لكل سوق أو قطاع معين، وبعد التطرق فيما سبق إلى الاطار النظري للقيمة العادلة والأصول المالية نحاول في هذا الفصل الإشارة إلى مختلف نم اذج القياس القيمة العادلة بالتركيز خصوصاً على الأسهم العادية كونها الأكثر والأوسع انتشاراً في الاستخدام مع الإشارة لتقييم الأسهم الممتازة والسندات، تبرز أهمية دراسة الأسهم العادية أيضاً باعتبارها تجمع بين طرفين، الأول يتمثل في جهة الإصدار (الشركات، الهيئات والحكومات) التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لنشاطها أما الطرف الثاني فيتمثل في المستثمر الذي يريد توظيف مدخراته والحصول على عوائد من حيازته لهاته الأوراق.

كما تجدر الإشارة أيضاً في هذا الفصل الوقوف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم وهذا لتفسير تقلبات ومدى استجابة التغيرات القيمة السوقية للأسهم لمجموعة من العوامل سواء داخل المؤسسة أو السوق المالي أو عوامل خارجية محيطة ببيئة المؤسسة، كما سيتم التطرق إلى أساسيات وتقنيات الإستثمار المالي لتوضيح كيفية إتخاذ القرارات الإستمارية المالية وطرق إدارة المحفظة ال مالية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى، وعليه فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كالتالي:

المبحث الأول: نماذج تقييم وقياس القيمة العادلة للأصول المالية؛

المبحث الثاني: العوامل المحددة لأسعار الأوراق المالية في البورصة؛

المبحث الثالث: اساسيات وتقنيات الإستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الأول: نماذج تقييم وقياس القيمة العادلة للأصول المالية

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مختلف نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم والسندات، والمُمكِن استخدامها حسب المدخلات المتوفرة عن الأصل المالي المراد تقييمه، وأيضا إمكانية التقضيل من بين النماذج النموذج المساعد والملائم حسب القطاع أو البورصة.

المطلب الأول: نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم العادية

تُوجد العديد من النماذج لقياس القيمة العادلة للاسهم العادية ومن بين أهمها مايلي:

1- نموذج تقييم الأرباح: هو نموذج لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيتها، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فإن تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة على فكرة أن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة Modikilliani & Miller للتعبير عن نموذج تقييم السهم العادي بالإستناد إلى الأرباح:[1]

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1+k)^t}$$

حيث أن:

E_t: ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الإستثمارات الجديدة؛

I_t: الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لإستثمارات الوحدة المستقبلية.

2- نموذج خصم التدفقات المتوقعة: عند استخدام نموذج خصم التدفقات والتوزيعات يجب النظر إلى سياسة التوزيع وكذا نوعية القطاع التي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب، وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقة للسهم والمتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب، كما هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي:[2]

أ- نموذج النمو الصفري: يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف توزيعات الأرباح عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة، وفي هذه الحالة يكون النموذج كالتالي:

$$V = \frac{D_t}{K_e}$$

حيث أن:

D_t: توزيعات الأرباح المتوقعة؛ k_e: سعر الخصم المناسب؛

ب- نموذج النمو الثابت: يأخذ الصيغة التالية:

---

1 - كرار سليم عبد الزهرة واخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 200-201.

2 - ابراهيم الكراسنة، **ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات**، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2010، ص30-33.

$$V = \frac{D_t}{(K_e - g)}$$

حيث أن :

Dt: توزيعات الأرباح المتوقعة؛ Ke: سعر الخصم المناسب؛ g: نسبة نمو توزيعات الأرباح.

ج- نموذج النمو المتغير: ويستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الإستقرار، والنموذج الذي يستخدم في التقييم هو:

$$V = \sum_{t=0}^{n}\left[D_0(1+g_1)^t/(1+k)^t\right] + \sum_{t-n}\left[D_n(1+g_2)^t - n/(1+k_e)^t\right]$$

حيث أن:

g1: نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الاولى؛

g2: نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج؛

D_0: توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الاولى؛

Dn: توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج؛

Ke: سعر الخصم المناسب.

3- نموذج التدفق النقدي: يقوم هذا النموذج على أساس أن الثروة المتأتية من أي أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأتية من هذا الأصل، حيث يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على أنها تتمثل في التكاليف غير النقدية وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

حيث أن : C_t: الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة .

4- نموذج مضاعف الربحية: يعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو المضاعف، لذلك يتم إحتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الوحدة الاقتصادية حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:[1]

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(E)}{(1+k)^n}$$

بحيث:

V: القيمة العادلة للسهم؛ m: ربحية السهم؛ E: مضاعف الربحية؛ K: معدل العائد المطلوب.

1- كرار سليم عبد الزهرة واخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 203.

5- نموذج والتر: سعى والتر في هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتوجه من خلال الغاية أو الهدف بتعظيم ثروة مالكين الأسهم العادية، من خلال اعتمادها على علاقة احتجاز الارباح واعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبهذا يكون والتر قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، وذلك باعتبارهما عاملين مُهمين في تحديد القيم العادلة للأسهم، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:[1]

$$V = \frac{E}{Bc} + \frac{Ba - Bc}{Bc}(E - D)$$

حيث أن:

Bc: معدل العائد المطلوب؛

Ba: معدل العائد على الارباح المحتجزة-معدل النمو؛

E: ربحية السهم العادي؛

D: توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

6- نموذج جوردن: أطلقت تسمية النموذج نسبة لأستاذ المالية مايرون غوردون Myron Gordon الذي نشر مقال له "التوزيعات النقدية، الأرباح وأسعار الأسهم" [2] والذي نشر في طبعة 1959 لمجلة الاقتصاد والإحصاء، يتم تطبيق نموذج جوردن أساساً على الشركات الناضجة ذات القيمة التي من المتوقع أن تنمو بنفس المعدل إلى الأبد، ويبدأ مع افتراض أن قيمة الأسهم تساوي مجموع التدفقات المستقبلية للتوزيعات النقدية المخصومة،[3] وتأخذ معادلة نموذج جوردون الشكل التالي:

$$V = (D(1+G))/(R-G))$$

حيث أن:

D : التوزيع النقدي على أساس سنوي؛ G : معدل نمو التوزيعات النقدية المتوقع؛ R : معدل العائد المطلوب للمستثمر.

لتطبيق نموذج غوردون للنمو، يجب أولاً معرفة توزيعات الأرباح السنوية ومن ثم تقدير معدل النمو المستقبلي لها.[4]

1- فؤاد عبد الحميد النواجحة، **اختبار قدرة نموذجي والتر والتأكد المعادل في تحديد أسعار الأسهم الحقيقية في بورصة فاسطين** ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية الإدارية، جامعة ام البواقي-الجزائر، العدد 6، ديسمبر 2016، ص 80.

2- المقال موجود على الرابط التالي: http://piketty.pse.ens.fr/files/Gordon1959.pdf تاريخ التصفح: 2017/08/17 الساعة 15:30.

3 - Lisa Springer, **How to Use the Gordon Growth Model**, available Article on the following link : http://www.investinganswers.com/education/stock-valuation/how-use-gordon-growth-model-2456

4- للمزيد حول نموذج جوردن انظر: عبد السلام بلبالي، حسين بن العارية، **قياس القيمة العادلة للأسهم باستخدام (نموذج جوردن والتأكد المعادل) واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها** ، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، مخبر الدراسات الاقتصادية والتنمية المحلية بالجنوب الغربي، جامعة طاهري محمد- بشار- الجزائر، المجلد 01، العدد 04، نوفمبر 2017، ص ص 47-66.

7- نموذج التأكد المعادل: يُعد من بين النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، والذي قدمه كل من (Benzion & yagil) سنة 1987، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:[1]

$$V = \frac{EPS}{r}((1+r)/(1+k))$$

حيث أن: EPS: ربحية السهم العادي؛ r: معدل الخالي من المخاطرة؛ k: معدل العائد المطلوب.

يستمد أسلوب المعادل المؤكد من مفهوم نظرية المنفعة، وفي ظل هذا الأسلوب يقع على عاتق متخذ القرار أن يحدد كمية النقود التي يرغب الحصول عليها بصورة مؤكدة والتي تتساوى منفعتها مع منفعة القيمة المتوقعة لكمية غير مؤكدة من النقود، ولتوضيح هذه الفكرة نطرح المثال التالي:

نفترض قد عرض عليك هذا العرض:

- اقذف عملة في الهواء فإذا سقطت على الوجه الأول فإنك تحصل على 100 دج ولكن إذا سقطت على الوجه الأخر فإنك لن تحصل على أي شيء، على هذا الأساس فإن قيمة المتوقعة لهاته الحالة هي عبارة عن 500 دج (0*0.5+1000*0.5).

- اذا قررت الاشترك في هذه العملية وأن لا تقذف العملة في الهواء فإنك تحصل على مبلغ 300دج نقداً. فإذا إتضح لك أنه سيان لديك هذين البديلين بمعنى أنه لافرق –من وجهة نظرك– أن تقبل بديل 1 أو بديل 2، فإن ذلك معناه أن 300دج تمثل المعادل المؤكد لعائد متوقع يبلغ 500دج، وفي كلمات أخرى فإن الكميات المؤكدة من النقود توفر لك نفس المنفعة التي يوفرها لك البديل غير المؤكد .[2]

8- نموذج ليرنر وكارلتون Lerner and Carleton (L–C) : يُبين هذا النموذج العلاقة المُهمة بين القيمة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي ، فإن القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى اقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي، وعليه فللقيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الحقيقية عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار، وبناء على هذا النموذج ليس هناك ضرورة لأن تكون القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير، بالإضافة إلى ذلك فـإن هذا النموذج يدل على استراتجية تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي، حيث تقوم هذه الاستراتجية على مبدأ

1- عماد عبد الحسين دلول، **تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) –دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية** ، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص 43.

2- محمد صالح الحناوي واخرون، **اساسيات الادارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية–مصر، 2001، ص292.

تخفيض الأرباح الموزعة لمالكين الأسهم في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح،[1] ويُمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$V = \frac{(1-b)rBV}{r_s - rb}$$

حيث أن:

b: نسبة احتجاز الأرباح في المنشاة؛ r: معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي؛ (1−b): توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي؛ r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) ، rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي وتوزيعات الأرباح للسهم؛ BV: القيمة الدفترية.

9- نموذج التقييم المحاسبي: قدم اهلسون نموذجاً عُرف بنموذج التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافاً للنماذج السابقة، كونهم لا يعتمدون على قيم محاسبية، ولا يسمح أي منها بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي اقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث تطبيق بعض المعايير المحاسبية كتطبيق القيمة العادلة في القياس المحاسبي، كما يعتمد النموذج على الإفتراضات التالية:

-أن القيمة السوقية للوحدة الاقتصادية تتحدد وفق القيمة الحالية للتوزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، ويُعبر عن هذا النموذج بالعلاقة التالية:[2]

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} (R_f + 1)^{-1} E_t(d_{t+1})$$

حيث أن :

V_t: القيمة السوقية لحقوق الملكية الشركة في تاريخ t؛ d_t: صافي التوزيعات المدفوعة في تاريخ t؛

R_f: معدل الفائدة المضمون ؛ E_t: عامل القيمة المتوقع في التاريخ t.

-أن مقسوم الأرباح يخفض القيمة الدفترية لحق الملكية دون الت أثير على الأرباح الحالية وهو ما يسمى بالفائض الصافي وبموجب هذه العلاقة يتقرر توزيع جزء من الأرباح والباقي يُرحل إلى حق الملكية (أما الاحتياطات المحتجزة)، وكلاهما يمثل جزء من القيمة الدفترية لحق الملكية، ويُعبر عن الفائض الصافي بالعلاقة التالية:

$$b_t = b_{t-1} + X_t - d_t$$

حيث أن:

b_t: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t؛ b_{t-1}: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة السابقة t−1

x_t: صافي الربح للفترة الحالية t؛ d_t: التوزيعات المقرر أو الموزعة خلال الفترة الحالية t.

1 - كرار سليم عبد الزهرة واخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 202.

2 - Liliane Cristina, marco Antonio and others, **The Ohlson and Feltham Ohlson Models,** available on the following link: https://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-981-10-3009-3_2

– استخدام الربح الباقي: استخدم اهلسون مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي، ومفهوم الربح يشير إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه إذا تم استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشاة.

وأن الربح الباقي عبارة عن الأرباح غير الاعتيادية مطروحاً م نها العائد الخالي من المخاطرة مضروباً في القيمة الدفترية في بداية الفترة وذلك وفق المعادلة الاتية :

$$Xt^{\alpha} = x_t - r_f * b_{t-1}$$

Xt^{α} : الربح الباقي في الفترة t؛ x_t : الأرباح غير الاعتيادية في الفترة t؛ r_f : معدل العائد المطلوب

b_{t-1}: القيمة الدفترية للسهم في الفترة t.

وعليه يتم احتساب القيمة الحقيقية للأسهم العادية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي كالتالي:[1]

$$P_t = b_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 \mu_t$$

حيث:

P_t : سعر السهم في بداية الفترة t؛ b_t : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t؛ X_t^a : تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة (الربح غير العادي)؛ α_1 , α_2: (معاملات النموذج)؛ μ: المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي سهم في تاريخ معين وفقاً للنموذج يتطلب الأمر توفر البيانات والمعلومات التالية:

معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم: وتشمل معلومات حول القيمة الدفترية للسهم، وقيمة الربح غير العادي (الربح الباقي) في نفس التاريخ، ثم المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم من السوق أو من الصناعة التي تعمل فيها الشركة، ويمكن الحصول على القيمة الدفترية والربح المتبقي من خلال القوائم المالية للشركة، أما المعلومات الأخرى فإن افضل تقدير لها يتمثل في الزيادة أو النقص في الأرباح المتوقعة المتاحة لعدد من السنوات، أو أن يتم افتراض قيمة صفرية لهذه المعلومات الاخيرة، ومن ثم فإن تقدير القيمة العادلة للسهم تتحدد بالقيمة الدفترية مضافاً إليها الربح الباقي .

معاملات النموذج: يمكن حساب معاملات النموذج من خلال الاعتماد على معاملات السلسلة الزمنية للربح الباقي والمعلومات الأخرى لعدد كافي من السنوات الماضية، هذا ومن الجدير بالذكر أن متغير المعلومات الأخرى المتعلقة بالسوق التي تأخذ توقعات المحللين في الاعتبار فإنها تعتمد على المتغير المذكور، كما أن الأخذ بهذه المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقة للورقة المالية، باعتبارها معلومات مفيدة

1 - koji ota, **«A test of the Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan »**, the International Journal of Accounting, University of Illinois Urbana-champaign,United States of America, Vol. 37, No.2, May 2002, p 162.

وأساسية في تحديد سعر تلك الورقة المالية من خلال الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافاً إليها قيمة تأثير الربح الباقي، عبر سلسلة تاريخية معينة.[1]

المطلب الثاني: نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم الممتازة

لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالات تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات الأرباح ثابتة ومتفق عليها ولأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم المجرى النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز.

إن الخاصية أعلاه تجعل الأسهم الممتازة قريبة جداً من السندات إلا انها أكثر خطراً منها بسبب عدم احقيتها بالأرباح إلا بعد تغطية فوائد السندات الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالأسهم الممتازة أكبر من معدل الفائدة على السندات و أقل من معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم العادية.

ووفق هذا الاطار فإن معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يُمثل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة الشركة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة.[2]

إن القيمة الحالية للسهم الممتاز (V) تساوي خصم توزيعات الأرباح المقررة للسهم (d_s) بمعدل العائد المطلوب (k) و لفترة غير محددة من الزمن، أي أن القيمة الحالية للسهم تساوي:

$$V = \frac{d_s}{k}$$

1 - Firas Naim Dahmash & Majed Qabajeh, **Value relevance of Ohlson model with jordanian data**, Interdisciplinary journal of contemporary researach in business, vol 3, No 11, march 2012, p 553-555.

2- حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2004، ص 682.

المطلب الثالث: نماذج قياس القيمة العادلة للسندات

طالما يُعد السند صك دين فيجب أن يعامل على أساس كونه قرض مجزأ، مع التذكر ب أن القرض بواسطة السند له ميزات عن القرض التقليدي في أنه ممثل بورقة مالية قابلة للتداول وبالتالي ف إن قيمته الرأسمالية قابلة للتغير، ولا ينحصر عائده بتدفق الفائدة السنوي وإنما بالفروقات بين القيمة المتحققة عند التداول أو التنازل أو بلوغ موعد الاستحقاق وما بين قيمة الشراء لذلك فإن تقويم السند عند الشراء والوصول إلى قيمته الحقيقية يُعد أمراً مهماً لضمان سلامة القرار الإستثماري، ويُقصد بتقويم السند، تحديد القيمة الحقيقية (الحالية) للسند عند رغبة المستثمر بالشراء، وعلى الرغم من كون السندات أداة مهمة للتوسع في منش أة الأعمال، إلا أن التعامل مع السندات غالباً ما يشهد انفصال مابين التغيرات التي تطر أ على قيمة السند، وطبيعة النشاط أو الأداء للمنشاة المصدرة على عكس الأسهم.[1]

قياس القيمة العادلة للسند: يحقق السند للمستثمرين نوعين من العوائد (مستقبلاً) وهما:

- الفائدة (معدل القسيمة) التي تدفع له حسب الاستحقاق أو كسور منها عن المدة الباقية من عمر السند.
- التغير في القيمة الراسمالية، وتمثل الفرق مابين القيمة الاستهلاكية (أو الاسمية) للسند وقيمة الشراء.

علماً أن العائدين مستقبليين، بينما تحديد قيمة السند (القيمة الشرائية) تُجرى حالياً، كذلك لابد من أخذ تغير القيمة الزمنية للنقود بالحسبان عند حساب العوائد المتوقعة أساس لتحديد قيمته الحالية.

القيمة الحالية للسند = القيمة الحالية لقيمة السند الاستهلاكية + القيمة الحالية لعوائد السند من الفائدة

طالما أن القيمة الحالية لعوائد مستقبلية هي أساس تحديد القيمة الشرائية، لذلك فلابد من البحث عن معدل خصم مناسب للوحدة النقدية (دينار مثلاً) من العوائد المستقبلية لإرجاعها إلى قيمتها الحالية المُعبرة عن القيمة الحقيقية للسند (القيمة الشرائية)، أو القيمة التي يستند عليها المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري بالبيع أو الشراء او بالقبول أو الرفض.

وفي مايلي نماذج تقويم السندات:

الرموز المستخدمة في التقويم:

Pv: القيمة العادلة (الحالية)	r: معدل الفائدة الفرصي (المرغوب)
NV:القيمة الاسمية	R: حجم الفائدة المتحقق
FV: القيمة الاستهلاكية (القيمة المستقبلية)	D: معدل الخصم $\frac{1}{(1+r)^t}$
i: معدل الفائدة للسند	t: الزمن

1- السندات ذات العائد الصفري: وهي أبسط أنواع السند، إذ يتم دفع مبلغ ثابت في تاريخ مستقبلي، ويسمى بالسند المخصوم لسنة واحدة إذا استحق الدفع بعد سنة، ويسمى بالسند المخصوم لسنتين إذا استحق بعد سنتين.

1- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية -مؤسسات-أوراق -بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن،2005، ص 149.

لذلك هذا السند لا يعطي لحامله أي تدفقا دورياً (عائد القسيمة) حتى تاريخ الاستحقاق.

ومنه :

$$PV = \frac{1}{(1+r)^t}$$

2- السندات ذات القسائم: لحساب القيمة الحالية للسند فلابد من تحديد العوائد المتوقعة طِوال عمر السند وفي حالة السند ذات قسائم فإن العائد المتوقع مصدره:

- القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند الاستحقاق (أو التداول) وتدعى بالقيمة الاستهلاكية أو المستقبلية، وهي قد تكون أعلى من قيمة الشراء أو أدنى منها وأحياناً مساوية لها، لذلك فهناك فرق يدعى بفرق القيمة الراسمالية عند التخلي عن السند.
- التدفق النقدي للفائدة حتى موعد التخلي عن السند.

وكل من هذين العائدين يجب تقويمهما كقيمة مستقبلية بقيمتها الحالية باستخدام معدل خصم (D) حسب السنوات من جهة وبناء على معدل الفائدة الفرصي.

صيغة حساب القيمة الحالية كالاتي:

القيمة الحالية = القيمة الاستهلاكية * الخصم + الفائدة * الخصم

$$PV = FV * D + R * D$$

ولابد من التمييز بين ثلاث حالات لحساب القيمة الحالية للسندات ذات القسائم:

- إذا كان المستثمر يرغب في شراء السند بعد صرف القسيمة (الفائدة) مباشرة، ف إن القيمة الشرائية تساوي القيمة الحقيقية (الحالية) للقيمة المستقبلية للسند (الاستهلاكية) مضافاً إليها القيمة الحالية لدفعة دورية متساوية مبلغها حجم الفائدة (R) (القسيمة الواحدة) فإن القيمة الحالية:

$$PV = FV * D + R * \frac{1-D}{r}$$

- إذا رغب المستثمر شراء السند قبل صرف القسيمة مباشرة، في هذه الحالة سيكون هناك عائد إضافي من القسيمة تضاف إلى حساب القيمة الحالية.

$$PV = FV * D + R * \frac{1-D}{r} + R$$

- إذا رغب المستثمر شراء السند في تاريخ يقع بين موعد استحقاق قسيمتين (فائدتين دوريتين) وهنا يجري الحساب من خلال تعديل معين.

أ- تُحسب القيمة الحالية للسند على أساس تاريخ صرف القسيمة اللاحق لتاريخ الشراء، ويعدل الفرق من خلال إيجاد القيمة المستقبلية له.

ب- تحسب القيمة الحالية للسند على أساس تاريخ صرف القسيمة اللاحق لتاريخ الشراء على أساس قبل الصرف مباشرة، ويُستخرج الفرق ويخصم خلال مدة الفرق.

نستنتج من خلال ماسبق أن:[1]

- تزداد قيمة السند كلما قل معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية وقيمة الأساس؛
- كلما ازداد معدل الفائدة الإسمي (معدل الكوبون) كلما ازداد سعر السند؛
- كلما قل أجل السند كلما ارتفعت قيمته مقارنة بقيمته السوقية إذا كان يباع بخصم وكلما انخفضت قيمة السند إذا كان يباع بعلاوة.

المبحث الثاني: العوامل المحددة لأسعار الأوراق المالية في البورصة

تتأثر الأوراق المالية بالعديد من العوامل سواءأ من داخل البورصة أو خارجها، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى أهم مبادئ وتقنيات تحديد الأسعار بالبورصة وأيضاً عرض للعوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية بشكل عام، ثم الإنتقال إلى تحديد العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية للأصل المالي بالبورصة.

المطلب الأول: مبادئ وتقنيات تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة

تدفع دراسة تحديد الأسعار في البورصة، بالضرورة إلى تسليط الضوء على الأوامر المعطاة في البورصة، وعلى طرق تنفيذها فإذا ما قرر أحد المستثمرين بيع عدد معين من أسهمه أو شراء أسهم جديدة، يقتضي به في كلتا الحالتين إصدار أمر بالبيع أو بالشراء، وإبلاغه إلى وكيل الصيرفة (الوسيط)، هذا الأخير سوف يطلب بالتأكيد من موكله تحديد الشروط التي في ظلها يجب أن ينفذ الأمر بالشراء أو بالبيع، هذه الأوامر تقترن فعلياً بمصطلحات تحدد لوكيل الصرف الشروط المشار إليها لإنجاز العملية.

بحيث يتوجب على الذي يُصدر أمراً، في البورصة أن يكون بالغاً، وغير فاقد لأهليته القانونية، وهذا بالإضافة إلى العديد من الشروط التفصيلية التي قد تختلف بين بلد وأخر والأوامر، في البورصة، تتضمن حكماً البيانات التالية:[2]

- نوع العملية (بيع أو شراء)؛
- إسم الصك المالي (الورقة المالية) (سواء كان سهم ملكية أو سند دين)؛
- طبيعة الصك المالي (سهم الملكية) أو سند دين أو شهادة استثمار...الخ؛
- عدد الصكوك (الأوراق) المالية (تحديدها كماً)؛
- سوق التسعير، التسديد الشهري، السوق الفوري، السوق الموازي أو السوق خارج التسعير؛
- فترة سريان معلومات الأمر؛

1- محمد علي إبراهيم العامري، **مرجع سبق ذكره**، ص 404.

2- وسام ملاك، **البورصات والأسواق المالية العالمية**، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني -مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، بيروت- لبنان، 2003، ص 120.

- طرق تنفيذ الأمر.

1- أوامر البورصة: تحرر الأوامر* على أوجه عدة تختلف، تبعاً لنظام التسعير، ففي الأسواق حيث يحصل التسعير بالصياح المناداة أو عبر الدرج أو أيضا عبر الصندوق، يمكن أن تحرر الأوامر إما بالأفضل أما بسعر محدد أما أخيراً بسعر مُحدد يترافق مع عبارة stop، لكن في الأسواق حيث يكون التسعير متواصلا تحرر الأوامر بسعر السوق أو بسعر محدد[1]، وهناك مفردات خاصة ومنوعة لمثل هذه الحالات، منها:[2]

- تعبير بدون إلتزام Sans force المرافق للسعر الأفضل، يعني للوسيط، أن البحث عن المقابل للصفقة يجب أن لا يجره لإحداث تغيرات كبيرة في الأسعار، وهذا الأمر مهم خاصة في حال عرض كمية كبيرة من الأسهم يمكن أن تؤثر على مستوى الأسعار.
- تعبير للتقدير «Apréciation» ، يعني الطلب من الوسيط المحافظة على السعر السابق واتجاه ميل السوق، لتلاقي الفروقات الحادة في الأسعار، ويجب أن لا يكون سلوك الوسيط في هذه الحالات مُعترضاً عليه في حال التنفيذ أو التنفيذ الجزئي.
- تعبير الحد الأدنى، يعني أن الزبون لا يرغب في شراء أو بيع إلا نسبة محددة من الأسهم، أو أن هذا الزبون لا يهمه إلا العمليات الكبيرة من حجم معين.
- تعبير الكل أو لا شيء يعني منع التنفيذ الجزئي للأمر.
- السعر الملموس ويسمى السعر ملموساً عندما لا ينفذ إلا جزئيا ، أو لا ينفذ بتاتاً ، على الرغم من التحديد لسعر توازن (يقابل تماماً هذا السعر)، وذلك إذا لم يسمح التسعير بتبادل كافة الأوراق المالية.

فقبل قيام الوسيط داخل البورصة بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يستلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتتقسم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية وهي كالتالي:[3]

1-1 الأوامر المحددة Limit Order: تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، حيث يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، تتمثل عيوب هذا الأمر في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة، حتى وإن كان سعر السوق مساوياً

* هي تلك الأوامر أو التوكيلات التي يقوم بتقديمها المتعاملون للوسطاء بغية عقد صفقة (بيع أو شراء) للأوراق المالية المتداولة في البورصة وفق شروط محددة ومبينة بوضوح دفعا لكل التباس، ويكون هذا التوكيل أو الأمر عادة بشكل مكتوب أو شفهي بأي وسيلة اتصال متاحة، ويكون لصاحب الأمر مطلق الحرية في تحديد السعر الذي يرغب في تتم به العملية.

1- وسام ملاك، **مرجع سبق ذكره**، ص 121.

2- محمد يوسف ياسين، **البورصة –عمليات البورصة–تنازع القوانين–اختصاص المحاكم**، الطبعة الأولى، منشوات الحلبي الحقوقية، 2004، بيروت، لبنان، ص 102.

3- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2008، ص 88-89.

للسعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا (First-Come First-Served) قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

- **أوامر السوق (Market Order)**: من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه في السوق وقت استلامه الأمر.
- **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price Limit Orders)**: ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة، ومن مزايا هذا الأمر السرعة وضمان في التنفيذ، أما عيوبه تتمثل في عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به.

1-2 الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت: تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وتتراوح مدة الأمر بين يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً (أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ).

1-3 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time Limit Order) :

- **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.
- **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم الوسيط بإغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو اقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة التي ينبغي أن يُنفذ خلالها الأمر، ومن مزاياه أن المستثمر يعرف وإلى حدٍ كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

1-4 **أوامر الإيقاف (Stop Orders)**: لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه، ويوجد نوعين من أوامر الإيقاف:

- **أوامر تتعلق بالبيع (Stop Loss Orders)**: يصبح لِزاماً على الوسيط أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.
- **أوامر تتعلق بالشراء (Stop-Buy Orders)**: يقضي بأن يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه، فلو أن التوقعات تشير إلى المستقبل مُبشر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

إن مختلف الأوامر السابقة الذكر قد لا تستخدم كلها داخل بعض البورصات، كما أن البعض منها لا يُسمح به على الإطلاق والبعض الاخر يقدم جزءاً منها فقط، [1] كما أن هناك أوامر أخرى من أوامر البيع والشراء لم يتم عرضها قد تستعمل في حالات خاصة.[2]

2- تقنيات التسعير: وهي التقنيات التي يُمكن من خلالها تحديد أسعار القيم المتداولة وهي تهدف عامة إلى تعظيم الكميات المتبادلة من مختلف الأوراق المالية وتسهيل ذلك ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما التسعير الدوري والتسعير المستمر.

2-1 التسعير الدوري: في هذه التقنية لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المُسلمة إلى وسطاء البورصة مباشرة بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام عدة مبادلات وعروض وذلك وفق الطرق التالية:[3]

2-1-1 التسعير بالصياح: وهي طريقة تقليدية تصلح على الأوامر الآجلة وعلى أهم الأوراق ذات الأوامر العاجلة، وتتم باجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات في البورصات حيث يتم تنفيذ أوامر الشراء أو البيع وذلك عن طريق المناداة، ويتم ذلك عن طريق الوسطاء أو موظفيهم حيث يعلنون بصوت مرتفع أسماء الأوراق المرغوب ببيعها أو شرائها مع الإشارة إلى الكميات والاسعار المقترحة مبدئياً، وبعد ذلك يجري نقاش بين البائعين والمشتريين بالنداء بأصواتهم وتتم المزايدات والتخفيضات بين الوسطاء حسب الأوامر التي أعطيت لهم من قبل المتعاملين حتى يتم تحديد التوازن.

أهم ما يميز التسعيرة بالمناداة أنها تُمكن الوسطاء المتفاوضين من مراقبة التسعيرة ومعرفة حالة السوق بأكثر شفافية، بالإضافة إلى أنها تُمكن المتعاملين من فهم ميكانزمات البورصة، إلا أنها تحمل عيباً كبيراً يتمثل في كون عملية تحديد أسعار الأوراق المالية تتم بناءاً على اتفاق البائعين والمشترين على سعر معين، وهو ما يبقي الجلسة في شبه مداولة مُملة، كما يتسبب في إحداث فترات انتظار كبيرة دون تسعير لأوراق المالية، مما يسبب ضياع فرص الاستثمار.[4]

2-1-2 التسعير عبر الدرج: هي طريقة شهيرة إلا أنها تختلف عن سابقتها في كون الالتزامات تتم كتابة وتوضع في ادرج خاصة (كل نوع من الادراج له نوع خاص به من الأوراق) حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها وبعد ذلك تتم عملية الفرز بين العروض والطلبات وعلى هذا الأساس يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة ويتم اللجوء إلى هذه الطريقة خاصة عندما تكون العروض والطلبات في البورصة كثيرة ومتنوعة بمعنى عندما تكون البورصة مُتضمنة لعدد كبير من المتدخلين، كما أن هذه الطريقة تتضمن

1 – فهد الحويماني، **المال والاستثمار في الاسواق المالية**، الطبعة الثانية، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض–السعودية، 2006، ص 120.

2 – للمزيد راجع : – فهد الحويماني، **مرجع سبق ذكره**؛ و وسام ملاك، **مرجع سبق ذكره.**

3– هيثم عجام، **التمويل الدولي**، دار زهران، عمان الأردن، 2006، ص 90.

4-B. Jacquillat & B. Solonik, **Marché financiére : gestion de portefeuille des risques**, Dunod Editions, 2eme édition, paris, 1990, p24-25.

مجموعة من المشاكل بحيث أنها لا تسمح بإيجاد سعر مرجعي كالطريقة السابقة، بالإضافة إلى غياب المعلومات الكافية، واستحالة تغيير الأوامر قبل آجال التبادل.[1]

2-1-3 التسعير عبر الصندوق: هذا الإجراء هو قريب من التسعير عبر الدرج، لكنه يتم اللجوء إلى هذه الطريقة استثناء وفي حالات معينة يتوقع من تداولها جملة من المشاكل خارجة عن العادة أو غير متوقعة والذي يتعين تدخل سلطات البورصة باتخاذ القرارات الخاصة بها (بتداولها).

وعليه يتوجب تحديد السعر من خلال جمع كل الأوامر في صندوق واحد تحت وصاية سلطات البورصة وهذه الأخيرة هي المسؤولة عن تحديد سعر التوازن لمجموع هذه الأوراق (ايجابياتها أكثر من سلبياتها لأنها تحت رقابة سلطة البورصة).

2-1-4 التسعير المعارضة أو المقابلة: وهي تجمع بين تسعيرة المناداة وتسعير الدرج لأنها تحاول الأخذ بإيجابيتهما كون الأوامر تُسجل كما هو الحال في تسعيرة الدرج، إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يُمكن أن يتم بمعارضة شفهية على التسعيرة التي تلبي طلباتهم على أفضل وجه.

2-2 التسعير المستمر: نقصد بالتسعير المستمر بأن عمليات التبادل يمكن أن تتم في أي وقت وذلك عندما يتحقق إلتقاء أمرين مختلفين، امراً بالبيع وأخر بالشراء عند سعر معين ومنه فإن التسعيرة المستمرة هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع وهي تمكن عن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة حيث أن معالجة مختلف الأوامر والعمليات يتم أساساً بواسطة الإعلام الآلي الذي يتيح إمكانية تنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر في أي وقت.[2]

3- الأسعار داخل البورصة: تأخذ مفاهيم السعر داخل البورصة أشكال متعددة نحاول فيما يلي تقديم تعاريف مختصرة لأهمها وهي كالتالي:[3]

- **سعر الافتتاح:** هو سعر أول صفقة تتم على السهم خلال اليوم، ويُفيد سعر الافتتاح في معرفة توجه حركة السهم اليومية بحيث إذا كان الافتتاح أعلى من إغلاق اليوم السابق فـإن توجه حركة السهم إلى الأعلى والعكس صحيح؛
- **أعلى سعر:** هو أعلى سعر يحققه السهم خلال اليوم، وهو السعر الذي يكون فيه البائعين أكثر من المشترين، دائما البائعون يرغبون في بيع أسهمهم عند أعلى سعر، وهو يعكس أعلى سعر ممكن أن يدفعه المشتري خلال اليوم.
- **أدنى سعر:** هو أدنى سعر يحققه السهم خلال اليوم وهو السعر الذي يكون فيه المشترين أكثر من البائعين، دائما المشترين يرغبون في شراء أسهمهم عند أدنى سعر، وهو يعكس أدنى سعر ممكن أن يقبله البائعون خلال اليوم.

1- هيثم عجام، **مرجع سبق ذكره**، ص 91.

2- وسام ملاك، **مرجع سبق ذكره**، ص 135-136.

3 - نغم عبد الرحمن القرا، **دليل المستثمر الصغير**، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، القاهرة-مصر، 2012، ص 101-102.

- **سعر الإغلاق:** هو سعر أخر صفقة تمت على السهم خلال اليوم الواحد وهو أكثر سعر يُعتمد عليه في التحليل الفني.
- **سعر الطلب:** هو السعر الذي يرغب المشتري دفعه للسهم وهو السعر الذي سوف تحصل عليه في حالة بيعك للسهم.
- **سعر العرض:** هو السعر الذي يرغب البائع الحصول عليه في حالة بيعه للسهم وهو السعر الذي سوف تدفعه لشراء السهم.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم

يتأثر سعر السهم في السوق المالي بعوامل العرض والطلب وهذه العوامل متعددة أكثر من أن تحصى، ونظراً لتعدد وتغير العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي، فإن هذه القيمة لا تتسم بالثبات، بمعنى أنها تتقلب تبعاً لتغير تلك العوامل [1]، كما أن العوامل المؤثرة متعددة ومختلفة نحاول عرض بعض العوامل المؤثرة في سعر السهم، كما سيتم تقسيمها إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية[2].

1- العوامل الخارجية:

1-1 السياسة النقدية: تعمل السياسة النقدية بالتأثير على أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال السوق المفتوحة ومن خلال شقين:

الأول: إن شراء وبيع الأوراق المالية الحكومية لها تأثير مباشرة على أسعار الفائدة وأسعار السندات.

ثانيا: إن هناك تأثير غير مباشر على أسعار الأوراق المالية ناتج عن تأثير السياسة النقدية على قدرة المنشات على كسب الأرباح.

فعندما يشتري البنك المركزي أوراق مالية على الخزانة (أذون الخزانة) فإنه يرفع الأسعار ويتسبب في هبوط العوائد، ويزداد فرق السعر بين مديونية الخزانة ومديونية الشركات، ونتيجة لذلك يشتري المستثمرون الأوراق المالية للشركات مما يرفع أسعارها ويؤدي إلى انخفاض عوائدها، وينتقل التأثير على عوائد عمليات الشراء في السوق المفتوحة بواسطة البنك المركزي إلى أدوات الدين الأخرى.

ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية، حيث يعمل على خفض أسعارها وزيادة أسعار الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات، ويتحول المستثمرون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، مما يخفض سعر السندات التي

1- حسنين فيصل حسن شومان و كوثر حميد هاني الموسوي، **أثر ربحية و مقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية** ، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد 2، العراق، 2012، ص56.

2 - J. Fred Weston, F .Brigham Eugene and others, **Essentials of Managerial Finance** , fort worth Dryden press, 11th.ed, florida, USA, 1996. P 22.

تصدرها الشركات ويزيد من عائدها، وهكذا فـإن تأثير بيع الأوراق المالية الحكومية بواسطة البنك المركزي ينتقل إلى ديون الشركات وكافة أشكال المديونية الأخرى.

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية فهو تأثير التغيرات في الظروف النقدية على قدرة المنشأة على كسب الأرباح ونظراً لأن كل الأصول يجب أن يتم تمويلها من خلال مصادر تمويل، لذلك فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل المنشأة، فالتشديد في منح الائتمان يزيد من تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض الأرباح، وتنعكس الزيادة في تكلفة الائتمان على الأسعار التي تحددها المنشات لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب على إنتاج الشركة، ويزيد هذا الانخفاض في الطلب بدوره من التكلفة التمويلية ويتسبب في هبوط الأرباح.

وبالإضافة إلى التأثير على الأرباح فـإن إتباع سياسة نقدية أكثر صرامة ينتج عنه قيام الأفراد بزيادة معدل العائد الذي يطلبونه على استثمارات حقوق الملكية، فإذا كان يمكن للمستثمرين كسب المزيد من خلال أدوات الدين عما كان ممكنا قبل الزيادة في الأسعار الفائدة فإنهم سوف يطلبون عوائد أعلى على استثمارات حقوق الملكية، وتكون العوائد الأعلى ممكنة في حالة هبوط أسعار الأسهم وهكذا ف إن هناك ضغطاً من مصدرين يدفع أسعار الأسهم للانخفاض ومن المحتمل أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى، وهذان العنصران يخفضان أسعار الأوراق المالية.[1]

1-2 السياسة المالية: يكون تأثير هام للسياسة المالية على أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فـإن السياسة المالية يُمكن أن تستخدم في تحقيق الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الأسعار والتوظيف الكامل والنمو الاقتصادي.

ومن الواضح أن الضرائب يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية، فضرائب الدخل المفروضة على الشركات تُقلل من أرباح الشركات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين وكذلك قدرتها على احتجاز أرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضاً على الطلب على أوراق مالية معينة، فهناك سندات معفاة من الضريبة وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة إما لأنها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه أو وجودها في منطقة جغرافية معينة أو تستقدم تكنولوجيا حديثة وغير ذلك، وهكذا يُمكننا أن نرى أن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية ولكن أيضا على الأسعار النسبية حيث أن هناك أنواع معينة من الأصول تحصل على معاملة ضريبية تفضيلية.

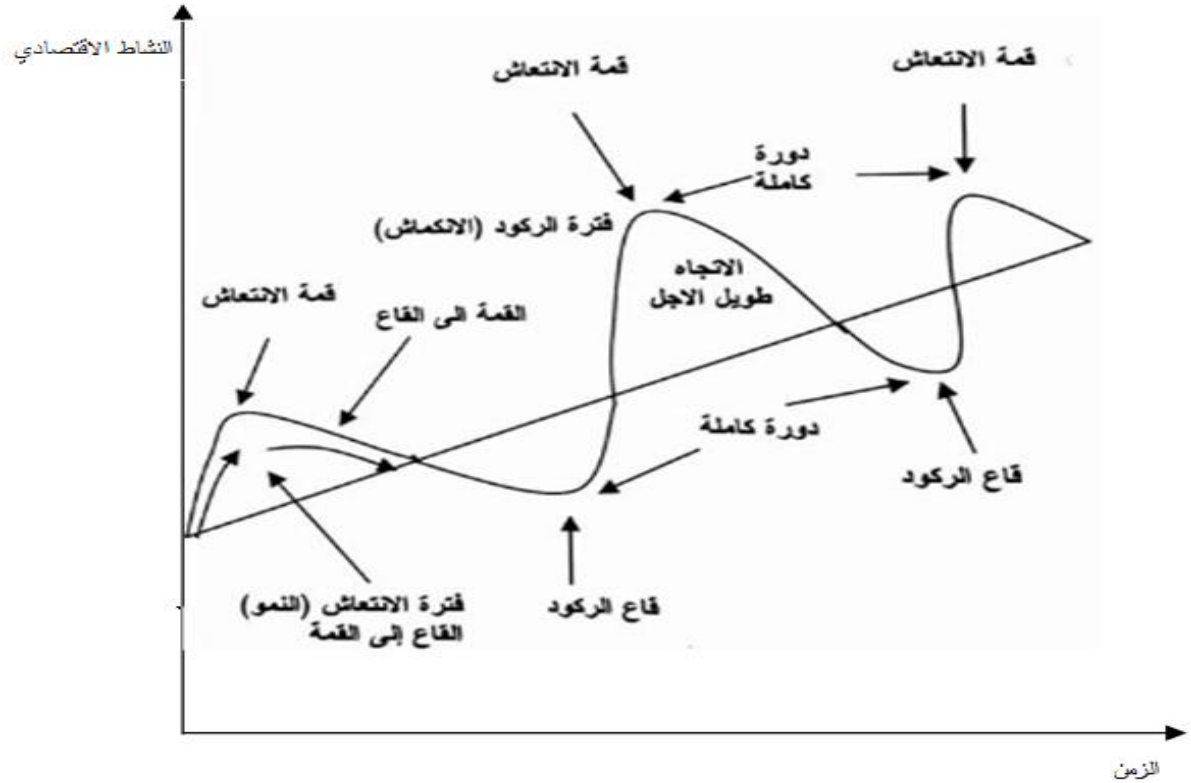
1- طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2007، ص 53-54.

والتأثير المحتمل للسياسات المالية لا يقتصر على المجال الضريبي، ولكنه يمكن أن يمتد أيضا إلى النفقات العامة والتي تؤثر أيضا على أسعار الأوراق المالية، ويبدو ذلك واضحاً فيما يتصل بالمنتجات النوعية التي تشتريها الحكومة فمثل هذه المشتريات قد تزيد من إيرادات منشأة معينة وتساعد في زيادة أسعار أسهمها.[1]

1-3 معدلات الفائدة: تلعب معدلات الفائدة السائدة في أسواق المال دوراً أساسيا في دورة النقد وبالتالي تُساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين إلى المقترضين، وعلى هذا الأساس يعتبر معدل الفائدة السوقي بمثابة المحرك الأساسي لآلية سوق المال، مما يحدوا بخبراء الاستثمار إلى اعتبار معدل الفائدة لأدوات الاستثمار خالية المخاطر أساساً لتحديد العائد المتوقع من الأدوات الاستثمارية، ومن المتعارف عليه في علم الاقتصاد، أن الاقتصاد العالمي يَمُر وعلى مدار حقبات زمنية تكاد تكون منتظمة بفترة من الانتعاش، تتلوها فترة من الركود يُطلق على كل منها مصطلح دورة اقتصادية، ومن الطبيعي أن تنعكس أثار هذه الدورة على أسعار أدوات الاستثمار المتداولة في أسواق المال، وعلى الأخص أسعار الأسهم والسندات.[2]

وقد كشفت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن مجموعة من المؤشرات منها ما يلي كما يتضح في الشكل رقم (03-01):

الشكل رقم (03-01) الدورة الاقتصادية



المصدر: محمد مطر، **إدارة الاستثمارات-الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص 255.

1- **نفس المرجع السابق**، ص 58-59.

2- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات-الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص 253-254.

إن أسعار الفائدة وبشكل عام ترتفع خلال فترة الانتعاش الاقتصادي، مما ينعكس سلباً على أسعار السندات فتؤدي إلى انخفاضها، في حين وعلى العكس من ذلك تميل أسعار السندات إلى الارتفاع خلال فترة الركود، لأن أسعار الفائدة تميل خلالها إلى الانخفاض.

أما أسعار الأسهم فتتحرك غالباً باتجاه معاكس لحركة أسعار السندات، إذ تصل أسعارها إلى أعلى مستوى لها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش لكنها تصل إلى ادنى مستوى لها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود، وعلى هذا الأساس يَعتبر المحللون الماليون حركة أسعار الأسهم مؤشراً هاماً للتنبؤ بالدورة الاقتصادية.

لكن أسعار الفائدة، ومعدلات العائد على السندات يستمران في الارتفاع ولفترة تمتد عدة أشهر بعد وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، أو حتى بعد الدخول إلى مرحلة الركود لذا يعتبر المحللون الماليون حركة معدلات الفائدة والعائد على السندات مؤشرات أولية للتنبؤ بحالة الركود.

تلعب معدلات الفائدة دوراً أساسياً في التأثير على آلية الأسواق المالية، وعادة يتم اعتماد معدلات الفائدة على الاستثمار الخالي من المخاطرة كمؤشر أساسي لتحديد العائد على أدوات الاستثمار المختلفة، ومن المعروف أن أسعار الفائدة تتأثر بالحالة الاقتصادية في البلد ففي فترة الانتعاش الاقتصادي ترتفع أسعار الفائدة وهذا سينعكس سلبياً على السندات وفي فترة الانكماش يحدث العكس، فإذا كان معدل الفائدة في السوق مساوياً لمعدل الكوبون فإن القيمة السوقية للسند تساوي القيمة الاسمية، أما إذا ارتفع سعر الفائدة في السوق عن معدل كوبون السند فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض قيمة السند في السوق عن قيمته الاسمية، مع العلم أنه وعند اقتراب تاريخ الاستحقاق للسند تقترب القيمة السوقية للسند مع قيمته الاسمية.[1]

1 – دريد كامل ال شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص 226.

الشكل رقم(03-02) قيمة السندات عند مستويات متعددة من أسعار الفائدة

المصدر: دريد كامل ال شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2012، ص227.

أما أسعار الأسهم فتتحرك غالباً باتجاه معاكس لحركة أسعار السند ففي فترة الرواج الاقتصادي ترتفع أسعار الأسهم نظراً لزيادة الطلب على المنتجات وارتفاع الربح وتوزيعه على حملة الأسهم، ولذلك نستطيع رسم العلاقة بين سلوك أسعار الأسهم والعائد على السندات أثناء الدورة الاقتصادية، فالرواج يزيد من الدخول ويؤدي إلى زيادة الاستهلاك، ومن زيادة الطلب على السيولة النقدية وارتفاع معدل الفائدة.[1]

1-4 حجم الناتج القومي: إن زيادة حجم الإنتاج القومي تعني وجود نشاط اقتصادي جيد وهذا يُساعد في زيادة عدد الشركات وهو ينعكس على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وبشكل إيجابي أما انخفاض حجم الإنتاج القومي فهو إشارة إلى وجود كساد اقتصادي وهذا ينعكس على عوائد الشركات مما يخفض من حجم التداول وعندها تنخفض أسعار الأسهم[2]، كما أشار بيرس ورولي (Pearce & Roley) في دراسة بعنوان أسعار الأسهم والأخبار الاقتصادية إلى أن حجم الناتج القومي يُمكن أن يكون لها اثر إيجابي كما يمكن أن يكون لها اثر سلبي على أسعار الأسهم، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح في حالة التوقعات التشاؤمية.[3]

1-5 معدل التضخم: اختلف الباحثون في تحديد أثر التضخم على أسعار الأسهم فمن المحللين من يقول بأن التضخم قد يؤثر بشكل سلبي على أسعار الأسهم ومنهم فالعكس [4]، فالعلاقة العكسية يرجع تفسيرها إلى أن المعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من ش أنها أن تترك أثراً عكسياً على تلك

1- دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2012، ص227.

2- غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2003، ص 48.

3 - Pearce, Douglas. K, and V. Vance Roley, **Stock Prices and Economic News** , Journal of Business, USA, Vol.58, No.1, 1985, pp : 49-67.

4- غازي فلاح المومني، **مرجع سبق ذكره**، ص:47.

الأسعار، وذلك لسببين احدهما مباشر والأخر غير مباشر، السبب المباشر يتمثل في أن التقارير عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وانخفاض قيمتها السوقية بالتبعية، أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يُسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة، وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية، ذلك لأن قيمة قسط الإهتلاك ستكون اقل مما ينبغي أن تكون عليه، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي ويؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية.

وهناك سبب أخر غير مباشر، فقد يسود اعتقاد بين المتعاملين ب أن زيادة حِدة التضخم قد تدفع بالبنك المركزي للحد من عرض النقود، مما يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية للمؤسسات بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار الأسهم في البورصة، وحتى إن لم يتدخل البنك المركزي فـإن الدائنين سيعملون على حماية القدرة الشرائية وذلك بالمطالبة برفع معدل الفائدة للإقراض ومنه زيادة تكلفة التمويل وبالتالي تراجع أسعار الأسهم.

أما تفسير العلاقة الطردية (الموجبة) ترجع بأن زيادة معدل التضخم هو زيادة في أسعار السلع، والأسهم جُزء من السلع حيث ترتفع أسعار الأسهم وعندما تكون زيادة في معدلات التضخم لابد من وجود نشاط اقتصادي مما يزيد من أرباح الشركات وهذا أيضاً يزيد من أسعار الأسهم بالإضافة إلى أن التضخم يُؤثر وبشكل عكسي على الاستثمار في السندات لأن الربح محدد بمعدل الفائدة لذلك يُمكن تحويل المبالغ المستثمرة في السندات إلى الأسهم أو إلى مجالات استثمارية أخرى وهذا مما يزيد من ارتفاع أسعار الأسهم لذا إن انعكاس زيادة معدلات التضخم على أسعار الأسهم يكون انعكاساً إيجابياً.[1]

1-6 كميات التداول: وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل مؤسسة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه المؤسسة، وذلك لأن كمية التداول المرتفعة تدل على سهولة تسييل الأسهم وهو أمر في صالح المستثمر.[2]

1-7 سعر صرف العملة: قد يؤثر صرف العملة على أسعار الأسهم من خلال عدة أشكال خاصة في الاقتصادات المتقدمة والمتكاملة مالياً مع السوق العالمي، من بينها تأثير سعر الصرف على التدفقات النقدية للمشاريع المستوردة، فضعف سعر العملة المحلية يرفع من كلفة المستوردات وبالتالي يقل التدفق النقدي للمشاريع التي تستورد مواد من الخارج ويكون العكس صحيحاً للمشاريع المصدرة.[3]

1- غازي فلاح المومري، **مرجع سبق ذكره**، ص48.

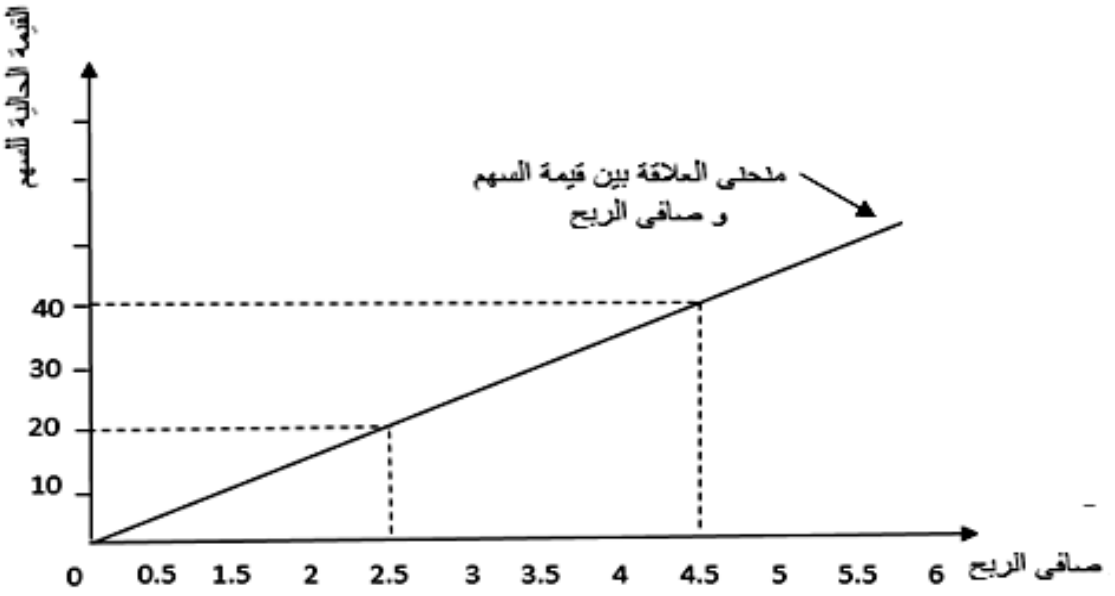
2- عبد القادر السيد متولي، **مرجع سبق ذكره**، ص 151.

3- منذر الشرع وفوزي الخطيب، **سوق عمان المالي ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية: دراسة قياسية** ، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 10، العدد 3، 1999، ص 32.

2- العوامل الداخلية:

2-1 ربحية السهم: تعتبر الأرباح الصافية المتوقعة أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن زيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويُفسر 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.[1] والشكل التالي يوضح طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وربحيته:

الشكل رقم (03-03) يوضح العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وربحيته.



المصدر: عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية-مدخل اتخاذ القرارات-**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص30.

يوضح الخط المستقيم في الرسم نموذج هذه العلاقة -فالميل المتزايد للخط يدل على وجود علاقة خطية بين القيمة الحالية للسهم وصافي الربح المتوقع، بمعنى زيادة القيمة الحالية للسهم إذا كان هناك توقعاً بزيادة صافي الربح له، وتتجه هذه القيمة للانخفاض إذا كان اتجاه صافي الربح للسهم سالباً (تنازلي) بافتراض ثبات الظروف الأخرى.

يفيد هذا الرسم في توجيه عملية اتخاذ القرارات في الشركة، بافتراض وجود العلاقة الموجبة كما يبينها ميل الخط والذي يدل على الاستجابة الطبيعية لقيم السهم لأي توقعات في الأرباح، فإذا كان صافي الربح للسهم المتغير المؤثر على قيمة السهم فلابد من الرقابة على هذا المتغير.

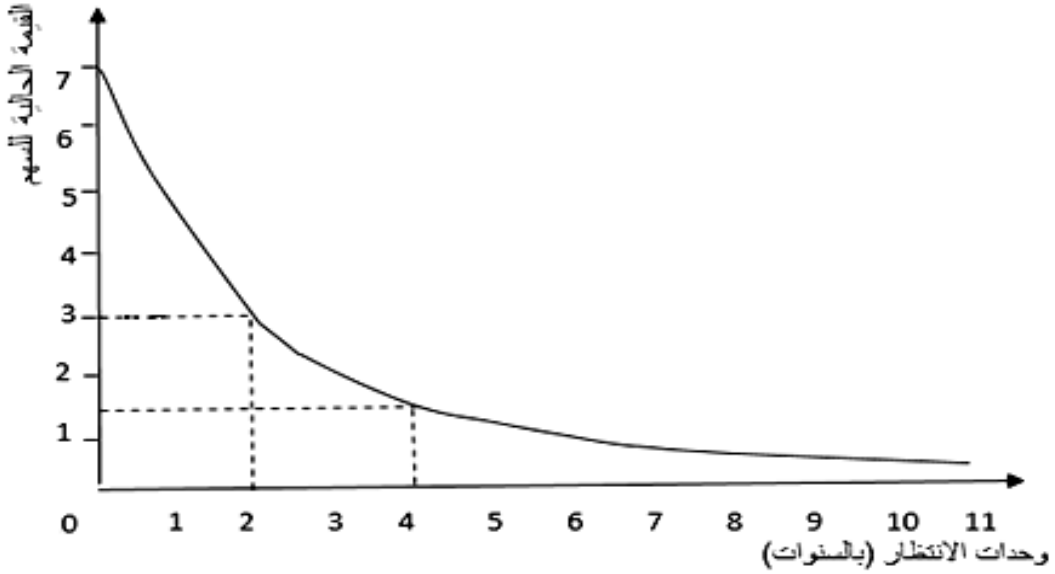
يتضح مما سبق أن الشكل يوضح بشكل مبسط دالة لقيم السهم بافتراض أن صافي الربح بعد الضريبة هو المتغير الوحيد الذي يؤثر على هذه القيمة وأن هذه العلاقة خطية ومستمرة.[2]

1- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 16-25.

2- عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية-مدخل اتخاذ القرارات-**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص30-31.

2-2 زمن تحقق الأرباح: تربط علاقة عكسية بين قيمة السهم وزمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم، والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح [1]، فإذا كان متوقعاً التوزيع الفوري لمبلغ 10 دج كربحية للسهم مثلاً، فإن القيمة تكون أكبر عما إذا كان هذا المبلغ متوقعا بعد سنة أو سنتين، ولذلك إذا ما تمت إدارة الأموال بحيث يتوقع أن تظهر قائمة الأرباح دخلاً صافياً في الثلاثة شهور القادمة بدلاً من السنة المقبلة، فإن القيمة الحالية للسهم تعكس هذه التوقعات بصورة واضحة، والشكل رقم (03-05) يُبرز العلاقة السالبة بين القيمة السوقية وزمن توزيع الأرباح، حيث يُبين الشكل العلاقة بين الأرباح المتوقعة في أزمنة مختلفة (مع ثبات هذه الأرباح) وقيمة السهم، يُشير المنحنى العمودي إلى القيمة الحالية للسهم والأفقي إلى وحدات الزمن أي وقت تحقق هذا الربح، يبدو من المنحنى أنه يُلامس المحور العمودي ولا يلتقي بالمحور الافقي وعند نقطة تلامس المنحنى مع المحور العمودي، تُشير إلى أقصى سعر للسهم إذا كانت مدة الإنتظار للربح المتوقع تساوي الصفر، وعدم تلامس المنحنى مع المحور الأفقي يعني أن على المستثمر أن ينتظر وفقاً لتقديراته توقع الربح ولازالت لديه الرغبة في دفع قيمة ما مُقابل الحصول على السهم، بذلك يتضح وجود علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وفترة الإنتظار المرتقبة لتحقيق صافي الربح.[2]

الشكل رقم (03-04) يوضح العلاقة بين قيمة السهم وزمن توزيع الأرباح



المصدر: عبد الغفار حنفى، **الإدارة المالية-مدخل اتخاذ القرارات-**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص32.

2-3 درجة الرفع المالي: ترتبط المخاطر المالية بقرارات التمويل، أي باختيار المزيج الذي يشكل هيكلها المالي، و إذا ما استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بعائد يفوق كلفة الاقتراض فإنها تستطيع زيادة

1- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مرجع سبق ذكره**، ص: 16-25.

2- عبد الغفار حنفى، **الإدارة المالية-مدخل اتخاذ القرارات-**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 2008، ص31-32.

العائد على حقوق الملكية، وهذا ما يسمى عادة بالمتاجرة على حقوق الملكية مما إلى ارتفاع أسعار أسهمها في البورصة، والعكس بالعكس.[1]

2-4 القدرة على أداء الالتزامات: ويقصد بها مدى قدرة المؤسسة على أداء التزاماتها عند حلول أجال استحقاقها، وبذلك كُلما كان المعدل كبيراً كان الأثر إيجابي على قيمة السهم، وعلى العكس تماماً في حال عدم قدرتها على الوفاء بإلتزاماتها، مما يؤدي إلى تخفيض هامش الأمان على الاستثمارات المرتقبة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم.[2]

المطلب الثالث: العلاقة بين القيمة العادلة (الحقيقية) والقيمة السوقية

إن السياسات المحاسبية التي تختارها الشركات تُؤثر على نوعية المعلومات المحاسبية المنشورة في قوائمها المالية وفعاليتها وكميتها، فكما هو معلوم أن مبادئ المحاسبة تُعطي الحرية للشركات للمفاضلة والاختيار من بين الطرق والسياسات المحاسبية البديلة المتعلقة بالقياس وتحديد قيم العديد من البنود المالية، كما إن اختيار سياسة ما يؤثر على الأرقام المحاسبية التي تظهر بالتقارير المالية، مثل صافي الربح وبالتالي ربح الأسهم بالإضافة على المؤشرات المالية المعتمدة على القوائم المالية.[3]

إن القيمة العادلة يُشار إليها بالقيمة الحقيقية وهي القيمة التي تُعطي نظرياً فهماً كاملاً عن خصائص الاستثمار بالموجودات المالية [4] فالقيمة الحقيقية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الأصل المالي وتسمى القيمة الحقيقية أيضاً بالقيمة المنطقية أو المعقولة والتي تتحقق في السوق الكفؤة كما تنص عليه فرضية السوق المالية الكفؤة [5] وأن فكرة للأوراق المالية قيمة حقيقية تجذب المستثمرين لإعتقادهم أنه من خلال استخراج القيمة الحقيقية بأنهم يستطيعون تحقيق ثروات كبيرة وذلك عن طريق شراء الأوراق المالية ذات الأسعار المنخفضة وبيع الأوراق ذات الأسعار المرتفعة والمقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية [6]، ويتم استخراج القيمة الحقيقية للسهم من خلال المقارنة بين قيمة السهم الاسمية وقيمة السهم في السوق والنسبة من الأرباح التي يحصل عليها المستثمر [7]، كما وتُعد القيمة العادلة أمر استثماري تؤسس عليه فكرة تحليل الاستثمارات بصورة عامة فهي تعد مقياساً معيناً ومحدداً للقيمة وذلك ليتمكن المستثمر أو مُحلل

1- حسين محمد حسين سمحان، **اثر هيكل راس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية** ، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر – بسكرة، العدد 17، جوان 2015، ص 138-139.

2- عدنان تايه النعيمي وارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009 ،ص 131.

3 - طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والاساسي للأوراق المالية**، جامعة عين شمس، كلية التجارة، مصر ، 1998، ص81.

4 - John .D, thomas.R and others, **Analysis of equity investments : Valuation**, published by the Association for Investment Management and Research (AIMR), USA, 2002, p14.

5 - V. Gangadhar and Ramesh babu . G , **Invesment management**, anmol publications PVT.LTD, new delhi -India, 2006, p28.

6 - J.Madura, **Financial Institution and Markets**, published by Thomson Corporation, 8 th Edition, china, 2008, p8.

7 - Mark hirschey, **Investmants analysis and behavior** , McGraw-Hill Irwin, 2nd ed , 2010, p337.

الاستثمارات من الحكم على سعر لأي شركة فيما إذا كان مرتفعاً أو منخفضاً عادلاً لذلك أُطلق على القيمة العادلة بالقيمة المركزية على اعتبارها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية.[1]

كما أن القيمة السوقية للسهم تعبر عن سعر السهم خلال التداول في السوق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علماً بأن هذه الظروف كثيراً ماتعكس البيئة الاقتصادية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلاً عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تُمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات.

وفي سوق راس المال لا تمثل كلا من القيمة السوقية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الراسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.[2]

أسباب اختلاف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية : في المدى البعيد تُمثل القيمة السوقية للسهم القيمة التوازنية أو القيمة الحقيقية، وتتساوى هاتان القيمتان أيضاً فيالسوقالكف،ء، ولكن هاتين القيمتين تختلفان في المدى القصير للأسباب التالية:

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم بلبورصة؛
- عدم توافر معلومات كافية عن أداء الشركة ؛
- ضعف الإفصاح عن المعلومات من قبل الشركات؛
- تحليل المعلومات بشكل غير سليم من قبل المستثمرين؛
- عدم الاستجابة الفورية للسعر السوقي للسهم للمعلومات الواردة؛
- الاستثمار بالسوق بطريقة عشوائية؛

من فوائد الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم إتاحة الفرصة للمستثمر بتغيير موقعه الاستثماري وخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء أو بيع الأسهم في المدى القصير وأيضا إتاحة الفرصة للدخول إلى السوق أو الخروج منه.

1 - Enria, Andere, Lorenzo Cappiello and others , **fair value accounting and financial stability**, occasional paper series, European Central bank, No.13, Germany, 2004 , p6

2 – سميحة بن محياوي، **دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية –دراسة حالة بعض الدول العربية–** ، اطروحة دكتوراه (غير منشورة) في العلوم التجارية تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر –بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص 39-40.

المبحث الثالث: اساسيات وتقنيات الاستثمار في الأوراق المالية

نُحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى سياسات الإستثمار في الأوراق المالية ذلك بتقديم مفاهيم والخطوات الأساسية للاستثمار المالي، كما سيتم التطرق إلى مُقومات بناء المحفظة الاستثمارية وطرق تقييم أدائها .

المطلب الأول: سياسات الاستثمار في الأوراق المالية

1- ماهية الاستثمار : الاستثمار هو الجزء من إجمالي الادخار المتراكم خلال السنين الفائض عن الحاجة ثم توظيفه في أصول او أنشطة بهدف زيادة الدخل وتحقيق النمو (لابد أن يكون زائداً عن الحاجة ولا يستخدمها لاستهلاكه الشخصي). [1]

1-1 التمييز بين الاستثمار، الادخار والمضاربة:

يُمكن التمييز بين الاستثمار والادخار على النحو التالي" يعتبر الادخار مجرد استهلاك مؤجل يتخلى به الفرد أو الجماعة عن إشباع رغبة استهلاكية حاضرة بقصد تأمين الأموال اللازمة لإشباع رغبة استهلاكية محتملة في المستقبل، وذلك بدون استعداد لتحمل ادنى درجة من المخاطرة، لذا مادام المدخر ينشد الأمان المطلق لمدخراته فعليه بالمقابل أن لا يطمح إلى زيادة قيمة هذه المدخرات.

أما الاستثمار فيقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة (وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للمدخر) وذلك أملاً في الحصول على إشباع اكبر في المستقبل.[2]

كما يمكن التمييز أيضا بين الاستثمار والمضاربة بحيث يتردد مصطلح المضاربة كثيراً في عالم المستثمرين خصوصاً بين المتعاملين منهم في سوق الأوراق المالية، ويزداد استخدامه في المواسم التي تشهد فيها تلك الأسواق حركة تداول نشطة، أو عندما تزداد تقلبات أسعار الأوراق المالية، وإذا كان صحيحاً القول بأن الاستثمار والمضاربة مفهومان متداخلان، فإنه لا يمكن القول بأنهما مفهومان مترادفان، لأن الفروق بينهما قائمة ولكنها دقيقة لدرجة يصعب تمييزها في معظم الأحيان، من هنا يستخدم الباحثون مصطلحاً ثالثاً هو المقامرة Gambling كمعيار للتمييز بين مفهومي المضاربة والاستثمار، فتعرف المقامرة بأنها مراهنة على دخل غير مؤكد، وهذا التعريف يعني أنه عندما تتوفر لدى المستثمر رغبة غير محدودة في تحمل المخاطرة سعياً وراء الربح، فـإنه يتحول عندئذ إلى مقامر، هذا هو حال من يوظف أمواله في المراهنة في ميادين سباق الخيل مثلاً، فهذه المراهنة وإذا ما تناسينا اعتبار عدم مشروعيتها في الكثير من الدول يُمكن أن يعتبرها البعض ضرباً من ضروب الاستثمار بحجة أن المراهن فيها يُضحي بنقود أملاً في الحصول على عائد محتمل يعوضه عن تلك التضحية. [3]

1- نغم عبد الرحمن القرا، **دليل المستثمر الصغير**، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، القاهرة-مصر، 2012، ص31.

2- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات -الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان-الاردن، 2009، ص 20.

3- **نفس المرجع السابق**، ص 28.

2-1 أنواع الاستثمار: يُمكن تقسيم أنواع الاستثمارات إلى:[1]

- استثمار في السلع والخدمات؛
- استثمار في أصول ثابتة كالعقارات والآلات والمعدات؛
- الاستثمار في الأصول المالية كالأسهم والسندات وصناديق الاستثمار.

كما يمكن أيضاً تقسيم الاستثمار إلى استثمار مالي واستثمار اقتصادي:

- **الاستثمار المالي:** هو قيام المؤسسات أو الافراد بشراء أحد الأصول المالية والتي تتيح عوائد معينة في فترة زمنية معينة باقل المخاطر الممكنة، والهدف منها زيادة ثرواته والمحافظة عليها.
- **الاستثمار الاقتصادي:** هو قيام المؤسسات أو الافراد بشراء أصول لإنتاج البضائع أو الخدمات والهدف منها زيادة الثروات لِحدها الأعلى، دافع الربح هو الذي يشجع الافراد والمؤسسات الاقتصادية بالقيام بهذه الأنشطة الاستثمارية الحصول على الربح يُوازيه إمكانية تحمل الخسائر فإن جميع القرارات الاستثمارية تسبقها في العادة دراسات مكثفة لتقليل التعرض إلى المخاطر.[2]

2- القرار الاستثماري وخصائصه: يستند مفهوم القرار الاستثماري إلى مبدأ الرشادة الاقتصادية، حيث من المفترض أن يتحلى متخذ القرار الاستثماري بالقدرة على حسن التدبير والتصرف في الموارد النادرة، أي عملية البحث في كيفية الاستخدام العقلاني أو الأمثل للموارد الاقتصادية والتي يكون لها استخدامات عديدة بحيث نصل إلى توظيفها في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن اخذاً في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة، وأي قرار استثمار ينطوي على عدة خصائص منها:[3]

- أنه قرار غير متكرر، حيث كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة؛
- أن قرار الاستثمار هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة للتطلع إلى المستقبل؛
- يترتب على القرار الاستثماري تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها؛
- يحيط بالقرار الاستثماري جُملة من المشاكل التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أساليب عملية للتعامل معها؛
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط غالباً بدرجة معينة من المخاطرة.

3- خطوات بناء الاستراتجية للاستثمار: يأتي بناء الاستراتجية الإستثمارية بعد:[4]

- تحديد الجزء من المدخرات الذي سيتم تخصيصه للاستثمار؛

1- نغم عبد الرحمن القرا، **مرجع سبق ذكره**، ص31.

2- نغم عبد الرحمن القرا، **مرجع سبق ذكره**، ص 32-33.

3- حسين بلعجوز والجودي صاطوري، **تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 22-23.

4- نغم عبد الرحمن القرا، **مرجع سبق ذكره**، ص 31-32.

- تحديد الهدف من الاستثمار؛
- تحديد درجة المخاطر التي يكون الشخص مستعداً لِتحملها؛
- العوائد المتوقعة من هذا الاستثمار؛
- ثم توزيع الأموال على أدوات الاستثمار المختلفة وفقاً للأهداف الاستثمارية؛

كما أن هناك ثلاث استراتجيات أساسية يُمكن الإختيار من بينها: [1]

- **استراتجية نشطة طويلة الأجل** : تمتد إلى خمس سنوات فـأكثر وتعتمد على الاستثمار الذي يؤدي إلى النمو والعوائد العالية؛
- **استراتجية معتدلة متوسطة الاجل:** تمتد هذه من 3 إلى 5 سنوات فـلأكثر وتعتمد على استثمار متوازن يركز على الأسهم والسندات أكثر من الدخل الجاري أو الودائع في البنوك.
- **استراتجية متحفظة قصيرة الاجل:** تمتد إلى عام فلأقل وتقوم على العائد المنظم وحفظ رأس المال والسيولة واستثمار نسبة صغيرة من المحفظة في الأسهم.

4- أشكال عوائد الاستثمار: تأخذ عوائد الاستثمار ثلاث أشكال مختلفة وهي كالتالي: [2]

- **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الاستثمارات تُمثل حقوقاً من أموال ملكية مثل السهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين.

- **الفوائد:** إذا كانت الاستثمارات المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة (التي أصدرت هذه السندات).

- **الأرباح الرأسمالية:** تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الاستثمارات المالية، فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع أن يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق عبارة عن ربح رأسمالي.

5- مزايا وعيوب الاستثمار المالي: يُمكن تقييم الاستثمار المالي من خلال ابراز أهم مميزاته والتعرض لعيوبه كالتالي:

5-1 مزايا الاستثمار المالي: للاستثمار المالي خصائص تُميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، وأهم هذه المميزات مايلي:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة قَل ما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية والثانوية سوق الأوراق المالية، يوجد لها كذلك سوق ثالثة ورابعة، وبجانب الأسواق المالية المحلية تُوجد أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمر فيها.

1- نغم عبد الرحمن القرا، **مرجع سبق ذكره**، ص 33.

2- زيادة رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2007، ص293.

- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم الصفقات لبيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف بواسطة شاشات الكومبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات التخزين أو الصيانة كما الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كذلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلاً يشترط فيه أن يكون ذو دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أياً كانت امكانياته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

2-5 عيوب الاستثمار المالي: تتلخص عيوب الاستثمار المالي في الأصول المالية في ما يلي:

- إنخفاض درجة الأمان عما هي عليه في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل السندات المضمونة بموجودات الشركة التي أصدرتها والأسهم الممتازة مضمونة الأرباح؛
- يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة وطويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم.[1]

من خلال عرض مختلف مزايا وعيوب الاستثمار المالي يُمكن القول أن مزايا الاستثمار المالي تتفوق على عيوبه وبالتالي يُعد هذا النوع من الاستثمار ناجحاً ومحققاً لأهداف المستثمر وذلك بالوصول إلى العائد المتوقع في ظل مخاطرة معينة.

1- عديلة مريمت، **مطبوعة في مقياس البورصة والاوراق المالية**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، ص 4-5.

المطلب الثاني: مقومات بناء المحافظ الاستثمارية

1- تعريف المحفظة الاستثمارية : المحفظة الاستثمارية هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو اكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة ، وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها كما قد يكون مأجوراً وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة.[1]

كما يُعرف كل من Demarzo Peter و Berk jonathon المحفظة كونها مجموعة من الأصول مرجحة بأوزانها النسبية، ويمثل هذا الترجيح الوزن النسبي أو حصة كل أصل من إجمالي المحفظة،[2] ويُعرفها جاك هامون على أنها مجموعة الاوزان النسبية لأصول مالية، أي قائمة النسب الممثلة للأصول والتي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100%،[3] كما تُعرف ايضاً بأنها هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية إذن هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار وذلك لأنها تتركب من اصلين أو اكثر،[4] وتُعبر عن مجموع القيم المنقولة المتمثلة في الأسهم والسندات والتي تكون بحوزة مالكها.[5]

أما المحفظة الاستثمارية المثلى فتأخذ مفهوم نسبي وليس مطلق، فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط، مستثمر له ميول واتجاها ما قد تختلف عن ميول واتجاهات مستثمر اخر، مما يجعل محفظة مثلى لمستثمر رشيد وليكن A، غير مثلى لمستثمر اخر مخاطر مثل B والعكس بالعكس، ويُمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد بأنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها اكثر ملائمة لتحقيق اهداف المستثمر.[6]

2- العائد والمخاطرة للمحفظة:

2-1 ماهية العائد: يقصد بالعائد المبلغ المقبوض على شكل حصة أسهم أو القيمة الفائضة المتمثلة على شكل ربح في رأس المال يحققه الصك لمستثمرة.[7] وتنقسم العوائد إلى قسمين كالتالي:

- **العوائد الفعلية:** وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلياً من خلال استثماره (الاقتناء أو التداول بيعا أو شراء) لهذه الأداة الاستثمارية وقد تكون هذه العوائد إما "عوائد ايرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها".
- **العوائد المتوقعة:** وهي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة الحدوث، ويتم احتساب هذه العوائد من خلال المعادلة التالية:

1- محمد مطر، **مرجع سبق ذكره**، ص 107.

2 - Demarzo Peter, Berk jonathon et autres, **Finance d'entreprise**, Edition Pearson Education, 2éme édition, Paris, 2008, p339.

3- Hamon Jacque, **Bourse et gestion du portefeuille**, Edition Economica, 3éme édition, Paris, 2008, p153.

4- طاهر حيدر حردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص 75.

5 - Josette Peyrard, **la Bourse**, Veuiber, paris, 1998, P32.

6-احمد حسين بتال العاني، **استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى مع الاشارة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية**، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد الثاني، 2008 ، ص3.

7- عمار موسى وعلي مصطفى، **الإدارة المالية للشركات**، سلسلة الرضا للمعلومات، دمشق-سوريا ، 2005، ص60.

$$E(R) = \sum ri * pi$$

حيث أن : E(R): تمثل العوائد المتوقعة للسهم؛ ri: تمثل عائد السهم؛ pi: احتمالية حدوث مثل هذا العائد.

2-1-1 مقاييس عوائد الأسهم العادية: يُمكن قياس عوائد الأسهم العادية من خلال عدة مقاييس أهمها مايلي:[1]

- **نصيب السهم من الأرباح المتحققة:** تُعد نسبة السهم من الأرباح المتحققة من أهم النسب الواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء الشركات من جهة نظر المستثمر، وهي إحدى مقاييس خصائص الأسهم العادية أو إحدى مقاييس السوق وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد الأسهم بشكل عام، أي أن هذا المتغير يُعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة.

كما يعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة، لذلك تسعى الشركات إلى زيادة هذا المقياس للدور الذي يلعبه في تحديد سعر السهم، حيث أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يُفكر في شراء السهم، ويُرمز لنصيب السهم من الأرباح المحققة بـ EPS، ويتم قياس هذا المقياس من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم العادية المكتتب بها.

- **نصيب السهم من الارباح الموزعة:** هو مقياس أخر من مقاييس السوق وهو يقيس ماسوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة لكل سهم لقاء وجود هذا السهم في محفظته، وبذلك ف إن الربح الموزع يمثل التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون ويُعتبر هذه المق ياس أيضاً من أهم العوامل المؤثرة في تحديد سعر السهم حيث أنه ليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة مع نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، والسبب أن معظم ماتوزعه الشركات جزءاً من الأرباح التي تحققها وتحتفظ بالباقي على شكل احتياطات أو أرباح لذا يكون نصيب السهم العادي من الربح الموزع اقل من الربح المُحقق، ويتم احتساب هذا المقياس من خلال قسمة الأرباح الموزعة على عدد الأسهم العادية المكتتب بها.
- **الريع الجاري للسهم:** هو مقياس مهم جداً في عملية تقييم الأسهم من وجهة نظر المستثمر، حيث أنه يقيس قدرة الدينار الواحد الذي يدفعه المستثمر ثمناً للسهم على توليد الأرباح، حيث أن العلاقة بين ريع السهم الجاري والقيمة السوقية له علاقة عكسية وهذا يعني أنه إذا زادت القيمة للسهم نقص ريعه الجاري، وفي العادة يتماشى ريع السهم الجاري مع معدلات الفائدة على السندات ف إن ارتفعت معدلات الفائدة على السندات يُقبل الناس على بيع الأسهم وشراء السندات فتنخفض القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة العرض فيرتفع الريع لأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يبقى ثابتاً خلال السنة، ويتم احتساب الريع الجاري للسهم من خلال قسمة نصيب السهم العادي من الربح الموزع على القيمة السوقية للسهم.

1 -محمد محمود الخطيب، **الاداء المالي واثره على عوائد اسهم الشركات** ، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص78.

- **عائد فترات الاقتناء:** هو المقياس الذي يُوصف بأنه أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ودقة، حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الراسمالية، كما يقيس اقتناء المستثمر لسهم كان قد اشتراه بمبلغ معين ثم يبيعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هي:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

بحيث أن: Ri عائد السهم؛ Pt سعر السهم في الفترة t؛ Pt−1 سعر السهم بالفترة t−1؛ Dt التوزيعات النقدية.

2−1−2 قياس عوائد الأسهم الممتازة: يتحدد عائد السهم الممتاز إما كمبلغ ثابت يوزع للسهم سنوياً أو كنسبة مئوية من القيمة الاسمية لهذا السهم، فهذا العائد يظل ثابت طوال فترة حياة السهم –وبصرف النظر عن القيمة السوقية– ماعدا بعض أنواع الأسهم الممتازة والتي يمكن أن يتغير عائدها، ولكن هذه الأنواع تمثل استثناء على القاعدة، فإذا اختلفت القيمة السوقية للسهم الممتاز فإن عائد هذا السهم (كنسبة مئوية) سوف يختلف، طالما أن قيمة ذلك العائد (كمبلغ) ثابتة، بحيث عائد السهم الممتاز يأخذ الصيغة التالية:

عائد السهم الممتاز = الربح السنوي الموزع للسهم / القيمة السوقية للسهم

إن مع ثبات قيمة الربح الموزع للسهم الممتاز فإن ارتفاع سعر السهم في السوق يترتب عليه انخفاض العائد منه، والعكس صحيح، أي أن هناك تناسب عكسي بين سعر السهم الممتاز في السوق والعائد منه، طالما أن قيمة الربح السنوي الموزع ثابتة.

قد يلاحظ البعض أن حساب العائد للسهم الممتاز مماثلة لطريقة حساب عائد السند، وبالتالي يتساءل عما إذ كان هناك فروق بينهما، والواقع أن هناك فروق جوهرية بين السندات ولأسهم تتمثل فيما يلي:

- أن الفوائد المستحقة لأصحاب السندات تمثل إلتزاماً قانونياً على الشركة المصدرة، وبالتالي لا يمكن تأجيل دفع هذه الفوائد لأن أصحاب السندات يمكنهم اللجوء إلى القضاء لإجبار الشركة على دفع هذه الفوائد، أما توزيعات الأسهم الممتازة فلا تُمثل إلتزاماً قانونياً على الشركة، وإنما يترك الأمر لتقدير مجلس الإدارة عن مدى كفاية الأرباح المحققة لإجراء توزيعات على الأسهم الممتازة، ومع ذلك فإنه إذا رأى مجلس إدارة الشركة عدم اجراء توزيعات أرباح على السهم الممتازة فليس معنى ذلك ضياع هذه الأرباح على المساهمين، وإنما يعني تأجيل هذه التوزيعات لحين تحقيق أرباح كافية.
- في حالة تصفية الشركة فإن أصحاب السندات لهم أولوية على أصحاب الأسهم الممتازة في إستيفاء حقوقهم من حصيلة بيع أصول هذه الشركة.
- السندات لها تاريخ استحقاق محدد، يسترد فيه أصحاب السندات القيمة الاسمية لسنداتهم وتنتهي علاقاتهم بالشركة، أما الأسهم الممتازة فليس لها تاريخ استحقاق محدد، أي أنها باقية طالما أن الشركة قائمة، إلا إذا رأت الشركة في حالات معينة استرداد الأسهم الممتازة من مالكيها.

وبناءاً على الفروق السابقة فإن المستثمرين عادة ما يتوقعون أن يكون العائد على الأسهم الممتازة أعلى من سعر الفائدة على السندات التي تصدرها نفس الشركة.[1]

2-1-2 مقاييس عوائد السندات: يُمكن استخدام المؤشرات التالية لتحليل عوائد السندات:[2]

- **كوبون السند:** يقصد بكوبون السند الايراد أو الدخل السنوي الذي يُحققه المستثمر من كل سند ويسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي، أو على أساس نصف سنوي.
- **ريع (مردود) السند:** هو مؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية البدائل الاستثمارية الأخرى وذلك ضمن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، وبذلك يصبح ريع السند مناظراً لريع السهم، ويُمكن قياس ريع السند في عدة صور على النحو التالي:

أ – المردود او الريع الاسمي Nominal Yield: ويمثل الدخل السنوي للسند منسوباً لقيمته الاسمية:

الريع الإسمي للسند = الكوبون السنوي للسند / القيمة الاسمية للسند

ويلاحظ بأن الريع الإسمي للسند مرادف لسعر فائدة السند.

ب – المردود الجاري Current Yield: ويمثل الكوبون السنوي للسند منسوباً لسعره السوقي.

المردود الجاري للسند = الكوبون السنوي للسند / السعر السوقي للسند

ج – المردود المتوقع للسند Promised Yield: ويعتبر المؤشر الأكثر أهمية في تقييم ربحية السند، لأنه يُقاس بعد الأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند، أي الدخل السنوي الذي سيحققه حامل السند بافتراض أن سيحتفظ به لحين إستحقاقه مضافاً إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الإستحقاق والتي يُمكن أن تكون القيمة الاسمية أو غيرها وذلك حسب ماهو منصوص عليه في عقد الإصدار، لذا يطلق البعض على هذا المؤشر مصطلح المردود لحين الاستحقاق، وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت قيمتها الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم، ويتم احتساب المردود المتوقع من السند بأسلوبين:

الأسلوب الأول: يقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، وتُحدد قيمة المردود المتوقع بموجب هذا الأسلوب على أساس تقريبي وفقاً للنموذج التالي:

$$Y = C + \frac{(P - V)}{n} / \frac{(P + V)}{2}$$

وذلك حيث:

Y = المردود المتوقع للسند؛ C = كوبون السند؛ P = القيمة المستردة للسند (القيمة الاستهلاكية)؛

V = سعر الشراء؛ n = اجل السند؛ t = ترتيب ارقام السندات حيث (t=1,2,3…n).

1- محروس حسن، **الاسواق المالية والاستثمارات المالية**، كلية التجارة جامعة عين شمس، كتب عربية، ص 113-115.

2- محمد مطر، **مرجع سبق ذكره**، ص 273.

الأسلوب الثاني: فيقوم أيضاً على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، لكن أيضاً مع افتراض بأن الكوبون السنوي المحصل من السند سيعاد استثماره بعائد متوقع يُعادل تماماً المردود المتوقع للسند، ووفقاً لهذا الأسلوب يحدد المردود المتوقع، بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على مايعرف بمفهوم العائد الداخلي على الاستثمار، وتأخذ قيمة السهم الصيغة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \ldots\ldots + \frac{C_n + P}{(1+Y)^n}$$

ومدلول المعادلة أعلاه هو أن السعر الجاري للسند سيتحدد على أساس القيمة الحالية لمجموع التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر مخصومة بمعدل خصم يعادل المردود المتوقع، وتتمثل هاته التدفقات النقدية بمجموع كوبونات السند التي يحصل عليها المستثمر سنوياً، بالاضافة للدفعة الأخيرة التي يحصل عليها المستثمر في نهاية السنة الأخيرة والتي تتمثل بالكوبون الأخير مع القيمة المستردة للسند وهي هنا القيمة الإسمية.

- **عائد الاحتفاظ بالسند:** يناظر هذا المؤشر عائد الاحتفاظ بالسهم، ويقصد به العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات، وذلك بدلالة الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحادث في سعره السوقي، أي أن:

عائد الاحتفاظ بالسند = القيمة الإجمالية للدخل من جميع المصادر / سعر شراء السند

2-2 المخاطرة: تُعرف المخاطرة على انها حالة عدم التأكد بالاستثمار أو التذبذب، أو الخسارة المتعلقة بالاستثمار في اصل ما، أو قد تعني أن العائد الفعلي الذي يحصل عليه المستثمر يكون أقل من العائد المتوقع[1]، وبصفة عامة يوجد نوعين من المخاطر هما:

2-2-1 المخاطر المنتظمة: وهي المخاطر التي تنشأ في العائد على السهم نتيجة للتغيرات في النشاط الاقتصادي وتؤدي إلى تغيرات في السوق، ولذلك فعادة ما يطلق عليها بمخاطر السوق.[2]

كما تعرف أيضاً بأنها ذلك الجزء من المخاطر للورقة المالية الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، وبالتالي لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل الشركات تقريبا في نفس الوقت، ومن بين هذه العناصر هناك التضخم، وأسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية.[3]

2-2-2 المخاطر غير المنتظمة: وهي تلك المخاطر الناشئة من داخل المنشاة ذاتها ولا علاقة لها بالسوق أو النشاط الاقتصادي، ويمكن أن يُطلق عليها بالمخاطر غير السوقية.[4]

---

1 – فايز سليم حداد، **الادارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2010، عمان–الاردن، ص 132.

2– امين السيد احمد لطفي، **المحاسبة في شركات السمسرة في الاوراق المالية** ، الدار الجامعية، الاسكندرية–مصر، 2008 ص 43.

3– سيد سالم عرفة، **ادارة المخاطر الاستثمارية**، الطبعة الاولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان–الاردن، 2009، ص 23.

4– امين السيد احمد لطفي، **مرجع سبق ذكره**، ص 43.

كما تعرف أيضاً بانها ذلك الجزء من المخاطر للورقة المالية الذي تسببه عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تاثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن بين عناصر المخاطر غير المنتظمة هناك اضراب العمال وسوء إدارة الشركة، ومستوى عالي من الديون.[1]

2-3 أساليب قياس الخطر: يعتبر المدى والانحراف المعياري وعامل الاختلاف من أهم الأدوات الإحصائية التي تقيس المخاطر الكلية، وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

2-3-1 المدى: يعتبر المدى ابسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الضغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، وكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين كان ذلك إشارة إلى زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي، الأمر الذي يعني زيادة حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاقتراح.[2]

2-3-2 الانحراف المعياري: لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذ انه لا يستخدم جميع المعلومات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ماعدا ذلك، كما يركز المقياس المذكور على التدفقات النقدية ويتجاهل احتمالات تحقق هذه التدفقات، لذا فمن المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب هو الإنحراف المعياري الذي يأخذ في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذا احتمالات حدوثها، ذلك أنه يقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي يقيس انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لهذه التدفقات، ويمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم (مفردات التدفقات النقدية –العوائد) عن وسطها الحسابي[3]، ويأخذ الصيغة الرياضية التالية:[4]

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2}{n}}$$

2-3-3 معامل الاختلاف: يكون الإنحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين سهمين مثلاً تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، لكن عند اختلاف القيم المتوقعة، يكون معامل الاختلاف هو المقياس المناسب للمخاطرة بحيث يُبين درجة الاختلاف لوحدة من العائد [5]، **و** هو مقياس نسبي للمخاطر يتم حسابه بقسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية[6]، ويأخذ الصيغة الرياضية التالية:[1]

1- سيد سالم عرفة، **مرجع سبق ذكره**، ص 23.

2- منير ابراهيم هندي، **الادارة المالية –مدخل تحليلي معاصر–**، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية –مصر، 2006، ص 395

3- منير ابراهيم هندي، **مرجع سبق ذكره**، ص 396

4- عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية** ، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010، عمان–الاردن، ص226.

5- سيد سالم عرفة، **مرجع سبق ذكره**، ص254-255.

6- منير ابراهيم هندي، **مرجع سبق ذكره**، ص399.

$$c.v = \frac{S}{\overline{X}} * 100\%$$

2-4 علاقة العائد بالخطر: إن قبول المستثمر بالعائد مرتبط بسلوكه إتجاه الخطر الذي يتعرض له، ولذلك فلكل مستثمر تفضيل لدرجة الخطر فهناك المستثمر المتجنب للخطر وهو السلوك الذي يربط بين زيادة العائد وارتفاع درجة الخطر، أما المحايد للخطر فهو السلوك الذي يربط بين زيادة العائد وارتفاع درجة الخطر، أما المحايد للخطر فهو السلوك الذي لا يربط بين العائد والخطر أي أن الزيادة في العائد لا تتطلب زيادة في الخطر، والمستثمر المحب للخطر هو المستثمر الذي يُمكنه قبول نقصان في العائد مقابل الزيادة في الخطر، إن ذلك يعني أن الخطر هو احتمالي أي يرتبط بمقدار انخفاض العائد الحقيقي عن العائد المتوقع، والعائد المتوقع هو الذي يقبل به المستثمر لقاء الخطر الذي يتحمله، ولذلك يحسب من حاصل ضرب العائد المتوقع الحصول عليه في احتمال تحقق هذا العائد.[2]

إن قيمة أي مشروع يعتمد على العوائد المتوقع الحصول عليها ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها العوائد، ولكي نصل إلى الاستثمار الأفضل يتطلب الأمر حساب العائد والمخاطرة، وطالما أن العوائد تختلف في أوقات تحققها فيحتم علينا معالجتها بمعدل خصم معين أو بمعدل العائد المطلوب تحقيقه، إن معدل الخصم المختار يتضمن المخاطر التي يتعرض لها التدفق النقدي للفترة المطلوب قياسها والتي تؤدي إلى انحراف التقديرات عن الواقع، ومن هنا نتوصل إلى العلاقة الفعلية بين العائد والمخاطرة، فكلما زاد العائد المتوقع زادت المخاطر المحيطة، ولكي يحصل المشروع على عائد مرتفع عليه ان يتحمل المزيد من المخاطر.[3]

إن معدل العائد المطلوب يتضمن معدل العائد الحقيقي * ومعدل التضخم والخطر التي يتعرض لها التدفق النقدي خلال زمن الاستثمار، والتي تؤدي إلى انحراف التقديرات للعوائد عن واقع تحققها، ولكي يحصل المشروع على عائد مرتفع عليه أن يتحمل المزيد من المخاطر.[4]

وعليه يختلف قرار الاستثمار في الأوراق المالية من مستثمر لآخر، كما أنه قد تختلف أيضاً قرار الاستثمار إلى طبيعة الورقة المالية لأنه توجد اختلافات بين الأدوات المالية من حيث العائد المتوقع منها والمخاطر المرتبطة بها والجدول التالي يوضح ذلك:

للمزيد عن اساليب تقييم الخطر يمكن الرجوع إلى : منير ابراهيم هندي، **الادارة المالية –مدخل تحليلي معاصر**–، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية– مصر، الطبعة السادسة، 2006.

1– ابراهيم مراد الدعمة، مازن حسن الباشا، **اساسيات في علم الاحصاء مع تطبيقات SPSS**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان– الأردن، 2013، ص 130.

2– دريد كامل ال شبيب، **مقدمة في الادارة المالية المعاصرة**، الطبعة الاولى، دار المسيرة، عمان–الاردن، 2007، ص 165.

3– دريد كامل ال شبيب، **مقدمة في الادارة المالية المعاصرة**، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان–الاردن، 2009، ص154.

* معدل العائد الحقيقي هو العائد الذي يقتنع به المستثمر مقابل تنازله عن امواله في الفترة الحالية بهدف الحصول على عائد مستقبلاً.

4 – **نفس المرجع السابق**، ص 154.

الجدول رقم (03-01) الإختلافات بين الأدوات المالية من حيث العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بها

النوع	العائد المتوقع	المخاطر
أسهم عادية	تدفع الأسهم العادية أرباحا، وقد ترتفع قيمتها فتولد مكاسب رأسمالية. وتُبين الإحصاءات في أسواق رأس المال المتقدمة أن الاستثمارات في الأسهم تفوق ربحيتها عادة جميع الاستثمارات الأخرى على المدى الطويل (15-20 عاما أو أكثر)	**معتدلة إلى مرتفعة جدا:** يُمكن أن تهبط قيمة الأسهم وترتفع حسب العرض والطلب، ويؤدي عجز الشركات عن الأداء الى تصفيتها، وفي هذه الحالات، قد يحصل المستثمر على جزء بسيط من الاستثمار الأصلي، يضاف إلى ذلك، أن الشركات قد تقرر أحيانا عدم توزيع أرباح على المساهمين لأسباب مختلفة ويتعرض أداء الأسهم عموما لمجموعة من المخاطر بما فيها الظروف الاقتصادية وتقلبات سعر الصرف وظهور منافسين جدد في القطاع أو السوق.
أسهم ممتازة	توفر الأسهم الممتازة للمستثمرين توزيعات محددة من الأرباح، مما يجعل التنبؤ بالعائد أكثر سهولة.	**معتدلة إلى مرتفعة:** مع أن توقع الأرباح هنا أسهل مما هو عليه بالنسبة للأسهم العادية إلا أن الشركات قد تقرر عدم توزيع أرباح لحاملي الأسهم لأسباب عديدة منها ضعف الأداء، و لهذا تأثير كبير على سعر الأسهم الممتازة و من الناحية الإيجابية فإن حقوق مالكي الأسهم الممتازة تفوق مالكي الأسهم العادية عن التصفية.
سندات الشركات	توفر السندات دخلاً مستقراً من خلال دفع فوائد محددة، ويختلف العائد الفعلي بناءاً على الجدارة الائتمانية للشركة المصدرة، وفقا لدرجة التصنيف الائتماني للسند.	**منخفض إلى مرتفع:** تختلف احتمالات عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة السندات – سواء تمثلت في دفعات الفوائد الدورية أو سداد أصل قيمة السند- من شركة إلى أخرى، وتمثل درجة التصنيف الائتماني مؤشراً واحدا فقط على المخاطر التي تظهر عند التصفية، قد يحصل مالك السند على جزء بسيط من استثماره الأصلي، ويواجه المستثمرون في السندات مخاطر تتعلق بتذبذب سعر الفائدة وبصفة خاصة على المدى الطويل.
سندات الخزانة	ينطبق على ذلك ما ينطبق على سندات الشركات، مع ملاحظة أن سندات الحكومة تدفع معدلات فائدة أدنى بسبب انخفاض مخاطرها .	**منخفض:** تصدر الحكومة وتضمن سندات الخزانة، ولذلك فهي من أقل الاستثمارات مخاطر في سوق رأس المال، وعلى غرار سندات الشركات يتعرض حملة سندات الخزانة لمخاطر تذبذب سعر الفائدة.
أذون الخزينة	ينطبق عليها ما يتعلق بسندات الحكومة غير أن فترات الاستحقاق أقصر، ونتيجة لانخفاض المخاطر يكون العائد أقل.	**منخفضة جدا:** على غرار سندات الخزانة، تصدر الحكومة وتضمنها أذون الخزانة و لكنها ذات آجال قصيرة، وبالتالي يعني قصر فترة الاستحقاق عدم تعرض المستثمرين للمخاطر المتصلة بتقلبات سعر الفائدة.

المصدر: أمين السيد أحمد لطفي، **المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية** ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية –الإسكندرية-، مصر، 2008، ص ص35-36.

2-5 نظرية المحفظة – عائد مخاطرة: نجد نظرية المحفظة أصلها في اعمال ماركويتز، وهي تمثل مقاربة نظامية لخيارات الاستثمار في ظل عدم اليقين، وقد سمحت – مع التطويرات التي أدخلت عليها – بوضع نماذج عملية لإدراة المحفظة ولقياس أداء الصكوك المالية ، بحيث يقوم نموذج ماركوتيز على الافتراضات التالية:

- أن متغيرين فقط كفيلان بتوصيف الأداء المستقبلي لمحفظة ما، هذان المتغيران هما الوسط وتشتت توزع العائدات المستقبلية لهذه المحفظة.
- أن المستثمرين يكرهون المجازفة، الأمر الذي يدعوهم إلى اتخاذ المواقف الأتية: أنهم يفضلون دوماً العائد الأعلى لمستوى معطى من المجازفة، ويفضلون دوماً المجازفة الأدنى لمستوى معطى من العائد.
- المستثمرين كلهم يتوقعون –بالطريقة نفسها– العائد المحتمل للصكوك التي يسندون إليها توزعا للقيم المحتملة في أُفق واحد، هو أُفق دورة واحدة.

ينتج عن ذلك أن المستثمرين لن يبحثوا عن وضع قيمة واحدة في محفظتهم (وهي القيمة ذات العائد الأعلى) وأن سمات قيمة ما (عائدها والمجازفة فيها) لا يهم اخذها بالحسبان إلا من خلال اثرها على سمات المحفظة.[1]

3- خطوات بناء المحفظة الاستثمارية المثلى: تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي:[2]

– إذا ما خُير هذا المستثمر بين محفظتين استثماريتين تُحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطرة الأقل.

– وإذا ما خُير بين محفظتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.

– أما إذا خُير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائد وفي نفس الوقت أقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

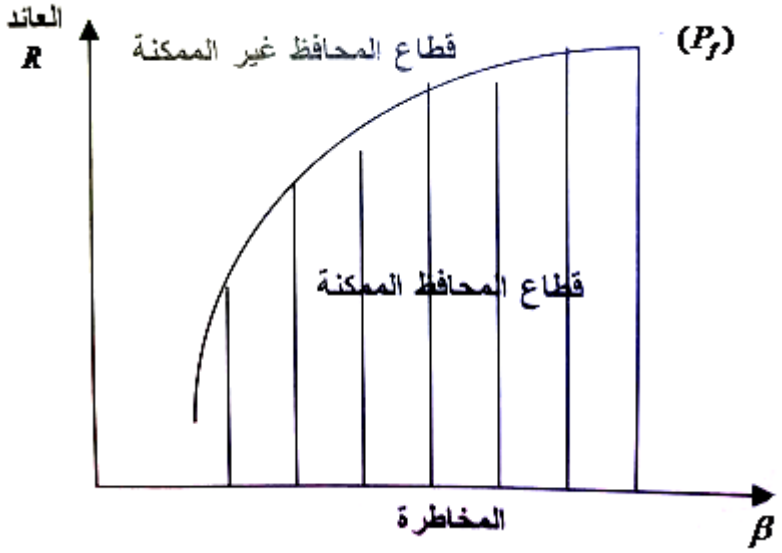
ولبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على هَدي المبادئ الثلاثة أعلاه، يتطلب الأمر من المستثمر أو من مدير المحفظة أن يُحدد أولاً ما يُعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح الحد الفعال ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرسم ع ن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة، وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة، وذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط من النوع الخطر الذي لا يوجد بينهما أدوات استثمار خالية من المخاطرة.

1- عمار موسى، علي مصطفى، **الإدارة المالية للشركات**، سلسلة الرضا للمعلومات، دمشق-سوريا، 2005، ص75.

2- محمد مطر، **مرجع سبق ذكره**، ص113.

وكما يتضح من الشكل التالي رقم (03-06) وحيث يمثل المنحنى العمودي العائد على الاستثمار (R) والمحور الافقي المخاطرة (β) ، فإن الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى يتمثل في المنحنى (P_f) بحيث يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى قطاعين رئيسين، قطاع أعلى يتمثل بالقطاع غير المظلل الموجود على يسار المنحنى، ويمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة بالنسبة للمستثمر وقطاع ادنى يتمثل بالقطاع المظلل الموجود على يمين المنحنى، ليمثل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر.

الشكل رقم (03-05) منحنى المحافظ المثلى

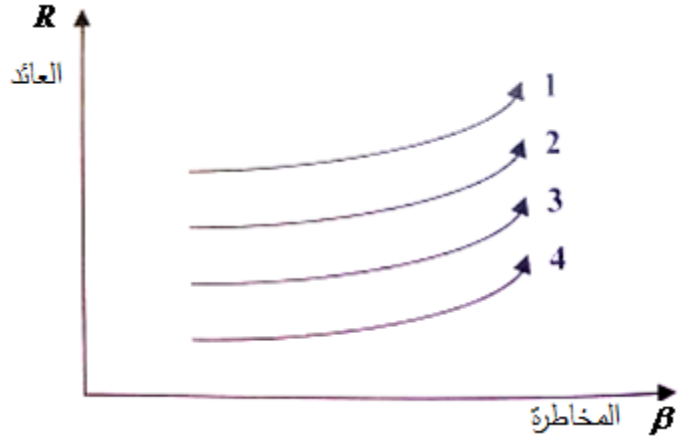


المصدر: محمد مطر، **مرجع سبق ذكره**، ص 114.

ونظراً للعلاقة بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له والتي يكشف عنها الشكل أعلاه، لذا فمن الناحية النظرية بحتة نلاحظ أن من مصلحة المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط القطاع الأعلى غير المظلل على يسار المنحنى (P_f) ذلك على اعتبار أن أية محفظة يختارها هناك وتحت مستوى مخاطرة معين، ستحقق له عائد أعلى من العائد التي تحققه له أية محفظة يختارها من نقاط القطاع المظلل، لكن لأن المحافظ الواقعة في هذا القطاع ليست متاحة عملياً بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر حينئذ أن يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع المظلل وفي نقطة عليه تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يقبلها وهنا يجد أن من مصلحته اختيار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى (P_f)، باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في خياراته.

واختيار النقطة الممثلة للمحفظة المثلى لمدير المحفظة أو المستثمر على المنحنى (P_f)، هو بمثابة الخطوة الثانية في بناء هذه المحفظة، وهنا أيضا لابد من الاستعانة بمفهوم اقتصادي اخر هو منحنيات السواء للمستثمر وذلك كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (03-06) منحنيات سواء المستثمر

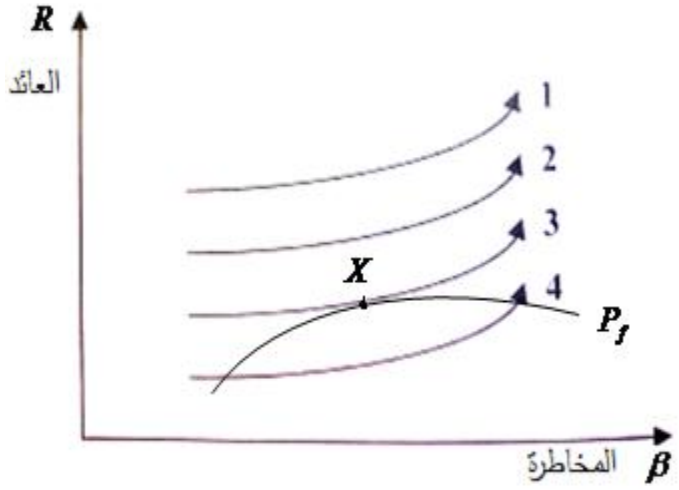


المصدر: محمد مطر، **مرجع سبق ذكره**، ص 115.

يمثل الشكل السابق خريطة سواء المستثمر والتي تعكس ميوله أو سلوكه في مقايضة العائد بالمخاطرة، وكما يظهر فيه تتجه منحنيات السواء من أسفل إلى أعلى ومن اليسار إلى اليمين لتعكس مرة أخرى العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة والتي تجعل المستثمر يطلب عائداً أعلى مقابل أية زيادة في درجة المخاطرة، كما يظهر في الشكل أيضا، أن مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى إلى أسفل، بمعنى أن مستثمراً معينا لم يحصل على محفظته المثلى على منحنى السواء رقم (1) مثلا، سيضطر حينئذ للتنازل والبحث عنها على منحنى سواء أدنى هو رقم (2) وإذا لم يجدها فيه يبحث عنها على رقم (3) وهكذا.

بناء على ما تقدم تتحدد المحفظة المثلى للمستثمر كما في الشكل رقم (03-08) عند نقطة التماس لإحدى منحنيات سواء المستثمر مع الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى، أي في النقطة (X).

الشكل رقم (03-07) تحديد نقطة المحفظة المثلى



المصدر: محمد مطر، **مرجع سبق ذكره**، ص 115.

4- المحددات المتبعة في بناء المحفظة: يعتمد بناء وتكوين محفظة استثمارية على عنصرين اساسين احدهما مختص في مكونات المحفظة وهو عنصر التنويع، والثاني مختص في كيفية إدارة هذه المكونات وهو عنصر المخاطرة، علماً بأن هناك ترابط شديد بين هذين العنصرين فمن كان يرغب في المخاطرة فإن هذا سيؤثر في اختيار مكونات المحفظة وعليه هناك علاقة طردية بين درجة المخاطرة والعائد المتوقع.[1]

4-1 العنصر الأول التنويع واشكاله: يُعتبر التنويع في مكونات المحفظة من أهم اعمال المدير حيث يترتب على التنويع الجيد حصول أكبر قدر من العوائد بأقل درجة من المخاطرة، فمبدأ المحفظة يرتكز على التنويع الذي يوفر للمحفظة سِمة الأمان النسبي؛ وللتنويع استراتيجيات مختلفة في بناء المحافظ المالية وهي كالاتي:

4-1-1 التنويع البسيط: يقوم هذا النوع على مبدأ أنه كلما زادت الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة زاد تنويعها، وبالتالي تقل خطورتها الكلية فيتحقق الأمان النسبي بشكل أكبر في مواجهة مخاطر الاستثمار، فالمحفظة المكونة من ثلاث أوراق اقل خطورة من المحفظة ذات الورقتين.

4-1-2 تنويع ماركوتيز: تقوم فكرته على أساس أن مخاطر المحفظة لاتتوقف على مخاطر الاستثمار، بل على العلاقة التي تربط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة، فـإن كانت العلاقة بينهما طردية فالمخاطر تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة، فمثلاً انخفاض قيمة اسهم الشركات العقارية سيؤثر في قيمة أسهم شركات مواد البناء كالإسمنت والحديد لوجود علاقة بينهما، بينما لايؤثر هذا الانخفاض في أسهم شركات الغزل والنسيج.

4-1-3 التنويع الجغرافي: وهو التنويع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة ويمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، وتوزيع راس مال في أكثر من دولة وتنوع العملات وبسبب الاستثمار في اكثر من دولة تتنوع العملات التي تقيم بها هذه الأدوات ، فيكون الاستثمار في الأصول والعملات معاً ولقد اثبتت الدراسات أن التنويع الدولي من شأنه أن يُخفض المخاطر إلى مستويات ادنى مما يحققه التنويع المحلي.

4-2 العنصر الثاني المخاطرة: يعتمد تكوين المحفظة الاستثمارية على فلسفة الفرد ومدى استعداده لتقبل المخاطرة فإن كان الهدف تحقيق عوائد اكبر مع درجة ادنى من المخاطرة فهو هدف ينطوي على عنصرين متعارضين وهما العائد والمخاطرة وفي النظرية الاستثمارية كلما ازدادت فرص الكسب ارتفعت درجة المخاطرة ولذا فإن هناك ثلاث سياسات متبعة في هذا الشأن الأولى سياسة المخاطرة والهدف منها هو كسب أرباح سريعة عالية مع تحمل مخاطرة عالية فتكون محتويات المحفظة من أدوات تحقق مكاسب عالية مع درجة عالية من المخاطرة وذلك بسبب ت أثرها الشديد بالمتغيرات الاقتصادية كالأسهم، والثانية السياسة المتحفظة والهدف منها الحرص على درجة عالية من الأمان للمحفظة مع دخل ثابت وإن كان قليلا ولكن مع درجة قليلة من المخاطرة إذ لاتتأثر أدوات المحفظة بالمتغيرات الاقتصادية وتقلبات السوق، والسندات تحقق

1- إضاءات مالية ومصرفية، **المحفظة الاستثمارية**، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، يونيو 2014، السلسلة السادسة، العدد 11، ص-2-3.

هذا الغرض، والثالثة سياسة مشتركة بين المخاطرة والتحفظ فيكون ر أس المال مقسماً إلى قسمين: أحدهما الأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية والثاني من الأوراق ذات الدخل شبه الثابت والمخاطر القليلة.

5- ضوابط وقيود تكوين محافظ الأوراق المالية: تتمثل ضوابط تكوين المحفظة الاستثمارية فيما يلي:[1]

- **ضوابط وقيود زمنية:** أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه مستثمراً لأمواله (قصيراً, طويلا, متوسط, لمدة سنة ....)
- **ضوابط وقيود مالية ورأسمالية:** وهي حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.
- **ضوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة:** وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير ، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعاً معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.
- **ضوابط وقيود ضريبية والتزامية:** كثيراً ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها ومن ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة.
- **ضوابط وقيود الأخطار والمخاطر:** يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

المطلب الثالث: طرق تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

تتخذ قرارات المحفظة الاستثمارية في ضوء أهدافها وعند اتخاذ القرار يتم شراء أو بيع الأدوات المتاحة ولغرض قياس وتقييم نتيجة القرارات المتخذة والتأكد من صحة أو خطأ هذه القرارات وتأثيرها على تحقيق الأهداف تخضع عملية التقييم إلى جملة مبادئ أساسية أهمها ما يلي: [2]

- مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع ويكون ذلك من خلال الاعتماد على آليات السوق المالي اخذين بعين الاعتبار مدى حساسية الأدوات المكونة للمحفظة الاستثمارية لمخاطر السوق؛

- قياس قيمة أصول المحفظة وهنا يكون على أساس القيمة السوقية أو القيمة الحقيقية للادوات ولايعتمد على كلفتها الاصلية؛

- نأخذ بعين الإعتبار الأرباح الموزعة والمتوقع توزيعها في المستقبل إضافة إلى ذلك العائد الإجمالي والمكاسب والخسائر الايرادية والراسمالية الفعلية (وغير المحققة) التي تنشأ نتيجة لتقلبات القيمة السوقية للادوات الإستثمارية.

1- الخضيري محسن أحمد، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، اينزاك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 68 .

2 - دريد كامل ال شبيب، **ادارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، 2010، ص 213.

– مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية مع أداء السوق المالي سواء كان المؤشر داخلي أو دولي؛

– إن تقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة مع خط السوق يُبين لنا مدى كون الأداء جيد من عدمه، ف إذا كان أداء المحفظة أعلى من خط السوق فـإن الأداء جيد أما إذا كان العائد على نفس خط السوق فالأداء مقبول، وإذا كان العائد للمحفظة تحت خط السوق يكون الأداء غير مقبول.

يوجد نوعان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وهما الأسلوب البسيط الذي يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة منسوبة إلى كلفة الاستثمار ، والأسلوب الآخر هو الأسلوب العلمي المدروس الذي يعتمد على العائد والمخاطرة ويُطلق عليه بالأسلوب المزدوج وفيما يلي شيء من التفصيل لهذين الأسلوبين.

1- الأسلوب البسيط: يناسب هذا الأسلوب شركات الاستثمار المفتوحة أو صناديق الاستثمار المفتوحة حيث يتم تقييم أداء هذه الصناديق كل فترة زمنية وليكن مثلاً كل شهر ويمكن أن يُحسب يومياً وكذلك إيرادات أو الأرباح الموزعة ومن هذه المعلومات يمكن تحديد مقياس لأداء مدير المحفظة أو الصندوق عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في الصندوق أو لكل ورقة مالية لوحدها، ويتم ذلك عن طريق المعادلة التالية:

$$M = (x_1 - x_2 + rt + rr)$$

x_1: قيمة الأصل في بداية المدة؛

x_2: قيمة الأصل في نهاية المدة؛

rt: توزيعات الأرباح (الإيرادات)؛

rr: توزيعات الأرباح الراسمالية

لذلك $x_1 - x_2$ هو الأرباح الرأسمالية ليشكل هذا المعيار هو عبارة عن الأرباح الرأسمالية، وهي الفرق ما بين سعر أخر المدة وسعر أول المدة ، الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مضافاً له الأرباح كالأرباح الموزعة من الإيرادات و/أو الأرباح الموزعة من المكاسب الرأسمالية السابقة.[1]

2- الأسلوب العلمي لقياس أداء المحافظ الاستثمارية/(الأسلوب المزدوج):

لاشك بأن الأسلوب البسيط لتحديد أداء المحافظ الاستثمارية غير كافٍ، لأنه اعتمد فقط على معدل العائد على المبلغ المستثمر، لهذا ظهر الأسلوب الآخر هو الأسلوب العلمي المزدوج الذي يعتمد على معدل العائد للمحفظة مع معدل مخاطر المحفظة ، ولكن هنالك أكثر من مقياس لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وسيتم شرح ثلاثة معايير أو مقاييس حيث نسب كل مقياس أو معيار للمحلل الذي قام بتأسيسه وتوثيقه عملياً وهم:

– مقياس شارب (Sharpe Index).

– مقياس تراينر (Treynor Index).

1 – غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2003، ص: 203.

- مقياس جنسن (Jensen Index).[1]

2-1 مؤشر شارب: باستخدام مفهوم خط سوق ر أس المال فقد اقترح شارب أن الأداء التاريخي يُمكن احتسابه على أساس العائد المحقق عن تحمل المخاطر ويمكن احتسابه كالتالي:[2]

$$S_P = \frac{\overline{R}_P - \overline{R}_F}{\sigma_P}$$

$\overline{R}_P$: تمثل معدل عائد المحفظة

$\overline{R}_F$: معدل العائد الخالي من المخاطرة

إن العائد عن مخاطرة ممكن تحملها يلاحظ في البسط كمعدل عائد المحفظة مطروحاً منه متوسط معدل الخلو من المخاطر، فمجموع الخطر (سواء كان مصنفاً أو غير مصنف) فيمكن قياسه بالمقام بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة الماضية σ_P .

2-2 مؤشر ترينور:[3] قدم ترينور نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنظمة حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها جيداً وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة) وعلى هذا الاساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة.

وتقوم هذه الطريقة على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط أن يتخلص كلية من المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة، ويقصد بالتنويع الساذج تشكيل محفظة الأوراق المالية 15 إلى 20 ورقة عشوائية، حيث تفترض من هذه الطريقة أن المحافظ تم تنويعها جيداً وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة وتعطى وفقا للنسبة التالية :

$$\text{Treynor Measure} = \frac{TR_P - R_F}{b_F}$$

حيث :

$Treynor\ Measure$: مؤشر ترينور

b_F : معامل بيتا للمحفظة، أي المخاطر المنتظمة للمحفظة

ويقاس b_F كما يلي:

1- **نفس المرجع السابق**، ص 205.

2 – خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2011، ص 395.

3 – السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2010، ص 224–225.

$$b_F = \sum_{i=1}^{n} W_i * b_i$$

w_i : نسبة الورقة المالية في المحفظة؛

b_i: معامل بيتا للورقة المالية؛

n: عدد الاوراق المالية في المحفظة.

وكلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على الأداء الأفضل لمديري المحافظ، كما يجب مقارنة هذا المؤشر كذلك مع مثيله للمحافظ الأخرى في السوق للحكم النهائي على أداء المحفظة.

وبصفة عامة يعطي المؤشران نتائج قريبة للحكم على أداء المحفظة إذا كانت هذه الاخيرة تمتاز بتنويع جيد لكن الاختبار بين الطرق للحكم على أداء المحفظة يقف على توزيع اصول المستثمر فإن كانت أهم ثروته وظفت في محفظة وحيدة ففي هذه الحالة يسعى للبحث عن ادائها فيمكنه استعمال طريقة شارب الذي يكون أحسن للحكم على ادائها لأنه يأخذ في الحسبان المخاطر الكلية للمحفظة، التي تؤثر في بناء وتغيرات الثروة الكلية للمستثمر، وعلى العكس إن كانت المحفظة لاتمثل الأجزاء من الثروة المستثمر فنستعمل طريقة ترينور.

2-3 نموذج جنسن : قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الاوراق المالية عُرف بمعامل الفا، وتقوم فكرة النموذج على أساس ايجاد الفرق بين مقدارين من العائد وهما:[1]

المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى –العائد الاضافي–.

المقدار الثاني: يمثل حاصل الضرب العامل في الفرق بين عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي تسمى –علاوة خطر السوق–.

ومنه يظهر نموذج جنس كما يلي:

$$\text{ALPHA "a"} = (Rp\ RF) - B(RM - RM)$$

حيث أن:

$(Rp\ RF)$ العائد الإضافي؛

$(RM - RM)$ علاوة خطر السوق.

وتشير المعادلة إلى أن المُعامل إما أن يكون:

$a < a\bar{\omega}$ يشير إلى الأداء السيء للمحفظة؛

$a > a\bar{\omega}$ يشير للأداء الجيد للمحفظة؛

$a = a\bar{\omega}$ يشير إلى حالة التوازن بين عائد المحفظة وعائد السوق.

1 – السيد متولي عبد القادر، **مرجع سبق ذكره**، ص 226.

خاتمة الفصل

إن الاهتمام بمفهوم القيمة العادلة على مستوى الفكر المحاسبي امتد وانعكس على الفكر المالي والاقتصادي، باعتبار أن نماذج القياس للأسهم العادية عرفت تطوراً كبيراً واهتماماً واسعاً على مستوى الفكر الاقتصادي، ذلك يعبر على مدى أهمية استعمال القياس باستخدام القيمة العادلة في الأسواق المالية ومدى الحاجة للصورة العادلة لوضعية المؤسسة، فالمستثمرون دائماً يبحثون على تحقيق أعلى العوائد بأدنى درجات المخاطرة .

من خلال الاطار النظري لنماذج القياس للقيمة العادلة للاسهم العادية تبين لنا:

- اختلاف المدخلات لنماذج القياس المدروسة؛
- تُمثل القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم تلك القيمة التي تبرر حقائق اقتصادية ومالية، تتمثل بقيمة الموجودات والأرباح وتوزيعات الأرباح ومعدلات نمو الأرباح...الخ؛
- إيجاد القيمة العادلة للسهم يُساعد في اتخاذ قرار الشراء أو البيع للأسهم؛
- تُعتبر عملية تقييم الأسهم من التحديات التي تواجه المستثمر في عملية التقييم وهذا لتعدد واختلاف النماذج والطرق المتاحة؛
- يُمكن القول بصفة عامة أن مكونات دالة تحديد السعر تتكون من التذفقات النقدية المتوقعة أو المتحصل عليها ومعدل العائد المتوقع أو المطلوب على الاستثمار في السهم؛

أما بعد تطرقنا في المبحث الثاني والثالث إلى أهم العوامل المحددة للأسعار وعوائد الأسهم وأيضا تقنيات وأساسيات الاستثمار المالي، بات واضحاً طبيعة العلاقة بين كل المحددات (الم تغيرات) التي تم التطرق لها مع أسعار وعوائد الأسهم، كما تبين لنا اساسيات إدارة المخاطر واتخاذ القرارات الاستثمارية على مستوى السوق المالي من خلال مجموعة من الأساليب والنماذج، بحيث تم التعرف على أشكال المخاطر الاستثمارية بين (النظامية) غير قابلة للتنويع، وغير النظامية التي يمكن التقليل منها من خلال التنويع، وأنواع العائد للاستثمار في السهم، أيضاً تحليل البعد الاستراتجي لمعايير تشكيل وتنويع أصول المحفظة الاستثمارية، وأيضاً مداخل تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

وفي هذا الفصل نكون قد استكملنا الجانب النظري الخاص ببحثنا والذي سندعمه بجانب تطبيقي.

الفصل الرابع:

قياس القيمة العادلة والآثار الناجمة عن تطبيقها – دراسة تطبيقية –

مقدمة الفصل

بعد التطرق للتأصيل النظري لكل من القيمة العادلة، الأصول المالية واستراتجيات الاستثمار المالي، في هذا الفصل يتم إسقاط الجانب النظري على دراسة تطبيقية حول سوق المال السعودي وبورصة الجزائر، تجدر الإشارة هنا إلى إمكانية استخدام نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم العادية لعينة من الشركات موضوع الدراسة، وأيضا قياس تأثير تطبيق القيمة العادلة في تقييم الأصول المالية.

من اجل تطبيق الدراسة القياسية تم الاستعانة بالدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع ذلك في تصميم واختيار نماذج قياس القيمة العادلة واختبار فرضيات الدراسة، وذلك من خلال تقديم وتوصيف البيانات المستعملة والمنهجية المستخدمة، ومن ثم عرض النتائج ومناقشتها، لذا تم تقسيم هذا الفصل على النحو التالي:

المبحث الأول: تحديد منهجية الدراسة، البيانات المستخدمة وعينة الدراسة؛

المبحث الثاني: قياس القيمة العادلة لأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي مع الإشارة لبورصة الجزائر؛

المبحث الثالث: قياس أثر تطبيق القياس باستخدام القيمة العادلة بالقطاع المالي بسوق المال السعودي.

المبحث الأول: تحديد منهجية الدراسة– البيانات المستخدمة–عينة الدراسة

تجدر الإشارة في هذا المبحث إلى نبذة مختصرة حول نشأة وتطور الأسواق المالية المختارة في الدراسة، والمتمثلة في سوق المال السعودي وبورصة الجزائر، إضافة لذلك مميزات اختيارها، كما يتم توضيح خطوات منهجية عمل الدراسة التطبيقية وتوصيف البيانات المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول: تحليل الأسواق المالية قيد الدراسة

1- نبذة عن السوق المالي السعودي:

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة، واستمر السوق في العمل بشكل غير رسمي حتى عام 1984 حيث عُهد إلى مؤسسة النقد مهمة التنظيم اليومي للسوق، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسن الإطار التنظيمي للتداول، وفي ذات السنة تم تأسيس "الشركة السعودية لتسجيل الأسهم" عن طريق البنوك التجارية وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية و مقاصة جميع عمليات الأسهم، وقد ادخل نظام التسوية الآلية والمقاصة في عام 1989، وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم، وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990 كما قد تم تشغيل نظام تداول ابتداء من أكتوبر 2001 وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية.

وفي تاريخ 2003/7/31 تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالي الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ 30) وتمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة تنظيم السوق المالية السعودية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتهدف الهيئة إلى تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها وضع وفرض اللوائح الهادفة إلى حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية.[1]

❖ **سوق المال السعودي وتطبيق معايير المحاسبة الدولية**

يتم حالياً بالمملكة العربية السعودية تطبيق المعايير المحاسبية الدولية وهذا بقرار من مجلس إدارة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين لتطبيق معايير المحاسبة الدولية دفعة واحدة بعد استكمال اعتمادها من الهيئة على أن يبدأ التطبيق على القوائم المالية المعدة عن فترات مالية تبدأ في 1-1-2017م، بالنسبة للمنشآت المدرجة في السوق المالية، أما بالنسبة للمنشآت الاخرى فيبدأ التطبيق على القوائم المالية المعدة عن فترات

1- هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق الأسهم**، المملكة العربية السعودية، ص 3، موجود على الرابط التالي:
https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf، تاريخ التصفح: 2017/01/12 الساعة: 14:00 .

مالية تبدأ في 1-1-2018م، مع السماح لتلك المنشآت بالتطبيق اعتباراً من 1-1-2017م، على أن يعاد النظر في هذه التواريخ بالتأخير في ضوء مستجدات العمل على خطة التحول[1].

❖ **الاستثمار في سوق المال السعودي**

تدير مؤسسة النقد العربي السعودي التي أنشئت عام 1952 السياسة النقدية في المملكة العربية السعودية بشكل مستقل، والعملة الوطنية (الريال السعودي) حاليا مربوطة بالدولار الأمريكي عند سعر صرف ثابت 3.75 ريال سعودي للدولار الأمريكي الواحد، وهذا يعد امراً مهماً للغاية لضمان الاستقرار المالي والحفاظ على مستوى عالٍ من ثقة المستثمر، وخاصة في السوق المالية، في هذا الصدد تتمتع المصارف في المملكة العربية السعودية بقاعدة راسمالية جيدة وسيولة وارباح قوية .[2]

على الرغم من تمكن المقيمين ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي من الاستثمار مباشرة في السوق، لم يكن يُسمح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في سوق الأسهم بصفة مباشرة، بداية من عام 2014 نفذت المملكة العربية السعودية قراراً وطنياً بشأن فتح سوق الأسهم للمستثمرين الأجانب المؤهلين في 15 يونيو 2015، كما تُعد سوق الأسهم السعودية الأكبر والأكثر سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا بقيمة سوقية تجاوزت (1,723,573) مليون ريال سعودي ما يعادل (459,607) مليون دولار امريكي في نهاية سبتمبر 2017[3]، إضافة إلى ذلك يُعد سوق المال السعودي الأكبر مقارنة ببعض الأسواق الناشئة مثل بورصة اسطنبول (سوق الأسهم التركية)، حيث تضم سوق الأسهم السعودية 186 شركة مدرجة، تشكل فيها المصارف والصناعات البتروكميائية اكثر من 50 % من القيمة السوقية مما يبرز اهمية هذين القطاعين في الاقتصاد المحلي.[4]

إن السيولة والقوى المحركة في سوق الأسهم السعودية تُعد نسبياً اكثر تقدماً من الأسواق الإقليمية الأخرى، وأداء السوق قوي نتيجة لعوامل متعددة مثل الأسس الاقتصادية القوية والسياسات المحفزة، والأنظمة الاحترازية، والرقابة الصارمة، وفي هذا الصدد يُعتبر سوق الأسهم السعودية وجهة استثمارية جذابة محلياً وإقليمياً ودولياً.[5]

1- يمكن الرجوع إلى كل من: إعلان من هيئة السوق المالية بشأن إلزام الشركات المدرجة في السوق المالية بالإفصاح على مراحل عن مواكبتهم للتحول لمعايير المحاسبة الدولية. موجود على الرابط التالي: https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2107.aspx تاريخ التصفح : 03/12/2017 الساعة: 14:00

إعلان من هيئة السوق المالية بشأن إلزام الشركات المدرجة في السوق الموازية في السوق المالية بالإفصاح على مراحل عن مواكبتهم للتحول لمعايير المحاسبة الدولية، موجود على الرابط التالي: https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2255.aspx تاريخ التصفح : 13/10/2017 الساعة: 18:40.

2- رياض بن محمد الخريف، **سوق الأسهم السعودية: هل هناك علاوة كبيرة؟**، إدارة الأبحاث الاقتصادية، مؤسسة النقد العربي السعودي، يونيو 2015، ص 5.

3- صندوق النقد العربي، **النشرة الفصلية لاداء الأسواق المالية العربية**، الربع الثالث، 2017، العدد التسعون، ص30.

4- رياض بن محمد الخريف، **مرجع سبق ذكره**، ص 6.

5- **نفس المرجع السابق**، ص 7.

الجدول رقم (04–01) حجم الأسواق المالية العربية لسنة 2017.

الاسواق المالية	رسملة السوق (مليون $)	عدد الشركات
سوق أبوظبي للأوراق المالية	129,706.10	89
سوق عمان للأوراق المالية	23,312.15	193
بورصة البحرين	16,896.94	50
بورصة بيروت	17,708.87	95
بورصة القيم–الدار البيضاء	50,785.24	76
سوق دمشق للأوراق المالية	2,103.28	24
سوق الدوحة للأوراق المالية	114,340.55	45
سوق دبي المالي	99,136.36	65
البورصة المصرية	28,362.39	225
سوق الكويت للأوراق المالية	96,269.43	204
سوق مسقط للأوراق المالية	27,465.65	143
سوق فلسطين للأوراق المالية	3,787.92	48
سوق المال السعودي	433,716.89	179
بورصة تونس	9,283.32	79

المصدر: بيانات صندوق النقد العربي لأداء الأسواق المالية العربية، موجودة على الموقع التالي:

http://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/daily تاريخ التصفح: 2018/02/25 الساعة 2:00.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04–01) أن سوق المال السعودي يُعد من بين اكبر الأسواق المالية من حيث رسملة السوق بقيمة (433,716.89 مليون $) مقارنة بالأسواق المالية للعينة المختارة، أما من حيث عدد الشركات المدرجة في البورصة تُعد البورصة المصرية الأولى من حيث عدد الشركات المدرجة بعدد 225 شركة، تليها سوق الكويت للأوراق المالية بـ 204 شركة، ثم كل من سوق عمان وسوق المال السعودي بـ (193) ؛ (179) شركة على التوالي وهذا حسب إحصائيات سنة 2017.

2– نبذة عن بورصة الجزائر:

تعود فكرة نشأة بورصة الأوراق المالية في إطار الصلاحيات الاقتصادية التي أُعلن عنها عام 1987 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال للمؤسسات العمومية الاجتماعية والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تُساير أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين 1988، حيث لا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم[1]، كما لم تكن شركة بورصة القيم المنقولة، في بدايتها على الشكل الذي تتواجد عليه حالياً، فقد

1– بن شعيب فاطمة الزهراء، بوزاهر سيف الدين، **ادراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء** ، مجلة المالية والأسواق، جامعة ابن باديس مستغانم، الجزائر، المجلد 2، العدد3، ص 123.

تأسست لأول مرة بعقد موثق بتاريخ 1990/10/09 تحت اسم " شركة القيم المنقولة، وذلك من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة (آنذاك) الثمانية، على أن تساهم هذه الصناديق بحصص متساوية في تكوين رأسمال هذه الشركة، لكن ونظراً للعديد من الصعوبات والعراقيل السياسية، الاقتصادية والاجتماعية وحتى التنظيمية من جهة وضعف رأسمالها الذي بلغ ثلاث مائة وعشرون ألف دينار جزائري (320000 دج)، من جهة أخرى لم تستطع الشركة تحقيق الهدف المسطر لها والمرجو من وراء انشائها.[1]

وبغرض تجاوز الصعوبات وتخطي العراقيل، تقرر من فيفري 1992 رفع رأسمال هذه الشركة إلى تسعة ملايين وثلاث مائة وعشرون ألف دينار جزائري (9320000 دج) ، إلى جانب تعديل قوانينها الأساسية، وعلى ضوء هذه التعديلات، تغير اسم شركة القيم المنقولة وأصبحت تدعى رسميا "شركة إدارة بورصة القيم"، وتحدد بوضوح دور هذه الشركة والمهام المتعددة لها والمتضمنة في المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وبالرغم من الصعوبات التي اعترضت انطلاقتها إلا أنه قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93–08 المؤرخ في 1993/04/25 المتعلق بسوق القيم المتداولة، وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93–10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

❖ **سير الجلسات في البورصة :**

– تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم جلستين للتداول على القيم المنقولة التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وذلك بشكل اسبوعي يومي الاثنين والأربعاء.

– وتجري عملية تسعير السندات الشبيهة للخزينة بصفة يومية من الأحد إلى الخميس، وتبدأ جلسات البورصة على الساعة 9:00 صباحاً وتُختتم على الساعة 11:30 صباحاً.

– يقوم الوسطاء في عمليات البورصة بقيد ومركزة أوامر البورصة ضمن سجلات مركزية، وينبغي على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقوموا بإدخال الأوامر الصادرة من الزبائن في اقرب وقت ممكن.[2]

❖ **تنظيم بورصة الجزائر:**

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم:

– لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تُمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين.

1– شمعون شمعون، **بورصة الأوراق المالية**، أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 80.

2– بورصة الجزائر، **مطوية لتعريف بورصة الجزائر**، ص 1، موجودة على الموقع :
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf

–شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، وتتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة (من خلال النشرة الرسمية للتسعيرة وقنوات الاعلام الأخرى: مواقع الانترنت، الومضات المتلفزة، الصحف الوطنية ...).

– الوسطاء في عمليات البورصة هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم ع مليات البورصة ومراقبتها.

– المؤتمن المركزي الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" وهو عبارة عن شركة ذات اسهم تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقا المعايير الدولية.

ماسكو الحسابات حافظو السندات هم البنوك والمؤسسات المالية الشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.[1]

❖ **طرق التسعيرة المنصوص عليها:**

ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعيرة وهما التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي، لم تستعمل الا طريقة التسعيرة بالتثبيت.

وتتمثل عملية التسعيرة بالتثبيت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى على السند الواحد خلال جلسة التداول. وهذا السعر يسمح بـ:[2]

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب؛
- تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق اخر جلسة للبورصة.

❖ **تسوية المعاملات:** يتم تسوية المعاملات المنجزة في بورصة الجزائر على الأسهم والسندات التي تصدرها بعد ثلاث أيام من أيام العمل الرسمية من تاريخ تداولها ، كما يتم تسوية المعاملات المتعلقة بسندات الخزينة العمومية بعد يوم واحد من تداولها في البورصة.

1– بورصة الجزائر، **مطوية لتعريف بورصة الجزائر**، ص 2، موجودة على الموقع :
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf

2– بورصة الجزائر، **مطوية أوامر البورصة** ، ص 1، موجودة على الموقع :
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf

المطلب الثاني: الإطار القياسي المستخدم في التحليل.

تعتمد العديد من الدراسات التطبيقية على الأسلوب القياسي في التحليل وهذا لاختبار الفرضيات ومقارنتها إن كانت تُطابق النظرية الاقتصادية، على هذا الأساس نُحاول تسليط الضوء على أهم الاختبارات المتعلقة بمنهجية الاقتصاد القياسي المستخدمة في دراستنا وهذا بشيء من التفصيل.

1- اختبار ويلكسون: يُستخدم هذا الاختبار حالة وجود بيانات (قبلية وبعدية) لعينة أو بيانات العينة نفسها لفترات مختلفة يشترط أن لا تتجاوز المشاهدات 25 ولا تقل عن 8.

ويُسمى باختبار إشارات الرتب Sign –rank ، ويستخدم هذا الاختبار في تحديد ما إذا كان هناك اختلاف أو فروق بين عينتين مرتبطتين فيما يتعلق بمتغير تابع معين، ويعد بديلاً لا معلمياً لاختبار T لعينيتين مرتبطين، وتشتمل العينتان على نفس المجموعة من الأفراد يجرى عليهم قياس قبلي Pre test، وقياس بعدى Post test وفى مثل هذه الحالة يكون لكل فرد من أفراد العينة درجتان أحداهما تمثل درجته في الاختبار القبلي والثانية تمثل درجته في الاختبار البعدي[1].

إن الميزة السيئة للاختبارات اللامعلمية هي أنها غير جيدة عادة لإيجاد الفروقات عندما يكون هناك فروقات في المجتمع وعندما تكون الافتراضات من أجل الاختبارات ال معلمية محققة، بمعنى أخر الاختبارات اللامعلمية غير محققة كاختبارات تفترض توزيعاً طبيعياً، كالاختبارات ال معلمية، وذلك بسبب أن الاختبارات اللامعلمية تتجاهل بعض المعلومات المتوفرة، على سبيل المثال في اختبار ويلكسون نستبدل قيم البيانات برتبها، بشكل عام إذا كانت الافتراضات الاختبارات المعلمية مقنعة فيجب أن نستخدم الاختبارات المعلمية أكثر قوة، إلا أن الاجرائيات اللامعلمية أكثر نفعاً من اجل العينات الصغيرة عندما يكون هناك ابتعاد ملموس عن الافتراضات المطلوبة، وهي أيضا مفيدة عندما يكون هناك قيم حدودية، حيث أن الحالات المتطرفة لن تؤثر على النتائج بقدر التأثير الناتج في حال استخدام اختبارات معتمدة على إحصائيات بسيطة كالمتوسط مثلاً.

2- نماذج بانل (panel) : تعتبر نماذج بانل مزيج من بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، حيث يتم فيها جمع بيانات ظاهرة معينة لمجموعة من الدول لمدة فترة زمنية معينة [2]، كما أن لهذا النموذج العديد من التسميات فقد يصطلح عليه بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو البيانات المدمجة والتي تشكل أعداد كبيرة من المفردات، وكل من التسميات السابقة تعد متماثلة في استخدامها في الأدب التطبيقي.[3]

1- هند الحربي، **اختبار ويلكسون**، مقال موجود على الرابط :

http://idarahtrb.com/2013/11/%D8%A7%D8%AE%D8%AA%D8%A8%D8%A7%D8%B1-wilcoxon/ تاريخ التصفح : 04/01/2018 الساعة: 17:00.

2- جاري كوب، **تحليل البيانات الاقتصادية**، ترجمة : فهد بن خلف وعبد الله بن صالح والحميد، المملكة العربية السعودية، معهد الإدارة العامة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2009، ص 35-38.

3 -Edward W.Frees, **Longitudinl and Panel Data**, Cambridge University Press, 2007, p02.

2-1 مزايا استخدام نماذج بانل: ومن بين المزايا لاستخدام نماذج بانل (panel) في التقدير ما يلي:[1]

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

– تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون اقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد اكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛

– توفر نماذج البانل أفضلية لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها تعتبر ايضاً مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة والفقر، ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى.

– تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables)، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) في الانحدارات المفردة. [2]

2-2 صيغة نموذج بانل (panel): ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية فان نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots(1)$$

$$i = 1,2\ldots..N \quad t = 1,2\ldots..T$$

حيث أن Y_{it} تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t، $\beta_{0(i)}$ تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i ، β_j تمثل المعاملات المقدرة، $X_{J(it)}$ المتغير التفسيري j في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t وان ε_{it} تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t. [3]

1 -klevmarken, N.A, **Panel Studies : what can we learn from them ? Introduction**, European Economic Review, Vol.33,Amsterdam-Holand, 1989, p 523-529. For more : Hsiao Cheng., **Analysis of panel data**, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

2 - Dimitrios A. and Stephen G.Hall, **Applied Econometrics: A modern approach**, Palgrave Macmillan, 1st edition, New york- USA, 2007,p.344.

للإطلاع على مزيد من التفاصيل حول إيجابيات استخدام بيانات بانل انظر الى:

- Badi H.Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons, Ltd, 3rd ed, UK, 2005, p4-9.

3– رتيعة محمد، **استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية** ، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02 سبتمبر 2014، ص 154.

2-3 اهم اشكال نماذج بانل (panel): تنقسم نماذج بانل إلى ثلاثة أشكال رئيسية وهي كالتالي:

2-3-1 نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Régression Model –PME) : يعتبر هذا النموذج من ابسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى أخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج، وتصاغ معادلة الانحدار التجميعي على الشكل الأتي:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots(2)$$

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

حيث $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $var\ (\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة (2)، وهذا بعد أن ترتب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بدءا من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا بحجم مشاهدات مقداره عدد المشاهدات في الزمن (N*T).[1]

2-3-2 نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model –FEM): في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots(3)$$

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

حيث $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $var\ (\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بـأن المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن و إنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (03) والسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N−1) لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة، ثم نستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية . ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable).

بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج على الشكل الأتي:[2]

$$y_{it} = a_1 + \sum_{d=2}^{N} a_d * D_d \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots(4)$$

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

حيث يمثل المقدار D_d $a_1 + \sum_{d=2}^{N} a_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (04) بعد حذف a_1 بالشكل الاتي:

1- **نفس المرجع السابق**، ص 155.

2- **نفس المرجع السابق**، ص 155.

$$y_{it} = \sum_{d=2}^{N} a_d * D_d \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} .....(5)$$

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

2-3-3 نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model –REM): يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائماً للتقدير في حالة وجود اختراق في شروط نموذج التأثيرات الثابتة السابق ذكرها، وتقوم فكرة نموذج التأثيرات العشوائية على معاملة الحد الثابت في النموذج كمتغير عشوائي بمعدل مقداره μ بمعنى أن :

$$\alpha_i = \mu + V_i$$

حيث: V_i يمثل الخطاء في مجموعة البيانات المقطعية للمجموعة i.

μ : يمثل المتغير العشوائي.

وبالتعويض عند الحد الثابت في النموذج التجميعي العام، نتوصل للشكل التالي للمعادلة:

$$y_{it} = \mu + V_i + x_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

$$w_{it} = V_{it} + \varepsilon_{it}$$

ومن خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن النموذج يحتوي على مركبتين للخطأ العشوائي هما V_i، ε_{it} حيث W_{it} الخطأ المركب والتي تساوي حاصل جميع مكونات الخطأ العشوائي، لذلك يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحياناً نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model)، ولهذا النموذج خواص رياضية تتمثل في مساواة متوسطات مكونات الخطأ للصفر، وثبات تباينها.

ولتقدير نموذج التأثيرات العشوائية يستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares–GLS)، حيث أن طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) تفشل في تقدير معلمات النموذج وتعطي مقدرات غير كفؤة.[1]

3- طرق اختيار النموذج الملائم لبيانات بانل: للمفاضلة بين النماذج الثلاثة السابقة نتبع مجموعة من الاختبارات أولها للاختيار بين النموذج التجميعي و(نموذج التاثيرات الثابتة ونموذج التاثيرات العشوائية)، في حالة ما تبين أن النموذج التجميعي غير ملائم لبيانات الدراسة نمُر مباشرة لاختبار ثاني لاختيار أي نموذج ملائم بين النموذجين الباقيين (نموذج التاثيرات الثابتة أو نموذج التاثيرات العشوائية) وفيما يلي توضيح عن الاختبارات المستخدمة.

3-1 اختبار مضاعف لاغرونج:[2] هذا الاختبار اقترحه Breusch Pagan (1980) وهو يتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية واحدة، كما يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange المتعلق بالاخطاء $\hat{\mu}_{it}$ الناتجة عن طريق المربعات الصغرى وتعطى عبارته بالعلاقة التالية:

1- يحي زكرياء الجمال، **اختيار النمودج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية** ، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21)، 2012، ص 273.

2- محمد الشوربجي، **اثر تكنولوجيا المعلومات على النمو الاقتصادي**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول راس المال الفكري في منظمة الاعمال، جامعة الشلف، 2011، ص 9.

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)}\left(\frac{\sum_{i=1}^{n}(\sum_{t=1}^{T}\hat{\mu}_{it})^2}{\sum_{i=1}^{n}\sum_{t=1}^{T}\hat{\mu}_{it}^2}-1\right)^2 \rightarrow x_1^2$$

حيث تكون الفرضيات كما يلي:

H_0: نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم (التباين بين الوحدات هو الصفر يعني هذا لا يوجد تغيرات معتبرة بين الوحدات)؛

H_1: نموذج التاثيرات الثابتة و/أو العشوائية هو الملائم (التباين غير معدوم بين الوحدات أي توجد تغيرات بين الوحدات).

ويتم الحكم على الاختبار كالتالي: إذا كانت قيمة LM المحسوبة اكبر من قيمة كاي تربيع (درجة واحدة)، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، كذلك يمكن الحكم عن طريق إحصائية Mackinnon "ماكينون" فاذا كانت (P value) اقل من مستوى معنوية 5% نرفض الفرضية الصفرية وفي حالة العكس نقبل الفرضية الصفرية.

3-2 اختبار (H) Hausman : يستخدم في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع كاي تربيع ذو حرية K، و تأخذ فرضيات النموذج الشكل التالي:[1]

H_0: نموذج التاثيرات العشوائية هو النموذج الملائم؛

H_1: نموذج التاثيرات الثابتة هو غير الملائم.

وتكون ضيغة الاختبارات بالصيغة الاتية:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})'\left[\text{var}(\hat{\beta}_{FEM}) - \text{var}(\hat{\beta}_{REM})\right]^{-1}(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

حيث أن $var\ (\hat{\beta}_{FEM})$ هو متجهة التباين لمعلمات نموذج التاثيرات الثابتة و $var\ (\hat{\beta}_{REM})$ هو متجه التباين لمعلمات نموذج التاثيرات العشوائية، حيث أن هذه الاحصائيات لها توزيع مربع كاي وبدرجة حرية مقدارها K، يكون نموذج التاثيرات الثابتة هو النموذج الملائم إذا كانت قيمة الإحصائية اكبر من قيمة كاي وحالة العكس نقبل الفرضية الصفرية أي يكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج التاثيرات العشوائية.[2]

1- زكريا يحيى الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية** ، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص275.

2 - J.A .Hausman, **Specification tests in econometries**, Joural of the econometric society Econometrica, Vol.46, No.6, New york-USA, 1978, p. 1251-1271

4- اختبار جذر الوحدة والتكامل المشترك لبيانات بانل:

4-1 اختبار جذر الوحدة : يُعد اختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية، من الخطوات الأساسية في القياس الاقتصادي، فيما يتعلق باختبارات جذر الوحدة، فقد ظهرت العديد من الاختبارات للكشف عن خواص السلاسل الزمنية لمتغيرات بانل ومن بينها اختبار Levin, Lin, Chu (LLC) ، اختبار Pesaran, Im و Shin (IPS)، اختبار Breitung واختبار Hadri ، إلا إننا نحاول التطرق فقط إلى الاختبار المستخدم في هاته الدراسة وهو اختبار Levin, lin and chu (2002)، يستند هذا الاختبار على افتراضين رئيسين: تجانس جذر الانحدار الذاتي ولكن أيضاً الاستقلال بين المفردات، إجراء الاختبار مستخلص مباشرة من الاختبار المقدم في نماذج من نوع ديكي فولر المطور (ADF) في السلاسل الزمنية [1]، ويوجد نتيجة لذلك ثلاثة نماذج لاختبار وجود جذر الوحدة:[2]

$$\Delta y_{iy} = py_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{p} y_{i,s}\Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots(01)$$

$$\Delta y_{iy} = \alpha + \Delta y_{i,t} + py_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{p} y_{i,s}\Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots(02)$$

$$\Delta y_{iy} = \alpha + \beta_{i,t}\Delta y_{i,t} + py_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{p} y_{i,s}\Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \ldots\ldots\ldots\ldots(03)$$

وتتميز هذه النماذج من الشكل الذي تتخذه المكونات المحددة، تصاغ فرضيات العدم على النحو التالي:

الفرضية (1): $\begin{cases} H_0: p=0 \\ H_1: p<0 \end{cases}$

الفرضية (2): $\begin{cases} H_0: p=0 \ldots\ldots et \ldots \alpha_i = 0 \ldots \forall_i = 1 \ldots, N \\ H_1: p<0 \ldots\ldots et \ldots \alpha_i \in 0 \ldots \forall_i = 1 \ldots, N \end{cases}$

الفرضية (3): $\begin{cases} H_0: p=0 \ldots\ldots et \ldots \beta_i = 0 \ldots \forall_i = 1 \ldots, N \\ H_1: p<0 \ldots\ldots et \ldots \beta_i \in 0 \ldots \forall_i = 1 \ldots, N \end{cases}$

نجد بنفس المنطلق أن بنية الفرضيات متماثلة لتلك التي اقترحها ديكي فولر، يتم إجراء اختبار LLC باستخدام ثلاثة خطوات ولكن لا يتطلب أي منها تقنية خاصة ببيانات بانل، فرضية استقلال حد الخطأ في البعد الفردي ينطوي على استخدام نظرية النهاية المركزية للحصول على توزيع التقارب (عادي) لإحصائيات الاختبارات، تشترط فرضية العدم في هذه الاختبارات تجانس جذر الوحدة $H_0: \rho = 0 \ \forall_i$ ، مقابل الفرضية البديلة لتجانس الاستقرارية $H_0: \rho < 0 \ \forall_i$ ، لان درجة ρ_i غير معروفة، يقترح اختبار LLC طريقة لحساب احصائيات الاختبار المتعلقة بالنماذج من (1) إلى (3) هي طريقة تشتمل على ثلاثة مراحل:[3]

1- مجاهد كنزة، **تاثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panel Data Analysis** ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص اقتصاد نقدي ومالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبـي بكر بلقايد– تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص 158.

2 - Andrew Levin, Chien-Fu Lin and others, **Unit root test in panel data : Asymptotic and finite sample properties**, Journal of econometrics,Vol.108,Issue 1, May 2002, p:24.

3 - Alain Pirotte, **Econométrie des données de panel: Théorie et application**, Edition Economica, Paris, France, 2011, P:214.

➢ في المرحلة الأولى يتم تحديد لكل مفردة درجة التباطؤ ρ_i ، في هذا الاطار تتمثل الطريقة البسيطة في إعطاء عدد اقصى من التاخيرات ρ_{max} واختبار معنوية معامل تباطؤ باستخدام اختبار student .

بعد تحديد درجة الانحدار؛ معلمة المتغير المبطئ، يتم إجراء لاحقا انحدارين لكل مفردة وبالمقارنة بالنموذج (2) تكون لدينا النماذج التالية:

$$\Delta y_{i,t} = \sum_{t=1}^{p} \theta_{\mu t}^2 \Delta y_{i,t} + c + e_{i,t} .....(4)$$

$$\Delta y_{i,t} = \sum_{t=1}^{p} \theta_{\mu t}^2 \Delta y_{i,t-1} + b_i + v_{i,t} .....(5)$$

انطلاقاً من النموذج (4) نتحصل على $\hat{e}_{i,t}$ وبفضل النموذج (5) يتم الحصول على $\hat{v}_{i,t}$.

لمراقبة ثبات التباين حد الخطا يتم انشاء البواقي العادية، ليكن:

$$\hat{v}_{i,t} = \frac{\hat{v_{i,t}}}{\hat{\sigma_{\mu i}}} \quad و \quad \hat{e}_{i,t} = \frac{\hat{e_{i,t}}}{\hat{\sigma_{\mu i}}}$$

حيث $\hat{\sigma}_{ui}$ الانحراف المعياري المقدر لبواقي الانحدار للنموذج (2) لكل مفردة.

➢ في ظل فرضية العدم لجذر الوحدة، تتطلب الخطوة الثانية، حساب التباين على المدى الطويل، ليكن:

$$\hat{\sigma_{yi}^2} = \frac{1}{T-1} + \sum_{r=2}^{T} \Delta y_{i,t}^2 + \sum_{l=1}^{\bar{k}} W_{\bar{K}L} + \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^{T} \Delta y_{i,t} \Delta y_{i,t-L} \right]$$

حيث $\bar{K}$ التاخير و $W_{\bar{K}\,L} = 1 - (L(\bar{K}+1)$ بالنسبة إلى كل مفردة يعطي الانحراف المعياري

$$\hat{S}_N = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} \hat{S}_i$$

➢ في الأخير، الخطوة الثالثة تتعلق بحساب إحصائية الاختبار، لذلك يتم القيام باجراء الانحدار التالي:

$$\hat{e}_{i,t} = \rho \hat{v}_{i,t} + \hat{\mu}_{i,t}$$

على أساس N*T مشاهدة، اي $\hat{\rho} = \sum_{i=1}^{N} P/N$ و $\hat{T} = T - \hat{\rho} - 1$ ، في ظل الفرضية

إحصائية الاختبار الاعتيادي هي: $t_\rho = \frac{\hat{\rho}}{\hat{\sigma_\rho}}$ ، ومع ذلك تكون مركبة الاتجاه غير معدومة، حالة النموذج (2) و(3)، هذه الإحصائية تؤول إلى $-\infty$ ، قام LLC بإعداد إحصائية مصححة، تأخذ بشكل عام الصيغة التالية:

$$*t_\rho = \frac{t_\rho - N\hat{T}\hat{S}_N \sigma_{\hat{\mu}}^{-2} \sigma_\rho \mu_{m\hat{T}}^*}{\sigma_{m\hat{T}}^*} .....(06)$$

حيث $\mu^*_{m\,\hat{T}}$ و $\sigma^*_{m\,\hat{T}}$ تمثل على الترتيب مكونات تصحيح المتوسط والانحراف المعياري، جداول هذه القيم معدة من قبل LLC (2002) ، ويقدمون أيضا لمؤشرات قيم المعلمات $\overline{K}$ بدلالة $\hat{T}$ ، الإحصائية t^*_ρ تتبع القانون الطبيعي N(1.0).

تخضع المقارنة المقدمة من قبل LLC إلى قيدين رئيسين: يرجع القيد الأول إلى الفرضية القوية للاستقلالية بين المفردات، أما الثاني يتعلق بالفرضية التي على أساسها أن كل المفردات يكون لها أم لا نفس جذر الوحدة.

– **اختبار التكامل المشترك:** بعد التأكد من استقرارية كل سلسلة واخذ السلاسل المستقرة من نفس الرتبة، يمكننا بعدها التحقق من التكامل المشترك باستعمال أحد الاختبارات التالية وهي:

اختبار Pedroni ويتضمن 11 اختبار جزئي، اختبار kao، اختبارFishe ، ويتم الحكم حسب نتيجة الأغلبية.[1]

في دراستنا سنحاول تطبيق اختبار بيدروني (Pedroni)، والذي يُعد اختباراً موسعاً لاختبار انجل –جرانجر للتكامل المشترك، ويقدم بيدروني عدداً من الاختبارات للتكامل المشترك لبيانات البانل، تسمح بتباين القواطع ومعلمات الاتجاه عبر المجموعات وفق الصيغة التالية :[2]

$$y_{it} = \alpha_i + \delta_{it}t + \beta_{1i,t}x_{1i,t} + \beta_{2i,t}x_{2i,t} + \ldots\ldots + \beta_{mi}x_{mi,t} + e_{i,t}$$

حيث يفترض أن تكون (y) و(x) متكاملة من الدرجة الأولى I(1) والمعلمات : α_i , δ_i تمثل الاثار الفردية واثار الاتجاه على التوالي، ويتم الحصول على بواقي الانحدار من المعادلة السابقة ثم فحص رتبة تكاملها لكل دولة كالأتي:

$$e_{it} = \rho_i e_{it-1} + \sum_{j=1}^{p_i} \Psi ij \Delta e_{it-j} + \nu_{it}$$

ويقترح Pedroni عدة إحصاءات لفحص فرض العدم – عدم وجود تكامل مشترك $(\rho_i = 1)$ – مقابل فرضيتين بديلتين هما: فرضية التجانس لكل مجموعة، والتي يصفها باختبار البعد الداخلي، او إحصائية البانل، وتشمل أربعة إحصاءات، وفرضية عدم التجانس لكل مجموعة، ويصفها باختبار البعد البيني، أو إحصائية المجموعة، وتشمل ثلاث إحصاءات. [3]

1– بن قانة اسماعيل، **تحليل البيانات الإحصائية باستخدام برنامج Eviews**، محاضرة ضمن الدورة التدريبية عن استخدام الحاسب الالي في تحليل البيانات باستخدام برنامجي SPSS و Eviews، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2014، ص 10

2– عابد بن عابد العبدلي، **محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل** ، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد 12، عدد 1، 2010، ص 25–24.

3– للمزيد حول اختبار بيدروني للتكامل المشترك لنماذج بانل يمكن الرجوع الى :

- Pedroni Peter, **Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, John Wiley & Sons Ltd and the Department of Economics, University of Oxford, Vol 61, Issue S1, November 1999, p 653-670.

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال نتائج اغلبية الاختبارات الجزئية، فإذا تجاوز احتمال P–value لكل اختبار 5 % ترفض الفرضية الصفرية وبالتالي وجود تكامل مشترك، والعكس بالعكس.

5– البرمجة التربيعية

– **تعريف البرمجة التربيعية:** تُعد البرمجة التربيعية أحد الفروع الأساسية لمسائل البرمجة الرياضية، والبرمجة التربيعية هي أحد طرق البرمجة غير الخطية (النموذج غير الخطي هو نموذج رياضي بشكله العام، حيث تكون دالة الهدف أو القيود أو كلاهما غير خطية)، ونموذج البرمجة التربيعية هو نموذج رياضي يشتمل على دالة الهدف تربيعية مع قيود على شكل متراجحات خطية، ويمكن صياغة نموذج البرمجة التربيعية كالاتي:[1]

في حالة التدنية	في حالة التعظيم
$\text{Min } f(X) = C^T X + 1/2 X^T Q X$	$\text{Max } f(X) = C^T X - 1/2 X^T Q X$
S.to	S.to
$AX \geq b,$	$AX \leq b,$
$X \geq 0.$	$X \geq 0.$

حيث أن:

X: متعير القرار

C, Q: متجهات اوزان دالة الهدف

A:مصفوفة

B: قيم القيود

– **حل البرمجة التربيعية:** هناك الكثير من الخوارزميات والبرامج الحاسوبية لحل مثل هذا النوع من المسائل المثلوية، فعلى سبيل المثال لا الحصر *GAMS* ، *LINDO* ، *DS for Windows* وأيضاً الـ *solver* في برنامج الـ *Excel* وقد تم اختيارنا في هذا البحث على *Excel* لسهولة استخدامه وتوفره لدى الجميع.

- Pedroni Peter, **Cointegration : asymptotic and finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis**, Econometric Theory, Vol. 20, Issue 3, 2004, pp.597-625.

1 –احمد حسين بتال العاني، **استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى مع الاشارة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية**، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد الثاني، 2008 ، ص6.

المطلب الثالث: منهجية الدراسة

تم تقسيم هذا العمل التطبيقي إلى قسمين، يعالج القسم الأول إمكانية قياس القيمة العادلة باستخدام مجموعة من النماذج وهذا تطبيقاً على أسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي مع الاشار لبورصة الجزائر يرجع ذلك لمحدودية الوصول للبيانات والتقارير المالية للشركات لسنوات الدراسة 2014–2017، أما القسم الثاني يعالج اثر استخدام القيمة العادلة في القياس وتقييم الأصول المالية سيتم اختيار أسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي يرجع هذا لإلزام المصارف بتطبيقها للقيمة العادلة وعليه نحاول قياس هذا الأثر على تقييم الأصول المالية.

أما من اجل قياس القيمة العادلة للشركات عينة الدراسة سواءاً بالسوق المال السعودي أو بورصة الجزائر، واختبار الفرضيات التالية:

- **لا توجد فروق ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقا للنماذج المستخدمة؛**
- **يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة افضل من النماذج الأخرى مقارنة بالنماذج الأخرى في سوق المال السعودي؛**
- **يستطيع نموذج التأكد العادل تحديد القيمة الحقيقية بدرجة افضل من النماذج الأخرى بالنسبة لبورصة الجزائر؛**

سيتم الاعتماد على كل من نموذج جوردن، نموذج مضاعف الربحية، نموذج التأكد المعادل ونموذج التقييم المحاسبي اهلسون (هذا النموذج سيطبق فقط على الشركات المدرجة بسوق المال السعودي).

تتميز هاته النماذج عن غيرها أنها تتطلب بيانات فعلية لا تحتاج إلى توقعات عكس النماذج الأخرى، أيضا البيانات المطلوبة للاعتماد في هاته النماذج متوفرة للشركات المدرجة في العينة المختارة.

فالقيمة وفق النماذج المستخدمة في الدراسة تأخذ الشكل التالي:

❖ **نموذج جوردن:**

$$V = (D(1+G)) / (R - G))$$

حيث أن:

V: القيمة العادلة للسهم؛

D : التوزيع النقدي على أساس سنوي؛

G : معدل نمو التوزيعات النقدية المتوقع؛

R : معدل العائد المطلوب للمستثمر.

❖ **نموذج مضاعف الربحية:**

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(E)}{(1+k)^n}$$

بحيث:

V: القيمة العادلة للسهم؛

m: ربحية السهم؛

E: مضاعف الربحية؛

K: معدل العائد المطلوب.

❖ **نموذج التأكد العادل:**

$$V = \frac{EPS}{r}((1+r)/(1+k))$$

حيث أن:

EPS: ربحية السهم العادي؛ r: معدل الخالي من المخاطرة؛ k: معدل العائد المطلوب.

❖ نموذج التقييم المحاسبي اهلسون:

$$V = b_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 \mu_t$$

حيث:

P_t : سعر السهم في بداية الفترة t؛ b_t : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t؛ X_t^a : تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة (الربح غير العادي)؛ α_1 , α_2: (معاملات النموذج)؛ μ:المعلومات الأخرى.

أما من اجل قياس اثر تطبيق القيمة العادلة تم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF لتقدير المعامل بيتا المعبر عن المخاطر المتعلقة بالسهم.

1– خطوات إجراء الدراسة

يتم حساب المتغيرات والبيانات اللازمة لإجراء الدراسة للقسم الأول وفقا لما يلي:

أولا: يتم حساب معدل العائد المطلوب (k)، والذي يأخذ الصيغة التالية:[1]

$$K = Rj + \beta(Rm - Rj)$$

حيث أن:

Rj: العائد الخالي من المخاطرة؛

β: معامل بيتا؛

Rm: العائد السوقي للسهم.

ولحساب العائد السوقي للسهم سنأخذ العلاقة التالية:[2]

العائد السوقي للسهم = (سعر الاغلاق – سعر الافتتاح)/ سعر الاغلاق

ولحساب متوسط (معدل) العائد السوقي السنوي يتم قسمة جمع العوائد الشهرية للسنة على 12 شهر.

1– ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 43

2– محمد صالح الحناوي واخرون، **تحليل وتقييم الاوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001–2002، ص 5.

أما العائد الخالي من المخاطرة سيتم اعتبار معدل سندات الخزانة هو العائد الخالي من المخاطرة خلال سنوات فترة الدراسة بحيث:

- ❖ معدل السندات الحكومية السعودية فئة سبع سنوات 2.34 % بالنسبة لأسهم الشركات المدرجة في سوق المال السعودي.
- ❖ معدل سندات الخزينة العمومية فئة 5 سنوات، بمعدل 5.75% بالنسبة لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر.

يتم بعد ذلك حساب معامل بيتا وهو مقياس إحصائي للمخاطر النظامية ويقيس حساسية عائد الورقة المالية اتجاه عائد محفظة السوق حيث يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد الورقة المالية مقارنة بمعدل عائد السوق المتمثل في مؤشر السوق. ويحسب وفق العلاقة التالية:[1]

$$\beta = \frac{\text{cov}(Rj; Rm)}{v(Rm)}$$

بحيث:

$cov(\text{Rj; Rm})$: التباين المشترك بين عائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق؛

$v(\text{Rm})$: معامل التباين لعائد السهم السوقي.

ويحسب التباين المشترك بين عائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق كما يلي:[2]

$$\text{cov}(Rj; Rm) = \sum[(Rj - E(Rj))(Rm - E(Rm))]\text{Pr}$$

يتم حساب القيمة الدفترية للسهم، والعائد غير العادي للسهم بالاعتماد على القوائم المالية للشركات، ويتم الحصول على أسعار الشركات من خلال الأسعار المعلنة في البورصة.

ثانيا: يتم احتساب معدل النمو من خلال قياس التغير في التوزيعات النقدية من عام لأخر (لاستعمالها في نموذج جوردن).

ثالثا: يتم حساب معاملات نموذج اهلسون (نموذج التقييم المحاسبي) (b1 , b2) من خلال معادلة الانحدار البسيط، التي يكون بها العائد غير العادي متغير مستقل وسعر السهم متغير تابع، ذلك بالاعتماد على البيانات التاريخية لمدة (4) سنوات كسلسلة زمنية تاريخية.

رابعا: يتم حساب أسعار الأسهم الحقيقية حسب النماذج المستخدمة لسنة 2017 بالاعتماد على البيانات التاريخية ومقارنتها بالأسعار السوقية وذلك حسب النماذج الثلاثة.

خامسا: يتم إجراء التحليل الإحصائي وفق التالي:

المقارنة بين القدرة التفسيرية بين النماذج المستخدمة، كما يتم استخراج الفرق بين الأسعار السوقية والأسعار الحقيقية وفقا للنماذج المستخدمة لكل سنة من سنوات الدراسة.

1- ارشد فؤاد التميمي، **مرجع سبق ذكره**، ص 173.

2- **نفس المرجع السابق**، ص 173.

أما في القسم الثاني سيتم إجراء اختبار كل من الفرضيات التالية:

- اختبار الفرضية القائلة "**توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المخاطر النظامية–معامل بيتا– وعوائد السهم لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي**"؛
- اختبار الفرضية القائلة "**توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة السوقية والأرباح الموزعة لأسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي**"، وهذا باستخدام نماذج بانل في تقدير العلاقة.

المبحث الثاني: قياس القيمة العادلة للاسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي مع الإشارة لبورصة الجزائر

المطلب الأول: توصيف بيانات الدراسة والأدوات المستعملة

1– مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من الشركات التي يتم تداول أسهمها في كل من سوق المال السعودي وبورصة الجزائر، والبالغ عدد شركاتها المدرجة (179)، (05)، بالنسبة للسوق المال السعودي وبورصة الجزائر على الترتيب.

ونظراً لأن الدراسة تعتمد على تحليل بيانات القوائم المالية للشركات المدرجة في البورصة فقد تم اختيار فقط القطاع المالي لقياس القيمة العادلة بالنسبة للسوق المال السعودي، كما تم اختيار كافة الشركات المدرجة ببورصة الجزائر باستثناء شركة بيوفارم يرجع ذلك لإدراجها ضمن البورصة بداية من افريل 2016 أي لم تكن من بداية فترة الدراسة المختارة في هذا البحث.

وعليه فقد بلغت عينة الدراسة بالنسبة للشركات المدرجة في القطاع المال بالسوق المال السعودي 11 مؤسسة أما بالنسبة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بلغت 4 مؤسسة من مجتمع البحث، يرجع اختيار هذه العينة على أساس عدة اعتبارات نذكر منها:

– أن تكون مؤسسات العينة مدرجة خلال سنوات الدراسة؛

– توفر المعلومات المماثلة؛

– أن لا تكون المؤسسة قد تعرضت لعملية اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة؛

– لم تقم المؤسسة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

كما تمثلت الفترة الزمنية للدراسة في 4 سنوات ابتداء من سنة 2014 إلى سنة 2017، كما أن الفترة والعينة المختارة كافية لحساب متغيرات الدراسة المطلوبة.

والجدول التالي يوضح عينة الدراسة للشركات حسب القطاعات التي تنتمي اليها.

الجدول رقم (04–02) الشركات عينة الدراسة بالنسبة للسوق المال السعودي

رقم الشركة	اسم الشركة	الوحدة (ريال سعودي)			تاريخ التأسيس	تاريخ الإدراج بالبورصة
		رأس المال	قيمة الاسمية للسهم	القيمة المدفوعة للسهم		
1040	البنك الأول	11,430,720,000	10	10	20/12/1976	13/07/1977
1060	البنك السعودي البريطاني	15,000,000,000	10	10	21/01/1978	21/01/1978
1050	البنك السعودي الفرنسي	12,053,571,670	10	10	04/06/1977	11/12/1977
1030	البنك السعودي للإستثمار	7,500,000,000	10	10	23/06/1976	/
1080	البنك العربي الوطني	10,000,000,000	10	10	13/06/1979	01/12/1979
1140	بنك البلاد	6,000,000,000	10	10	18/04/2005	30/04/2005
1020	بنك الجزيرة	5,200,000,000	10	10	21/06/1975	/
1010	بنك الرياض	30,000,000,000	10	10	23/11/1957	/
1090	مجموعة سامبا المالية	20,000,000,000	10	10	12/02/1980	/
1150	مصرف الانماء	15,000,000,000	10	10	28/03/2006	03/06/2008
1120	مصرف الراجحي	16,250,000,000	10	10	23/01/1978	01/12/1988

المصدر: من اعداد الباحث، بالاعتماد على موقع سوق المال السعودي "تداول"، https://www.tadawul.com.sa

الجدول رقم (04–03) الشركات عينة الدراسة ببورصة الجزائر

الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم	تاريخ الادراج
ALL	أليانس للتامينات	التأمينات	200	5804511	مارس 2011
ROUI	أن سي أ رويبة	الصناعة الغذائية	100	8491950	جوان 2013
AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	250	6000000	جوان 1999
SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000	سبتمبر 1999

المصدر: من إعداد الباحث، بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر، http://www.sgbv.dz

توصيف البيانات: من اجل تحقيق هدف الدراسة تم تبويب البيانات باستخدام برنامج اكسل ليتم بعدها احتساب مختلف المتغيرات، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews.9 تم تحديد الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، وتوضح الجداول التالية الخصائص الوصفية لأسعار أسهم الشركات عينة الدراسة.

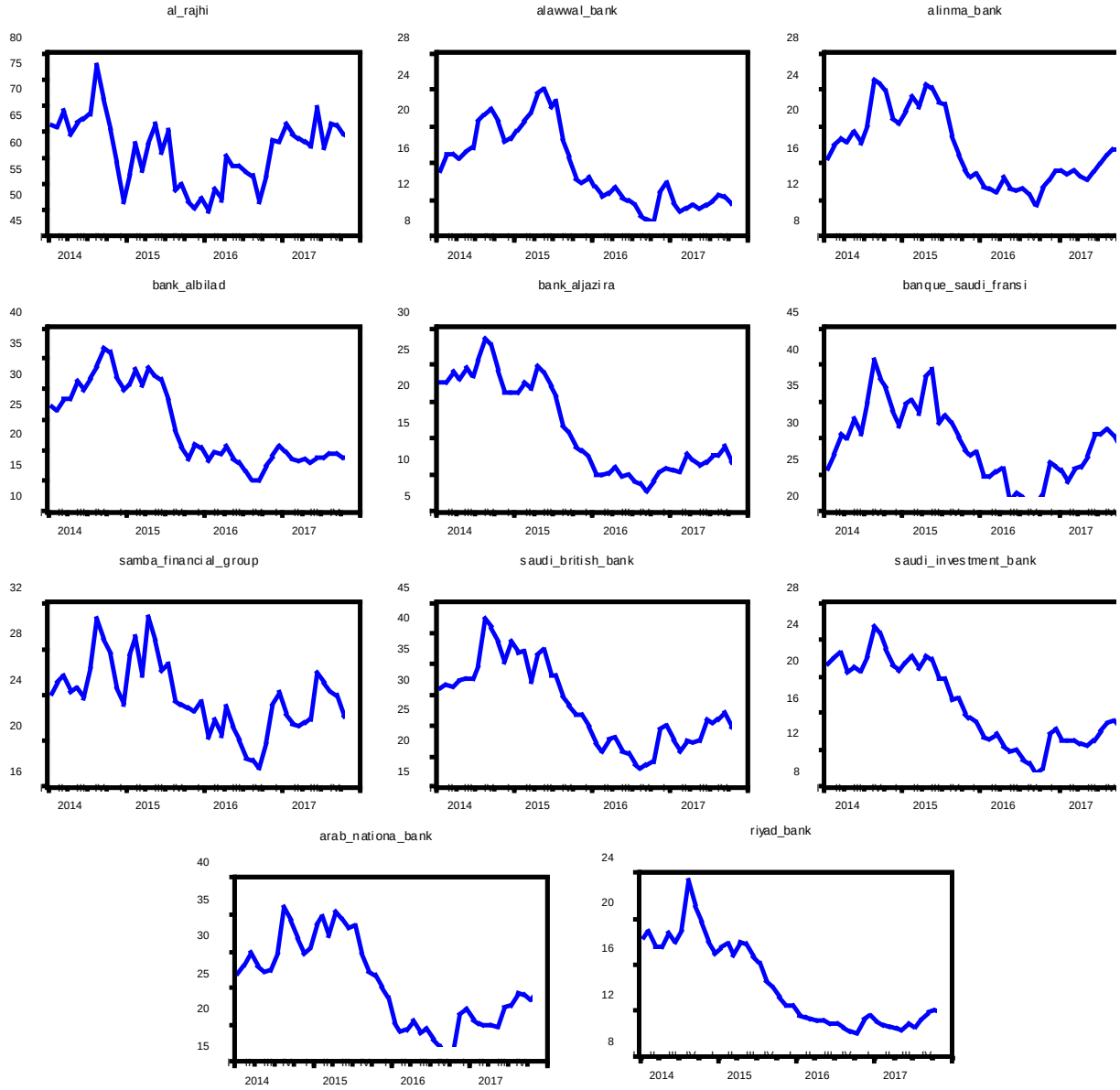
جدول رقم (04–04) الخصائص الإحصائية لأسعار أسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014–2017

Obs	Sum	Std, Dev,	Max	Min	Median	Mean	
48	736,05	4,237	23,95	9,6	13,95	15,33	البنك الأول
48	2946,27	6,281	77,65	49,61	62,895	61,38	مصرف الراجحي
48	679,44	3,653	23,35	10	12,425	14,15	بنك الرياض
48	805,06	4,441	25,36	9,52	15,06	716,7	البنك السعودي للاستثمار
48	1405,88	4,979	40,7	21	28,7	29,28	البنك السعودي الفرنسي
48	1222,3	5,805	36,1	15,45	24,63	25,46	البنك العربي الوطني
48	1143,27	3,027	30,8	17,65	23,435	23,81	مجموعة سامبا المالية
48	778,5	6,286	28,62	7,65	13	16,21	بنك الجزيرة
48	1141,75	6,396	36,83	15,1	20,52	23,78	البلاد
48	838,28	3,834	25,1	11,35	16,85	17,46	مصرف الإنماء
48	1351,87	6,593	42,5	18	26,925	28,16	البنك السعودي البريطاني

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9.

من خلال الجدول رقم (04–04) تظهر الخصائص الوصفية للعينة المدروسة، حيث بلغ عدد المشاهدات (48) خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2017، ومن خلال الجدول نلاحظ أن أعلى متوسط أسعار أسهم لشركة مصرف الراجحي وادنى متوسط لأسهم بنك الرياض، كما أن اعلى سعر خلال الفترة المدروسة كان لشركة مصرف الراجحي (77,65 ريال) وأدنى سعر لبنك الجزيرة (7,65 ريال)، بإنحراف معياري (6,281) (6,286) على الترتيب، ومن خلال البيانات الوصفية للشركات نلاحظ أن هناك انحرافاً كبيراً بين كل من أسعار الأسهم ومتوسطها الحسابي لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي.

الشكل رقم (04–01) الرسم البياني لأسعار الأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014–2017



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

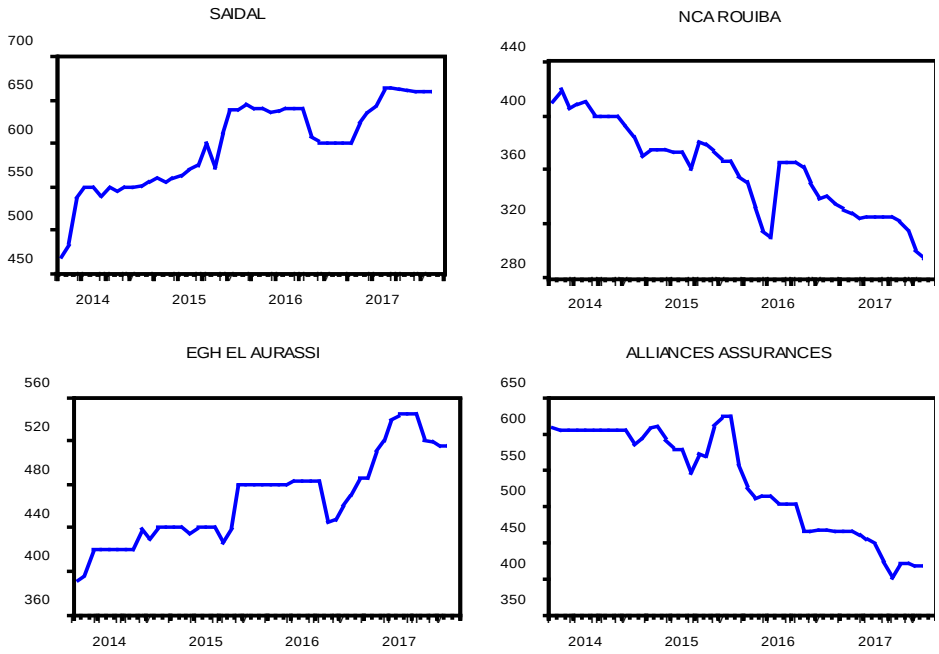
نلاحظ من خلال الرسومات البيانية لأسعار الشهرية لأسهم القطاع المالي للفترة 2014–2017 أنها عرفت تذبذب خلال سنة 2014 بينما شهدت انخفاض حاد سنة 2015 لتعود وتشهد ارتفاع طفيف نوعاً ما بداية من أواخر سنة 2016.

جدول رقم (04–05) الخصائص الإحصائية لأسعار أسهم الشركات ببورصة الجزائر للفترة 2014–2017

	ALLIANCES_ASSURANCES	EGH_EL_AURASSI	NCA_ROUIBA	SAIDAL
Mean	529.3025	467.3781	358.0140	600.2317
Median	534.6900	475.0000	365.0000	600.2800
Max	625.0000	545.5600	419.3700	665.0000
Min	401.6700	391.1100	293.8900	469.0000
Std. Dev.	73.64914	41.03701	33.63543	49.84676
Jarque-Bera	4.758496	2.022362	2.060162	2.560938
Sum	25406.52	22434.15	17184.67	28811.12
Obs	48	48	48	48

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الشكل رقم (04–02) التمثيل البياني لأسعار أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014–2017



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

من خلال الجدول رقم (04–05) تظهر الخصائص الوصفية للعينة المدروسة، حيث بلغ عدد المشاهدات (48) خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2017، ومن خلال الجدول نلاحظ أن أعلى متوسط أسعار أسهم لشركة صيدال وادنى متوسط لاسهم شركة ان. سي. أ رويبة، كما أن أعلى سعر خلال الفترة المدروسة كان لشركة صيدال (665 دج) وادنى سعر ان. سي. أ رويبة (293.89 دج)، بإنحراف معياري (49.84676) (33.63543) على الترتيب، ومن خلال البيانات الوصفية للشركات نلاحظ أن هناك اختلافاً كبيراً بين كل من أسعار الأسهم ومتوسطها الحسابي للشركات عينة الدراسة ببورصة الجزائر.

2- مصادر البيانات الأدوات والوسائل المستخدمة:

مصادر البيانات: تم الحصول على بيانات الوحدات الاقتصادية المتداولة في السوق السعودي وبورصة الجزائر من خلال:

- التقارير السنوية المنشورة للوحدات الاقتصادية.
- المواقع الالكترونية الرسمية للبورصات المختارة :
  - موقع سوق المال السعودي www.tadawul.com.sa
  - موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz
  - موقع اسواق الاسهم www.investing.com
- الكتب والمجلات والأبحاث ذات العلاقة.

الأدوات والوسائل المستخدمة: للإجابة على الأسئلة واختبار صحة الفرضيات تم استخدام الإحصاء الوصفي والتحليلي والنماذج القياسية في التقدير، حيث تم الاستعانة بالبرامج التالي:

- برنامج Microsoft Office Excel.2013 ؛
- الأداة Solveur ؛
- البرنامج الإحصائي للعلوم الاجتماعية SPSS.V23 نسخة 23 ؛
- برنامج التحليل الاحصائي Eveiws.9 .

وتحديداً فإنه تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

- مقاييس النزعة المركزية: المتوسط الحسابي، التباين، الانحراف المعياري، التباين المشترك؛
- مقاييس النزعة الحدودية: إيجاد القيم المثلى للمحفظة الاستثمارية (الحدود الكفؤة)؛
- تقدير الانحدار البسيط؛
- اختبار wilcoxon للفروق بين العينات؛
- التقدير باستخدام نماذج بانل؛
- اختبار التكامل المشترك.

المطلب الثاني: قياس متغيرات الدراسة

تم استعمال البيانات المتعلقة بالقوائم المالية للشركات موضوع العينة للسنوات 2014–2017 والمتمثلة في أسعار الاغلاق الشهري، قيمة الأرباح الموزعة، حقوق المساهمين وعدد اسهم الشركات (انظر الملحق رقم:01)، لغرض اجراء التحليل، وفيما يلي نتائج حساب متغيرات الدراسة:

1- العائد السنوي للسهم:

جدول رقم (04–06) متوسط العائد السنوي لأسهم شركات القطاع المالي في بسوق المال السعودي للفترة 2014–2017

المؤسسة	2014	2015	2016	2017
البنك الأول	0,0212	-0,0172	0,0031	-0,0116
مصرف الراجحي	-0,0198	0,0049	0,0187	0,0035
بنك الرياض	-0,0032	-0,0248	-0,0049	0,0079
البنك السعودي للاستثمار	-0,0008	-0,0251	0,0023	0,0054
البنك السعودي الفرنسي	0,0218	-0,0062	-0,0018	0,0085
البنك العربي الوطني	0,0144	-0,0187	0,0006	0,0095
مجموعة سامبا المالية	-0,0006	0,0055	0,0076	-0,0007
بنك الجزيرة	-0,0029	-0,0399	-0,0048	0,0169
البلاد	0,0112	-0,0265	0,0044	0,0001
مصرف الانماء	0,0227	-0,0231	0,0052	0,0206
البنك السعودي البريطاني	0,0233	-0,0339	0,0057	0,0094
معدل العائد على محفظة السوق	0,0079	-0,0186	0,0033	0,0063
معدل العائد على محفظة السوق 4 سنوات	-0,001085653			

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

جدول رقم (04–07) متوسط العائد السنوي لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014–2017

	صيدال	ان.سي.أ رويبة	م.ت.ف الاوراسي	الينانس للتامينات
2014	0,01617074	-0,0092365	0,01100503	-0,00202555
2015	0,01275858	-0,00308879	0,00766811	-0,0044387
2016	-0,00509144	-0,00581342	0,001358	-0,02365259
2017	0,00807547	-0,00902455	0,00476562	-0,00914571
معدل العائد على السهم لـ 4 سنوات				
	0,00797834	-0,00679081	0,00619919	-0,00981564

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

تشير النتائج إلى أن العوائد المحققة لبعض أسهم المؤسسات كان سالباً يرجع ذلك إلى الاختلاف بين سعر الإغلاق والافتتاح في نشرات التداول أي أن سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح؛ من خلال الجدول رقم (04–06) يتضح أنه خلال سنة 2014 كان أكبر عائد لبنك السعودي البريطاني وأدنى عائد لمصرف الراجحي، أما يخص سنة 2015 فأكبر عائد كان لمجموعة سامبا المالية، وأدنى عائد لبنك السعودي البريطاني، أما يخص سنة 2015 حقق مصرف الراجحي أعلى عائد بينما أدنى عائد كان لبنك الرياض، أما سنة 2017 حقق مصرف الانماء أعلى عائد بينما البنك أقل عائد مقارنة بباقي المصارف، أما يخص متوسط العوائد للفترة 2014–2017 فقد كانت موجبة طيلة الفترة ماعدا سنة 2015، كما أن متوسط عائد السوق طيلة فترة الدراسة كان سالباً بمقدار (0,001085653–).

ومن خلال الجدول (04–07) نلاحظ خلال سنة 2014 كان أكبر عائد لمؤسسة صيدال وأدنى عائد لمؤسسة ان. سي. أ الرويبة، فيما يخص سنة 2015 فأكبر عائد كان لمؤسسة صيدال، وأدنى عائد لمؤسسة أليأنس للتأمينات، كما بقيت اليانس للتامينات تحقق أدنى عائد لسنة 2016 في ما احتلت م.ت.ف الاوراسي اكبر عائد من نفس السنة، أما سنة 2017 حققت شركة صيدال أكبر عائد واليانس للتأمينات أقل عائد مقارنة بباقي الشركات، أما متوسط العوائد للفترة 2014–2017 فقد حققت صيدال و م.ت.ف الاوراسي عوائد موجبة تقدر بـ (0.0079) (0.0061) على الترتيب.

2– حساب المعامل بيتا:

جدول رقم (04–08) نتائج حساب المعامل بيتا لشركات القطاع المال بسوق المال السعودي

المؤسسة	التباين	التباين المشترك	Bبيتا
البنك الأول	0,00029659	0,00014228	0,47973522
مصرف الراجحي	0,00025669	-5,5028E-05	-0,21437749
بنك الرياض	0,00018619	0,00015531	0,83412143
البنك السعودي للاستثمار	0,00019559	0,00016679	0,85277337
البنك السعودي الفرنسي	0,00015668	0,00011511	0,73468533
البنك العربي الوطني	0,00021446	0,00017645	0,82276505
مجموعة سامبا المالية	1,8765E-05	-2,8596E-05	-1,52387508
بنك الجزيرة	0,00055916	0,00026833	0,47987927
البلاد	0,00027361	0,0001992	0,72802421
مصرف الانماء	0,00044682	0,000224	0,50132119
البنك السعودي البريطاني	0,00060331	0,00039067	0,64755479

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

تُبين النتائج أن معامل بيتا أقل من الواحد الصحيح في جميع أسهم مؤسسات القطاع المالي ببورصة السعودية بمعنى أن العائد السوقي لهاته المؤسسات يكون أقل تقلباً بتأثيرات عائد السوق صعوداً ونزولاً، وعليه تعتبر جميع أسهم الدراسة أسهم دفاعية (أي لا يتوقع أن يتعرض عائدها إلى الانخفاض في فترات الكساد بل قد تحقق عائد يفوق معدل عائد السوق)، كما تدل إشارة معامل بيتا إلى وجود علاقة طردية بين عائد السهم وعائد محفظة السوق، أما الإشارة السالبة فهي تدل على علاقة عكسية بينهما.

جدول رقم (04–9) نتائج حساب المعامل بيتا للشركات المدرجة ببورصة الجزائر

المؤسسة	التباين	التباين المشترك	بيتا
صيدال	6,51986E-05	5,2119E-05	0,79938335
ان. سي. أ رويبة	6,40781E-06	-9,7599E-07	-0,15231286
م. ت. ف. الاوراسي	1,26865E-05	2,1983E-05	1,73275324
اليانيس للتأمينات	7,03768E-05	5,4095E-05	0,76864439

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

تبين النتائج أن معامل بيتا لمجمع تسيير فنادق الاوراسي أكبر من الواحد الصحيح وعليه يُمكن القول أن العائد السوقي لسهم المؤسسة أكثر تقلباً بتاثيرات عائد السوق أما بيتا لباقي المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر أقل من الواحد الصحيح بمعنى أن العائد السوقي لها يكون أقل تقلباً بتأثيرات عائد السوق صعوداً ونزولاً، وعليه تعتبر أسهمها أسهم دفاعية (أي لا يتوقع أن يتعرض عائدها إلى الانخفاض في فترات الكساد بل قد تحقق عائد يفوق معدل عائد السوق)، كما تدل إشارة معامل بيتا إلى وجود علاقة طردية بين عائد السهم وعائد محفظة السوق، أما الإشارة السالبة فهي تدل على علاقة عكسية بينهما.

3– حساب معدل العائد المطلوب:

جدول رقم (04–10) نتائج حساب معدل العائد المطلوب لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي

المؤسسة	معدل العائد السوقي للسهم	B بيتا	معدل العائد المطلوب k*
البنك الأول	-0,00163361	0,47973522	0,01139049
مصرف الراجحي	0,00231447	-0,21437749	0,02792026
بنك الرياض	-0,00634234	0,83412143	-0,00140873
البنك السعودي للاستثمار	-0,00461606	0,85277337	-0,00049135
البنك السعودي الفرنسي	0,00521206	0,73468533	0,01003759
البنك العربي الوطني	0,00119448	0,82276505	0,00513008
مجموعة سامبا المالية	0,00304351	-1,52387508	0,05442074

بنك الجزيرة	-0,00780472	0,47987927	0,0084255
البلاد	-0,0029977	0,72802421	0,00418184
مصرف الانماء	0,00605141	0,50132119	0,01470278
البنك السعودي البريطاني	0,00067161	0,64755479	0,00868212

* تم حساب معدل العائد المطلوب على أساس معدل عائد خالي من المخاطرة 0.0234

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ أن معدل العائد المطلوب لكل من مصرف الراجحي ومجموعة سامبا المالية اكبر من معدل العائد الخالي من المخاطرة، وهذا يعتبر حافزاً للاستثمار في هاته الأسهم، أما معدل العائد المطلوب لباقي المؤسسات المالية فهو اقل من معدل العائد المطلوب وهذا لا يُعد حافزاً في الاستثمار في أسهمها.

جدول رقم (04–11) نتائج حساب معدل العائد المطلوب لاسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014–2017

المؤسسة	معدل العائد السوقي للسهم	بيتا	معدل العائد المطلوب k*
صيدال	0,0079	0,7993	0,01791321
ان. سي. أ رويبة	-0,0067	-0,1523	0,06729232
م. ت. ف. الاوراسي	0,0061	1,7327	-0,03139164
اليانيس للتأمينات	-0,0098	0,7686	0,00575821

* تم حساب معدل العائد المطلوب على أساس معدل عائد خالي من المخاطرة 0.0575

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ان. سي. أ رويبة فقط أكبر من معدل العائد الخالي من المخاطرة، وهذا يعتبر حافزاً للاستثمار في أسهم هاته المؤسسة، أما معدل العائد المطلوب لباقي المؤسسات المالية فهو أقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة وهذا لا يُعد حافزاً في الاستثمار في أسهمها.

4– حساب الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد ومعامل بيتا لنموذج اهلسون:

ننتقل فيما يلي لحساب الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد والذي يقصد به الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه إذا تم استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشأة.

وإن افتراضات نموذج التقييم المحاسبي تقوم على أن الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد عبارة عن الأرباح غير الاعتيادية مطروحاً منها العائد الخالي من المخاطرة مضروباً في القيمة الدفترية في بداية الفترة والذي سبق ذكره وفق المعادلة الاتية:

حيث أن:

Xt^{α} : الربح الباقي في الفترة t؛ x_t: الأرباح غير الاعتيادية في الفترة t؛ rf: معدل العائد المطلوب؛

b_{t-1}: القيمة الدفترية للسهم في الفترة t.

إلا أن غالبية الدراسات السابقة تحسب الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد من خلال قسمة ربحية السهم في نهاية السنة المالية على عدد الأسهم. [1]

المعلومات الأخرى: يعتمد نموذج التقييم المحاسبي على المعلومات التي لاتعبر عنها الأرقام المحاسبية المتاحة، وأن المعلومات الأخرى تمثل مؤشرات عن جوانب اقتصادية معينة ترتبط بالشركة أو الصناعة أو الاقتصاد ككل وتؤثر في مستوى الأرباح المستقبلية، وأن التعامل مع هذه المعلومات يُعتبر مشكلة كبيرة تواجه الباحثين وبصفة عامة فإن قياس اثر المعلومات يتطلب الاتي:

- تحديد المعلومات الأخرى؛
- تحديد اثر هذه المعلومات على الأرباح؛
- ربط اثر المعلومات الأخرى في شكل سلسلة زمنية للتنبؤ بتأثيرها على القيمة السوقية للسهم.

وهناك عدة طرق للتعامل مع هذه المعلومات منها:

– اهمال المعلومات الأخرى: حيث بعض الدراسات اتبعت هذا الأسلوب في التعامل مع المعلومات الأخرى، وان إهمال هذه المعلومات يرتبط بأثر هذه المعلومات على قيمة الأسهم، وهذا ما سنعتمد عليه لعدم وجود معلومات أخرى عن الشركات تسهم في تحديد القيمة السوقية للسهم.

– تقدير اثر معين من خلال عوامل اقتصادية ترتبط بالشركة وربطها في سياق سلسلة زمنية متصلة.

– استخدام تقديرات المحللين حيث يفترض أنها تأخذ في الاعتبار كافة المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن الفرق بين تقديرات المحللين والقيمة المتوقعة للارباح من الانحدار الذاتي لها تقيس اثر المعلومات الأخرى.

معاملات النموذج α_2 و α_1: يتم حساب معاملات نموذج التقييم المحاسبي من خلال معادلة الانحدار البسيط التي يكون فيها العائد غير العادي متغير مستقلاً و سعر السهم متغيراً تابعاً وذلك من خلال الاعتماد على البيانات السنوية للشركات ضمن العينة.

والجدول التالي يوضح نتائج حساب الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد ومعامل بيتا لنموذج التقييم المحاسبي لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014–2017.

1 – خريوش حسني علي واخرون، **الاسواق المالية (بورصة الاسهم والسندات المالية)** ، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010، ص49.

جدول رقم (04–12) نتائج حساب الفائض القابل للتوزيع للسهم و معامل بيتا الخاص بنموذج التقييم المحاسبي

المؤسسة	متوسط السنوي للفائض القابل للتوزيع	b1
البنك الأول	1,0717E-05	205206,6801
مصرف الراجحي	0,00123077	-270,4357798
بنك الرياض	0,00030083	-325,6889749
البنك السعودي للاستثمار	0,00109615	-1184,822365
البنك السعودي الفرنسي	0,00075726	-210,2468496
البنك العربي الوطني	0,001025	-1415,192591
مجموعة سامبا المالية	0,00049375	68,45062833
بنك الجزيرة	0,0003125	-4649,176471
البلاد	0,0009125	-742,1058467
مصرف الانماء	0,00038721	-2633,032733
البنك السعودي البريطاني	0,00086167	-2167,688365

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

5– حساب معدل نمو الأرباح ومقارنتها بمعدل العائد المطلوب (لإستخدامها بنموذج جوردن) : يتم حساب معدل نمو الأرباح لشركات العينة المدروسة سواءاً بسوق المال السعودي أو بوصة الجزائر وهذا بغية التحقق من ثبات نمو توزيعات الأرباح للشركة باعتباره شرط أساسي لقياس القيمة العادلة باستخدام نموذج جوردن وأيضاً مقارنتها بمعدل العائد المطلوب، بحيث يجب أن يكون معدل نمو أرباح الشركة أصغر من معدل العائد المطلوب، وعليه إذا تحقق الشرطان السابقان يُمكن قياس القيمة العادلة للشركة موضوع الدراسة باستخدام نموذج جوردن.

وفيما يلي نتائج حساب معدلات نمو الأرباح لأسهم الشركات بسوق المال السعودي وبورصة الجزائر.

جدول رقم (04–13) متوسط معدلات نمو توزيع الأرباح للاسهم الشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي

المؤسسة	معدل النمو 2015	معدل النمو 2016	معدل النمو 2017	متوسط معدلات النمو	معدل العائد المطلوب k
البنك الأول	0	0,75	0	0,25	0,0113
مصرف الراجحي	0,375	-0,4	-0,71	-0,24	0,0279
بنك الرياض	0,54	0,5	-1,94	-0,3	-0,0014
البنك السعودي للاستثمار	0	0,0625	0,33	0,13	-0,0004
البنك السعودي الفرنسي	-2,44	0,64	-1	-0,93	0,0100
البنك العربي الوطني	0	0,1	-0,33	-0,07	0,0051
مجموعة سامبا المالية	0,33	0,5	-1,77	-0,31	0,0544
بنك الجزيرة	-	-	-	-	0,0084
البلاد	0	0,4	-0,33	0,02	0,0041
مصرف الانماء	0	0	-0,6	-0,2	0,0147
البنك السعودي البريطاني	0,28	0,06	-1,02	-0,22	0,0086

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04–13) أن معدل نمو توزيعات الأرباح لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي غير ثابتة وعليه لا يمكن قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج جوردن لهاته الشركات لكون أن الشرط الأساسي (ثبات نمو توزيعات الأرباح) لم يتحقق.

جدول رقم (04–14) نتائج متوسط معدلات نمو أرباح المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر ومقارنتها بمعدل العائد المطلوب للفترة 2014–2017

المؤسسة	معدل نمو 2015	معدل نمو 2016	معدل نمو 2017	معدل العائد المطلوب
صيدال	0	0	0	0,01791
ان. سي. أ رويبة	0,25	0	0	0,0672
م. ت. ف. الاوراسي	0,33	-0,25	0,33	-0,0313
اليانيس للتأمينات	0	0,28	-0,22	0,0057

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

من خلال الجدول رقم (04–14) نلاحظ أن أسهم مؤسسة صيدال فقط تنمو بشكل ثابت ومقدار هذا النمو هو 0 يرجع ذلك إلى ثبات التوزيعات الأرباح للسهم الواحد خلال الفترة والمقدرة بـ 40 دج للسهم الواحد، كما أن معدل النمو لمؤسسة صيدال أقل من العائد المطلوب، إذن نلاحظ توفر الشرطان السابق ذكرهما لتطبيق نموذج جوردن فقط على أسهم شركة صيدال، وعليه سيتم مواصلة حساب القيمة العادلة لسهم صيدال بهذا النموذج.

إلى هنا قد نكون قمنا بحساب مختلف المتغيرات المطلوب في الدراسة، وعلية سننتقل مباشرة في المطلب الموالي إلى تطبيق النماذج في قياس القيمة العادلة.

المطلب الثالث: قياس القيمة العادلة بالنماذج المقترحة

بعد حساب المتغيرات الأساسية لاستخدامها في نماذج القياس، نَمُر مباشرة للخطوة الموالية وهي قياس القيمة العادلة للأسهم عينة الدراسة بسوق المال السعودي وبورصة الجزائر، واختبار أي نماذج أفضل في الاستخدام والأكثر تفسيراً للقيمة السوقية.

1– قياس القيمة العادلة: تم حساب القيمة العادلة لأسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي والشركات المدرجة ببورصة الجزائر وفيما يلي نتائج قياس القيمة العادلة وفق النماذج المقترحة:

- **بالنسبة للأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي:**

الجدول رقم (04–15) نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج مضاعف الربحية مع مقارنتها بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي

المؤسسة	معدل العائد المطلوب k	مضاعف الربحية	ربحية السهم	القيمة العادلة	القيمة السوقية	ملاحظة
البنك الأول	0,0113	0,88	0,25	0,85	11,8	اعلى مما يجب
مصرف الراجحي	0,0279	1,39	3	15,57	64,6	اعلى مما يجب
بنك الرياض	-0,0014	0,99	1,03	4,09	12,58	اعلى مما يجب
البنك السعودي للاستثمار	-0,0004	0,48	0,5	0,96	15,02	اعلى مما يجب
البنك السعودي الفرنسي	0,0100	2,59	1,1	11,11	28,5	اعلى مما يجب
البنك العربي الوطني	0,0051	2,4	1,2	11,37	24,46	اعلى مما يجب
مجموعة سامبا المالية	0,0544	1,9	1,25	8,33	23,52	اعلى مما يجب
بنك الجزيرة	0,0084	1,28	0,5	2,50	12,7	اعلى مما يجب
البلاد	0,0041	1,19	0,4	1,88	20,5	اعلى مما يجب
مصرف الانماء	0,0147	0,97	0,8	2,99	19,16	اعلى مما يجب
البنك السعودي البريطاني	0,0086	2,17	1,42	12,06	27	اعلى مما يجب

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04–15) أن نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج مضاعف الربحية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي كلها كانت أقل من القيمة السوقية وهذا بتفاوت كبير في الفروق.

الجدول رقم (04–16) نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التأكد العادل مع مقارنتها بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي

المؤسسة	ربحية السهم	معدل العائد المطلوب k	القيمة العادلة*	القيمة السوقية	ملاحظة
البنك الأول	0,25	0,0113	10,8106	11,8	اعلى مما يجب
مصرف الراجحي	3	0,0279	127,6413	64,6	اقل مما يجب
بنك الرياض	1,03	-0,0014	45,1106	12,58	اقل مما يجب
البنك السعودي للاستثمار	0,5	-0,0004	21,8782	15,02	اقل مما يجب
البنك السعودي الفرنسي	1,1	0,0100	47,6304	28,5	اقل مما يجب
البنك العربي الوطني	1,2	0,0051	52,2141	24,46	اقل مما يجب
مجموعة سامبا المالية	1,25	0,0544	51,8472	23,52	اقل مما يجب
بنك الجزيرة	0,5	0,0084	21,6848	12,7	اقل مما يجب
البلاد	0,4	0,0041	17,4211	20,5	اعلى مما يجب
مصرف الانماء	0,8	0,0147	134,481	19,16	اقل مما يجب
البنك السعودي البريطاني	1,42	0,0086	61,5692	27	اقل مما يجب

* تم حساب القيمة العادلة وفق نموذج التأكد العادل على أساس معدل عائد خالي من المخاطرة 0.0234

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04–16) أن نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج التأكد العادل لأسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي كلها كانت أكبر من القيمة السوقية لأسهم، ماعدا سهم البنك الأول كانت القيمة العادلة اقل من القيمة السوقية، كما نلاحظ أن الفروق بين القيمتين نسبية (ليست فروق كبيرة).

الجدول رقم (04–17) نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التقييم المحاسبي مع مقارنتها بالقيمة السوقية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي

المؤسسة	القيمة العادلة	القيمة السوقية	
البنك الأول	2,36537207	11,8	اعلى مما يجب
مصرف الراجحي	29,4915423	64,6	اعلى مما يجب
بنك الرياض	12,1956617	12,58	اعلى مما يجب
البنك السعودي للاستثمار	18,4926686	15,02	اقل مما يجب
البنك السعودي الفرنسي	23,6599938	28,5	اعلى مما يجب
البنك العربي الوطني	21,5327091	24,46	اعلى مما يجب
مجموعة سامبا المالية	20,7472047	23,52	اعلى مما يجب
بنك الجزيرة	17,473598	12,7	اقل مما يجب
البلاد	13,676867	20,5	اعلى مما يجب
مصرف الانماء	11,7028673	19,16	اعلى مما يجب
البنك السعودي البريطاني	24,9709336	27	اعلى مما يجب

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04–17) أن نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج التقييم المحاسبي لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي كلها كانت أقل من القيمة السوقية وهذا بتفاوت صغير في الفروق، ماعدا البنك السعودي للاستثمار وبنك الجزيرة كانت القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية.

- **بالنسبة لبورصة الجزائر:**

جدول رقم (04–18) نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج نموذج مضاعف الربحية مع مقارنتها بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر

المؤسسة	معدل العائد المطلوب k	مضاعف الربحية	ربحية السهم	القيمة العادلة	سعر الاغلاق	ملاحظة
صيدال	0,0179	5,42	40	829,71	660	اقل مما يجب
ان. سي. أ رويبة	0,0672	19,5	15	996,84	300	اقل مما يجب
م. ت. ف. الاوراسي	-0,0313	8,95	40	1551,84	512.5	اقل مما يجب
اليانيس للتأمينات	0,0057	5,78	35	797,68	415	اقل مما يجب

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج مضاعف الربحية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي كلها كانت أكبر من القيمة السوقية وهذا بتفاوت كبير في الفروق.

جدول رقم (04–19) نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج نموذج التأكد العادل مع مقارنتها بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر

المؤسسة	ربحية السهم	معدل العائد المطلوب k	القيمة العادلة*	القيمة السوقية	ملاحظة
صيدال	40	0,0179	722,70	660	اقل مما يجب
ان. سي. أ رويبة	15	0,0672	258,47	300	اعلى مما يجب
م. ت. ف. الاوراسي	40	-0,0313	759,49	512.5	اقل مما يجب
اليانيس للتأمينات	35	0,0057	640,01	415	اقل مما يجب

* تم حساب القيمة العادلة وفق نموذج التأكد العادل على أساس معدل عائد خالي من المخاطرة 0.0575

نلاحظ من خلال الجدول رقم (04–19) أن نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج التأكد العادل لأسهم شركات المدرجة ببورصة الجزائر كلها كانت اكبر من القيمة السوقية لأسهم، ماعدا سهم مؤسسة ان. سي. أ رويبة كانت القيمة العادلة اقل من القيمة السوقية.

جدول رقم (04–20) نتائج قياس القيمة العادلة وفق نموذج جوردن لأسهم شركة صيدال مع مقارنتها بالقيمة السوقية

المؤسسة	التوزيع النقدي	معدل نمو	معدل العائد المطلوب	القيمة العادلة	القيمة السوقية	ملاحظة
صيدال	40	0	0,0179	2232,98	660	اقل مما يجب

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج Excel.2013

يوضح الجدول رقم (04–20) نتائج قياس القيمة العادلة لشركة صيدال، نلاحظ أن القيمة العادلة اكبر بثلاث مرات تقريبا عن القيمة السوقية .

2– اختبارات المفاضلة للنماذج المستخدمة في القياس.

من الواضح أن القيمة العادلة بين النماذج قد تختلف في العادة، يرجع الأمر إلى اختلاف المدخلات وصيغة الحساب، كما أن ادبيات النظرية في القياس للقيمة العادلة ونتائج الدراسات السابقة تقضي إلى أن كل نموذج لها قدرات أكثر وأفضل في التفسير وهذا حسب القطاع والسوق، وعليه نحاول فيما يلي اختيار أي نموذج أفضل للاستخدام في كل من القطاع المالي بسوق المال السعودي وبورصة الجزائر.

2–1 نتائج اختبار القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة: نستخدم هنا معامل التحديد R^2 لقياس القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة في كل من سوق المال السعودي وبورصة الجزائر، وهذا باستخدام أسلوب الانحدار البسيط، وفيما يلي نتائج القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة.

الجدول رقم (04–21) نتائج القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة في التقييم لأسهم الشركات القطاع المال بسوق المال السعودي

البيان	القدرة التفسيرية R2	معنوية النموذج f	Prob(F-statistic)
نموذج مضاعف الربحية	0.648913	16.63470	0.002764
نموذج التأكد العادل	0.871722	61.16041	0.000026
نموذج اهلسون	0.491826	3.871321	0.066688

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

يتبين من الجدول رقم (04–21) أن القدرة التفسيرية لأسعار الأسهم وفقاً لنموذج التأكد العادل لعينة الدراسة في سوق المال السعودي بلغت (0.871) وهي أكبر بشكل ملحوظ من القدرة التفسيرية لنموذج مضاعف الربحية التي بلغت (0.648) ونموذج التقييم المحاسبي والذي بلغت هو أيضا قدرته التفسيرية (0.491) ، كما تبين أن معنوية كل من نموذج مضاعف الربحية والتأكد العادل كانت عند مستوى دلالة 0.05 وهو مستوى الدلالة المقبول، أما معنوية نموذج التقييم المحاسبي فكانت غير دالة، بينما يمكن القول أنها معنوية عند مستوى دلالة 0.1 أي مستوى ثقة 90% ، مما سبق يتضح أن نموذج التأكد العادل كان الأفضل من بين النماذج المستخدمة في تحديد القيمة الحقيقية للأسعار أسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي.

الجدول رقم (04–22) نتائج القدرة التفسيرية للنماذج المستخدمة في التقييم لأسهم الشركات ببورصة الجزائر

البيان	القدرة التفسيرية R2	معنوية النموذج f	Prob(F–statistic)
نموذج مضاعف الربحية	0,013	0,026	0,887
نموذج التأكد العادل	0,775	6,87	0,12

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

يتبين من الجدول رقم (04–22) أن القدرة التفسيرية لأسعار الأسهم وفقاً لنموذج التأكد العادل للشركات المدرجة ببورصة الجزائر بلغت (0.775) وهي أكبر بشكل ملحوظ من القدرة التفسيرية لنموذج مضاعف الربحية التي بلغت (0.013) ، كما يتضح من الجدول أن كل من نموذج التأكد العادل ونموذج مضاعف الربحية غير معنوي عند مستوى دلالة 0.05 ، وعليه لا يمكن تحديد أي من النماذج المستخدمة أفضل من خلال اختبار القدرة التفسيرية وعلية نمُر لاختبارات أخرى للتحقق.

2–2 اختبار wilcoxon للفروق بين العينات (القيمة العادلة والقيمة السوقية):

لاختبار الفرضية القائلة بانه "**لا توجد فروق ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقا للنماذج المستخدمة**" تم استخدام اختبار wilcoxon وهو اختبار لامعلمي بديل لاختبار t للعينة المرتبطة، ويستخدم للتعرف على الفروق بين العينتين غير مستقلتين حيث تم استخدامه لأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي (أنظر الملحق 04) وأن حجم العينة صغير $n<30$

وأن الاختبارات المعلمية تشترط التوزيع الطبيعي وخاصة عندما تكون حجم العينة صغير والجدول التالي يوضح نتائج اختبار wilcoxon .

الجدول رقم (04–23) نتائج اختبار wilcoxon بين أسعار الأسهم الحقيقية وأسعارها السوقية وفقاً للنماذج المستخدمة في سوق المال السعودي

البيان	الإشارة	عدد الرتب	متوسط الرتب	مجموع الرتب	قيمة Z	P-Value	
نموذج مضاعف الربحية	السالبة	11	6,00	66,00	-2,934	0,00334562	دالة
	الموجبة	0	0,00	0,00			
	المجموع	11					
نموذج التأكد العادل	السالبة	2	1,50	3,00	-2,667	0,00764576	دالة
	الموجبة	9	7,00	63,00			
	المجموع	11					
نموذج التقييم المحاسبي	السالبة	9	6,11	55,00	-1,956	0,05046061	غير دالة
	الموجبة	2	5,50	11,00			
	المجموع	11					

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج SPSS.V23 (الملحق رقم: 05).

يتبين من الجدول رقم (04–23) أن مستوى الدلالة للفرق بين الأسعار السوقية للأسهم والأسعار المحسوبة وفقاً لنموذج مضاعف الربحية ونموذج التأكد العادل خلال سنة 2017 كانت أصغر من المستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05، مما يشير إلى ضعف نموذج مضاعف الربحية ونموذج التأكد العادل في تحديد أسعار أسهم القطاع المالي في سوق المال السعودي، وبالتالي يمكن القول "أنه توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05، بين أسعار الأسهم السوقية والأسعار المحسوبة لشركات القطاع المالي بالسوق السعودي وفق نموذج مضاعف الربحية ونموذج التأكد العادل".

كما نلاحظ أيضا أن مستوى الدلالة للفرق بين الأسعار السوقية للأسهم والأسعار المحسوبة وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) خلال سنة 2017 كانت أكبر من المستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05، مما يشير إلى قوة نموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) في تحديد أسعار أسهم القطاع المالي في سوق المال السعودي، وبالتالي يُمكن القول "أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05، بين أسعار الأسهم السوقية والأسعار المحسوبة لشركات القطاع المالي بالسوق السعودي وفق نموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) "

الجدول رقم (04–24) نتائج اختبار wilcoxon بين أسعار الأسهم الحقيقية وأسعارها السوقية وفقا للنماذج المستخدمة في بورصة الجزائر

البيان	الإشارة	عدد الرتب	متوسط الرتب	مجموع الرتب	قيمة Z	P-Value	
نموذج مضاعف الربحية	السالبة	0	0,00	0,00	-1,826b	0,06788915	غير دالة
	الموجبة	4	2,50	10,00			
	المجموع	4					
نموذج التأكد العادل	السالبة	1	1,00	1,00	-1,461b	0,14412703	غير دالة
	الموجبة	3	3,00	9,00			
	المجموع	4					

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج SPSS.V23 (الملحق رقم: 05)

يتبين من الجدول رقم (04–24) أن مستوى الدلالة للفروق بين الأسعار السوقية للأسهم والأسعار المحسوبة وفقاً لنموذج مضاعف الربحية ونموذج التأكد العادل خلال سنة 2017 كانت أكبر من المستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05، مما يشير إلى قوة نموذج التأكد العادل ونموذج مضاعف الربحية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر، وبالتالي يُمكن القول "أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05، بين أسعار الأسهم السوقية والأسعار المحسوبة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر نموذج التأكد العادل ونموذج مضاعف الربحية".

3– تحليل نتائج قياس القيمة العادلة: بعد تحديد افضل نموذج لقياس القيمة العادلة واختيار نموذج التقييم المحاسبي –اهلسون– ونموذج التأكد العادل كأفضل نموذج لكل من اسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي واسهم بورصة الجزائر على الترتيب، يُمكن القول أن التقييم الخاطئ للأسهم قد يؤدي إلى قرارات استثمارية غير رشيدة، فالمستثمرين في كل من أسهم البنك السعودي للاستثمار وبنك الجزيرة بسوق المال السعودي وأسهم م.ت.ف الأوراسي، صيدال واليانس للتأمينات ببورصة الجزائر والتي كانت قيمتها العادلة أكبر من القيمة السوقية، فإن أي قرار استثماري لبيع هاته الأسهم سيكون قرار غير أمثل وغير رشيد فالمستثمرين الحاملين لهذه الأسهم والراغبين ببيعها بإمكانهم تحقيق ارباح أكبر في حالة ما إذا قيم السهم بقيمته العادلة، أي أنه كان من الممكن بيع السهم بسعر اكبر من السعر الذي تم بيعه به، اما بالنسبة للمستثمرين في أسهم القطاع المالي ماعدا اسهم البنك السعودي وبنك الجزيرة بسوق المال السعودي واسهم أن. سي .أ الرويبة ببورصة الجزائر والتي كانت قيمتها العادلة اقل من القيمة السوقية فإن أي قرار استثماري لشراء تلك الأسهم سيكون قرار غير سليم وغير رشيد فالمستثمرون الراغبون بشراء تلك الأسهم كان بإمكانهم تحقيق تكلفة أقل في حالة ما إذا قُيم السهم بسعر أقل من السعر الذي تم شراءه به، كما يمكن القول أن

كفاءة كل من السوق المالي السعودي وبورصة الجزائر ضعيفة وهذا راجع للاختلاف الكبير بين القيمة السوقية والقيمة العادلة لأن الأسعار لاتعكس حالة توازن السوق المالية لتؤشر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الاسعار السوقية نحو قيمتها العادلة.

المبحث الثالث: قياس اثر تطبيق القياس باستخدام القيمة العادلة بالقطاع المالي بسوق المال السعودي.

تعتمد المصارف في المملكة العربية السعودية في إعداد تقاريرها المالية على المعايير المحاسبية الدولية، ومن ثم فإنها تعتمد على تطبيق المعيار 39 "القياس للأدوات المالية" المُلزم بتطبيق القيمة العادلة للأصول المالية، نحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على قياس الآثار الناجمة من جراء التقييم وفق القيمة العادلة بدل التكلفة التاريخية داخل المصارف وهذا من جراء توضيح العلاقة بين مخاطر السهم والعوائد وأيضاً العلاقة بين الأرباح الموزعة للسهم والقيمة السوقية.

المطلب الأول: قياس العلاقة بين القيمة العادلة وتقييم الأصول المالية

لقد اهتمت الدول بأسواق رأس المال اهتماماً كبيراً وقامت بتحديث القوانين والأنظمة والتعليمات المنظمة لعمل الأسواق وبما يتماشى مع أحدث التطورات العلمية والتكنولوجية، وذلك ايماناً منها بأهمية أسواق رأس المال في تشجيع الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية وإقامة المشاريع الاقتصادية، مما يولد فرص عمل ويساهم في حل مشكلتي البطالة والفقر.

إلا أن المستثمرين يبحثون عن فرص تحقق لاستثماراتهم أعلى العوائد بأدنى درجات المخاطرة، وبالتالي فإن تقييم استثماراتهم في أسواق رأس المال بصورة عادلة، هدف لا يُمكن التغاضي عنه أو التقليل من شأنه، ولهذا كانت كفاءة الأسواق هدفاً من أهداف إدارة البورصة، حتى يشعر المستثمر بالعدالة والرضى، وهذا لا يُمكن أن يتأتى إلا إذا كان المستثمرون في الأسواق، على درجة عالية من الوعي بالعوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، وخاصة الأسهم حتى يمكنهم تقييم الأسهم بقيمها العادلة، ولكن القيمة السوقية لا تبقى ثابتة، بل متغيرة تبعاً للمعلومات التي تصل للسوق، سواء أكانت هذه المعلومات اقتصادية أم سياسية محلية أم دولية، إضافة إلى عوامل العرض والطلب على أسهم هذه الشركة أو تلك، ولكن المعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية ذات قيمة هامة للمحللين والمستثمرين.1

ووفقاً للأدبيات الحالية تُمثل المعلومات المحاسبية مؤشراً هاماً عن الوضع الحالي والمستقبلي للشركة، كما تعمل على تقييم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ونظراً لأن المعلومات تعكس الواقع الاقتصادي والمالي للشركة خلال فترة معينة، فإن هذه المعلومات تتعلق بالمخاطر المنتظمة للاستثمار مما يبرر استخدام المعلومات لاتخاذ القرارات المتعلقة بشأن الاستثمار في السهم و تشكيل المحفظة الاستثمارية للأسهم، من

1–زياد فراس الذنيبات، **محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للفترة من (2012–2015)**، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، العدد 05، المجلد 1، 2015، ص02.

هنا نسعى إلى تقديم أدلة عملية بشأن العلاقة بين المعلومات المحاسبية (وفق القيمة العادلة) و المخاطر المنتظمة في القطاع المالي بالسوق السعودي.

وعلية لقياس اثر المعلومات المحاسبية المبنية على تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية ووفقاً للدراسات السابقة نهدف إلى فحص العلاقة بين بيتا –درجة المخاطر المنتظمة – وعائد السهم و أيضا العلاقة بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم، تجدر الإشارة هنا لقدرة تفسير المخاطر المنتظمة –بيتا– في عوائد السهم، يُعد هذا الأمر ضروريا لوجود العديد من الاستخدامات لمعامل بيتا، و طبقا للعديد من الدراسات السابقة نأمل ايضاً بتحديد العلاقة بين أرقام مبنية على أساس تطبيق محاسبة القيمة العادلة في هاته المؤسسات، وتقضي أدبيات النظرية الاقتصادية إلى أن تطبيق القيمة العادلة يزيد من موثوقية ومصداقية المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية وتعكس أوضاع السوق، كما أنها تزيد من الشفافية والموضوعية وتماثل المعلومات بين المستثمرين في السوق، كما تزيد المستثمرين والإدارة في تقييم الأسهم والتداول فيها.

ولتوضيح العلاقة بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم فقد تم التطرق لها من خلال نماذج مختلفة من بينها نموذج جوردن وولتر، خصم التدفقات النقدية، من جانب اخر افترض العديد من الباحثون أن الأرباح الموزعة تؤثر على الأرباح المستقبلية، وبالتالي سعر السهم الحالي لأ ن سعر السهم الذي يحمل في طياته أرباح نقدية لا يُمكن أن يكون معادلاً لسعر السهم الذي لا يحمل أرباحاً ، أي أن سعر السهم قبل اجتماع الهيئة العامة الذي تقر فيه الأرباح يكون أعلى من سعر السهم بعد اجتماع الهيئة العامة، لأن المشتري للسهم قبل اجتماع الهيئة العامة بيوم واحد يشتري السهم مع ربحه المعلن عنه في حين أن المشتري لا يستفيد من الأرباح بعد اجتماع الهيئة العامة (ملاحظة: لا يوجد تداول في يوم اجتماع الهيئة العامة).

وعليه سوف نأخذ نموذجين كل منهما يحتوي متغيرين، وتحديداً في النموذج الأول عوائد السهم كمتغير تابع و المخاطر النظامية (المعامل بيتا) متغير مستقل، أما النموذج الثاني فالقيمة السوقية للسهم تُعتبر متغير تابع بينما ربح الموزع على السهم متغير مستقل، وتأخذ النماذج الصيغة الرياضية التالية:

$$Rt = f(bita).....1$$

$$v = f(r).....2$$

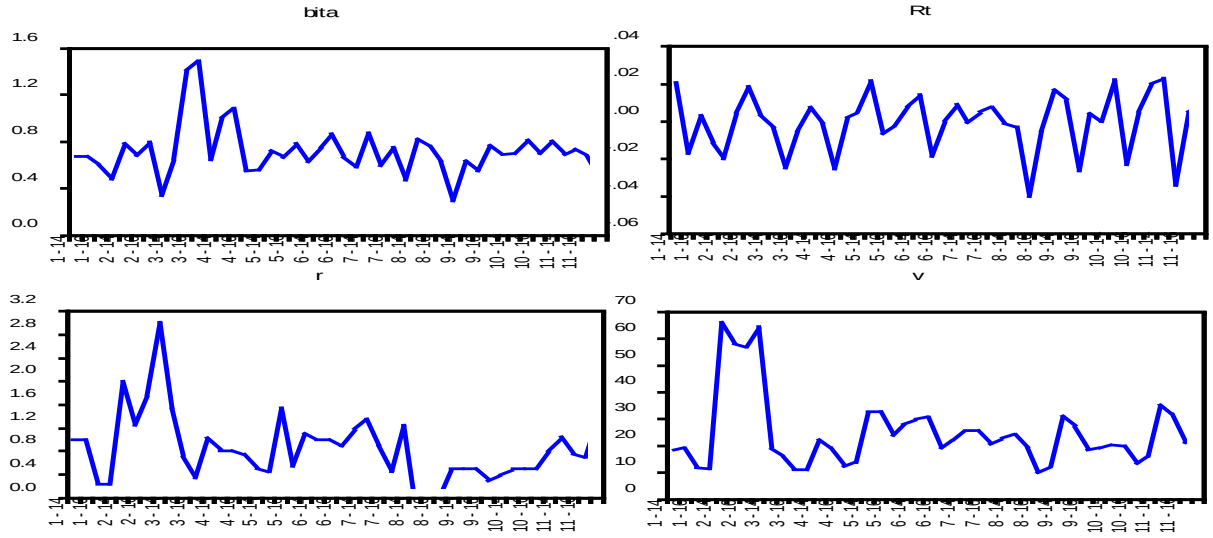
بحيث أن:

Rt: معدل العائد على السهم؛ Bita: قيمة المعامل بيتا (المخاطر النظامية)؛ V: القيمة السوقية للسهم

r: الربح الموزع على السهم

شملت الدراسة مؤسسات القطاع المالي بسوق المال السعودي البالغ عددها N=11 وللفترة الزمنية من 2004 إلى 2017 أي T=4، وعليه حجم العينة 44 مشاهدة (N*T= 44)، تم الحصول على البيانات من التقارير المالية للشركات وسوق المال السعودي أما العوائد الأسهم ومعامل بيتا فقد تم حسابهم (انظر الملحق02 والملحق 06) وفي ما يلي التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة:

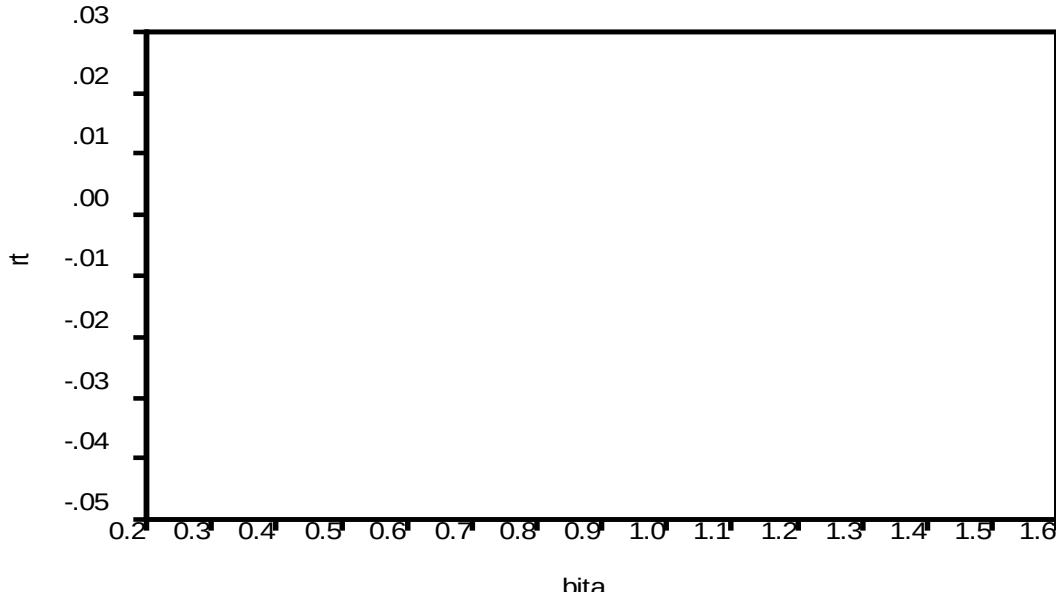
الشكل رقم (04-03) التمثيل البياني لمتغيرات الدراسة (Rt, Bita, V, r) لمؤسسات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

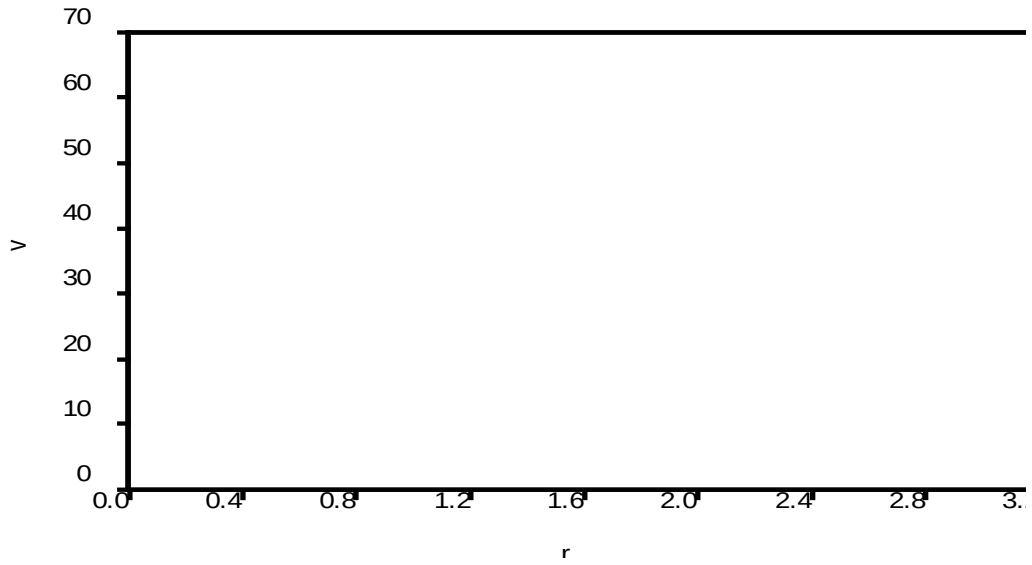
وفيما يلي نتائج التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين في النموذج الأول والنموذج الأول للفترة 2014-2017:

الشكل رقم (04-04) التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين في النموذج الاول (عوائد السهم & المخاطر النظامية) للفترة (2014-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الشكل رقم (04-05) التمثيل البياني النقطي للعلاقة بين المتغيرين في النموذج الثاني (القيمة السوقية & الربح الموزع على السهم) للفترة (2014-2017)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

يساعد التمثيل النقطي على صياغة العلاقة بين المتغيرين وذلك من خلال انتشار النقاط، فإذا كان هذا الانتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون علاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة لوغاريتم، من خلال الشكل البياني أعلاه لايمكن التمييز أن هناك علاقة خطية أو غير خطية، وعليه نفترض أنها علاقة خطية بين المتغيرين.

1- نتائج تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية:

لمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغير المفسر والمتغير التابع يتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، ونموذج التأثيرات الثابتة FEM، ونموذج التأثيرات العشوائيةREM، وعليه يمكن تلخيص نتائج التقدير بالاعتماد على برنامج Eviews.9 في الجدول التالي:

الجدول رقم (04-25) نتائج التقدير للنموذجين (الأول والثاني)

النموذج الأول		نماذج التقدير		
		PRM	FEM	REM
C	معامل C	0.0154	0.0188	0.0154
	احتمالية student	*0.0546	*0.0693	*0.0768
Bita	معامل bita	0.0218-	0.0266-	0.0218-
	احتمالية student	**0.0415	*0.0579	*0.0605
معامل التحديد		0.09527	0.1810	0.0952
إحصائية DW		2.775	3.07	2.775
احتمالية فيشر		**0.0414	0.7787	**0.0414
النموذج الثاني		نماذج التقدير		
		PRM	FEM	REM
C	معامل C	10.34447	21.10703	18.34742
	احتمالية student	***0.0003	***0.00000	***0.0000
R	معامل R	17.05049	4.279389	7.55401
	احتمالية student	***0.0000	*0.0532	***0.0000
معامل التحديد		0.514282	0.9086	0.21398
إحصائية DW		0.6175	1.2530	0.737556
احتمالية فيشر		***0.0000	***0.0000	***0.001569

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 07)

ملاحظة : العلامات النجمية *** ، **و* تدل على التوالي على مستويات المعنوية التالية 1%, 5% و10% على الترتيب.

بالنسبة للنموذج الأول نلاحظ أن معلمات النموذج معنوية عند مستوى دلالة 10% ماعدا احتمالية فيشر في نموذج التقدير FEM غير معنوية، وعليه فإن كل من النماذج PRM و REM مقبولين إحصائيا، كما نلاحظ أن إشارة معامل بيتا (المخاطر النظامية) سالبة في كل نماذج التقدير، بالإضافة إلى ذلك أن معامل C ذو إشارة موجبة ومعنوية إحصائيا عند مستوى دلالة 90%، هذا يبين وجود علاقة العكسية مابين المخاطر النظامية وقيمة العائد لأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي.

بالنسبة للنموذج الثاني يتبين أيضا في نموذج تقدير العلاقة بين القيمة السوقية والأرباح الموزعة للأسهم وفق نماذج التقدير REM, FEM, PRM أن القيم الاحتمالية للمعلمات الجزئية والكلية معنوية عند مستوى دلالة 90%، أي أن كل نماذج التقدير مقبولة احصائيا، كما أن معامل متغير أرباح موزعة للسهم والثابت C ذو إشارة موجبة في كل النماذج مما يبين وجود علاقة طردية بين القيمة السوقية والارباح الموزعة لأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي.

1-1 نتائج الآثار الثابتة الخاصة بكل مصرف:

الجدول رقم (04-26) نتائج الثاثيرات الثابتة لكل مؤسسة وفي كلا النموذجين (الأول والثاني)

النموذج الأول					
1	البنك الأول	-0.003922	7	مجموعة سامبا المالية	0.002110
2	مصرف الراجحي	0.000340	8	بنك الجزيرة	-0.009834
3	بنك الرياض	0.002991	9	البلاد	-0.003888
4	البنك السعودي للاستثمار	-0.002017	10	مصرف الانماء	0.007734
5	البنك السعودي الفرنسي	0.005379	11	البنك السعودي البريطاني	-0.000608
6	البنك العربي الوطني	0.001715			
النموذج الثاني					
1	البنك الأول	-8.447275	7	مجموعة سامبا المالية	-1.514804
2	مصرف الراجحي	31.71481	8	بنك الجزيرة	-5.423206
3	بنك الرياض	-10.81418	9	البلاد	0.860686
4	البنك السعودي للاستثمار	-7.384014	10	مصرف الانماء	-6.103514
5	البنك السعودي الفرنسي	4.277192	11	البنك السعودي البريطاني	2.863125
6	البنك العربي الوطني	-0.028823			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 07)

يشير الجدول رقم (04-26) إلى تباين الآثار الثابتة الخاصة بكل شركة وحسب كل نموذج، حيث نجدها تنحصر مابين بنك الجزيرة (0.009834-) و البنك السعودي الفرنسي (0.005379) في النموذج الأول، بينما تنحصر بين مصرف الراجحي بقيمة (31.71481) وبنك الرياض بقيمة (10.81418-) في النموذج الثاني.

2-1 نتائج الآثار العشوائية الخاصة بكل مصرف:

الجدول الموالي يظهر كل دولة وما يقابلها من تأثيرات عشوائية كما يلي:

جدول رقم (04-27) نتائج الآثار العشوائية الخاصة بكل مؤسسة وفي كلا النموذجين (الأول والثاني).

بالنسبة لنموذج الأول كل الوحدات أخذت القيمة 0.0000					
النموذج الثاني					
1	البنك الأول	-6.890427	7	مجموعة سامبا المالية	-1.771878
2	مصرف الراجحي	24.87832	8	بنك الجزيرة	-2.737639
3	بنك الرياض	-9.808646	9	البلاد	1.985430
4	لبنك السعودي للاستثمار	-6.198443	10	مصرف الانماء	-4.656522
5	البنك السعودي الفرنسي	3.606966	11	البنك السعودي البريطاني	2.150265
6	البنك العربي الوطني	-0.557429			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 07)

يشير الجدول (04-27) إلى تباين الاثار العشوائية لكل شركة، حيث نجدها معدومة تماماً بالنسبة لكل الشركات (0.0000) في النموذج الأول، بينما في النموذج الثاني تشير النتائج إلى تباين الاثار العشوائية الخاصة بكل مؤسسة، حيث نجدها تنحصر مابين مصرف الراجحي بقيمة (24.878) وبنك الرياض بقيمة (9.808-).

2- نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج:

بعد تقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف ننتقل إلى استخدام أساليب الاختبار بين النماذج الثلاثة ، قد جرت العادة الاعتماد على معامل التحديد كمؤشر رئيسي للمقارنة بين عدة نماذج قياسية من ناحية ملاءمة البيانات التي تجري عليها الدراسة، إلا أنه في نماذج بانل يختلف الأمر بعض الشيء بحيث لايمكن الاعتماد على معامل التحديد في اختيار أي نموذج ملائم للبيانات الدراسة يعود ذلك إلى أن معامل التحديد يختلف حسابة من نموذج لاخر (اختلاف طريقة حساب معامل التحديد بين النماذج الثلاثة سابقة الذكر)، وعليه سيتم اجراء المفاضلة للنماذج من خلال الأسلوبين التاليين : اختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange واختبار Hausman.

2-1 نتائج المفاضلة بين الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والعشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم استخدام اختبارLM للمفاضلة بين نموذج الانحدار المجتمع ومن جهة نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى، وكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (04-28) نتائج اختبار مضاعف لاغرونج LM

نوع الاختبار		قيمة الاختبار	قيمة الاحتمال
اختبار LM Breusch-Pagan	النموذج الأول	2.960228	0.0853
	النموذج الثاني	14.45279	0.0001

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 08)

بالنسبة لنموذج الأول نقبل فرضية العدم (نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم) وبالتالي النموذج الملائم للبيانات المدروسة هو الخيار نموذج الانحدار التجميعي حيث لاحظنا أن نتيجة اختبار للمقاطع بلغت (2.96) باحتمال (0.085).

أما بالنسبة للنموذج الثاني النتائج تبين رفض فرضية العدم (نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم) وبالتالي النموذج الملائم للبيانات المدروسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية حيث لاحظنا أن نتيجة LM للمقاطع بلغت 14.45279 باحتمال 0.0001.

2-2 نتائج اختبار للمفاضلة بين نموذجي الآثار الثابتة والعشوائية:

يستخدم هذا الاختبار لاختيار النموذج الملائم من بين نموذجي الاثار الثابتة والعشوائية وتظهر نتائجه في الجدول التالي:

جدول رقم (04-29) نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects-Hausman Test				
Test cross-section Random Effects				
Test Summary	النموذج	Chi-Stat	Chi-sq .df	Prob
Cross-section	الثاني	14.27491	1	0.0002

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 08)

بالنسبة للنموذج الثاني تشير نتائج هذا الاختبار الذي يتبع توزيع كاي تربيع إلى أن القيمة المحسوبة بلغت 14.27 وباحتمال يساوي 0.0002 وعليه حسب مخرجات برنامج Eviews.9 فإن نموذج التغيرات العشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين القيمة السوقية والأرباح الموزعة للسهم (النموذج الثاني).

وعليه يمكن القول انه لا يوجد اختلاف من الناحية الإحصائية في تأثير الأرباح الموزعة للاسهم على القيمة السوقية بالنسبة لجميع المصارف بالقطاع المالي في سوق المال السعودي، على عكس نموذج التاثيرات الثابتة والذي يظهر الاختلافات بين المصارف في حالة وجودها.

تفسير نتائج النموذج الأكثر ملاءمة:

بالنسبة النموذج الأول:

$$RT = 0.0154108 - 0.0218269 * BITA$$

يُعد نموذج الانحدار التجميعي الملائم للبيانات الخاصة بقياس العلاقة بين بيتا–وعوائد الأسهم، بحيث أن كل معلمات الأجل الطويل إحصائياً معنوية عند درجة معنوية 10% كما نلاحظ أن إشارة بيتا –المخاطر النظامية– سالبة مما يدل على العلاقة العكسية بين بيتا والعائد للأسهم القطاع المالي بالسوق المال السعودي، بحيث أن معامل المتغير المستقل بيتا –المخاطر النظامية– بلغت $\beta_1 = -0.218$ يدل على أن أي زيادة في المعامل بيتا بوحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض العائد بـ 0.218 ، بطبيعة الحال النتيجة المتوصل إليها مخالفة تماماً إلى النظرية الاقتصادية خصوصاً ما قدمه كل من وليام شارب [1] williams sharpe 1964، جون لينتر [2] John Linter 1965، جان موسان [3] Jan Mossin 1966 والعديد من الدراسات الأخرى.

وعليه لابد من التوضيح هنا إلى أن النماذج السابقة التي توضح العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة تستند إلى عوائد متوقعة بدلاً من عوائد محققة –أما الدراسة تعتمد على بيانات لعوائد محققة–، بالإضافة إلى أنه في حالة العوائد السلبية لأسهم الشركات بالسوق يجب وجود علاقة عكسية بين العوائد ومعامل بيتا (المخاطر المنتظمة) هذا ماتفسره العديد من الدراسات التجريبية والتي توصلت لنفس نتائج دراستنا من بينها دراسة Glenn.N pettengill[4] و دراسة David Morelli [5] بحيث تم فحص العلاقة بين بيتا والعائد لسوق الأسهم البريطانية للفترة 1980–2006 وهذا باستخدام نماذج ARCH/GARCH ودراسة Bing XIAO[6] دراسة العلاقة بين بيتا والعائد في سوق الأسهم الامريكية للفترة 2000–2014 باستخدام نماذج ARCH/GARCH .

1 - william F. Sharpe, **capital asset prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk**, the journal of finance, vol 19, N°.3, september 1964, p425-442.

2 - John Linter, the valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, No. 1 (Feb., 1965), p13-37

3 - Jan Mossin, Equilibrium in a Capital Asset Market, "Econometrica" journal of The Econometric Society, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1966), pp. 768-783

4- Glenn.N pettengill, Sridhar Sundaram and others, **the conditional relation between Beta and Returns,** The journal of financial and quantitative Analysis. Vol.30.N°01, Marche 1995, p:101-116.

5 - David Morelli, join conditionality in testing the beta-return relationship :evidence based on the UK Stock Market.

6 - Bing XIAO, Conditional relationship between beta and return in the US Stock Market ,expert journal of business and management 4(1).pp :46-55

بالنسبة للنموذج الثاني:

$$V = 18.347416 + 7.5540137 * R$$

يُعد نموذج التغيرات العشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين القيمة السوقية والأرباح الموزعة للسهم (النموذج الثاني)، نلاحظ أن كل معلمات الأجل الطويل معنوية احصائيا عند مستوى دلالة 1%، كما نلاحظ أن المتغير المستقل –الأرباح الموزعة– موجبة والتي توضح العلاقة الطردية بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم، كما نلاحظ أن معامل التحديد R2= 0.73755 أي أن النموذج المقدر (الأرباح الموزعة) يفسر 73.75% من التغيرات في القيمة السوقية للأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي، بحيث أن معامل أرباح موزعة $\beta_1 = 7.55401$ أي أن زيادة الأرباح الموزعة بوحدة واحدة يؤدي بزيادة القيمة السوقية بمقدار حوالي 7.55، هذه النتيجة تتفق مع كل من دراسة Ordu Monday Matthew & all[1] ، ودراسة عبد الناصر ابراهيم [2]

3– نتائج اختبار الاستقرارية : تظهر نتائج اختبار الاستقرارية لكل من المتغيرين في الجدول التالي الذي يضم النتائج :

جدول رقم (04–30) نتائج الاحتمالات لاختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

	نتائج اختبار LLC		
	وجود ثابت	ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام
RT	0.0000***	–	0.0000***
BITA	0.0000***	–	0.0016***
R	0.0077***	1.0000	0.1558
V	0.0000***	–	0.0000***

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 09)

يتضح من الجدول (04–30) أن كل متغيرات الدراسة سواء المتعلقة بالنموذج الأول أو الثاني مستقرة في المستوى I(0)، بحيث كانت نتائج احتمال جميع للمتغيرات حسب اختبار LLC اقل من 5 %.

4– نتائج اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ:

4–1 اختبار التكامل المشترك: من خلال النتائج السابقة وجدنا أن المتغيرات مستقرة، لذلك فإن النموذج الملائم لهذه الدراسة قد يكون انحدار زائفاً، لذلك تحليل التكامل المتزامن (المشترك) يستطيع التغلب على هذه الإشكالية ويحاول استحداث علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرين، وباستعمال اختبار Perdroni نحصل على النتائج التالية:

1 - Ordu Monday Matthew, Enekwe, Chinedu Innocent and Anyanwaokoro, Mike PH.D, Effect of Dividend Payment on the Market Price of Shares : A Study of Quted Firms in Nigeria, Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Vol 5, Issue 4. (Sep –Oct. 2014) , pp 49-62.

2– عبد الناصر ابراهيم، **العلاقة بين توزيعات الارباح والعوائد السوقية ومدى تاثرها بربحية الشركات وحجمها ودرجة المخاطر اللانظامية** ، مجلة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد 17، العدد 1، 2003.

جدول رقم (04–31) نتائج اختبار للتكامل المشترك بين العوائد والمخاطر النظامية لأسهم مؤسسات قطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014–2017

الاختبارات					
		v-Stat	1.846439	0.0324	1.835057	0.0332
داخل الوحدات		rho-Stat	-2.063855	0.0195	-1.987416	0.0234
		PP-Stat	-5.546268	0.0000	-4.999060	0.0000
		ADF-Stat	-4.176261	0.0000	-3.669186	0.0001
خارج الوحدات		rho-Stat	0.760055	0.7764		
		PP-Stat	-6.268803	0.0000		
		ADF-Stat	-4.721662	0.0000		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 10)

يشير الجدول (04–31) إلى أنه من بين 11 اختبار جزئي، هناك 10 اختبارات احتمالهم اقل من 5% وعليه ترفض الفرضية العديمة وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى وجود تكامل مشترك بين متغيري الدراسة، مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل.

جدول رقم (04–32) نتائج اختبار للتكامل المشترك بين القيمة السوقية والأرباح الموزعة لأسهم مؤسسات قطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014–2017

الاختبارات					
		v-Stat	-1.693489	0.9548	-2.191324	0.9858
داخل الوحدات		rho-Stat	-0.173025	0.4313	0.083546	0.5333
		PP-Stat	-1.753411	0.0398	-0.108834	0.4567
		ADF-Stat	-0.920280	0.1787	0.655487	0.7439
خارج الوحدات		rho-Stat	2.079920	0.9812		
		PP-Stat	-3.545704	0.0002		
		ADF-Stat	-2.221135	0.0132		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 10)

يشير الجدول (04–32) إلى أنه من بين 11 اختبار جزئي، هناك 3 اختبارات احتمالهم اقل من 5% وعليه نقبل الفرضية العديمة ونرفض الفرضية البديلة، بمعنى عدم وجود تكامل مشترك بين متغيري الدراسة، أي عدم وجود علاقة توازنية طويلة الاجل.

في ظل وجود تكامل مشترك بين العائد والمعامل بيتا (المخاطر المنتظمة) لأسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي، فإن الخطوة الموالية هي التأكد من استقرارية سلسلة البواقي في المستوى باعتبارها شرط أساسي للمرور لتقدير نموذج تصحيح الخطأ لبيانات بانل (ECM) خلال فترة الدراسة 2014–2017، ومن ثم الحصول على مقدرات لمعلمات نموذج تصحيح الخطأ، ومعلمة سرعة التعديل (سرعة الرجوع إلى وضع التوازن)، وفيما يلي نتائج الاستقرارية والتقدير للنموذج في الأجل القصير.

4–2 نتائج استقرارية سلسلة البواقي للنموذج الاول:

الجدول رقم (04–33) نتائج استقرارية سلسلة البواقي للنموذج الاول

	نتائج اختبار LLC		
	وجود ثابت	ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام
U_i	0.0000***	–	0.0000***

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 11)

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن p(value)<0.05 وفق فرضية Levin, Lin and chu، وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص على أن البواقي غير مستقرة، ونقبل الفرضية البديلة بأن البواقي مستقرة، وعليه يمكن القول أن سلسلة البواقي للنموذج الأول مستقرة في المستوى.

4–3 تقدير نموذج تصحيح الخطأ: بعد التأكد من استقرارية سلسلة البواقي للنموذج الأول فيما يلي نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ–الأجل القصير– للنموذج الأول:

الجدول رقم (04–34) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج الأول

النموذج الأول		نتائج التقدير
C	معامل C	- 0.003817
	احتمالية student	0.1311
Bita	معامل bita	-0.028637
	احتمالية student	***0.0036
U(-1)	معامل U(-1)	-1.322521
	احتمالية student	***0.0000
معامل التحديد		0.743319
إحصائية DW		1.3572
احتمالية فيشر		***0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9 (الملحق رقم: 12)

على ضوء نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ نلاحظ أن المعلمة Bita معنوية احصائياً عند 1% وتأخذ إشارة سالبة، بينما الثابت C غير معنوي، إلا أن نتيجة فيشر تُعبر على أن النموذج ككل معنوي احصائياً عند 1 %، كما نلاحظ أن معامل حد تصحيح الخطا U(−1) معنوي احصائياً عند 1% وباشارة سالبة، وهذا يزيد من دقة وصحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، بحيث أن حد اختلال التوازن هي متغير مستقر أي في حالة تكيف في الأجل الطويل تمنع من حد الخطأ أن يكون كبير، مما يدل على أن النموذج يتضمن آلية تعديل والرجوع إلى وضع التوازن، بحيث بلغت نسبة تصحيح اختلال التوازن لعائد أسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي من فترة لأخرى، بما يعادل 132.25% وهذا يعني أن سرعة التعديل كبيرة جداً أي بمتوسط 9 شهور.

كما أن قيمة المعامل بيتا –المخاطر النظامية– معنوية احصائياً عند مستوى دلالة 1%، وبإشارة سالبة، أي علاقة عكسية بين المعامل بيتا –المخاطر النظامية– العائد لأسهم القطاع المالي في سوق المال السعودي وهي نفسها العلاقة في الأجل الطويل والتي تم التطرق لتفسيرها سابقاً.

يتضح من خلال المحاولة التجريبية السابقة لدراسة علاقة المعلومات المحاسبية المبنية على أساس تطبيق القيمة العادلة ومتغيرات أساسية لتقييم الأسهم واتخاذ القرار الاستثماري فيها، أنه توجد اثار لتطبيق محاسبة القيمة العادلة داخل الوحدات الاقتصادية على تقييم الأصول المالية، كما أن طبيعة واتجاه العلاقة إيجابية او سلبية قد تختلف بين المتغيرات وأيضا في الأجل الطويل والقصير.

المطلب الثاني: تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم الشركات عينة الدراسة

1– صياغة نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى: لإيجاد التوليفة الأمثل لأوزان الأسهم داخل المحفظة مع الأخذ بعين الاعتبار أكبر عائد وأقل مخاطرة سنقوم باستخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة المثلى بحيث الصيغة الرياضية لهذا النموذج تكون وفق ما يلي:

متغيرات القرار:

- X1 الجزء المستثمر من رأس المال في أسهم صيدال؛
- X2 الجزء المستثمر من رأس المال في أسهم ان. سي. أ. رويبة؛
- X3 الجزء المستثمر من رأس المال في أسهم مجمع تسيير فنادق الاوراسي؛
- X4 الجزء المستثمر من رأس المال في أسهم اليانس للتأمينات.

افتراضات النموذج:

- إمكانية شراء المستثمر أية كمية من الأسهم؛
- عدم السماح بالبيع على المكشوف short sale ؛
- عدم وجود مصاريف عمولة.

صياغة الشروط المفروضة على المسألة كالتالي:

–شرط استثمار المبلغ بأكمله (مجموع اوزان النقود المستثمرة=1) X1+X2+X3+X4 =1

– شروط عدم السلبية X1, X2, X3, X4 > 0

أما بالنسبة لصياغة تابع الهدف وهو جعل عنصر المخاطرة أصغر م ا يمكن، فالسؤال المطروح كيف يمكن قياس المخاطرة كمياً؟ لقد قام Markowitz مؤسس النظرية الحديثة لإدارة المحافظ الاستثمارية، بصياغته الكلاسيكية بقياس عنصر المخاطرة بمقدار التباين في عائد المحفظة الاستثمارية. وذلك على الشكل التالي:

$$MinS = X_1^2 S_1^2 + X_2^2 S_2^2 ..... + X_n^2 s_n^2 \sum_{i \neq j} X_i X_j r_{ij} S_i S_j$$

حيث أن :

X_j, x_i : نسبة النقود المستثمرة في السهم i و j؛

S^2 : تباين عوائد السهم i ؛

r_{ij} : معامل الارتباط بين عوائد السهم i و j ؛

S_i, S_j : الانحراف المعياري لعوائد السهم i و j .

لحل المسألة نستعين بحساب تسعيرة المخاطرة والتي تساوي:

تسعيرة المخاطرة = عائد المحفظة / مخاطرة المحفظة

وعليه سنبحث على أعلى قيمة لتسعيرة المخاطر والتي بدورها تعني أن العائد سيكون أكبر من الخطر أي بسط الدالة أكبر من المقام، في هذا الوضع سنبحث عن إيجاد الأوزان للمحفظة التي تحقق أعلى عائد مقابل ادني مخاطر للأصل. كل هذا مع بقاء نفس الشروط السابقة، إذن المسألة تصبح من الشكل التالي:

$$MaxS = \frac{X_1^2 S_1^2 + X_2^2 S_2^2 ..... + X_n^2 s_n^2 \sum_{i \neq j} X_i X_j r_{ij} S_i S_j}{\sum X_i E(Rm)_i}$$

St :

X1+X2+X3+X4 =1

X1, X2, X3, X4 > 0

بحيث $\sum X_i E(Rm)_i$ تعبر عن عائد المحفظة

يوضح الشكل (04–04) صياغة نموذج المحفظة المثلى للأسهم الأربعة في ورقة عمل الاكسل كالتالي:

الشكل رقم (04–06) ورقة العمل على برنامج إكسل

I7 | B

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1													
2													
3			أصول المحفظة										
4		السنوات	A	B	C	D				التباين المشترك			
5		2014	0,01617074	-0,0092365	0,01100503	-0,00202555				A	B	C	D
6		2015	0,01275858	-0,00308879	0,00766811	-0,0044387		SAIDAL	A	6,51986E-05	-3,83E-06	2,74E-05	6,76E-05
7		2016	-0,00509144	-0,00581342	0,001358	-0,02365259		NCA ROUIBA	B	-3,83E-06	6,41E-06	-1,96E-06	-3,54E-06
8		2017	0,00807547	-0,00902455	0,00476562	-0,00914571		EGH EL AURASSI	C	2,74E-05	-1,96E-06	1,27E-05	2,78E-05
9		العائد المتوقع	0,798%	-0,679%	0,620%	-0,982%		ALLIANCES ASSURANCES	D	6,76E-05	-3,54E-06	2,78E-05	7,04E-05
10													
11													
12		الوزن	35,184%	0,000%	64,816%	0,00%	1						
13		المخاطرة	0,00807457	0,00253137	0,00356181	0,00838909							
14													
15													
16		عائد المحفظة	0,68%										
17													
18		مخاطرة المحفظة	0,0068601										
19													
20		تسعير المخاطرة	0,99490768										
21													

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.2013

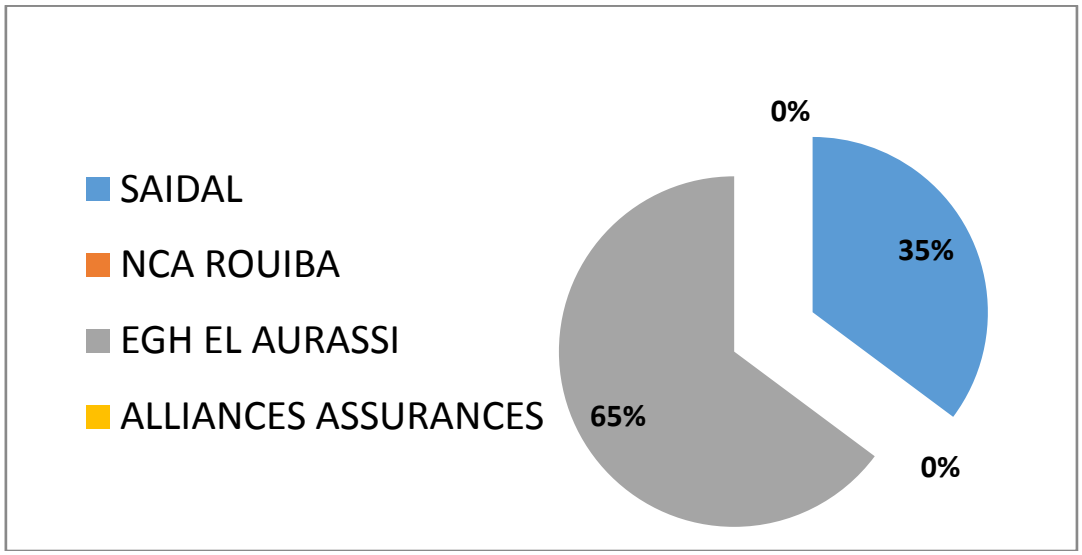
تم حل نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى بالاستعانة ببرنامج الاكسل بحيث تم استخدام الأداة Solver وبعد إدخال معلمات Solver نحصل على الشكل التالي:

الشكل رقم (04-07) محاكاة المحفظة الاستثمارية المثلى على نافذة Solver

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.2013

2- نتائج تحديد اوزان المحفظة الاستثمارية: بالاعتماد على نتائج نموذج ماركوتيز وبعد استخدام الأداة Solver في حل البرمجة التربيعية وفق القيود المبينة أعلاه، يمكن القول أن هناك إمكانية لبناء محفظة استثمارية مثلى للاسهم المدرجة ببورصة الجزائر وفق الأوزان التالية لإجمالي المبلغ المستثمر: 35%صيدال، 0% أن. سي. أ الرويبة، 65% مجمع تسيير فنادق الاوراسي، 0% اليانس للتأمينات.

الشكل رقم (04-08) أوزان المحفظة الاستثمارية المثلى للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر



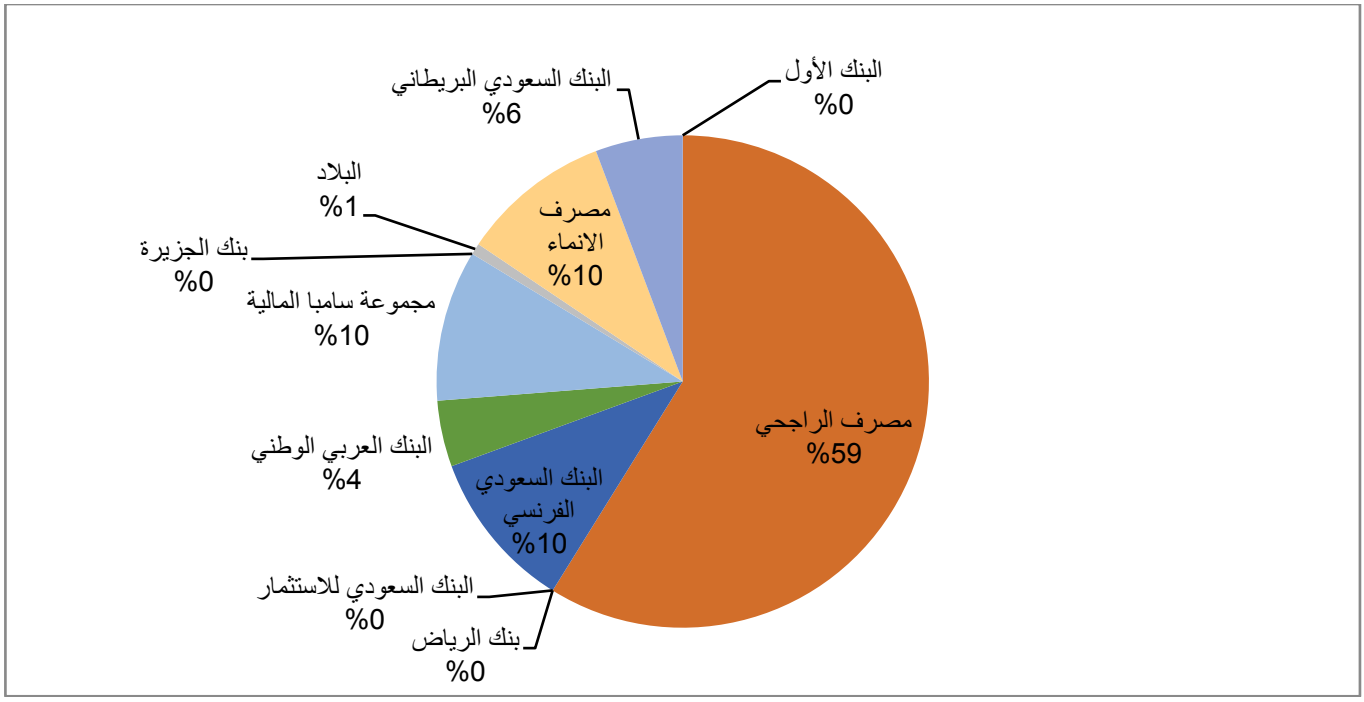
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الدراسة وبرنامج Excel.2013

بحيث يسمح هذا التنويع بالحصول على محفظة مثلى بمخاطر تقدر بـ: 0,0068601 % وعائد يقدر بـ: 0,68 %.

نلاحظ أن الانحراف المعياري لدالة الهدف صغير جداً، وهذا يعني أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية ببورصة الجزائر شبه ثابتة، وأن المستثمرين الحاليين في البورصة هدفهم هي العوائد المتحصل عليها في نهاية السنة المالية للشركة، وليست العوائد المتأتية من الفروق في أسعار الأسهم نتيجة التداول، مما يؤكد أن بورصة الجزائر بعيدة عن الحركيات والنشاط الموجود في البورصات العالمية.

و بنفس الخطوات السابقة التي تم اتباعها في اعداد المحفظة الاستثمارية المثلى ببورصة الجزائر تم اعداد المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم مؤسات القطاع المالي بسوق المال السعودي، وفيما يخص الأوزان لتوزيع المبلغ الإجمالي للمحفظة فهي كالأتي:

الشكل رقم (04–09) أوزان المحفظة الاستثمارية المثلى لأسهم القطاع المالي بالسوق المال السعودي



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الشكل رقم (04–07) أن نتائج المحاكاة للمحفظة الإستثمارية المثلى تُبين ارتفاع نسبة توظيف رأس المال المستثمر في سهم مصرف الراجحي والذي قدر بـ 59% (أكثر من نصف المال المستثمر)، يليه مجموعة سامبا المالية بنسبة 10%، ثم سهم البنك السعودي البريطاني بنسبة 6%، ثم البنك العربي الوطني بمقدار 4%، وبنك البلاد بمقدار 1%، بحيث يسمح هذا التنويع بالحصول على محفظة مثلى بمخاطر تقدر تقريبا بـ: 0,00000526 % (تقريبا المخاطرة منعدمة) وعائد يقدر بـ: 0.2711 %.

نستنتج أنه من خلال إستخدام البرمجة التربيعية في تحديد أوزان المحفظة الاستثمارية المثلى في كل من بورصة الجزائر والقطاع المالي في سوق المال السعودي وجود تفاوت كبير بين الأوزان لرأس المال المستثمر في أسهم الشركات كما أن نسبة الاستثمار في أسهم بعض الشركات منعدمة، كما يمكن القول أن التنويع في كل من المحفظتين السابقتين قد يخلق تفاوت كبير في العائد.

وعليه إن استخدام الطرق الرياضية في اتخاذ القرار الاستثماري العقلاني في الوقت المناسب وتحت مجموعة من القيود، يُمكن تحقيق إدارة أفضل للمخاطر على مستوى السوق المالي وذلك وفق أسلوب علمي دقيق ومدروس بهدف تعظيم العائد وتدنية المخاطر حفاظاً على رؤوس الأموال المستثمرة، وبهذا إمكانية توجيه مدخرات المؤسسات المالية والافراد لضخها في هذا الفرع الهام من القطاع المالي لتلبية حاجات التمويل المباشر لأصحاب العجز المالي وتشجيع الاستثمارات في مختلف الأدوات المالية المستحدثة بصفة عقلانية.[1]

1 – زواوي لحبيب، نعاس مريم نجاة، **قياس أمثلية المحفظة الاستثمارية باستخدام الخورزميات الجينية –حالة اسهم بورصة الجزائر** ، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر–الوادي– الجزائر، العدد 08، جوان 2015.، ص 132.

خاتمة الفصل

تناول هذا الفصل قياس القيمة العادلة والآثار الناجمة عن تطبيقها على الأسهم العادية وهذا على مؤسسات القطاع المالي بسوق المال السعودي والمؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر، وذلك بحساب مختلف المتغيرات الأساسية لاستخدامها في نماذج قياس القيمة العادلة من خلال استخدام كل من النماذج التالية: "نموذج التأكد العادل، نموذج مضاعف الربحية ونموذج التقييم المحاسبي–اهلسون–" .

كما تم إجراء مختلف الاختبارات لتوضيح قدرة كل نموذج على تفسير القيمة السوقية للسهم مع إجراء اختبارات للمفاضلة بين النماذج المستخدمة، كما تمت محاولة لتشكيل محفظة استثمارية مثلى لكل من سوق المال السعودي وبورصة الجزائر وفق نموذج ماركوتيز (عائد – مخاطرة).

لقياس اثر تطبيق القيمة العادلة تم اختيار القطاع المالي بسوق المال السعودي فقط يرجع ذلك ان كل المصارف بالمملكة السعودية ملزمة بتطبيق معايير المحاسبة الدولية في إعداد تقاريرها المالية، وعليه فإنها تطبق القيمة العادلة في عمليات القياس للأصول المالية، في الإطار التطبيقي للقياس تم استخدام أسلوب التحليل القياسي للبيانات الطولية او المدمجة (بانل)، وهذا بتصميم نموذجين للتعرف على العلاقة مابين العائد والمخاطر النظامية (معامل بيتا) للاسهم، وأيضا العلاقة مابين القيمة السوقية والربح الموزع للاسهم، وهذا بالقيام بتحليل السلاسل الزمنية المقطعية والنماذج المكونة لها، والبحث عن افضلها عن طريق اجراء اختبارات المفاضلة بين النماذج، وبعدها تم اختبار التكامل المشترك لفحص وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين لكلا النموذجين المعتمدين، في الأخير خلصت الفصل إلى:

– إمكانية استخدام نموذج جوردن، التأكد العادل، مضاعف الربحية ونموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) في قياس القيمة العادلة لأسهم عينة الدراسة؛

– يُعد نموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) الأفضل مابين النماذج المستخدمة في تفسير القيمة السوقية بسوق المال السعودي؛

– يُعد نموذج التأكد العادل الأفضل في قياس القيمة العادلة ببورصة الجزائر مقارنة بالنماذج الأخرى المستخدمة في الدراسة؛

– توجد علاقة طويلة وقصيرة الأجل باثر سالب ومعنوي بين العوائد والمخاطر النظامية لاسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي؛

– لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية لاسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي؛

–توجد إمكانية لتشكيل محفظة استثمارية مثلى في كل من سوق المال السعودي وبورصة الجزائر؛

الخاتمة العامة

الخاتمة

تستمد دراسة أثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية أهميتها من دورها في توعية المستثمرين والمسيرين الماليين في اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية، والتي من شأنها أن تحُد من بعض المخاطر الاستثمارية وتحقيق أقصى العوائد إلى الفرد المستثمر أو المنشأة، لذلك ومن أجل الوصول إلى اهداف الدراسة كان لزاماً علينا من جهة أولى دراسة للإطار المفاهيمي للقيمة العادلة، ومن جهة ثانية التطرق إلى ماهية الأصول المالية وأيضاً الإشارة إلى أساسيات وتقنيات الاستثمار المالي، وانطلاقاً من الدراسات السابقة تم قياس القيمة العادلة للأسهم عينة الدراسة ومقارنتها بالقيمة السوقية وهذا باستخدام مجموعة من النماذج، كما تم تحديد أفضل نموذج مُمكن استخدامه بحيث تكون القيم العادلة وفق هذا النموذج أقرب إلى القيمة السوقية وهذا باجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية المتمثلة في معامل التحديد لقياس القدرة التفسيرية للنموذج في تقييم القيمة السوقية وأيضا اختبار ويلكسون للاختبار وجود فروق إحصائية بين القيم العادلة (لكل النماذج) والقيمة السوقية، بالإضافة تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية والرياضية لنظرية القياس الاقتصادي، ولإعطاء احسن نموذج لأثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية تم استخدام نماذج بانل لقياس العلاقة بين المعامل بيتا الممثل للمخاطر النظامية وعوائد الأسهم وأيضاً العلاقة بين الأرباح الموزعة والأسعار السوقية للأسهم بالبورصة باعتبار أن كل من المخاطر النظامية والأرباح الموزعة للأسهم هي معلومات مبنية أساساً على تطبيق القيمة العادلة، كما أن العائد والأرباح الموزعة للسهم تُعبر عن قيمة السهم (الأصل المالي).

وعلى هذا الأساس جاء بحثنا في اربع فصول يُمكن استنتاج خاتمة لأهم ماجاء في كل فصل منها، ثم التطرق إلى النتائج العامة وأخيراً التوصيات وافاق الدراسة.

إهتم الفصل الأول بإبراز الحقائق والمفاهيم الأساسية حول القيمة العادلة ومشكلات تطبيقها والأثار المترتبة من استخدامها وأيضا مقارنة بين واقع معايير المحاسبة الدولية والبيئة المحاسبية الجزائرية وأيضا التطرق إلى كيفية المعالجة المحاسبية للقيمة العادلة وفق النظام المحاسبي المالي الجديد .

أما الفصل الثاني حاولنا الإشارة إلى الأصول المالية وهذا بالتركيز على كل من الأسهم والسندات والمشتقات المالية، بحيث تم توضيح المفاهيم الأساسية والانواع والخصائص لكل نوع.

بينما خصصنا الفصل الثالث لأساسيات وتقنيات تقييم الأسهم والاستثمار فيها، بحيث تضمن عرض مفصل لنماذج قياس القيمة العادلة للاسهم والسندات، والعوامل المحددة للقيمة السوقية وأيضا اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ونماذج تقييم وتشكيل محفظة استثمارية مثلى.

ولتناول إشكالية البحث بتحليل علمي ارتأينا في الفصل الرابع اجراء دراسة تطبيقية على السوق المالي السعودي وبورصة الجزائر، ذلك بتحليل تأثير القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية من خلال اعتبار المخاطر النظامية والارباح الموزعة متغيرات رئيسية متحكمة في تقلبات قيمة الاسهم (الأصل المالي).

نتائج وتوصيات الدراسة:

إنطلاقا من التساؤلات المطروحة في المقدمة العامة لهذه الدراسة، وبعد تحليلها للموضوع ومناقشته في اربع فصول أمكننا التوصل إلى تسجيل جملة من النتائج والاقتراحات، وهي كما يلي:

النتائج:

1. إن تطبيق القيمة العادلة داخل البيئة المحاسبية الجزائرية يرجع لقرار المؤسسة في الاستخدام، على عكس سوق المال السعودي الذي ألزم المؤسسات باستخدام المعايير المحاسبية الدولية (تطبيق القيمة العادلة)، كما أن المصارف ملزمة منذ تاسيسها بتطبيقها من طرف مؤسسة النقد العربي؛
2. إمكانية استخدام نموذج جوردن، التأكد العادل، مضاعف الربحية ونموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) في قياس القيمة العادلة لأسهم عينة الدراسة؛
3. لإختبار الفرضية الأولى تم اجراء اختبار wilcoxon بين أسعار الأسهم الحقيقية وأسعارها السوقية وفقاً للنماذج المستخدمة تبين ما يلي أنه:
   - توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05، بين أسعار الأسهم السوقية والأسعار المحسوبة لشركات القطاع المالي بالسوق السعودي وفق نموذج مضاعف الربحية ونموذج التأكد العادل ".
   - لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05، بين أسعار الأسهم السوقية والاسعار المحسوبة لشركات القطاع المالي بالسوق السعودي وفق نموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) "
   - لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05، بين أسعار الأسهم السوقية والأسعار المحسوبة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر نموذج التأكد العادل ونموذج مضاعف الربحية".
4. يُعد نموذج التقييم المحاسبي (اهلسون) الأفضل مابين النماذج المستخدمة في تفسير القيمة السوقية بسوق المال السعودي وهو مايؤكد صحة الفرضية الثانية؛
5. يُعد نموذج التأكد العادل الأفضل في قياس القيمة العادلة ببورصة الجزائر مقارنة بالنماذج الأخرى المستخدمة في الدراسة وهو مايؤكد صحة الفرضية الثالثة؛
6. كل من السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة القياسية (RT, Bita, V, R) مستقرة في المستوى I(0)؛
7. توجد علاقة توازنية طويلة وقصيرة الأجل باثر سالب ومعنوي بين العوائد والمخاطر النظامية (RT & Bita) لاسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي، وعليه نرفض الفرضية الخامسة، بحيث

اتجاه العلاقة بين العوائد والمعامل بيتا –المخاطرالنظامية– كان في هاته الدراسة سالب ومخالف لأدبيات للنظرية الاقتصادية التي توضح العلاقة بين العائد والخطر؛

8. لا توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين الأرباح الموزعة والقيمة السوقية (V & R) لأسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي، وعليه نرفض الفرضية السادسة؛
9. قدرة النموذج الأول (المفسر للعلاقة بين RT & Bita) للرجوع لنقطة التوازن والتكيف في الاجل الطويل.
10. توجد إمكانية لتشكيل محفظة استثمارية مثلى في كل من سوق المال السعودي وبورصة الجزائر.

التوصيات: يتعين علينا في خاتمة الدراسة تقديم جملة من التوصيات ذات الصلة بالموضوع محل الدراسة نوردها فيما يلي:

– البحث دائما عن النموذج المناسب والمساعد لتقييم الأسهم حسب القطاع والبيانات المتوفرة؛

– ضرورة استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية؛

– العمل على تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر وذلك من خلال:

- ادراج مؤسسات جديدة ضمن البورصة؛
- تنويع الأدوات المالية وابتكار صيغ جديد للتمويل؛
- توفير وتحيين المعلومات عن الشركات المدرجة بالبورصة، وهذا بتجسيد نظام معلومات يُمكن المستثمر للولوج واستغلال المعلومة في قرارات الاستثمار.

– البحث في تطوير العمل بالقيمة العادلة في ظل عدم توفر أسواق نشطة؛

– تفعيل المؤسسات ببورصة الجزائر ودمج المؤسسات غير المدرجة ايضا في البورصة من اجل تحقيق وتطبيق القيمة العادلة؛

– نشر روح الاستثمار في الأسواق المالية لدى الافراد والمؤسسات والسعي نحو تطوير بورصة الجزائر لتصل الى حد الكفاءة؛

– الاهتمام بموضوع القياس المحاسبي نظرا لدور المعلومة في الوقت الحالي؛

– ضرورة تشجيع استخدام القياس بالقيمة العادلة، وهذا بدعم من المهنيين المحاسبيين والكوادر الجامعية؛

– التنسيق بين أكاديميين ومنهي المحاسبة من اجل التعرف والتقرب من واقع التقييم المحاسبي والمحاولة من القضاء عل مشاكل واختلافات القياس والتقييم؛

– توفير سوق مالي نشط للمساعدة في قياس القيمة للأصول، وتوفير هيئات مختصة مساعدة في التقييم في حالة التعذر لتقييم أصل مالي وفق القيمة العادلة؛

– محاولة توحيد القياس المحاسبي باستخدام القيمة العادلة داخل البيئة المحاسبية الجزائرية، وهذا بوضع قواعد وأسس واضحة وموحدة لتقنيات القياس المحاسبي للعناصر المالية.

افاق الدراسة: يبقى هذا البحث كمحاولة لفتح المجال لبحوث أخرى في هذا الميدان الذي يبقى فضاء واسعاً ومهماً للبحث والتنقيب والإثراء، في هذا الإطار يُمكن اقتراح بعض المواضيع الجديرة بالدراسة والبحث، كون هذا البحث لم يكن كاملاً لعدم تغطية كل جوانب الدراسة، سواء من حيث المتغيرات أو طريقة الدراسة والتحليل أو الفترة وعينة الدراسة المستخدمة، وفيما يلي نذكر هاته المواضيع:

- إعادة اجراء هاته الدراسة على مستوى باقي القطاعات مع الحفاظ على نفس المتغيرات؛
- إسقاط الدراسة على بورصة الجزائر؛
- اختبار اثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول الثابتة؛
- اختبار تأثير تطبيق القيمة العادلة على متغيرات أخرى (سواء داخل المؤسسة او خارجها)، من أجل إعطاء نظرة موسعة من اثار استخدام القيمة العادلة في القياس؛
- تقييم فعالية نماذج قياس القيمة العادلة في تقييم الأسهم؛
- تقديم نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية؛
- تحليل واقع تطبيق القيمة العادلة من الجانب التشريعي.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع باللغة العربية

✓ **الكتب:**

1. ابراهيم الكراسنة، **ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات** ، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2010.
2. ابراهيم مراد الدعمة، مازن حسن الباشا، **اساسيات في علم الاحصاء مع تطبيقات SPSS**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013.
3. ابن منظور، **لسان العرب**، دار المعارف، القاهرة، 1981.
4. احمد حلمي جمعة، **معايير التقارير المالية الدولية**، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان– الاردن، بدون سنة نشر،.
5. اشرف مصطفى توفيق، **كيف تتعلم استثمار الاموال؟**، الطبعة الاولى ، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة–مصر، 2008.
6. اضاءات مالية ومصرفية، **المحفظة الاستثمارية** ، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، يونيو 2014، السلسلة السادسة، العدد 11.
7. امين السيد احمد لطفي، **المحاسبة في شركات السمسرة في الاوراق المالية** ، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2008.
8. اندراوس عاطف وليم، **اسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
9. جاري كوب، **تحليل البيانات الاقتصادية** ، ترجمة: فهد بن خلف وعبد الله بن صالح والحميد، المملكة العربية السعودية، معهد الإدارة العامة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2009.
10. جميل احمد توفيق، علي شريف، **الإدارة المالية**، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، 1980.
11. حسين بلعجوز والجودي صاطوري، **تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية** ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
12. حمدي عبد العظيم، **اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2002.
13. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2004.
14. حنان حلوة رضوان وآخرون، **أسس المحاسبة المالية**، دار ومكتبة حامد، عمان–الاردن، 2004.
15. حنان حلوة رضوان، **بدائل القياس المحاسبي المعاصر** ، الطبعة الأولى، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دار وائل للنشر، 2003.
16. خالد وهيب الراوي، **إدارة المخاطر المالية** ، الطبعة الثانية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2011.

17.خريوش حسني علي وآخرون، **الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)** ، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010.

18.الخضيري محسن أحمد، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، اينزاك للنشر والتوزيع، مصر، 1999.

19.دريد كامل آل شبيب، **ادارة المحافظ الاستثمارية** ، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2010.

20.دريد كامل آل شبيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوري، عمان، 2009.

21.دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية** ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2012.

22.دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ، الطبعة الاولى، دار المسيرة، عمان –الأردن، 2007.

23.دريد كامل أل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان –الأردن، 2009.

24.زيادة رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي** ، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2007.

25.سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها**، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.

26.سهيل مقابلة، **كيف تستثمر بسوق الأسهم –حالة سلطنة عمان**، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2012.

27.سيد سالم عرفة، **ادارة المخاطر الاستثمارية** ، الطبعة الاولى ، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.

28.السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير** ، الطبعة الأولى ، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2010.

29.شمعون شمعون، **بورصة الأوراق المالية**، أطلس للنشر، الجزائر، 1993.

30.طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والاساسي للأوراق المالية** ، جامعة عين شمس، كلية التجارة، مصر، 1998.

31.طارق عبد العال حماد، **المدخل الحديث في المحاسبة–المحاسبة عن القيمة العادلة–** ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2003.

32.طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية المفاهيم–إدارة المخاطر– المحاسبة** ، الدار الجامعية، الإسكندرية–مصر ، 2001.

33.طارق عبد العال حماد، **دليل التعامل في البورصة**، الدار الجامعية، الاسكندرية–مصر، 2007.

34. طارق عبد العال حماد، **موسوعة معايير المحاسبة**، الجزء الرابع، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2016.
35. طارق عبد العال حماد، **موسوعة معايير المحاسبة–المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية**، الجزء الثالث، الدار الجامعية ، الإسكندرية–مصر، 2003/2002.
36. طاهر حيدر حردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997.
37. عادل محمد رزق، **الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية**، دار طيبة، مصر، 2004.
38. عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية** ، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان–الاردن، 2010.
39. عبد الغفار حنفى، **الإدارة المالية–مدخل اتخاذ القرارات–**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية –مصر، 2008.
40. عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية** ، الدار الجامعية –الإسكندرية، 2002.
41. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **اسواق المال وتمويل المشروعات**، الدار الجامعية، مصر 2005.
42. عبد القادر السيد متولي، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير** ، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان ، 2010.
43. عدنان تايه النعيمي واخرون، **الإدارة المالية النظرية والتطبيق** ، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2014.
44. عدنان تايه النعيمي وارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة** ، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2009 .
45. عديلة مريمت، **مطبوعة في مقياس البورصة والاوراق المالية** ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة.
46. عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008.
47. عمار موسى وعلي مصطفى، **الإدارة المالية للشركات**، سسلسلة الرضا للمعلومات، دمشق–سوريا، 2005.
48. غازي فلاح الموم ري، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة** ، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2003.
49. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان–الاردن، 2010.
50. فهد الحويماني، **المال والاستثمار في الاسواق المالية** ، الطبعة الثانية، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض–السعودية، 2006.
51. كمال عبد العزيز النقيب، **تطور الفكر المحاسبي**، مطبعة الفطافطة للنشر، الزرقاء، الأردن، 1999.
52. لخضر علاوي، **معايير المحاسبة الدولية**، دار النشر الأوراق الزرقاء العالمية، الجزائر، 2012.

53.مجمع اللغة العربية، **المعجم الوسيط**، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004.

54.محروس حسن، **الأسواق المالية والاستثمارات المالية**، كتب عربية للنشر والتوزيع الالكتروني.

55.محمد صالح الحناوي واخرون، **اساسيات الادارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية–مصر، 2001.

56.محمد صالح الحناوي واخرون ، **تحليل وتقييم الاوراق المالية** ، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001–2002.

57.محمد علي إبراهيم العامري، **إدارة محافظ الاستثمار**، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013.

58.محمد محمود الخطيب، **الاداء المالي واثره على عوائد اسهم الشركات** ، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2010.

59.محمد مطر، **إدارة الاستثمارات –الإطار النظري والتطبيقات العملية**، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان–الاردن، 2009.

60.محمد مطر، موسى السيوطي، **التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية** ، دار وائل للنشر، عمان–الأردن، 2008.

61.محمد يوسف ياسين، **البورصة –عمليات البورصة–تنازع القوانين–اختصاص المحاكم** ، الطبعة الأولى، منشوات الحلبي الحقوقية، بيروت–لبنان، 2004.

62.محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية –مؤسسات–أوراق –بورصات** ، دار الشروق للنشر والتوزيع،عمان الأردن، 2005.

63.منير ابراهيم هندي، **الادارة المالية –مدخل تحليلي معاصر–**، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية –مصر، 2006.

64.مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي 32: "الادوات المالية: العرض"**، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

65.مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي رقم 16: العقارات والآلات والمعدات** ، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

66.مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي رقم 36: الهبوط في قيمة الأصول** ، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

67.مؤسسة المعايير الدولية للتقارير المالية، **معيار المحاسبة الدولي رقم 38: الأصول غير الملموسة**، ترجمة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

68.مؤيد الفضل، **تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة – منهج كمي مع دراسة الحالة–** ، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

69.نعيم سابا الخوري، **القيمة العادلة والإبلاغ المالي** ، ملتقى جمعية المحاسبين القانونيين، المركز الثقافي العربي، دمشق– سوريا، 2007/07/21.

70.نغم عبد الرحمن القرا، **دليل المستثمر الصغير** ، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، القاهرة–مصر، 2012.

71.هبة محمود الطنطاوي الباز، **التطورات الحديثة في الصناعة المصرفية واستراتيجية عمل البنوك في مواجهتها**، القصر للطباعة والدعاية والاعلان، مصر، 2006.

72.هيثم عجام، **التمويل الدولي**، دار زهران، عمان الأردن، 2006.

73.الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، **التحول الى المعايير الدولية (المحاسبة والمراجعة)** ، الجريدة للخدمات الإعلامية، الرياض، ابريل 2017.

74.الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، **مفاهيم المحاسبة المالية**. موجود على الرابط :
http://socpa.org.sa/SOCPA/files/9a/9aa1cdaf-6094-4754-bc12-da3e7e5f07fa.pdf تاريخ التصفح: 2017/06/12 الساعة 16:00.

75.وسام ملاك، **البورصات والأسواق المالية العالمية** ، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني–مكتبة رأس النبع للطباعة والنشر، بيروت–لبنان، الجزء الأول، 2003.

76.وليد ناجي الحيالي، **نظرية المحاسبة**، منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2007.

77.يوسف حسن يوسف، **الصكوك المالية وانواعها**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية–مصر، 2014.

✓ **<u>الأطروحات:</u>**

78.إبراهيم محمد الطحان، **اثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على مخاطر عملية المراجعة– دراسة نظرية وميدانية** ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص الفلسفة في المحاسبة، كلية التجارة جامعة كفر الشيخ، 2017.

79.جمال علي عطية الطرايرة، **التوجه الحديث للفكر المحاسبي لمفهوم القيمة العادلة واثره على الإبلاغ المالي للقوائم المالية للبنوك العاملة في الأردن** ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، 2005.

80.جورج دانيال، **ترشيد القياس المحاسبي للاداء الاجتماعي في الوحدات الاقتصادية**، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة عين شمس، القاهرة، 1993.

81.حمدي فلة، **تأثير استخدام القيمة العادلة على المؤشرات المالية في المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة مؤسسة الكوابل –بسكرة**، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) علوم تجارية تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017/2016.

82.رفيقة صغراوي، **إشكالية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية على ضوء معايير المحاسبة الدولية والنظام المالي الجزائري (دراسة ميدانية لعينة من الأكاديميين والمهنيين**

المحاسبيين الجزائريين) ،أطروحة دكتوراه (غير منشورة) ، علوم تجارية تخصص: دراسات محاسبية وجبائية معمقة، جامعة قاضدي مرباح ورقلة، 2018.

83.سميحة بن محياوي، **دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية –دراسة حالة بعض الدول العربية–**، اطروحة دكتوراه (غير منشورة) في العلوم التجارية تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر–بسكرة، 2015/2014.

84.مجاهد كنزة، **تاثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panel Data Analysis** ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص اقتصاد نقدي ومالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد– تلمسان، 2015–2016.

85.محمد حسان بن مالك، **إشكالية القياس والإفصاح بالقيمة العادلة وأثرها على الخصائص النوعية للقوائم المالية في النظام المحاسبي المالي الجزائري** ، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في علوم التسيير، (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح– ورقلة، 2016/2015.

86.مخلوفي نعيمة، **مدى إمكانية تطبيق مفهوم القيمة العادلة في الجزائر على ضوء المتغيرات المحاسبية العالمية**، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الجزائر3، 2016.

✓ **<u>المجلات والدوريات</u>**

87.إبراهيم خليل حيدر السعدي، **مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم واثرها على استبدال الأصول**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، 2009.

88.إبراهيم يعقوب إسماعيل وهلال يوسف صالح، **إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية "دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية"** ، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا، العدد 17(2)، 2016.

89.احمد حسين بتال العاني، **استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى مع الاشارة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية** ، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد الثاني، 2008 .

90.باهية زعيم، عبد الغاني دادن، **واقع ومعوقات استخدام القيمة العادلة في القياس المحاسبي** ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الشهيد حمة لخضر–الوادي–الجزائر، العدد السابع، 2016،.

91.بزاز حليمة، **المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)** ، مجلة كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية – قسنطينة، العدد الأول.

92.بن شعيب فاطمة الزهراء، بوزاهر سيف الدين ، **ادراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر: الفعالية والأداء**، مجلة المالية والأسواق، جامعة ابن باديس مستغانم، الجزائر، المجلد 2، العدد 03.

93.جاب الله عادل رياض، **المشتقات المالية ودورها في تكريس الازمات المالية العالمية** ، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة المالية، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، المجلد 5، العدد 01، 2016.

94.جبر إبراهيم الداعور ومحمد نواف عابد، **إعادة تقييم الأصول الثابتة في فلسطين–دراسة ميدانية** ، مجلة جامعة الازهر–غزة، سلسلة العلوم الإسلامية، 2008، المجلد10، العدد1–A .

95.جميل حسن النجار، **أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على موثوقية و ملاءمة معلومات القوائم المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة الفلسطينية – دراسة تطبيقية من وجهة نظر مدققي الحسابات و المديرين الماليين**–، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 9، العدد 3، 2013.

96.حسنين فيصل حسن شومان وكوثر حميد هاني الموسوي، **أثر ربحية ومقسوم أرباح السهم العادي في قيمة الشركة: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة كلية الدراسات الإنسانية الجامعة، العدد 2، العراق، 2012.

97.حسين محمد حسين سمحان، **اثر هيكل راس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية** ، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 17، جوان 2015.

98.رتيعة محمد، **استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية** ، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02 سبتمبر 2014.

99.رضا إبراهيم صالح، **أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية** ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، المجلد 46، العدد 02، جويلية 2009.

100.رياض بن محمد الخريف، **سوق الأسهم السعودية: هل هناك علاوة كبيرة؟**، إدارة الأبحاث الاقتصادية، مؤسسة النقد العربي السعودي، جوان 2015.

101.زكريا يحيى الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية** ، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012.

102.زهير خضر ياسين، **القياس المحاسبي بين الكلفة التاريخية والقيمة العادلة** ، مجلة المنصور، العدد 14، الجزء الثاني، العراق،2010.

103.زياد فراس الذنيبات، **محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للفترة من (2012–2015)**، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، العدد 05، المجلد 1، 2015.

104.شافية كتاف وذهبية لطرش، **عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية**، مجلة افاق للعلوم، جامعة الجلفة، العدد السابع –مارس 2017.

105. صابرين جمال جلال الزلزلي، **تأثير اختيار آسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية**، كلية الإدارة والاقتصاد –جامعة القادسية، 2016. مقال موجود على الموقع التالي: http://qu.edu.iq/repository/?p=9054 ، تاريخ التصفح: 1017/02/13، الساعة 14:00.

106. صافي فلوح، عيسى هاشم حسن، **محاسبة القيمة العادلة في شركات التأمين دراسة تطبيقية** ، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 1، 2011.

107. صندوق النقد العربي، **النشرة الفصلية لأداء الأسواق المالية العربية** ، الربع الثالث، 2017، العدد 90.

108. عابد بن عابد العبدلي، **محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل** ، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد 12، عدد 1، 2010.

109. عبد الرحمان بن محمد الزين، **دراسة مقارنة لأسس القياس المحاسبي في الأطر الفكرية للمفاهيم المحاسبية السعودية والأمريكية والبريطانية والدولية** ، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد الثامن عشر، محرم 1432 هـ.

110. عبد السلام بلبالي، حسين بن العارية، **قياس القيمة العادلة للأسهم باستخدام (نموذج جوردن والتأكد المعادل) واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها** ، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، مخبر الدراسات الاقتصادية والتنمية المحلية بالجنوب الغربي، جامعة طاهري محمد– بشار– الجزائر، المجلد 01، العدد 04، نوفمبر 2017.

111. عبد الكريم احمد قندوز، **حقيقة المشتقات الائتمانية أداة لتعزيز متانة النظام المالي ام لهشاشته؟**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة البليدة 2، المجلد 04، العدد 01.

112. عبد الله علي عسري، **معايير المحاسبة السعودية بين التبني او التوفيق مع معايير المحاسبة الدولية: دراسة تحليلية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والادارة، مجلد 28، العدد2.

113. عبد الناصر ابراهيم، **العلاقة بين توزيعات الارباح والعوائد السوقية ومدى تاثرها بربحية الشركات وحجمها ودرجة المخاطر اللانظامية** ، مجلة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد 17، العدد 1، 2003.

114. علي محمد علي الصياد، **اثر تطبيق القيمة العادلة على جودة التقرير المالي وعلى أسعار الأسهم في البورصة المصرية**، المجلة العلمية –التجارة والتمويل، المجلد 2، العدد 4، 2013.

115. عماد عبد الحسين دلول، **تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) –دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية**، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.

116. عيساوي سهام، **مخاطر المشتقات المالية وادارتها** ، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة المدية، العدد2، جانفي 2014.

117. فؤاد عبد الحميد النواجحة، **اختبار قدرة نموذجي والتر والتأكد المعادل في تحديد أسعار الأسهم الحقيقية في بورصة فاسطين** ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية الإدارية، جامعة ام البواقي–الجزائر، العدد 6، ديسمبر 2016.

118. كرار سليم عبد الزهرة واخرون ، **قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية –دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية–** ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة –العراق، المجلد 09، العدد 29.

119. كمال احمد يوسف، كفاح صلاح إبراهيم، **اثر محاسبة القيمة العادلة على المحاسبة الإبداعية "دراسة ميدانية"**، مجلة الدراسات العليا، جامعة النيلين، مجلد5، عدد20.

120. محمد حسان بن مالك ومحمد بشير غوالي، **اثر القياس المحاسبي المستند الى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشطة في الجنوب الشرقي– دراسة تطبيقية** ، مجلة الباحث، عدد 15، 2015، جامعة قاصدي مرباح– ورقلة.

121. محمد زرقون وفارس بن يدير، **واقع تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية – دراسة ميدانية؛ فئة المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية وفئة الاكاديميين والمهنيين المحاسبيين**–، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 04، جوان 2016، جامعة قاصدي مرباح– ورقلة.

122. محمد سفير وجمال مدات، **القيمة العادلة بين حتمية التطبيق وإشكالية التحديد**، مجلة المعارف، قسم العلوم القانونية والاقتصادية، العدد 13، ديسمبر 2012.

123. منذر الشرع وفوزي الخطيب، **سوق عمان المالي ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية: دراسة قياسية**، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 10، العدد 3، 1999.

124. ياسر احمد الجرف، **اثر استخدام المحاسبة عن القيمة العادلة على دقة التنبوءات المحاسبية– دراسة نظرية وميدانية–** ، مجلة المحاسبة والمراجعة AUJAA، كلية التجارة، جامعة بني سويف، مصر، المجلد 05، العدد 01، يناير 2017.

✓ **المداخلات والملتقيات:**

125. براق محمد، بوسبعين تسعديت، **تطبيق النظام المحاسبي المالي ومتطلبات تكييف النظام الجبائي الحالي**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر.

126. بن قانة اسماعيل، **تحليل البيانات الإحصائية باستخدام برنامج Eviews**، محاضرة ضمن الدورة التدريبية عن استخدام الحاسب الالي في تحليل البيانات باستخدام برنامجي SPSS و Eviews، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2014.

127. تيقاوي العربي، **النظام المحاسبي الجزائري الجديد بين متطلبات التوافق مع المعايير الدولية للمحاسبة وتحديات التطبيق مع البيئة الجزائرية** ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر.

128. دهمش نعيم وعفاف أبو زر، **موثوقية وملائمة القيمة العادلة وإمكانية تطبيقها** ، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي المهني السابع لجمعية المحاسبين القانونيين الأردنية، 12-14 سبتمبر2006، الأردن.

129. شعيب شنوف و زاوي أسماء، **دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة المالية العالمية**، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.

130. محمد الشوربجي، **اثر تكنولوجيا المعلومات على النمو الاقتصادي، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول راس المال الفكري في منظمة الاعمال**، جامعة الشلف، 2011.

131. محمد زرقون، نور الدين بعيليش، **المشكلات الضريبية لتطبيقات القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية وعلى ضوء معايير المحاسبة الدولية** ، مداخلة ضمن المؤتمر الاكاديمي والمهني السنوي الخامس "المحاسبة في مواجهة التغيرات الاقتصادية والسياسة المعاصرة"، 2014/09/27، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر.

132. مسعود درواسي وضيف الله محمد الهادي، **مقارنة النظام المحاسبي المالي SCF بالمعايير الدولية للمحاسبة IAS/IFRS (قياس وتقييم لبنود القوائم المالية)** ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة يومي 13-14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة-الجزائر.

133. مصطفي راشد العبادي، **مدى حاجة معايير المحاسبة والمراجعة السعودية لتبني القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح والمراجعة بالقوائم المالية-دراسة تحليلية مقارنة-** ، بحث مقدم في الندوة

الثانية عشر لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية بعنوان "مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرين، كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك سعود–المملكة العربية السعودية، 18–19 ماي 2010.

134. هواري معراج، حديدي ادم، **إشكالية تطبيق القيمة العادلة كأساس للقياس والإفصاح في القوائم المالية للبنوك التجارية الجزائرية** ، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة والمعايير الدولية للمراجعة، يومي 13–14 ديسمبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة–الجزائر.

135. هوام جمعة، حديدي آدم، **أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ICIEF حول: « النمو والعدالة والاستقرار: من منظور إسلامي»، 11/09 سبتمبر 2013، اسطنبول، تركيا.

✓ **التشريعات والقوانين:**

136. رئاسة الجمهورية، **الجريدة الرسمية**، العدد 14، 25 فبراير 2010.

137. رئاسة الجمهورية، **الجريدة الرسمية**، القرار المحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد تسيرها، العدد 19، 2009.

✓ **المواقع الالكترونية:**

138. إعلان من هيئة السوق المالية بشأن إلزام الشركات المدرجة في السوق المالية بالإفصاح على مراحل عن مواكبتهم للتحول لمعايير المحاسبة الدولية موجود عل ى الرابط التالي:
https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2107.aspx تاريخ التصفح : 03/12/2017 الساعة: 14:00.

139. إعلان من هيئة السوق المالية بشأن إلزام الشركات المدرجة في السوق الموازية في السوق المالية بالإفصاح على مراحل عن مواكبتهم للتحول لمعايير المحاسبة الدولية ، موجود على الرابط التالي:
https://cma.org.sa/Market/NEWS/Pages/CMA_N_2255.aspx تاريخ التصفح : 13/10/2017 الساعة: 18:40.

140. بورصة الجزائر، **مطوية أوامر البورصة** ، ص 1، موجودة على الموقع :
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf

141. بورصة الجزائر، **مطوية لتعريف بورصة الجزائر** ، ص 1، موجودة على الموقع :
http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf

142. غادة الحلايقة، **مفهوم القيمة**، مقال على الانترنت، موجود على الرابط: تاريخ التصفح 2017/09/14 الساعة 21:08.
http://mawdoo3.com/%D9%85%D9%81%D9%87%D9%88%D9%85_%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9

143. موقع أسواق الاسهم www.investing.com

144. الموقع الالكتروني:https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13 تاريخ التصفح: 2017/02/02 الساعة 14:34.

145. الموقع الالكتروني:https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13 تاريخ التصفح: 2017/02/02 الساعة 14:34.

146. موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz

147. موقع سوق المال السعودي www.tadawul.com.sa

148. هند الحربي، **اختبار ويلكسون**، مقال موجود على الرابط :
http://idarahtrb.com/2013/11/%D8%A7%D8%AE%D8%AA%D8%A8%D8%A7%D8%B1-wilcoxon/

149. هيئة السوق المالية، **الاستثمار في سوق الأسهم**، المملكة العربية السعودية، ص 3، موجود على الرابط التالي:https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf.

✓ الاحاديث التلفزيونية والإذاعية:

150. ميسا القلا، **كيف سيؤثر تطبيق المعايير المحاسبية الدولية على الشركات السعودية؟**، CNBC عربية، 2017/02/01، الساعة 17:17، موجود على الموقع: www.cnbcarabia.com

✓ المراجع باللغة الأجنبية

151. A.A.A, Research in accunting measurement, Collected papers. 1966.
152. Alain Pirotte, **Econométrie des données de panel: Théorie et application**, Edition Economica, Paris, France, 2011.
153. Andrew Levin, Chien-Fu Lin and others, **Unit root test in panel data : Asymptotic and finite sample properties**, Journal of econometrics,Vol.108,Issue 1, May 2002.
154. Anjan Thakor, **International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce**, center for capital markets competitiveness, winter 2015, Available on the following link : http://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7_Financial_markets.pdf
155. AP Faure, **Bond Market :An introduction,** Quoin Institute (pty) Limited ,1st edition, 2013.
156. -B. Jacquillat & B. Solonik, **Marché financiére : gestion de portefeuille des risques**, Dunod Editions, 2eme édition, paris, 1990.
157. Badi H.Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons, Ltd, 3rd ed, UK, 2005.
158. Beatty .A, **The effects of fair falue accounting on investment portfolio management How fair is it ?**, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review. Vol 77 no 1.jan/feb 1995.
159. Bing XIAO, Conditional relationship between beta and return in the US Stock Market ,expert journal of business and management 4(1).
160. C.T . Kaya and N.Turegun, **Fair Value Accounnting under FAS 157 and IFRS 13 : Evidence from borsa, Istandboul**, GSTF Journal on Business Review (GBR) Vol.3, No .2, March 2014.
161. Central Board of Secondary Education, **Introduction to Financial Market « part 1 »**, PreetVihar Delhi, India, 2007. available on the following link: http://www.cbse.nic.in/Financial%20Market%20Final.pdf
162. David Morelli, join conditionality in testing the beta-return relationship: evidence based on the UK Stock Market.
163. Demarzo Peter, Berk jonathon et autres, **Finance d'entreprise**, Edition Pearson Education, 2éme édition, Paris, 2008.
164. Dimitrios A. and Stephen G.Hall, **Applied Econometrics: A modern approach**, Palgrave Macmillan, 1st edition, New york- USA, 2007.
165. Dirhami, **road map to investing** , Abu Dhabi council for economic develompement wisely, available on : https://www.dirhami.ae/Documents/pdf/Bonds.pdf
166. Edward W.Frees, **Longitudinl and Panel Data**, Cambridge University Press, 2007.
167. Enria, Andere, Lorenzo Cappiello and others , **fair value accounting and financial stability**, occasional paper series, European Central bank, No.13, Germany, 2004.
168. Fadia Burhan Alhaj Ahmad & Mohammad Suleiman Aladwan, **The Effect of Fair Value Accounting on Jordanian Investment Properties An Empirical Study on Jordanian Listed Real Estate Companies** , International Journal of Financial Research, Vol: 6, No :4, 2015.
169. FASB, Statement of No 157 Fair Value Measurements, Available on the following Link : http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220130001&acceptedDisclaimer=true
170. FASB, statement of No 52 foreign curecy translation, available on the following link : http://www.fasb.org/summary/stsum52.shtml
171. FASB, statement of No 8 Accoantin for futures contracts, available on the following link : http://www.fasb.org/summary/stsum80.shtml

172. Firas Naim Dahmash & Majed Qabajeh, **Value relevance of Ohlson model with jordanian data**, Interdisciplinary journal of contemporary researach in business, vol 3, No 11, march 2012.
173. Gitman Lawrence, Joehnk Michael, **Investissement et marchés financiers**, Edition Pearson Education, 9éme édition, Paris, 2005.
174. Glenn.N pettengill, Sridhar Sundaram and others, **the conditional relation between Beta and Returns,** The journal of financial and quantitative Analysis. Vol.30.N°01, Marche 1995.
175. Hamon Jacque, **Bourse et gestion du portefeuille**, Edition Economica, 3éme édition, Paris, 2008.
176. Hans B. Christenes, Valeri Nikolaev, **Who uses fair value accounting for non-financial assets after IFRS adoption ?**, The University of Chicago Booth School of Business, February 2009.
177. Husam Aldeen Al-Khadash and Modar Abdullatif, **Consequences of Fair Value Accounting for Financial Instruments in Developing Countries: The Case of the Banking Sector in Jordan**, Jordan Journal of Business Administration, Vol.5, No.4, 2009.
178. IGOR GONCHAROV, **Fair Value Accounting, Earnings Volatility, and Stock Price Volatility**, 2016, published Article on the following link : https://pdfs.semanticscholar.org/65d8/7f7a07867353a3d074f04de4aea55bd4c3be.pdf?_ga=2.253328011.363994581.1523798449-1691329105.1523798449
179. Ijeoma N. B, **The Impact of Fair Value Measurement on Financial Instrument of Firms in Nigeria**, International Journal of Advancements in Research & Technology, Vol 2, Issue 11, November-2013.
180. Investmentindustry association of canada, **Bonds an introduction to bond basics**, January 2008. available on the following link: http://iiac.ca/wp-content/themes/IIAC/resources/146/original/BondsEN.pdf
181. J. Fred Weston, F .Brigham Eugene and others, **Essentials of Managerial Finance** , fort worth Dryden press, 11th.ed, florida, USA, 1996.
182. J.A .Hausman, **Specification tests in econometries**, Joural of the econometric society Econometrica, Vol.46, No.6, New york-USA, 1978.
183. J.Madura, **Financial Institution and Markets**, published by Thomson Corporation, 8 th Edition, china, 2008.
184. Jan Mossin, Equilibrium in a Capital Asset Market, "Econometrica" journal of The Econometric Society, Vol. 34, No. 4 (Oct., 1966).
185. John .D, thomas.R and others, **Analysis of equity investments : Valuation**, published by the Association for Investment Management and Research (AIMR), USA, 2002.
186. John Linter, the valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, No. 1 (Feb., 1965).
187. Josette Peyrard, **la Bourse**, Veuiber, paris, 1998.
188. klevmarken, N.A, **Panel Studies : what can we learn from them ? Introduction**, European Economic Review, Vol.33,Amsterdam-Holand, 1989. For more : Hsiao Cheng., **Analysis of panel data**, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
189. koji ota, **«A test of the Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan »**, the International Journal of Accounting, University of Illinois Urbana-champaign,United States of America, Vol. 37, No.2, May 2002.
190. Liliane Cristina, marco Antonio and others, **The Ohlson and Feltham Ohlson Models,** available on the following link: https://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-981-10-3009-3_2

191. Lisa Springer, **How to Use the Gordon Growth Model**, available Article on the following link : http://www.investinganswers.com/education/stock-valuation/how-use-gordon-growth-model-2456
192. Marc Levinson, **GUIDE TO FINANCIAL MARKETS**, Profile Books Ltd 3A Exmouth House, fourth edition, Pine Street, London, 2005.
193. Mark hirschey, **Investmants analysis and behavior** , McGraw-Hill Irwin, 2nd ed , 2010.
194. Maximilian A. Müller, Edward J. Riedl and Thorsten Sellhorn, **Recognition versus Disclosure of Fair Values**, Marche 2012 , published Article on the following link : http://www.iuc.bwl.uni-muenchen.de/wissensch_-veranstaltungen/arw---neu/2012_mueller_riedl_sellhorn.pdf
195. Mishkin Frederic, Bordes Christian et autres**, Monnaie, Banque et marchés financiers**, Pearson Education Edition, 8éme édition, Paris, 2007.
196. Ordu Monday Matthew, Enekwe, Chinedu Innocent and Anyanwaokoro, Mike PH.D, Effect of Dividend Payment on the Market Price of Shares : A Study of Quted Firms in Nigeria, Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF), Vol 5, Issue 4. (Sep –Oct. 2014).
197. Pearce, Douglas. K, and V. Vance Roley, **Stock Prices and Economic News** , Journal of Business, USA, Vol.58, No.1, 1985.
198. Pedroni Peter, **Cointegration : asymptotic and finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis**, Econometric Theory, Vol. 20, Issue 3, 2004.
199. Pedroni Peter, **Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors**, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, John Wiley & Sons Ltd and the Department of Economics, University of Oxford, Vol 61, Issue S1, November 1999.
200. R.G. welker, **the SEC'S ban on upw and asset revaluations and the discloswe of current value**, Journal of Accounting Finance and Business Studies, Vol.28 Issue (1), March, 1992.
201. Rene M. Stulz , **should we fear derivatives**, Journal of economic perspectives, Vol. 18, No.3, Cambridge, summer 2004, available on the fillowing link: http://www.nber.org/papers/w10574.pdf
202. Simon Gray, Joanna Place, **Financial Derivatives**, Center for Central Banking Studies, Bank of England, London, N°17, March 1999.
203. Thama R.weirich ey lum E, **what's new in derivative Regulation ?**, Journal of Corporate Accounting &amp ;Finance banner, vol. 6 Issue.1, autumn 1994.
204. the USAA Educational foundation, **investing stocks and bonds**, march2010. available on the following link: http://floridaliteracy.org/Financial/Investing/Stocks%20and%20Bonds.pdf
205. V. Gangadhar and Ramesh babu . G , **Invesment management**, anmol publications PVT.LTD, new delhi -India, 2006.
206. william F. Sharpe, capital asset prices : A theory of market equilibrium under conditions of risk, the journal of finance, vol 19, N°.3, september 1964.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01) بيانات الدراسة المستعملة

أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم شركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017

الوحدة: الريال السعودي	البنك الأول	مصرف الراجحي	بنك الرياض	البنك السعودي للاستثمار	البنك السعودي الفرنسي	البنك العربي الوطني	مجموعة سامبا المالية	بنك الجزيرة	البلاد	مصرف الانماء	البنك السعودي البريطاني
janv-14	15,21	66,23	18,4	21,41	25,88	26,95	24,07	22,67	27	16,6	31
févr-14	16,84	66	18,9	22	27,82	28,05	25,2	22,62	26,47	17,9	31,67
mars-14	16,83	69	17,45	22,51	30,38	30	25,74	24,12	28,4	18,65	31,33
avr-14	16,62	64,33	17,5	20,56	30	27,8	24,3	23,08	28,47	18,4	32,27
mai-14	17,21	66,77	18,75	21,04	32,7	27,2	24,6	24,69	31,27	19,45	32,6
juin-14	17,67	67,46	17,95	20,64	30,5	27,5	23,76	23,54	29,67	18,2	32,53
juil-14	20,62	68,26	19,05	22,16	35	29,9	26,4	25,77	31,87	20,1	34,67
août-14	21,35	77,65	23,35	25,36	40,7	36,1	30,6	28,62	33,83	25,1	42,5
sept-14	21,98	71,3	21,1	24,64	38	34	28,86	27,62	36,83	24,5	40,83
oct-14	20,42	65,4	19,7	22,96	36,8	31,7	27,48	24,08	36,17	23,8	38,5
nov-14	18,33	59,18	17,95	21,2	33,5	29,7	24,54	21,31	31,87	20,75	35,33
déc-14	18,67	51,45	17	20,72	31,5	30,5	23,16	21,23	29,73	20,3	38,67
janv-15	19,58	56,83	17,55	21,6	34,8	33,6	27,48	21,31	30,87	21,7	37
févr-15	20,71	62,71	17,85	22,32	35,1	34,7	29,16	22,54	33,27	23,35	37,17
mars-15	21,5	57,47	16,8	20,8	33,4	32	25,7	21,62	30,6	22,1	32,1
avr-15	23,7	62,64	17,9	22,27	38,6	35,4	30,8	24,85	33,5	24,55	36,7
mai-15	23,95	66,62	17,85	21,84	39,4	34,4	28,7	23,92	32,17	24,15	37,3
juin-15	22	60,9	16,7	19,72	32,1	33,3	26,1	21,92	31,67	22,55	33,2
juil-15	22,7	65,22	16,15	19,67	33,2	33,5	26,7	20,69	28,17	22,5	33,3
août-15	18,55	53,64	14,5	17,51	32	29,7	23,35	16,65	23	18,85	29,8
sept-15	16,5	54,99	14	17,59	30	27,2	23,15	15,62	20,54	16,8	28
oct-15	14,25	51,57	13,1	15,77	28,3	26,8	22,85	13,65	18,54	15,05	26,8
nov-15	13,95	50,27	12,45	15,51	27,6	25	22,55	13,19	20,92	14,5	26,9
déc-15	14,45	52,09	12,4	14,95	28	23,65	23,35	12,46	20,42	14,75	24,75
janv-16	13,35	49,61	11,6	13,43	24,7	20,2	20,35	9,88	18,42	13,45	22,1
févr-16	12,25	53,96	11,4	13,17	24,6	19,05	21,8	9,88	19,54	13,2	20,75
mars-16	12,6	51,88	11,25	13,65	25,3	19,3	20,4	10,27	19,33	12,85	22,75
avr-16	13,3	60,35	11,15	12,23	25,8	20,45	23	10,96	20,65	14,45	23
mai-16	12,05	58,35	11,05	11,81	21,3	18,8	21,2	9,81	18,5	13,2	20,65
juin-16	11,95	58,44	10,9	11,9	22,5	19,35	20	9,88	18,1	13,05	20,4
juil-16	11,4	57,28	10,85	10,87	21,8	17,8	18,45	9	16,55	13,1	18,6
août-16	10,25	56,51	10,4	10,55	21	17,05	18,3	8,73	15,15	12,45	18
sept-16	9,85	51,6	10,05	9,52	21,15	15,45	17,65	7,65	15,1	11,35	18,5
oct-16	9,6	56,6	10	10,03	22,35	16,25	19,9	9,23	17,55	13,45	19
nov-16	12,9	63,42	11,3	13,67	26,8	21,5	23,1	10,31	19,05	14,2	24,5
déc-16	13,95	63,09	11,55	14,23	26,1	22,15	24,35	10,92	20,65	15,1	25
janv-17	11,5	66,49	11	13,02	25,5	20,55	22,35	10,58	19,6	15,1	22,65

févr-17	10,75	64,21	10,65	13,07	24	20,2	21,4	10,35	18,5	14,75	20,6
mars-17	11,1	63,84	10,55	12,97	25,9	20	21,35	12,81	18,35	15,05	22,65
avr-17	11,45	63,08	10,35	12,7	26	19,8	21,6	11,9	18,65	14,5	22,15
mai-17	11,05	62,26	10,2	12,55	27,7	19,75	21,85	11,35	18,15	14,25	22,4
juin-17	11,36	69,75	10,9	12,98	30,5	22,22	25,95	11,74	18,98	15,18	26,1
juil-17	11,9	61,97	10,58	14	30,5	22,6	25,05	12,6	18,78	15,98	25,5
août-17	12,54	66,6	11,2	14,96	31,1	24,38	24,3	12,52	19,3	16,9	25,9
sept-17	12,36	66,1	11,78	15,1	30,2	24,04	24	13,86	19,36	17,48	27,1
oct-17	11,5	64,3	11,92	14,42	28,4	23,5	22,2	11,74	18,86	17,46	24,7
nov-17	11,7	64	11,88	14,46	28,9	24,8	22,6	12,06	18,88	18,02	26,95
déc-17	11,8	64,6	12,58	15,02	28,5	24,46	23,52	12,7	20,5	19,16	27

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع سوق المال السعودي "تداول" www.tadawul.com.sa وموقع اسواق الاسهم www.investing.com

.

أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017.

الوحدة: دينار جزائري	ALLIANCES ASSURANCES	EGH EL AURASSI	NCA ROUIBA	SAIDAL
janv-14	608,88	391,11	410	469
févr-14	605	396,25	419,37	485,62
mars-14	605	420	405	538,36
avr-14	605	420	408,33	550
mai-14	605	420	410	550
juin-14	605	420	399	540
juil-14	605	420	400	550
août-14	605	420	400	545
sept-14	605	438,89	400	550
oct-14	605	430	392,22	550
nov-14	584,37	440	383,75	551,27
déc-14	595	440	369,5	556,5
janv-15	607,5	440	374,37	560
févr-15	610,63	440	375	555,7
mars-15	590	434,44	375	560
avr-15	577,22	440	372,78	563,33
mai-15	577,22	440	372,78	570
juin-15	545	440	360	575
juil-15	573,33	426,67	380	600,56
août-15	570	440	378,89	572,78
sept-15	612,78	480	372,78	612,78
oct-15	625	480	366,25	638,75
nov-15	625	480	366,25	638,75
déc-15	556,67	480	355	645
janv-16	524,38	480	351,25	640
févr-16	510	480	331,67	640

mars-16	513,33	480	314,44	636,11
avr-16	513,75	483,75	309,37	638,12
mai-16	503,33	483,75	365	640
juin-16	503,33	483,75	365	640
juil-16	503,33	483,75	365	640
août-16	465	445	362	608
sept-16	465	447,14	350	600
oct-16	466,67	461,11	338,33	600
nov-16	466,67	470	340	600
déc-16	465	485,63	335	600
janv-17	465	485,63	329,4	600
févr-17	465	510,6	327,5	625
mars-17	460	520	324,44	636,11
avr-17	455,63	538,75	325	644,38
mai-17	445	545,56	325	665
juin-17	422,5	545,56	325	665
juil-17	401,67	545,56	325	663,33
août-17	420	520	321,11	661,67
sept-17	420	518,75	315	660
oct-17	416,66	515	300	660
nov-17	416,67	515	293,89	660
	415	512,5	300	660

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر وموقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz.

المعلومات المحاسبية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017

المؤسسة	السنوات	حقوق المساهمين (بالمليون)	عدد الأسهم (بالآلاف)	الربح الأساسي للسهم (بالريال)	الربح الموزع (بالريال)
البنك الأول	2014	10741882	47628	3,82	1
	2015	12027194	57154	3,54	1
	2016	12862794	114307	0,93	0,25
	2017	13308616	114307	0,88	0,25
مصرف الراجحي	2014	41896194	1625	4,21	2
	2015	46639054	1625	4,39	1,25
	2016	51946872	1625	5	1,75
	2017	53376391	1625	1,39	3
بنك الرياض	2014	35537105	3000	1,45	1,53
	2015	36545112	3000	1,35	0,7
	2016	37773061	3000	1,11	0,35
	2017	37668400	3000	0,99	1,03
البنك السعودي للاستثمار	2014	11852132	650	2,21	0,8
	2015	12036462	650	2,04	0,8
	2016	13543188	650	1,5	0,75

	2017	14025900	650	0,48	0,5
البنك السعودي الفرنسي	2014	26471338	1205	2,92	0,45
	2015	27483801	1205	3,35	1,55
	2016	29299003	1205	2,91	0,55
	2017	31554429	1205	2,59	1,1
البنك العربي الوطني	2014	20639759	1000	2,88	1
	2015	22631853	1000	2,96	1
	2016	23924553	1000	2,86	0,9
	2017	24736961	1000	2,4	1,2
مجموعة سامبا المالية	2014	38911997	2000	2,5	1,35
	2015	40359857	2000	2,61	0,9
	2016	42781015	2000	2,5	0,45
	2017	43654389	2000	1,9	1,25
بنك الجزيرة	2014	6158046	400	1,43	0
	2015	7413469	400	3,22	0
	2016	8103526	400	2,18	0
	2017	8607304	400	1,28	0,5
البلاد	2014	5891353	400	1,73	0,5
	2015	6442239	500	1,58	0,5
	2016	7320805	500	1,35	0,3
	2017	7580842	500	1,19	0,4
مصرف الانماء	2014	17939232	1485	0,85	0,5
	2015	18352161	1485	0,99	0,5
	2016	19178460	1485	1,01	0,5
	2017	20101154	1485	0,97	0,8
البنك السعودي البريطاني	2014	26071212	1000	2,84	1,05
	2015	28174537	1000	2,89	0,75
	2016	31278928	1000	2,6	0,7
	2017	32745535	1500	2,17	1,42

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للشركات موقع سوق المال السعودي "تداول" www.tadawul.com.sa .

الملحق رقم (02) نتائج حساب عوائد الاسهم الشهرية لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017

	البنك الأول	مصرف الراجحي	بنك الرياض	البنك السعودي للاستثمار	البنك السعودي الفرنسي	البنك العربي الوطني	مجموعة سامبا المالية	بنك الجزيرة	البلاد	مصرف الانماء	البنك السعودي البريطاني
janv-14											
févr-14	0,107	-0,003	0,027	0,028	0,075	0,041	0,047	-0,002	-0,020	0,078	0,022
mars-14	-0,001	0,045	-0,077	0,023	0,092	0,070	0,021	0,066	0,073	0,042	-0,011
avr-14	-0,012	-0,068	0,003	-0,087	-0,013	-0,073	-0,056	-0,043	0,002	-0,013	0,030
mai-14	0,035	0,038	0,071	0,023	0,090	-0,022	0,012	0,070	0,098	0,057	0,010
juin-14	0,027	0,010	-0,043	-0,019	-0,067	0,011	-0,034	-0,047	-0,051	-0,064	-0,002
juil-14	0,167	0,012	0,061	0,074	0,148	0,087	0,111	0,095	0,074	0,104	0,066
août-14	0,035	0,138	0,226	0,144	0,163	0,207	0,159	0,111	0,061	0,249	0,226
sept-14	0,030	-0,082	-0,096	-0,028	-0,066	-0,058	-0,057	-0,035	0,089	-0,024	-0,039
oct-14	-0,071	-0,083	-0,066	-0,068	-0,032	-0,068	-0,048	-0,128	-0,018	-0,029	-0,057
nov-14	-0,102	-0,095	-0,089	-0,077	-0,090	-0,063	-0,107	-0,115	-0,119	-0,128	-0,082
déc-14	0,019	-0,131	-0,053	-0,023	-0,060	0,027	-0,056	-0,004	-0,067	-0,022	0,095
janv-15	0,049	0,105	0,032	0,042	0,105	0,102	0,187	0,004	0,038	0,069	-0,043
févr-15	0,058	0,103	0,017	0,033	0,009	0,033	0,061	0,058	0,078	0,076	0,005
mars-15	0,038	-0,084	-0,059	-0,068	-0,048	-0,078	-0,119	-0,041	-0,080	-0,054	-0,136
avr-15	0,102	0,090	0,065	0,071	0,156	0,106	0,198	0,149	0,095	0,111	0,143
mai-15	0,011	0,064	-0,003	-0,019	0,021	-0,028	-0,068	-0,037	-0,040	-0,016	0,016
juin-15	-0,081	-0,086	-0,064	-0,097	-0,185	-0,032	-0,091	-0,084	-0,016	-0,066	-0,110
juil-15	0,032	0,071	-0,033	-0,003	0,034	0,006	0,023	-0,056	-0,111	-0,002	0,003
août-15	-0,183	-0,178	-0,102	-0,110	-0,036	-0,113	-0,125	-0,195	-0,184	-0,162	-0,105
sept-15	-0,111	0,025	-0,034	0,005	-0,063	-0,084	-0,009	-0,062	-0,107	-0,109	-0,060
oct-15	-0,136	-0,062	-0,064	-0,103	-0,057	-0,015	-0,013	-0,126	-0,097	-0,104	-0,043
nov-15	-0,021	-0,025	-0,050	-0,016	-0,025	-0,067	-0,013	-0,034	0,128	-0,037	0,004
déc-15	0,036	0,036	-0,004	-0,036	0,014	-0,054	0,035	-0,055	-0,024	0,017	-0,080
janv-16	-0,076	-0,048	-0,065	-0,102	-0,118	-0,146	-0,128	-0,207	-0,098	-0,088	-0,107
févr-16	-0,082	0,088	-0,017	-0,019	-0,004	-0,057	0,071	0,000	0,061	-0,019	-0,061
mars-16	0,029	-0,039	-0,013	0,036	0,028	0,013	-0,064	0,039	-0,011	-0,027	0,096
avr-16	0,056	0,163	-0,009	-0,104	0,020	0,060	0,127	0,067	0,068	0,125	0,011
mai-16	-0,094	-0,033	-0,009	-0,034	-0,174	-0,081	-0,078	-0,105	-0,104	-0,087	-0,102
juin-16	-0,008	0,002	-0,014	0,008	0,056	0,029	-0,057	0,007	-0,022	-0,011	-0,012
juil-16	-0,046	-0,020	-0,005	-0,087	-0,031	-0,080	-0,078	-0,089	-0,086	0,004	-0,088
août-16	-0,101	-0,013	-0,041	-0,029	-0,037	-0,042	-0,008	-0,030	-0,085	-0,050	-0,032
sept-16	-0,039	-0,087	-0,034	-0,098	0,007	-0,094	-0,036	-0,124	-0,003	-0,088	0,028
oct-16	-0,025	0,097	-0,005	0,054	0,057	0,052	0,127	0,207	0,162	0,185	0,027
nov-16	0,344	0,120	0,130	0,363	0,199	0,323	0,161	0,117	0,085	0,056	0,289
déc-16	0,081	-0,005	0,022	0,041	-0,026	0,030	0,054	0,059	0,084	0,063	0,020

janv-17	-0,176	0,054	-0,048	-0,085	-0,023	-0,072	-0,082	-0,031	-0,051	0,000	-0,094
févr-17	-0,065	-0,034	-0,032	0,004	-0,059	-0,017	-0,043	-0,022	-0,056	-0,023	-0,091
mars-17	0,033	-0,006	-0,009	-0,008	0,079	-0,010	-0,002	0,238	-0,008	0,020	0,100
avr-17	0,032	-0,012	-0,019	-0,021	0,004	-0,010	0,012	-0,071	0,016	-0,037	-0,022
mai-17	-0,035	-0,013	-0,014	-0,012	0,065	-0,003	0,012	-0,046	-0,027	-0,017	0,011
juin-17	0,028	0,120	0,069	0,034	0,101	0,125	0,188	0,034	0,046	0,065	0,165
juil-17	0,048	-0,112	-0,029	0,079	0,000	0,017	-0,035	0,073	-0,011	0,053	-0,023
août-17	0,054	0,075	0,059	0,069	0,020	0,079	-0,030	-0,006	0,028	0,058	0,016
sept-17	-0,014	-0,008	0,052	0,009	-0,029	-0,014	-0,012	0,107	0,003	0,034	0,046
oct-17	-0,070	-0,027	0,012	-0,045	-0,060	-0,022	-0,075	-0,153	-0,026	-0,001	-0,089
nov-17	0,017	-0,005	-0,003	0,003	0,018	0,055	0,018	0,027	0,001	0,032	0,091
déc-17	0,009	0,009	0,059	0,039	-0,014	-0,014	0,041	0,053	0,086	0,063	0,002

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

الملحق رقم (03) نتائج حساب عوائد الاسهم الشهرية للشركات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2014-2017

	ALLIANCES ASSURANCES	EGH EL AURASSI	NCA ROUIBA	SAIDAL
janv-14				
févr-14	-0,00637236	0,01314208	0,02285366	0,0354371
mars-14	0	0,05993691	-0,03426568	0,10860343
avr-14	0	0	0,00822222	0,02162122
mai-14	0	0	0,00408983	0
juin-14	0	0	-0,02682927	-0,01818182
juil-14	0	0	0,00250627	0,01851852
août-14	0	0	0	-0,00909091
sept-14	0	0,04497619	0	0,00917431
oct-14	0	-0,02025564	-0,01945	0
nov-14	-0,03409917	0,02325581	-0,02159502	0,00230909
déc-14	0,01819053	0	-0,03713355	0,00948718
janv-15	0,0210084	0	0,01317997	0,00628931
févr-15	0,00515226	0	0,00168283	-0,00767857
mars-15	-0,03378478	-0,01263636	0	0,00773799
avr-15	-0,02166102	0,01279808	-0,00592	0,00594643
mai-15	0	0	0	0,01184031
juin-15	-0,05581927	0	-0,03428296	0,00877193
juil-15	0,05198165	-0,03029545	0,05555556	0,04445217
août-15	-0,00580817	0,03124194	-0,00292105	-0,04625683

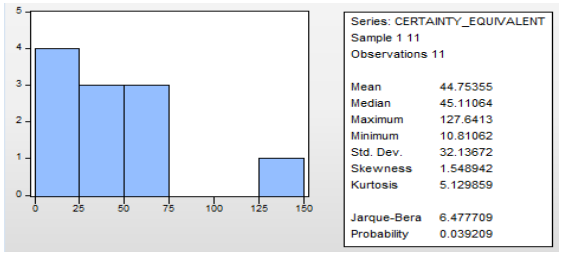
sept-15	0,07505263	0,09090909	-0,01612605	0,06983484
oct-15	0,0199419	0	-0,01751703	0,04238063
nov-15	0	0	0	0
déc-15	-0,109328	0	-0,03071672	0,00978474
janv-16	-0,05800564	0	-0,01056338	-0,00775194
févr-16	-0,02742286	0	-0,05574377	0
mars-16	0,00652941	0	-0,05194923	-0,00607812
avr-16	0,00081819	0,0078125	-0,0161239	0,00315983
mai-16	-0,02028224	0	0,17981705	0,00294615
juin-16	0	0	0	0
juil-16	0	0	0	0
août-16	-0,07615282	-0,08010336	-0,00821918	-0,05
sept-16	0	0,00480899	-0,03314917	-0,01315789
oct-16	0,0035914	0,03124301	-0,03334286	0
nov-16	0	0,01927956	0,00493601	0
déc-16	-0,00357855	0,03325532	-0,01470588	0
janv-17	0	0	-0,01671642	0
févr-17	0	0,05141775	-0,00576806	0,04166667
mars-17	-0,01075269	0,01840971	-0,00934351	0,017776
avr-17	-0,0095	0,03605769	0,00172605	0,0130009
mai-17	-0,02333033	0,01264037	0	0,03199975
juin-17	-0,0505618	0	0	0
juil-17	-0,04930178	0	0	-0,00251128
août-17	0,04563448	-0,04685094	-0,01196923	-0,00250253
sept-17	0	-0,00240385	-0,01902775	-0,00252392
oct-17	-0,00795238	-0,00722892	-0,04761905	0
nov-17	2,4E-05	0	-0,02036667	0
déc-17	-0,00400797	-0,00485437	0,02079009	0

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

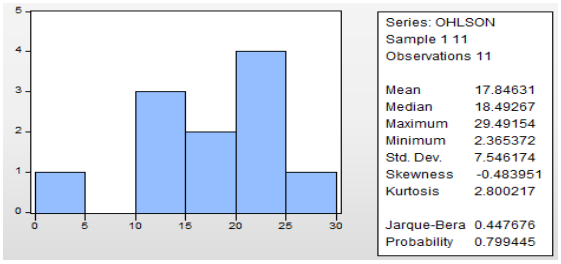
الملحق رقم (04) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للقيمة العادلة حسب مختلف النماذج المستخدمة والقيمة السوقية

1- بالنسبة للسوق السعودي

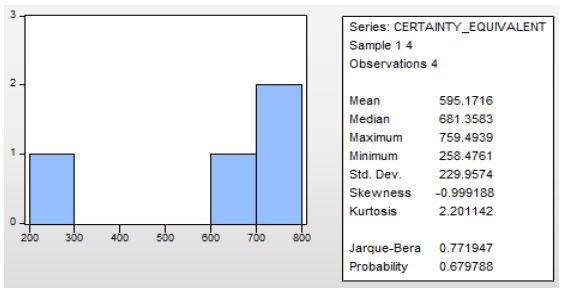
نموذج التأكد المعادل



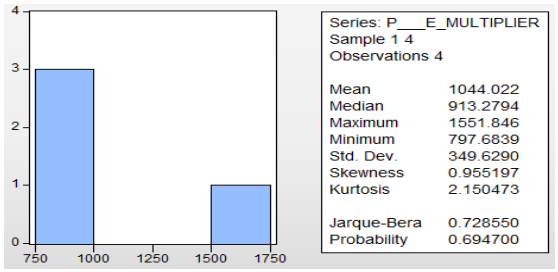
نموذج التقييم المحاسبي (اهلسون)



نموذج مضاعف الربحية

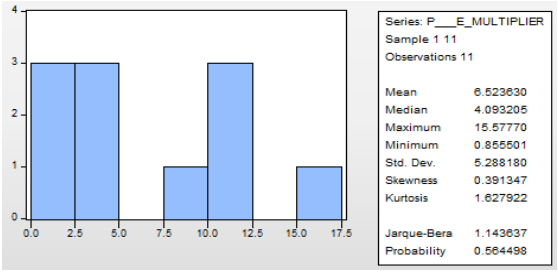


القيمة السوقية

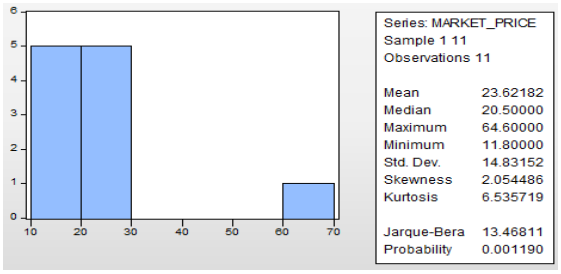


2- بالنسبة لبورصة الجزائر

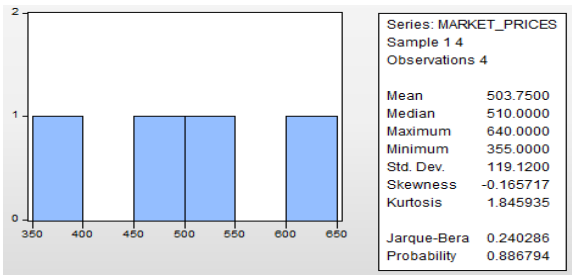
نموذج التأكد المعادل



نموذج مضاعف الربحية



القيمة السوقية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (05) نتائج اختبار ويلكسون للفروق بين اسعار الاسهم المحسوبة وفق النماذج المستخدمة والأسعار السوقية

بالنسبة لسوق المال السعودي

Rangs

		N	Rang moyen :	Somme des rangs
V1 – V	Rangs négatifs	11[a]	6,00	66,00
	Rangs positifs	0[b]	,00	,00
	Ex aequo	0[c]		
	Total	11		
V2 – V	Rangs négatifs	2[d]	1,50	3,00
	Rangs positifs	9[e]	7,00	63,00
	Ex aequo	0[f]		
	Total	11		
V3 – V	Rangs négatifs	9[g]	6,11	55,00
	Rangs positifs	2[h]	5,50	11,00
	Ex aequo	0[i]		
	Total	11		

a. V1 < V

b. V1 > V

c. V1 = V

d. V2 < V

e. V2 > V

f. V2 = V

g. V3 < V

h. V3 > V

i. V3 = V

Tests statistiques[a]

	V1 - V	V2 – V	V3 – V
Z	-2,934[b]	-2,667[c]	-1,956[b]
Sig. asymptotique (bilatérale)	,003	,008	,050

a. Test de classement de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs positifs.

c. Basée sur les rangs négatifs.

بالنسبة لبورصة الجزائر

Rangs

		N	Rang moyen :	Somme des rangs
V1 - V	Rangs négatifs	0[a]	,00	,00
	Rangs positifs	4[b]	2,50	10,00
	Ex aequo	0[c]		
	Total	4		
V2 - V	Rangs négatifs	1[d]	1,00	1,00
	Rangs positifs	3[e]	3,00	9,00
	Ex aequo	0[f]		
	Total	4		

a. V1 < V

b. V1 > V

c. V1 = V

d. V2 < V

e. V2 > V

f. V2 = V

Tests statistiques[a]

	V1 - V	V2 - V
Z	-1,826[b]	-1,461[b]
Sig. asymptotique (bilatérale)	,068	,144

a. Test de classement de Wilcoxon

b. Basée sur les rangs négatifs.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج التحليل الاحصائي SPSS.23

الملحق رقم (06) نتائج حساب بيتا (المخاطر النظامية) لشركات القطاع المالي بسوق المال السعودي للفترة 2014-2017.

البنوك	السنة	التباين	التباين المشترك	بيتا
البنك الأول	2014	0,005451586	0,00367503	0,67412117
	2015	0,007979246	0,00536475	0,67233848
	2016	0,0149568	0,00885881	0,59229304
	2017	0,004372199	0,00209735	0,47970156
مصرف الراجحي	2014	0,006257885	0,00492833	0,78753904
	2015	0,008257592	0,00566832	0,68643717
	2016	0,006093569	0,0048436	0,79487118
	2017	0,00342528	0,00115565	0,33738952
بنك الرياض	2014	0,009252678	0,00610302	0,6595954
	2015	0,002285092	0,00323896	1,41743207
	2016	0,002270472	0,00340142	1,49811126
	2017	0,001681816	0,0010906	0,64846387
البنك السعودي للاستثمار	2014	0,004781914	0,00482479	1,00896685
	2015	0,003556116	0,00387585	1,08991194
	2016	0,016197725	0,00889556	0,54918577
	2017	0,002108208	0,00118745	0,56325079
البنك السعودي الفرنسي	2014	0,008691486	0,00629126	0,7238412
	2015	0,007485516	0,00498665	0,6661738
	2016	0,008597242	0,00677756	0,78834141
	2017	0,002651406	0,00166479	0,62788818
البنك العربي الوطني	2014	0,007344274	0,00551899	0,7514686
	2015	0,004907622	0,00426252	0,86855017
	2016	0,014597927	0,00968704	0,66358998
	2017	0,002791354	0,00163641	0,58624397
مجموعة سامبا المالية	2014	0,006489071	0,00570539	0,87923026
	2015	0,011128532	0,0066647	0,59888416

0,75170913	0,00703466	0,009358217	2016	
0,4748634	0,00232643	0,004899152	2017	
0,82508986	0,00538795	0,006530135	2014	بنك الجزيرة
0,75948302	0,00564655	0,007434733	2015	
0,63056883	0,00823818	0,013064681	2016	
0,29851137	0,00289484	0,009697576	2017	
0,64151491	0,00338229	0,005272343	2014	البلاد
0,55060045	0,0050138	0,00910605	2015	
0,76827576	0,00588979	0,007666245	2016	
0,69491086	0,00112424	0,001617823	2017	
0,70004123	0,00705725	0,010081185	2014	مصرف الانماء
0,81965583	0,00555813	0,006781055	2015	
0,70385453	0,00532624	0,007567242	2016	
0,80986814	0,00103394	0,001276683	2017	
0,69526878	0,0049687	0,00714644	2014	البنك السعودي البريطاني
0,7399116	0,00420597	0,005684425	2015	
0,67054086	0,00788398	0,011757637	2016	
0,46473748	0,00307717	0,006621317	2017	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

الملحق رقم (07) نتائج تقديرات النماذج

بالنسبة للنموذج الأول

نموذج PRM

Dependent Variable: RT
Method: Panel Least Squares
Date: 02/04/18 Time: 18:44
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015411	0.007793	1.977453	0.0546
BITA	-0.021827	0.010379	-2.103052	0.0415

R-squared	0.095273	Mean dependent var	-0.000271
Adjusted R-squared	0.073732	S.D. dependent var	0.015610
S.E. of regression	0.015024	Akaike info criterion	-5.513993
Sum squared resid	0.009480	Schwarz criterion	-5.432894
Log likelihood	123.3078	Hannan-Quinn criter.	-5.483917
F-statistic	4.422830	Durbin-Watson stat	2.775582
Prob(F-statistic)	0.041493		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

نموذج FEM

Dependent Variable: RT
Method: Panel Least Squares
Date: 02/04/18 Time: 18:45
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.018886	0.010047	1.879812	0.0693
BITA	-0.026663	0.013554	-1.967144	0.0579

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.181009	Mean dependent var	-0.000271
Adjusted R-squared	-0.100519	S.D. dependent var	0.015610
S.E. of regression	0.016376	Akaike info criterion	-5.159008
Sum squared resid	0.008581	Schwarz criterion	-4.672411
Log likelihood	125.4982	Hannan-Quinn criter.	-4.978554
F-statistic	0.642951	Durbin-Watson stat	3.070478
Prob(F-statistic)	0.778771		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

نموذج REM

Dependent Variable: RT
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/04/18 Time: 18:46
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 44
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015411	0.008495	1.814161	0.0768
BITA	-0.021827	0.011313	-1.929389	0.0605

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.016376	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.095273	Mean dependent var	-0.000271
Adjusted R-squared	0.073732	S.D. dependent var	0.015610
S.E. of regression	0.015024	Sum squared resid	0.009480
F-statistic	4.422830	Durbin-Watson stat	2.775582
Prob(F-statistic)	0.041493		

Unweighted Statistics

R-squared	0.095273	Mean dependent var	-0.000271
Sum squared resid	0.009480	Durbin-Watson stat	2.775582

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

التاثيرات الثابتة

Cross-section Fixed Effects

	CROSSID	Effect
1	1	-0.003922
2	2	0.000340
3	3	0.002991
4	4	-0.002017
5	5	0.005379
6	6	0.001715
7	7	0.002110
8	8	-0.009834
9	9	-0.003888
10	10	0.007734
11	11	-0.000608

التاثيرات العشوائية

Cross-section Random Effects

	CROSSID	Effect
1	1	0.000000
2	2	0.000000
3	3	0.000000
4	4	0.000000
5	5	0.000000
6	6	0.000000
7	7	0.000000
8	8	0.000000
9	9	0.000000
10	10	0.000000
11	11	0.000000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

بالنسبة للنموذج الثاني:

نموذج PRM

Dependent Variable: V
Method: Panel Least Squares
Date: 02/07/18 Time: 15:43
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.34447	2.590993	3.992474	0.0003
R	17.05049	2.556844	6.668571	0.0000

R-squared	0.514282	Mean dependent var	24.71339
Adjusted R-squared	0.502717	S.D. dependent var	13.53486
S.E. of regression	9.544555	Akaike info criterion	7.394208
Sum squared resid	3826.138	Schwarz criterion	7.475307
Log likelihood	-160.6726	Hannan-Quinn criter.	7.424283
F-statistic	44.46985	Durbin-Watson stat	0.617538
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

نموذج FEM

Dependent Variable: V
Method: Panel Least Squares
Date: 02/07/18 Time: 15:44
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 44

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.10703	1.933293	10.91766	0.0000
R	4.279389	2.131496	2.007693	0.0532

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.908656	Mean dependent var	24.71339
Adjusted R-squared	0.877257	S.D. dependent var	13.53486
S.E. of regression	4.741896	Akaike info criterion	6.177752
Sum squared resid	719.5385	Schwarz criterion	6.664349
Log likelihood	-123.9105	Hannan-Quinn criter.	6.358206
F-statistic	28.93870	Durbin-Watson stat	1.253034
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

نموذج REM

Dependent Variable: V
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/07/18 Time: 15:45
Sample: 2014 2017
Periods included: 4
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 44
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18.34742	2.716039	6.755212	0.0000
R	7.554014	1.947328	3.879169	0.0004

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	6.774958	0.6712
Idiosyncratic random	4.741896	0.3288

Weighted Statistics

R-squared	0.213984	Mean dependent var	8.163198
Adjusted R-squared	0.195269	S.D. dependent var	6.064096
S.E. of regression	5.439906	Sum squared resid	1242.888
F-statistic	11.43401	Durbin-Watson stat	0.737556
Prob(F-statistic)	0.001569		

Unweighted Statistics

R-squared	0.354748	Mean dependent var	24.71339
Sum squared resid	5082.829	Durbin-Watson stat	0.180352

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

التاثيرات الثابتة

Cross-section Fixed Effects

	CROSSID	Effect
1	1	-8.447275
2	2	31.71481
3	3	-10.81418
4	4	-7.384014
5	5	4.277192
6	6	-0.028823
7	7	-1.514804
8	8	-5.423206
9	9	0.860686
10	10	-6.103514
11	11	2.863125

التاثيرات العشوائية

Cross-section Random Effects

	CROSSID	Effect
1	1	-6.890427
2	2	24.87832
3	3	-9.808646
4	4	-6.198443
5	5	3.606966
6	6	-0.557429
7	7	-1.771878
8	8	-2.737639
9	9	1.985430
10	10	-4.656522
11	11	2.150265

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (08) نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج

بالنسبة للنموذج الأول

اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	2.960228 (0.0853)	33.18929 (0.0000)	36.14952 (0.0000)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.419654	1	0.5171

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

بالنسبة للنموذج الثاني

اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	14.45279 (0.0001)	1.044117 (0.3069)	15.49691 (0.0001)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.274910	1	0.0002

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (09) نتائج اختبارات جذر الوحدة
في حالة وجود ثابت

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: RT
Date: 02/04/18 Time: 18:50
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-22.3291	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on RT

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-1.53298	4.E-06	0.0002	0	0	2.0	3
2	-0.96643	5.E-05	0.0003	0	0	0.0	3
3	-1.26671	0.0002	0.0002	0	0	1.0	3
4	-1.35665	0.0002	0.0002	0	0	2.0	3
5	-1.31246	2.E-05	0.0003	0	0	0.0	3
6	-1.51631	9.E-05	0.0004	0	0	1.0	3
7	-1.51221	1.E-05	4.E-05	0	0	0.0	3
8	-1.24670	0.0005	0.0007	0	0	1.0	3
9	-1.61016	9.E-05	0.0003	0	0	2.0	3
10	-1.50728	0.0002	0.0008	0	0	1.0	3
11	-1.55967	0.0002	0.0006	0	0	2.0	3

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-1.48212	-22.848	1.085	-0.554	0.919	33

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: R
Date: 02/04/18 Time: 18:56
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 30
Cross-sections included: 10 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-2.42129	0.0077

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on R

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.50000	0.0937	0.0278	0	0	2.0	3
2	-1.21429	0.5372	0.6806	0	0	0.0	3
3	-1.15287	0.0714	0.3968	0	0	0.0	3
4	4.50000	0.0004	0.0117	0	0	0.0	3
5	-1.76351	0.0234	0.1981	0	0	2.0	3
6	-3.50000	0.0017	0.0131	0	0	2.0	3
7	-1.38889	0.0868	0.2894	0	0	1.0	3
8		Dropped from Test					
9	-1.00000	0.0067	0.0042	0	0	2.0	3
10	0.08333	0.0200	0.0167	0	0	1.0	3
11	-2.18837	0.0740	0.1884	0	0	0.0	3

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-1.23061	-3.870	2.545	-0.554	0.919	30

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: BITA
Date: 02/04/18 Time: 18:53
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-10.8616	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on BITA

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	0.90124	0.0010	0.0022	0	0	0.0	3
2	-3.86515	0.0180	0.0215	0	0	2.0	3
3	-1.50797	0.1098	0.4342	0	0	0.0	3
4	-0.62618	0.0554	0.0176	0	0	2.0	3
5	-2.29923	0.0005	0.0038	0	0	2.0	3
6	-0.73732	0.0137	0.0067	0	0	2.0	3
7	-1.58656	0.0083	0.0092	0	0	2.0	3
8	1.39839	0.0002	0.0129	0	0	0.0	3
9	-1.24355	0.0077	0.0045	0	0	2.0	3
10	-1.94350	6.E-06	0.0026	0	0	2.0	3
11	1.42482	0.0088	0.0105	0	0	0.0	3

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-1.66384	-10.242	6.525	-0.554	0.919	33

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: V
Date: 02/04/18 Time: 18:54
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-4.20855	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on V

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.51805	10.176	3.0162	0	0	2.0	3
2	-1.41087	9.5854	43.901	0	0	0.0	3
3	-0.47707	1.7040	1.8234	0	0	2.0	3
4	-0.60464	6.2578	4.4266	0	0	2.0	3
5	-0.99121	13.776	8.5866	0	0	2.0	3
6	-0.82294	23.974	10.138	0	0	2.0	3
7	-0.96495	4.3691	2.5126	0	0	2.0	3
8	-0.60365	10.136	9.1731	0	0	2.0	3
9	-0.49092	8.3148	5.0509	0	0	2.0	3
10	-0.89510	7.5438	4.2456	0	0	2.0	3
11	-0.68244	16.771	10.701	0	0	2.0	3

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-0.68045	-5.615	1.076	-0.554	0.919	33

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

بدون ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: RT
Date: 02/04/18 Time: 18:51
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-9.72593	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on RT

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-1.60162	6.E-05	0.0003	0	0	2.0	3
2	-0.92090	0.0001	0.0003	0	0	0.0	3
3	-0.75001	0.0002	0.0003	0	0	1.0	3
4	-1.03953	0.0002	0.0002	0	0	2.0	3
5	-1.27153	3.E-05	0.0003	0	0	0.0	3
6	-1.49358	0.0001	0.0002	0	0	2.0	3
7	-0.63195	3.E-05	4.E-05	0	0	0.0	3
8	-0.85910	0.0006	0.0008	0	0	1.0	3
9	-1.48714	0.0002	0.0003	0	0	2.0	3
10	-1.49903	0.0002	0.0008	0	0	1.0	3
11	-1.53968	0.0003	0.0006	0	0	2.0	3
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-1.29787	-10.179	1.090	0.004	1.049		33

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: BITA
Date: 02/04/18 Time: 18:54
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-2.95269	0.0016

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on BITA

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.09680	0.0024	0.0094	0	0	1.0	3
2	-0.21403	0.0508	0.0569	0	0	1.0	3
3	-0.14048	0.4034	0.4342	0	0	0.0	3
4	-0.19938	0.0665	0.0826	0	0	1.0	3
5	-0.05465	0.0131	0.0049	0	0	2.0	3
6	-0.08034	0.0168	0.0206	0	0	0.0	3
7	-0.21398	0.0336	0.0389	0	0	2.0	3
8	-0.21836	0.0174	0.0437	0	0	0.0	3
9	0.00396	0.0203	0.0059	0	0	2.0	3
10	0.03828	0.0122	0.0042	0	0	2.0	3
11	-0.10692	0.0107	0.0164	0	0	0.0	3
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-0.09337	-3.094	1.092	0.004	1.049		33

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: V
Date: 02/04/18 Time: 18:55
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-3.97993	0.0000

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on V

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.15297	11.677	18.366	0	0	0.0	3
2	-0.01393	43.387	44.095	0	0	0.0	3
3	-0.18488	2.6577	15.754	0	0	1.0	3
4	-0.17992	9.6147	20.410	0	0	0.0	3
5	-0.07123	29.688	16.208	0	0	2.0	3
6	-0.12611	38.670	29.566	0	0	2.0	3
7	-0.04656	9.2294	5.0835	0	0	2.0	3
8	-0.26736	14.621	39.354	0	0	0.0	3
9	-0.17128	11.339	31.074	0	0	0.0	3
10	-0.10340	14.341	9.9577	0	0	2.0	3
11	-0.14367	27.690	46.269	0	0	0.0	3

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-0.12151	-4.171	1.111	0.004	1.049	33

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: R
Date: 02/04/18 Time: 18:57
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 30
Cross-sections included: 10 (1 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-1.01167	0.1558

** Probabilities are computed assuming asympotic normality

Intermediate results on R

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1	-0.36364	0.0966	0.1875	0	0	0.0	3
2	0.15217	0.7251	0.7917	0	0	0.0	3
3	-0.43235	0.2406	0.4246	0	0	0.0	3
4	-0.12347	0.0123	0.0217	0	0	0.0	3
5	-0.25881	0.7726	0.2386	0	0	2.0	3
6	0.06050	0.0299	0.0200	0	0	2.0	3
7	-0.23016	0.2983	0.3483	0	0	0.0	3
8	Dropped from Test						
9	-0.11864	0.0139	0.0078	0	0	2.0	3
10	0.20000	0.0200	0.0300	0	0	0.0	3
11	0.07030	0.2001	0.2036	0	0	0.0	3

	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*	Obs
Pooled	-0.06106	-1.056	1.147	0.004	1.049	30

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

حالة وجود ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: R
Date: 02/04/18 Time: 18:57
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 6
Cross-sections included: 2 (9 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	1.5E+14	1.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on R

Cross section	2nd Stage Coefficient	Variance of Reg	HAC of Dep.	Lag	Max Lag	Band-width	Obs
1		Dropped from Test					
2		Dropped from Test					
3		Dropped from Test					
4		Dropped from Test					
5		Dropped from Test					
6		Dropped from Test					
7	-3.3E+12	0.0868	0.0193	0	0	2.0	3
8		Dropped from Test					
9		Dropped from Test					
10	-0.75000	0.0050	0.0011	0	0	2.0	3
11		Dropped from Test					
	Coefficient	t-Stat	SE Reg	mu*	sig*		Obs
Pooled	-1.6E+12	-0.021	1.000	-0.703	1.003		6

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (10) نتائج اختبار التكامل المشترك

BITA &RT

Pedroni Residual Cointegration Test
Series: RT BITA
Date: 02/04/18 Time: 18:40
Sample: 2014 2017
Included observations: 44
Cross-sections included: 11
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic intercept or trend
Use d.f. corrected Dickey-Fuller residual variances
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 0
User-specified bandwidth: 1 and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	1.846439	0.0324	1.835057	0.0332
Panel rho-Statistic	-2.063855	0.0195	-1.987416	0.0234
Panel PP-Statistic	-5.546268	0.0000	-4.999060	0.0000
Panel ADF-Statistic	-4.176261	0.0000	-3.669186	0.0001

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	0.760055	0.7764
Group PP-Statistic	-6.268803	0.0000
Group ADF-Statistic	-4.721662	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

R & V

Pedroni Residual Cointegration Test
Series: V R
Date: 02/04/18 Time: 17:33
Sample: 2014 2017
Included observations: 44
Cross-sections included: 11
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic intercept or trend
Use d.f. corrected Dickey-Fuller residual variances
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 0
User-specified bandwidth: 1 and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	-1.693489	0.9548	-2.191324	0.9858
Panel rho-Statistic	-0.173025	0.4313	0.083546	0.5333
Panel PP-Statistic	-1.753411	0.0398	-0.108834	0.4567
Panel ADF-Statistic	-0.920280	0.1787	0.655487	0.7439

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	2.079920	0.9812
Group PP-Statistic	-3.545704	0.0002
Group ADF-Statistic	-2.221135	0.0132

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (11) نتائج اختبار استقرار سلسلة البواقي للنموذج الأول وجود ثابت

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: U
Date: 02/13/18 Time: 11:47
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-13.0279	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

بدون ثابت واتجاه عام

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: U
Date: 02/13/18 Time: 11:48
Sample: 2014 2017
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 33
Cross-sections included: 11

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-10.8525	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (12) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) للنموذج الأول

Dependent Variable: D(RT)
Method: Panel Least Squares
Date: 02/13/18 Time: 10:56
Sample (adjusted): 2015 2017
Periods included: 3
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003817	0.002459	-1.552200	0.1311
D(BITA)	-0.028637	0.009075	-3.155632	0.0036
U(-1)	-1.322521	0.148715	-8.892995	0.0000

R-squared	0.743319	Mean dependent var	-0.000537
Adjusted R-squared	0.726207	S.D. dependent var	0.025980
S.E. of regression	0.013594	Akaike info criterion	-5.671825
Sum squared resid	0.005544	Schwarz criterion	-5.535779
Log likelihood	96.58511	Hannan-Quinn criter.	-5.626050
F-statistic	43.43838	Durbin-Watson stat	1.357277
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات وبرنامج Eveiws.9

الملحق رقم (13) نتائج حساب التباين المشترك

بين عوائد اسهم الشركات المدرجة ببورصة الجزائر

التباين المشترك				
اليانيس للتأمينات	م. ت. ف. الاوراسي	ان. سي. أ رويبة	صيدال	المؤسسة
6,76E-05	2,74E-05	-3,83E-06	6,51986E-05	صيدال
-3,54E-06	-1,96E-06	6,41E-06	-3,83E-06	ان. سي. أ رويبة
2,78E-05	1,27E-05	-1,96E-06	2,74E-05	م. ت. ف. الاوراسي
7,04E-05	2,78E-05	-3,54E-06	6,76E-05	اليانيس للتأمينات

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

بين عوائد اسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي

	البنك الأول	مصرف الراجحي	بنك الرياض	البنك السعودي للاستثمار	البنك السعودي الفرنسي	البنك العربي الوطني	مجموعة ساميا المالية	بنك الجزيرة	البلاد	مصرف الانماء	البنك السعودي البريطاني
البنك الأول	0,00022221	-0,00012028	5,61E-05	8,45E-05	0,00012289	0,00013187	-1,58E-05	9,45E-05	0,00017388	0,00017152	0,00024818
مصرف الراجحي	-0,00012028	0,0001923	-1,93E-05	-2,55E-06	-0,00012776	-8,63E-05	4,00E-05	-2,84E-05	-6,27E-05	-0,0001103	-0,0001244
بنك الرياض	5,61E-05	-1,93E-05	0,00013964	0,0001366	7,55E-05	0,00013226	-2,66E-05	0,00024195	0,00013401	0,00019966	0,00021084
البنك السعودي للاستثمار	8,45E-05	-2,55E-06	0,0001366	0,00014668	7,06E-05	0,00013487	-1,80E-05	0,0002372	0,00015506	0,00020067	0,0002297
البنك السعودي الفرنسي	0,00012289	-0,00012776	7,55E-05	7,06E-05	0,00011739	0,00012026	-3,40E-05	0,00012781	0,00011601	0,00016648	0,00019144
البنك العربي الوطني	0,00013187	-8,63E-05	0,00013226	0,00013487	0,00012026	0,00016077	-3,35E-05	0,00022745	0,00016985	0,00023099	0,00026475
مجموعة ساميا المالية	-1,58E-05	4,00E-05	-2,66E-05	-1,80E-05	-3,40E-05	-3,35E-05	1,41E-05	-4,51E-05	-2,24E-05	-4,87E-05	-4,52E-05
بنك الجزيرة	9,45E-05	-2,84E-05	0,00024195	0,0002372	0,00012781	0,00022745	-4,51E-05	0,00041936	0,00023121	0,00034384	0,00036301
البلاد	0,00017388	-6,27E-05	0,00013401	0,00015506	0,00011601	0,00016985	-2,24E-05	0,00023121	0,00020512	0,00024067	0,00030002
مصرف الانماء	0,00017152	-0,00011038	0,00019966	0,00020067	0,00016648	0,00023099	-4,87E-05	0,00034384	0,00024067	0,000335	0,00037699
البنك السعودي البريطاني	0,00024818	-0,00012443	0,00021084	0,0002297	0,00019144	0,00026475	-4,52E-05	0,00036301	0,00030002	0,00037699	0,00045226

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

الملخص

يعالج هذا البحث اثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الأصول المالية –دراسة تطبيقية على سوق المال السعودي– مع الإشارة لبورصة الجزائر، للفترة 2014–2017؛ شملت عينة الدراسة اسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي (11 مؤسسة) والمؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر (4مؤسسات) بحيث تم قياس القيمة العادلة وفق النماذج التالية: نموذج جوردن، التأكد العادل، مضاعف الربحية ونموذج اهلسون، أيضا اختيار افضل نموذج مفسر للقيمة السوقية، وقياس مدى تاثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على العائد الصافي للسهم، كما تم أيضا محاولة قياس تاثير المعلومات المحاسبية المبنية على أساس القيمة العادلة على العائد والقيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال اختبار العلاقة بين معامل بيتا والعائد المتوقع للسهم وأيضا العلاقة بين الربح الموزع والقيمة السوقية بسوق المال السعودي فقط. توصلت الدراسة الى إمكانية تطبيق نماذج قياس القيمة العادلة في كلا السوقين إلا أن افضل نموذج في سوق المال السعودي هو نموذج اهلسون، ونموذج التأكد العادل بالنسبة لبورصة الجزائر، كما تبين بأن هناك اثر إيجابي من جراء تطبيق محاسبة القيمة العادلة للادوات المالية بسوق المال السعودي، وباستعمال الأساليب القياسية تأكد باستخدام نماذج البانل أنه يوجد تكامل مشترك مابين العائد ومعامل بيتا، ووجود علاقة طويلة وقصيرة الاجل باثر سالب ومعنوي بين العائد ومعامل بيتا، كما أن للنموذج الأول المقدر قدرة للرجوع لوضع التوازن وهذا بسرعة كبيرة.

الكلمات المفتاحية: القيمة العادلة، الأصول المالية، نماذج تقييم الأسهم العادية، سوق المال السعودي، بورصة الجزائر.

Abstract:

This research addresses the impact of applying the fair value on evaluating the financial assets through an empirical study on the Saudi stock market - with reference to the stock exchange market of Algeria for the period 2014-2017.The sample of this study included the stocks of the financial sector in Saudi stock exchange market for 11 enterprises and 04 enterprises listed in the Algerian stock exchange market. The fair value was measured according to the following models: Jordan model, fair valuing, multiplier of profitability,Helson model and then choosing the best model that explains the market value.In addition to the measurement of the impact of using the fair value accounting on net return per share. This study attempts also to measure the impact of accounting information based on fair value on the return and market value of the share through examining the relationship between the beta β coefficient and the expected return on equity, as well as the relationship between the distributed profit and the market value of the Saudi stock market.This study reveals the existing of co-integration between the coefficient β and the return by using the Panel model and the co-integration analysis. The results support the existence of a significance negative relationship among these variables in the short and the long run. Adding to that, the first model has a rapid ability to return to equilibrium.

Key words: Fair value, financial assets, evaluating shares value models, Saudi financial market, la bourse d'Alger.