

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية

أطروحة دكتوراه مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث  
ميدان: علوم اقتصادية، والتسيير وعلوم تجارية  
شعبة: علوم مالية ومحاسبة  
تخصص: مالية المؤسسة  
الموضوع:

محاولة تحديد العوامل المؤثرة في ربحية السهم في الشركات المدرجة  
في البورصة – دراسة حالة بورصة الكويت للفترة 2017-2023

إعداد الطالب: محمد الأمين بلقربي  
إشراف الأستاذ: أ.د محمد عبادي  
المشرف المساعد: د. بوعبيطة عبد الرزاق

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب العائلي	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
بن معتوق صابر	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	رئيسا
عبادي محمد	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	مشرفا ومقررا
بوعبيطة عبد الرزاق	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	مشرفا مساعدا
أوصغير لويذة	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
رزقي محمد	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
فخاري فاروق	أستاذ محاضر	جامعة الجزائر 3	ممتحنا
قط سليم	أستاذ محاضر	جامعة بسكرة	ممتحنا

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم التجارية

أطروحة دكتوراه مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث  
ميدان: علوم اقتصادية، والتسيير وعلوم تجارية  
شعبة: علوم مالية ومحاسبة  
تخصص: مالية المؤسسة

الموضوع:

محاولة تحديد العوامل المؤثرة في ربحية السهم في الشركات المدرجة  
في البورصة – دراسة حالة بورصة الكويت للفترة 2017-2023

إشراف الأستاذ:

○ أ.د محمد عبادي

المشرف المساعد:

○ د. بوعبيطة عبد الرزاق

إعداد الطالب:

○ محمد الأمين بلقربي

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب العائلي	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
بن معتوق صابر	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	رئيسا
عبادي محمد	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	مشرفا ومقررا
بوعبيطة عبد الرزاق	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	مشرفا مساعدا
أوصغير لويذة	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
رزقي محمد	أستاذ محاضر	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
فخاري فاروق	أستاذ محاضر	جامعة الجزائر 3	ممتحنا
قط سليم	أستاذ محاضر	جامعة بسكرة	ممتحنا

# شكر وتقدير

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه، الحمد لله أن أعانني ووفقني لإتمام هذا العمل،  
اللهم لك الحمد حتى ترضى، ولك الحمد إذا رضيت، ولك الحمد بعد الرضى.

أتقدم بشكر خاص وامنتان عظيم لأمي وأبي مصدر دعمي وإلهامي، وأساس كل نجاح في  
حياتي، وعائلي؛ أخي وأخواتي وزوجتي على تشجيعهم ودعمهم لي باستمرار.

كما أتقدم بخالص الشكر والإمتنان للأستاذ المشرف: أ.د. عبادي محمد، والمشرف المساعد: د.

بوعبيطة عبد الرزاق عل كل ما قدموه من توجيه وإرشاد

كما أوجه شكرا خاصا لكل من: عباس جمال الدين، بن سالم فرح، بلدي مروة، على ما قدموه  
من إعانة.

أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة المحترمين.

شكري موصول لجميع من أعانني من قريب أو من بعيد.

# إهداء

إلى من كانوا السند والعون في مسيرتي؛ أمي وأبي، مصدر قوتي ودعمي الدائم؛  
إلى عائلتي التي غمرتني بدعهم وتشجيعه لي؛ أخي، أخواتي، وزوجتي؛  
إلى أساتذتي الكرام؛  
إلى زملائي وأصدقائي؛  
إلى جميع من ساندني؛  
أهدي هذا العمل عرفانًا وامتنانًا وتقديرًا.

**ب. محمد الأمين**

تهدف هذه الدراسة إلى بيان علاقة وأثر بعض العوامل المالية المحددة على ربحية السهم الواحد Earnings Per Share لدى الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية.

حيث تم إجراء الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من 2017 إلى 2023، من خلال قياس وتحليل أثر العوامل المستقلة المتمثلة في: العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT، قيمة المؤسسة V، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM على المتغير التابع ربحية السهم EPS، وتم الاعتماد في القياس والنمذجة على منهجية تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية "Panel Data Models"، باستخدام برنامج Stata 15.0.

توصلنا خلال الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لكل من العائد على حقوق الملكية ROE وهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS، في حين أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ولكن دون دلالة إحصائية لكل من نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT وهامش الربح التشغيلي OPM، كما بينت النتائج وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS ووجود أثر سلبي بدون دلالة إحصائية لمتغير قيمة المؤسسة V على ربحية السهم. أما النموذج ككل فقد أظهر قدرة تفسيرية عالية نسبياً حيث بلغت قيمة معامل التحديد ( $R^2 = 53.9\%$ ) وذو معنوية إحصائية حيث كانت القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ .

**الكلمات المفتاحية:** بورصة، ربحية السهم، عوامل مالية، بورصة الكويت، بيانات السلاسل الزمنية المقطعية "Panel Data Models".

This study aims to explore the relationship and impact of some specific financial factors on Earnings Per Share (EPS) of companies listed on the Kuwait Stock Exchange (KSE) .

The study is conducted on a sample of industrial companies listed on the Kuwait Stock Exchange during the period 2017-2023. By measuring and analyzing the impact of the independent factors, which are: Return on Equity (ROE), Net Profit Margin (NPM), Debt to Equity Ratio (D/E), Asset Turnover Ratio (AT), Enterprise Value (V), Operating Profit Margin (OPM), and Gross Profit Margin (GM) on the dependent variable Earnings Per Share (EPS). The study employed Panel Data Models methodology, using Stata 15.0 software.

The key findings of the study revealed that; Return on Equity (ROE) and Gross Profit Margin (GM) have a statistically significant positive effect on (EPS), while the results showed a positive but statistically insignificant effect of the debt-to-equity ratio (D/E), asset turnover rate (AT) and operating profit margin (OPM) in (EPS), while there is a statistically significant negative effect of the net profit margin (NPM) on (EPS), and a statistically insignificant negative effect of the enterprise value variable (V) on (EPS). The model showed a relatively high explanatory power with a coefficient of determination ( $R^2 = 53.9\%$ ) and a statistically significant probability value ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ ). means that 53.9% of the variability in EPS is explained by the independent variables (ROE, NPM, D/E, AT, V, OPM, and GM) in the model.

**Keywords :** Stock exchange, Earnings Per Share (EPS), Financial factors, Kuwait stock exchange, Panel Data Models.

Cette étude vise à explorer la relation et l'impact de certains facteurs financiers spécifiques sur le bénéfice par action (BPA) des entreprises cotées à la Bourse du Koweït (KSE).

L'étude est menée sur un échantillon d'entreprises industrielles cotées à la Bourse du Koweït au cours de la période 2017-2023. En mesurant et en analysant l'impact des facteurs indépendants, qui sont : La rentabilité des capitaux propres (ROE), la marge bénéficiaire nette (NPM), le ratio d'endettement (D/E), le ratio de rotation des actifs (AT), la valeur de l'entreprise (V), la marge bénéficiaire d'exploitation (OPM) et la marge bénéficiaire brute (GM) sur la variable dépendante le Bénéfice par action (BPA). L'étude a utilisé la méthodologie des modèles de données de panel, en utilisant le logiciel Stata 15.0.

Les principaux résultats de l'étude ont révélé que la rentabilité des capitaux propres (ROE) et la marge bénéficiaire brute (GM) ont un effet positif statistiquement significatif sur le bénéfice par action, tandis que les résultats ont montré un effet positif mais statistiquement non significatif du ratio d'endettement (D/E), du taux de rotation des actifs (AT) et de la marge bénéficiaire d'exploitation (OPM) sur le bénéfice par action, tandis qu'il y a un effet négatif statistiquement significatif de la marge bénéficiaire nette (NPM) sur le bénéfice par action, et un effet négatif statistiquement non significatif de la variable valeur de l'entreprise (V) sur le bénéfice par action. Le modèle a montré un pouvoir explicatif relativement élevé avec un coefficient de détermination ( $R^2 = 53,9\%$ ) et une valeur de probabilité statistiquement significative ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0000$ ). Cela signifie que 53,9% de la variabilité du BPA est expliquée par les variables indépendantes (ROE, NPM, D/E, AT, V, OPM, et GM) dans le modèle.

**Mots clés** : Bourse, Facteurs Financiers, Bénéfice par action (EPS), Boursa Koweït, Données de Panel.

---

## فهرس المحتويات

---

الصفحة	المحتوى
-	شكر وتقدير
-	إهداء
-	ملخص
-	Abstract
-	Résumé
-	فهرس المحتويات
-	قائمة الجداول
-	قائمة الأشكال
-	قائمة الملاحق
-	قائمة المصطلحات
أ-ث	مقدمة
<b>الفصل الأول: البورصة والأسواق المالية</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول البورصة والأسواق المالية
3	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
3	أولاً: تعريف الأسواق المالية
4	ثانياً: خصائص الاسواق المالية
5	ثالثاً: نشأة الاسواق المالية
5	المطلب الثاني: وظائف وأهمية السوق المالي
5	أولاً: وظائف السوق المالي
7	ثانياً: أهمية السوق المالي في دفع عجلة الاقتصاد
9	المطلب الثالث: أنواع وتقسيمات السوق المالي
12	أولاً: السوق النقدي
13	ثانياً: سوق رأس المال
20	المطلب الرابع: أهداف السوق المالية ومقومات وشروط قيامها
20	أولاً: أهداف السوق المالي
23	ثانياً: مقومات وشروط قيام السوق المالي
27	المبحث الثاني: آليات ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية
28	المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

28	أولاً: أدوات السوق النقدي
32	ثانياً: أدوات سوق رأس المال
51	المطلب الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية
51	أولاً: سوق الإصدار أو السوق الأولي
53	ثانياً: سوق التداول أو السوق الثانوي
53	ثالثاً: العمليات في بورصة الأوراق المالية
55	رابعاً: الأوامر في بورصة الأوراق المالية
57	خامساً: التسعير في بورصة الأوراق المالية
58	المطلب الثالث: المتدخلون والمتعاملون في سوق الأوراق المالية
58	أولاً: هيئات سوق الأوراق المالية
59	ثانياً: طالبوا رؤوس الأموال
59	ثالثاً: عارضوا رؤوس الأموال
60	رابعاً: الوسطاء
63	المبحث الثالث: مؤشرات البورصة
63	المطلب الأول: مفهوم مؤشرات البورصة
63	أولاً: تعريف المؤشرات
64	ثانياً: خصائص المؤشرات
64	المطلب الثاني: أهمية واستخدامات مؤشر بورصة الأوراق المالية
65	أولاً: أهمية مؤشرات بورصة الأوراق المالية
66	ثانياً: استخدامات مؤشرات بورصة الأوراق المالية
67	المطلب الثالث: بناء المؤشرات
67	أولاً: ملائمة العينة المكونة للمؤشر
67	ثانياً: تحديد الأوزان النسبية (الترجيح)
69	المبحث الرابع: كفاءة بورصة الأوراق المالية
69	المطلب الأول: مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية
69	أولاً: تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية
71	ثانياً: نظرية كفاءة الأسواق المالية
71	المطلب الثاني: خصائص ومتطلبات سوق الأوراق المالية الكفاء
72	أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء
72	ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

73	ثالثا: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفئ
74	المطلب الثالث: أنواع ومستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
74	أولا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
75	ثانيا: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
78	خلاصة
	<b>الفصل الثاني: مفاهيم متعلقة بالاستثمار في السهم العادي</b>
79	تمهيد
80	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسهم العادي
80	المطلب الأول: مفهوم السهم العادي وخصائصه
80	أولا: تعريف الأسهم العادية
81	ثانيا: خصائص الأسهم العادية
83	ثالثا: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية
83	المطلب الثاني: القيم المختلفة للسهم العادي وحقوقه
83	أولا: القيم المختلفة للسهم
85	ثانيا: حقوق حملة الأسهم
89	المطلب الثالث: أنواع الأسهم العادية
89	أولا: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية
90	ثانيا: الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة
90	ثالثا: الأسهم العادية المضمونة
90	رابعا: أنواع أخرى للأسهم العادية في الأسواق العالمية
92	المبحث الثاني: الاستثمار في الأسهم
92	المطلب الأول: مفاهيم حول الإستثمار
92	أولا: مفهوم الإستثمار
93	ثانيا: أهداف الإستثمار
93	ثالثا: مجالات الإستثمار
94	المطلب الثاني: محفظة الأوراق المالية
94	أولا: مفهوم محفظة الأوراق المالية
95	ثانيا: نظرية المحفظة الحديثة
96	ثالثا: أنواع المحافظ المالية
98	رابعا: قياس أداء المحفظة الاستثمارية

103	خامسا: عائد ومخاطر المحفظة المالية
111	المطلب الثالث: مقومات الاستثمار في الأسهم
112	أولا: عائد السهم العادي
112	ثانيا: أنواع العائد
114	ثالثا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
115	رابعا: مخاطر السهم العادي
118	خامسا: تقييم الأسهم
122	المطلب الرابع: التحليل الفني والأساسي
122	أولا: التحليل الفني
131	ثانيا: التحليل الأساسي
136	المبحث الثالث: عوائد وربحية السهم العادي والعوامل المؤثرة فيه
136	المطلب الأول: مفهوم الربحية وأهم مقاييسها
136	أولا: الربحية
136	ثانيا: أهمية تحقيق الربحية
137	ثالثا: أهم مقاييس الربحية
140	المطلب الثاني: تحليل عوائد وربحية السهم العادي
140	أولا: عوائد السهم العادي
141	ثانيا: تحليل ربحية السهم
144	ثالثا: مقاييس لتحليل ربحية السهم
146	رابعا: ربحية السهم "EPS" تحت معايير المحاسبة الدولية "IASB"
146	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في ربحية السهم
152	خلاصة
	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية
154	تمهيد
155	المبحث الأول: تقديم سوق الكويت للأوراق المالية
155	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية
155	أولا: سوق المال الكويتي
157	ثانيا: بورصة الكويت
166	المطلب الثاني: عرض وتحليل أداء بورصة الكويت للأوراق المالية
167	أولا: المؤشر

169	ثانيا: إجمالي الصفقات
169	ثالثا: عدد وقيمة الأسهم المتداولة
170	رابعا: القيمة السوقية
171	خامسا: القطاعات المشكلة لبورصة الكويت
174	المبحث الثاني: عرض نموذج الدراسة
174	المطلب الأول: المنهج القياسي المعتمد في الدراسة
174	أولا: تعريف بيانات بانل
175	ثانيا: أنواع بيانات بانل
175	ثالثا: أهمية نماذج بيانات بانل
177	رابعا: النموذج العام لبيانات بانل
178	خامسا: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل
182	سادسا: الاختبارات الإحصائية لتحديد النموذج المناسب
184	سابعا: اختبارات تشخيص المشاكل القياسية (تشخيص البواقي)
186	ثامنا: نماذج بانل الديناميكي
187	المطلب الثاني: مجتمع ومتغيرات الدراسة
187	أولا: مجتمع وعينة الدراسة
187	ثانيا: مصادر البيانات
188	ثالثا: متغيرات الدراسة
192	المبحث الثالث: الدراسة القياسية لمتغيرات الدراسة
192	المطلب الأول: نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
197	المطلب الثاني: تحديد نموذج الدراسة القياسي الملائم
197	أولا: الشكل المبدئي لنموذج أثر المتغيرات المستقلة على ربحية السهم EPS
198	ثانيا: تقدير نماذج بانل الساكنة
211	المطلب الثالث: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات
215	خلاصة
218	خاتمة
225	قائمة المراجع
244	قائمة الملاحق

---

## قائمة الجداول

---

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	إحصائيات حول معاملات السوق غير المنظمة	01
36	أوجه الاختلاف بين السهم الممتاز والسهم العادي	02
46	مقارنة بين السهم والسند	03
50	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	04
166	نظرة على أداء السوق للخمس سنوات الأخيرة	05
171	توزيع عدد الشركات على قطاعات بورصة الكويت	06
182	نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار	07
193	توصيف متغيرات الدراسة	08
198	التعريف بالنموذج كبيانات بانل	09
200	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM	10
201	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM	11
203	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية LSDV	12
205	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية REM	13
206	نتائج اختبار فيشر F-Test	14
207	نتائج اختبار فيشر F-Test	15
207	نتائج اختبار هوسمان Haussman	16
208	نتائج اختبار عدم ثبات التباين Modified Wald test	17
209	نتائج اختبار الارتباط الذاتي Wooldridge test	18
210	نموذج بانل المصحح Corrected Panel Model	19

---

## قائمة الأشكال

---

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	أقسام السوق المالي	01
77	ردة فعل السوق للمعلومة الجديدة	02
110	منحنى الاستثمار الكفاء والمحفظة المثلى	03
126	نموذج للرسم البياني الخطي	04
127	نموذج للرسم البياني لخريطة الأعمدة	05
128	نموذج لخريطة الشموع اليابانية	06
165	الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت للأوراق المالية	07
172	التمثيل البياني لعدد وتوزيع الشركات على القطاعات الناشطة في بورصة الكويت بآخر تحديث	08
172	التوزيع النسبي للشركات على القطاعات الناشطة في بورصة الكويت بآخر تحديث	09
191	متغيرات الدراسة	10

---

## قائمة الملاحق

---

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
244	نموذج الانحدار التجميعي PRM	01
244	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	02
245	نموذج التأثيرات الثابتة FEM بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية LSDV	03
246	نموذج التأثيرات العشوائية REM	04
246	اختبار Breusch and Pagan	05
247	اختبار Hausman	06
247	اختبار عدم ثبات التباين Modified Wald test	07
247	اختبار الارتباط الذاتي Wooldridge test	08
248	نموذج بانل المصحح Corrected Panel Model	09

---

## قائمة المصطلحات

---

قائمة المصطلحات

المصطلح باللغة الإنجليزية	المصطلح باللغة العربية
Future Markets	الأسواق الآجلة أو المستقبلية
Forward contracts	أسواق العقود الآجلة
Option contracts	أسواق عقود الخيارات
Swap contracts	أسواق عقود المبادلات
Spot/Cash Markets	الأسواق الفورية أو الحاضرة
Primary Market	السوق الأولية
Secondary Market	السوق الثانوية
Money Market	السوق النقدي
Treasury Bills	أذونات الخزينة
Negotiable CDs	شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول
Banker's Acceptances	القبولات المصرفية
Commercial Paper	الأوراق التجارية
Repurchase Agreements	إتفاقية إعادة الشراء
Stock/Share	السهم
Common Stock	الأسهم العادية
preferred shares	الأسهم الممتازة
Cummulative Preferred Stocks	الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح
Participating Preferred Stocks	الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح
Convertible Preferred Stocks	الأسهم الممتازة القابلة للتحويل
Callable Preferred Shares	الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء
Bonds	السند
Registered/Nominal Bonds	السندات الاسمية
Bearer Bonds	السندات لحاملها
Eurobonds	سندات اليورو
Option contracts	عقود الخيار
Future contracts	العقود المستقبلية
Forward contracts	العقود الآجلة
Swaps contracts	عقود المبادلات (المقايضات)

Initial Public Offering	الاكتتاب العام
Private Placement	الاكتتاب الخاص
Rights Issue	الاكتتاب المؤقت
Market Orders	أوامر السوق
Limit Orders	الأوامر المحددة
Open Orders	أمر مفتوح
Stop Orders	أوامر الإيقاف
Commission Brokers	السماسة بالعمولة
Floor Brokers	سماسة الصالة
Floor Trader	تجار الصالة
Specialists	المتخصصون
Price Weighted Index	الوزن النسبي على أساس السعر
Equally Weighted Index	الترجيح على أساس الأوزان المتساوية
Market Capitalization Weighted Index	الترجيح على أساس القيمة السوقية
Efficient Market Hypothesis	نظرية كفاءة الأسواق المالية
Random Walk Hypothesis	نظرية المشي العشوائي
Weak Form	الصيغة الضعيفة
Semistrong Form	الصيغة نصف قوية
Strong Form	الصيغة القوية
Nominal Value	القيمة الإسمية
Book Value	القيمة الدفترية
Market Value	القيمة السوقية
LIQUIDATION VALUE	القيمة التصفوية
DIVIDEND VALUE "YIELD"	القيمة الحقيقية أو العادلة
Cyclical Stocks	الأسهم الدورية
Blue-chip Stocks	الأسهم الناجحة
Speculative Stocks	الأسهم المضاربة
Income Stocks	أسهم الدخل
Growth Stocks	أسهم النمو
Defensive Stocks	الأسهم المدافعة

Modern Portfolio Theory	نظرية المحفظة الحديثة
Multidimensional Approach	الأسلوب المزدوج
Treynor Model	نموذج ترينور
Sharpe Model	نموذج شارب
Jensen Model	نموذج جنسن
Fama Model	نموذج فاما
Indifference Curves	منحنيات السواء
Expected Return	العائد المتوقع
Actual Return	العائد المحقق أو الفعلي
Required Rate of Return	معدل العائد المطلوب
Capital Assets Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
Dividend Discount Models	نموذج خصم الأرباح
Discounted cash flow model	نموذج خصم التدفقات النقدية
Earnings Valuation Model	نموذج تقييم الأرباح
P/E Ratio Model	نموذج مضاعف الربحية
Line Chart	الرسم البياني الخطي
Bar Chart	خرائط الأعمدة
Japanese candlesticks charts	خرائط الشموع اليابانية (الشمعدان)
Moving Average	المتوسط المتحرك
Relative Strength Index	مؤشر القوة النسبية
Moving Average Convergence Divergence	مؤشر تقارب وتباعده المتوسطات المتحركة
Average Directional Index	مؤشر متوسط الاتجاه
fundamental analysis	التحليل الأساسي
Net Profit Margin	هامش الربح الصافي
Return on equity	العائد على حقوق الملكية
Return on equity	العائد على الأصول
Earnings per share	ربحية السهم
Diluted EPS	ربحية السهم المخففة
Dividends Per Share	حصة السهم العادي من التوزيعات
Price Earnings Ratio	مضاعف سعر السهم العادي

Yeiled Per Share	مردود السهم العادي
Comprehensive Income	الدخل الشامل
Shares Buyback	إعادة شراء الأسهم
Earnings Management	إدارة الأرباح
Balanced Panel Data	بيانات بانل متوازنة
Unbalanced Panel Data	بيانات بانل غير متوازنة
Pooled OLS regression	نموذج الانحدار التجميعي
Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية

---

## مقدمة

---

## تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية في العصر الحالي آلية قوية وفعالة ذات دور محوري جوهري فائق الأهمية في اقتصاديات الدول ومن بين أهم الفواعل التي تخدم عجلة الاقتصاد، فهي تعتبر أهم آلية لتعبئة وانتقال رؤوس الأموال وتوفير التمويلات في الأنظمة المالية، فهي تعتبر قناة فعالة لتوفير مختلف مصادر التمويل وانتقالها بين مختلف الوحدات الاقتصادية سواء كانت أفراداً أو شركات أو حكومات، وهي من أهم الأوساط الاستثمارية التي تستقطب مختلف الفئات الاستثمارية باختلاف أنواعهم وطبيعتهم سواء أصحاب الفوائض لاستثمار أموالهم، أو أصحاب العجز لتمويل استثماراتهم وذلك عبر مختلف ما توفره من أدوات استثمارية متنوعة لاسيما الأوراق المالية كالسندات والأسهم.

تعد الأدوات المالية المحرك الأساسي للأسواق المالية ونواة التفاعلات التي تحدث فيه، لما توفره من فرص استثمار وتداول حيث توفر الكثير من المزايا والخيارات أمام المستثمرين وتطرح أمامهم العديد من فرص التداول من خلال آليات السوق، وهي تلبي احتياجات كل الفئات سواء أولئك الذين يسعون إلى توظيف فوائضهم بهدف تحقيق مختلف أنواع العوائد أو بالنسبة للذين يستهدفون جذب الفوائض والتمويلات من أجل تمويل عجزهم، وبين هذا وذاك، يأتي القرار الاستثماري ليكون من أهم مراحل وميكانيزمات البورصة، حيث يخضع هذا القرار إلى العديد من العوامل والمتغيرات التي من شأنها التأثير فيه. فالقرار الاستثماري يعتبر من أهم المحطات في عالم الأسواق المالية، حيث يقوم المستثمرون بالمفاضلة بين البدائل المتاحة أمامهم من الأوراق المالية المختلفة في الطبيعة والهدف وخاصة الأداء، ومن أهم هذه الأدوات نجد السهم العادي.

يعتبر السهم العادي من بين أهم الأدوات المالية المتاحة في السوق المالي، لما له من ميزات وخصائص تجعله في الكثير من الأحيان أكثر جاذبية، كونه يتمتع بقدرة عالية مقارنة بباقي الأدوات على إعطاء صورة عن أداء الشركة المصدرة، ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار الكفء والسليم في السهم العادي، لا بد أن يتوفر على الكثير من المعلومات والتحليلات الجوهرية التي تساعد في اتخاذ القرار واختيار سهم على حساب سهم آخر، ومن أهم هذه المعلومات نجد أداء السهم والأداء المالي للشركة المصدرة، حيث يتم النظر في العديد من المؤشرات المالية التي يمكنها إعطاء صورة تحليلية عن السهم أو الشركة، ومن أهم هذه المؤشرات هو ربحية السهم الواحد Earnings Per Share، والذي يعبر عن مقدار الربح المتاح لحامل السهم والمحقق من طرف الشركة.

يعتبر مؤشر ربحية السهم EPS من أهم المؤشرات في عالم الأسواق المالية وأكثرها شيوعاً لدى المحللين والمستثمرين والباحثين، لما يوفره من معلومات ودلالات مهمة حول الشركة وحول السهم بذاته، لهذا نجد أن الشركات تسعى باستمرار إلى دعم وتعزيز هذا المؤشر بهدف جذب المستثمرين، وبالتالي فهو يتأثر حتماً بالكثير من العوامل المختلفة، وهو ما أظهرته العديد من الدراسات السابقة، حيث أصبح موضوعاً مهماً للباحثين والمستثمرين.

### أولاً: إشكالية الدراسة:

انطلاقاً مما سبق، يتبين أن ربحية السهم EPS من المؤشرات الهامة في عالم الاستثمار في الأسواق المالية، فهي تقدم صورة تحليلية عن الشركة للمستثمرين الذين يضعون مؤشر ربحية السهم ضمن قواعد قراراتهم في اختيار الشركة المناسبة للاستثمار فيها، لهذا تسعى الشركات دوماً لتعزيز هذا المؤشر في السوق، وبخلافه من المؤشرات فهو يتفاعل باستمرار مع مؤشرات وظروف أخرى، وقد لقي موضوع العوامل المؤثرة على ربحية السهم EPS اهتماماً كبيراً من مختلف الأطراف المعنية، وهذا ما قادنا لإجراء هذه الدراسة والتي تطرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى تأثير العوامل المالية على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة الزمنية 2017-2023؟

وتدرج تحت هذه الإشكالية أسئلة فرعية نذكرها فيما يلي:

### ❖ التساؤلات الفرعية:

1. ما هو دور سوق الأوراق المالية في الإقتصاد؟
2. ماهي أهمية ربحية السهم "EPS" في عملية الاستثمار في الاسهم؟
3. ما هو أثر العائد على حقوق الملكية ROE على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في بورصة الكويت؟
4. ما هو أثر هامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؟
5. ما هو أثر نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؟

6. ما هو أثر معدل دوران الأصول AT على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؟

7. ما هو أثر قيمة المؤسسة V على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؟

8. ما هو أثر هامش الربح التشغيلي OPM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؟

9. ما هو أثر هامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؟

### ثانياً: الفرضيات

بناء على ما تم طرحه وصياغته من إشكالية رئيسية وتساؤلات فرعية، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة، تمت صياغة مجموعة من الفرضيات كما يلي:

**الفرضية الفرعية الأولى:** تلعب سوق الأوراق المالية دوراً محورياً في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الاستثمارات عن طريق جذب الادخارات وتعبئة رؤوس الأموال، وتسهيل توجيهها، وتحسين مستويات الكفاءة الاقتصادية؛

**الفرضية الفرعية الثانية:** تعد ربحية السهم "EPS" من أهم مؤشرات التحليل المستخدمة في عملية الاستثمار في الأسهم؛

**الفرضية الفرعية الثالثة:** يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق الملكية ROE على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في بورصة الكويت

**الفرضية الفرعية الرابعة:** يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؛

**الفرضية الفرعية الخامسة:** يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؛

**الفرضية الفرعية السادسة:** يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول AT على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؛

**الفرضية الفرعية السابعة:** يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لقيمة المؤسسة V على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؛

الفرضية الفرعية الثامنة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح التشغيلي OPM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة؛

الفرضية الفرعية التاسعة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة.

### ثالثا: أهمية الدراسة:

ترجع أهمية هذه الدراسة إلى أهمية موضوع الاستثمار في البورصات والأسواق المالية وما يصاحبه من عمليات التحليل واتخاذ القرارات وخاصة فيما يخص الاستثمار في الأسهم العادية، حيث تتعدد المؤشرات التي يعتمد عليها في التحليل واتخاذ القرار ومن أهمها مؤشر ربحية السهم EPS، الذي يعد من أهم المؤشرات التي تعكس الحالة المالية للشركة، وتأتي أهمية هذه الدراسة من خلال التطرق إلى تحديد العوامل المؤثرة على ربحية السهم للشركات المدرجة في البورصة من أجل فهم أعمق لهذا المؤشر وكيفية تفاعله مع مختلف العوامل والظروف المتعلقة بالشركة ما يساعد المستثمرين والمحللين على اتخاذ قرارات سليمة وكفؤة.

### رابعا: أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى مجموعة من الأهداف أهمها:

- تبيان مفهوم ربحية السهم في الشركات المدرجة في البورصة؛
- التعرف على مختلف العوامل المؤثرة في ربحية السهم من خلال الدراسات التي تناولت الموضوع مسبقا؛
- تحديد وتقييم وتحليل العوامل التي تؤثر على ربحية السهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت.
- فحص طبيعة واتجاه العلاقة بين هذه العوامل و ربحية السهم؛
- بناء نموذج قياسي يعكس شدة وكيفية ومدى التأثير للعوامل المستقلة على ربحية السهم.

### خامسا: المنهج والأدوات:

- نظرا لطبيعة الموضوع وبهدف الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها وتحقيق أهدافها، تم الاعتماد أولا على المنهج الوصفي لوصف متغيرات الدراسة من الناحية النظرية والإلمام بالجانب

النظري للموضوع وذلك عن طريق جمع وتبويب البيانات والمراجع المتخصصة في المجال أو ذات الصلة، أما في الجانب التطبيقي للدراسة فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي التحليلي والقياسي من أجل دراسة وقياس وتحليل أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع ربحية السهم EPS، أين تم الاعتماد على منهجية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية *Panel Data Models Analysis* من أجل دراسة وتحديد ونمذجة أثر المتغيرات المستقلة على ربحية السهم للشركات عينة الدراسة في الفترة الممتدة 2017-2023، والوصول إلى نتائج مبررة حسب النظرية الاقتصادية.

• وقد تم الاستعانة ببرنامج EXCEL 2016 من أجل تنظيم وتبويب وإعداد البيانات وكذا تحليل تطورات المؤشرات والمتغيرات المعتمدة في الدراسة، إضافة إلى استخدام برنامج STATA 15.0 من أجل معالجة وتحليل البيانات وتقدير النماذج وإجراء مختلف الاختبارات الضرورية التي تتطلبها منهجية

## PANEL DATA

### سادسا: الدراسات السابقة

في هذا المطلب سنعرض بعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع ولها علاقة مباشرة أو غير مباشرة مع موضوع دراستنا:

#### 1. الدراسات السابقة باللغة العربية

1.1. أحمد عبد محمود، اختبار نموذج "Fama-French" خماسي الأبعاد في تحليل عوائد الأسهم

العادية، مجلة الريادة للمال والأعمال - المجلد الرابع ( العدد 01)، 77-99، 2022.

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف مدى قدرة نموذج "Fama-French" خماسي الأبعاد على تحليل عوائد الأسهم العادية، باستخدام الربحية والاستثمار كمقياس رئيسية للأنموذج، ولأجل ذلك، أجريت الدراسة على عينة من ستة شركات عراقية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تعمل في القطاع الخدماتي، خلال الفترة الزمنية من 2012 إلى 2020، كما تم استخدام طرق رياضية وإحصائية مختلفة ذات العلاقة لتحليل البيانات، من خلال استخدام برنامج SPSS و Excel لإجراء القياسات الكمية ومقاييس النزعة المركزية والتشتت والوصف الإحصائي، إضافة إلى تحليل الانحدار بين متغيرات البحث.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن الربحية والاستثمار هما أهم العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة، وتبين وجود تذبذب في نتائج التحليل للقيمة السوقية والحقيقية ويرجع ذلك

الى التغيرات في أسعار أسهم الشركات عينة البحث باستمرار، كما بينت النتائج قدرة نموذج "F-F-5" أو "Fama-French" على تفسير عوائد أسهم الشركات عينة البحث بنسبة 67% وهذا يدل احتوائه 67% من عوامل المخاطرة التي ترافق استثمارها، بالإضافة إلى ذلك، فإن نتائج التحليل الاحصائي قد اثبتت ان عاملي الربحية والاستثمار قد أثرا وبشكل واضح في عائد أسهم الشركات عينة البحث الأمر الذي يدل على معنوية الانموذج ويؤكد صحة فرضية البحث القائلة بأن نموذج "Fama-French" يساهم في تقدير وتفسير عائد السهم العادي للشركات محل الدراسة.

**2.1. نعيمة برودي و يوسف فيلالي، أثر الرفع المالي على ربحية السهم لشركة المراعي (السعودية) خلال الفترة 2005-2019: دراسة قياسية باستعمال نموذج "ARDL"، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08 العدد 13، 533-552، 2020.**

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي ممثلا في نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون على ربحية السهم لشركة المراعي خلال الفترة 2005-2019، وتم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام اختبار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة "ARDL"، وذلك من أجل دراسة العلاقة في المدى الطويل والتكامل المشترك. توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و ربحية السهم في المدى الطويل، بينما تكون العلاقة موجبة في المدى القصير، كما بينت النتائج وجود علاقة موجبة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون و ربحية السهم على المدى القصير والطويل.

**3.1. صخر مرعي حسن بني خالد، وأيوب وائل موسى، النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان / دراسة تحليلية للفترة من عام 2005-2015، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد (05)، العدد (02)، 253-271، 2019.**

هدفت هذه الدراسة في تحديد العلاقة بين النسب المالية بالعائد على السهم لعينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، حيث تمثلت النسب المالية في: نسب الربحية، نسب السيولة، نسب النشاط، ونسب الرافعة المالية، وبغرض الوصول إلى أهداف الدراسة، تم استخدام الطريقة التحليلية الوصفية للبيانات الفعلية للشركات (33) التي تم تضمينها في عينة الدراسة وذلك في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2015. توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيرا إيجابيا ذا دلالة إحصائية لنسب الربحية المتمثلة في (هامش الربح

الإجمالي، والعائد على المبيعات، والعائد على الأصول) على ربح السهم. ولم يكن للعائد على حقوق الملكية أي تأثير. بالإضافة إلى ذلك، خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لنسب السيولة الممثلة بنسبة التداول ونسبة النقدية على ربحية السهم. هناك أيضا علاقة ذات دلالة إحصائية لنسبة النشاط متمثلة في معدل دوران المخزون وإجمالي حجم تداول الأصول على ربحية السهم. فيما بينت النتائج عدم وجود علاقة لنسب الرافعة المالية المتمثلة في نسبة المديونية، نسبة حقوق الملكية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية مع ربحية السهم.

**4.1. رائد هاشم الجنازرة، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول، وربحية السهم في الشركات الاستثمارية العقارية الأردنية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة جرش، 2019.**

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة على مقاييس الأداء المالي، وتحديد العائد على حقوق المساهمين والعائد على الأصول وربحية السهم في الشركات الاستثمارية الأردنية الناشطة في المجال العقاري. حيث شملت الدراسة كافة الشركات الاستثمارية العقارية والبارغ عددها 35 شركة، وذلك خلال الفترة الممتدة كم 2008 إلى غاية 2017، انتهجت الدراسة من أجل ذلك الأسلوب الوصفي والتحليلي باستخدام أدوات التحليل الإحصائي الوصفي وأسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وقد أظهرت النتائج المتوصل إليها وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق محاسبة القيمة العادلة على كل من ربحية السهم "EPS" والعائد على حقوق الملكية "ROE" والعائد على الأصول "ROA"، وبالتالي فمحاسبة القيمة العادلة تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي.

**5.1. دراسة أسيل تيسير عبد الحليم الغول، بعنوان أثر التدفقات النقدية على ربحية السهم في البنوك التجارية الأردنية (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير، جامعة الأسراء، 2018.**

تبحث هذه الدراسة في كيفية تأثير التدفقات النقدية على ربحية السهم الواحد "EPS" للبنوك التجارية الأردنية خلال الفترة 2012 و2016. والغرض من الدراسة هو استقصاء العلاقة بين ربحية السهم "EPS" للبنوك التجارية الأردنية وأشكال التدفقات النقدية المختلفة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى ( $\alpha=0.05$ ) للتدفقات النقدية (التشغيلية والاستثمارية والتمويلية) على ربحية السهم في البنوك التجارية الأردنية لكل بنك على حدى باستثناء بنك الاستثمار العربي الأردني وبنك سوستيه جنرال - الأردن وبنك المال الأردني. كما خلصت الدراسة أيضا إلى عدم وجود

أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى  $\alpha=0.05$  لكل من التدفقات النقدية التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية منفصلة، على ربحية السهم في البنوك التجارية الأردنية على حدى، باستثناء بعض الحالات من البنوك التي لا يمكن تعميمها. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى  $\alpha=0.05$  لكل من التدفقات النقدية التشغيلية، والاستثمارية منفصلة على ربحية السهم للبنوك التجارية الأردنية مجتمعة، مع وجود أثر ذي دلالة إحصائية للتدفقات النقدية التمويلية على البنوك مجتمعة.

**6.1. عبد الستار القبسي، منال سليمان أبو غانم، أحمد بني ياسين، أثر الدخل المحاسبي والدخل الاقتصادي على ربحية السهم كمقياس لأداء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، مجلة العلوم الاجتماعية، (02)05، 150-164، 2016.**

هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر الدخل المحاسبي والدخل الاقتصادي على ربحية السهم كمؤشر لقياس أداء الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث أجريت الدراسة على عينة من 41 شركة موزعة على 11 قطاعاً، تمثل مجتمع الشركات البالغ عددها 84 شركة. ولهذا الغرض، تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة وبرنامج SPSS.

توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الدخل المحاسبي والدخل الاقتصادي، بينما يوجد أثر دال إحصائياً لمقاييس الدخل المحاسبي متمثلة في صافي الربح التشغيلي وصافي الدخل قبل الضريبة مجتمعة على ربحية السهم، ويوجد أيضاً أثر دال إحصائياً لمقاييس الدخل الاقتصادي متمثلة في القيمة المضافة إلى المبيعات والمحافظة على رأس المال على ربحية السهم، وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين متغيرات الدخل الاقتصادي وربحية السهم الواحد قوية مثل العلاقة بين متغيرات الدخل المحاسبي وربحية السهم الواحد. وتوصي الدراسة بضرورة اعتماد كل من الدخل الاقتصادي والدخل المحاسبي لتعزيز مؤشرات تقييم الأداء للشركات.

**7.1. علي زكي غازي، أثر القرارات الاستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2015.**

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد علاقة وأثر القرارات الإستراتيجية التمويلية على حصة السهم العادي من الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، تم إجراء هذه الدراسة على عينة تتمثل في كل الشركات الناشطة في القطاع الصناعي والمدرجة في بورصة عمان، وهي بلغ عددها 75 شركة،

فترة الدراسة كانت من 2010 إلى 2013، وهذا بغرض دراسة العلاقة والأثر المحتمل لنسبة المديونية على ربحية السهم العادي، حيث تم استخدام الانحدار البسيط ومعامل ارتباط بيرسون لتحديد تأثير نسبة الدين على ربحية السهم والعلاقة بين هذه المتغيرات، وتسلط هذه الدراسة الضوء على أهمية التخطيط والإدارة المالية الاستراتيجية في التأثير على ربحية الشركات، فالإدارة الكفؤة للديون يمكن أن تعزز ربحية السهم الواحد، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية للقرارات الإستراتيجية التمويلية ممثلة بنسبة المديونية على ربحية السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، مع وجود علاقة عكسية ما بين نسبة المديونية وربحية السهم على المستوى الكلي للشركات. كما بينت النتائج وجود عدد قليل جدا من الشركات التي جاءت هذه العلاقة فيها طردية بمعنى أن زيادة نسبة المديونية يؤدي إلى زيادة ربحية السهم، مما يدل على وجود تفاوت في قدرة الشركات على إدارة الأموال المقترضة لتوليد الأرباح.

8.1. دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2008.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أهم العوامل المؤثرة في ربحية السهم "EPS" والتعرف على أثرها على هذا الأخير، وإيجاد أي العوامل أكثر تأثيرا من غيرها على ربحية السهم "EPS"، حيث شملت هذه العوامل عوامل داخلية وأخرى خارجية، تم إجراء هذه الدراسة على عينة طبقية عشوائية من الشركات المدرجة في بورصة عمان، والتي بلغ عددها 60 شركة، خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2006. ومن خلال الدراسة الإحصائية أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى  $\alpha \leq 0.05$  لكل من التضخم، أسعار الفائدة، عدد العاملين، وحجم رأس المال مع ربحية السهم. بينما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لكل من عجز ميزان المدفوعات، عجز الموازنة العامة، وعجز حجم الناتج المحلي الإجمالي مع ربحية السهم.

## 2. الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

**2.1. Besan Abdallah Saleh, THE EFFECT OF FINANCIAL RATIOS, FIRM SIZE, AND CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES ON EARNINGS PER SHARE, International Journal Of Professional Business Review, Vol 08, N 06, 01-13, 2023.**

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير النسب المالية وحجم الشركة والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على ربحية السهم الواحد للشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة من 2016 إلى

2020. اعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين على مدى خمس سنوات، وتم استخدام المنهج الكمي في تحليل هذه البيانات متمثلاً في تحليل الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة (النسب المالية، وحجم الشركة، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية) والمتغير التابع (ربحية السهم).

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج المهمة، حيث أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة على ربحية السهم حيث بلغت قيمة إحصائية " $t=3.075$ " مع قيمة إحصائية " $p=0.003$ "، ووجود أثر سلبي واضح للرافعة المالية على ربحية السهم بقيمة " $t=-1.921$ " ولكن بدون دلالة إحصائية حيث بلغت قيمة " $P=0.06$ "، وأظهرت النتائج أيضاً عدم وجود أثر كبير لكل من السيولة والتدفقات النقدية التشغيلية على ربحية السهم وبدون دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة إحصائية " $t$ " على التوالي: " $t=0.714$ "، و" $t=-1.595$ " على التوالي، مع قيمة إحصائية " $p$ " بلغت " $p=0.478$ " و " $p=0.116$ " على التوالي. وأما بخصوص جودة النموذج، أظهرت النتائج ضعف القدرة التفسيرية للنموذج حيث بلغت قيمة معامل التحديد " $R^2=0.189$ " مما يعني أن 18.9% فقط من التغيرات في ربحية السهم للشركات محل الدراسة يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات المستقلة للدراسة، وهي نسبة ضعيفة.

## 2.2. Rima Rachmawati And Erly Sherlita, Effect Of Sales Growth, Firm Size, Profitability On Earning Per Share, Turkish Journal Of Computer And Mathematics Education (TURCOMAT), Vol.12 No.8, 675-680, 2021.

الغرض من هذه الدراسة هو إثبات تطبيق مفهوم كل من نمو المبيعات وحجم الشركة والربحية وربحية السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا، وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير العوامل السابقة الذكر على ربحية السهم "EPS". تم إجراء الدراسة على عينة من 51 شركة صناعية مدرجة في بورصة اندونيسيا، خلال الفترة 2015-2019، واعتمدت الدراسة على طريقة التحليل باستخدام نماذج بيانات بانل "Panel Data Analysis"، كما تم استخدام طريقة تحليل المسار لتقييم العلاقات السببية بين المتغيرات، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة كل من نمو المبيعات وحجم الشركة، في حين تم التعامل مع الربحية كمتغير مستقل ووسيط يؤثر على ربحية السهم الواحد.

وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج، حيث تبين أن كل من نمو المبيعات وحجم الشركة مقاساً بحجم أصولها، يؤثران بشكل واضح وإيجابي على ربحية الشركة، وهذه الأخيرة (ربحية الشركة)، لها أثر إيجابي كبير على ربحية السهم "EPS"، بينما يؤثر كل من نمو المبيعات وحجم الشركة بشكل غير مباشر على ربحية

السهم "EPS" وذلك عن طريق تأثيرهما في ربحية الشركة. وبالتالي، خلصت الدراسة إلى أن كلا من نمو المبيعات وحجم الشركة يؤثران بشكل إيجابي على ربحية السهم "EPS"، وذلك من خلال تأثيرهما على الربحية في المقام الأول. وتؤكد الدراسة من خلال النتائج المتوصل إليها على أهمية الربحية كوسيط رئيسي في تعزيز ربحية السهم الواحد "EPS"، وتسلط الضوء على مدى أهمية استراتيجيات النمو والإدارة الفعالة للموارد بالنسبة للمستثمرين وإدارة الشركة.

### 2.3. Ning Zhang, Xiahui Lin, Yantuan Yu, Yanni Yu, 2020, Do green behaviors improve corporate value? An empirical study in China, Journal of Cleaner Production 246 (2020).

هدفت الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) Corporate Social Responsibility، والأداء الاقتصادي للشركات (CEP) corporate economic performance في الشركات الصينية، حيث تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من 795 شركة صينية خلال الفترة 2010-2017، اعتماداً على نماذج بيانات بانل "Panel Data"، تم استخدام ربحية السهم "EPS" كمتغير تابع يعبر عن الأداء الاقتصادي للشركة، ودرجة المسؤولية الاجتماعية كمتغير مستقل، بالإضافة إلى متغيرات ضابطة أخرى. وقد توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركة "CSR" لها تأثير ملحوظ على ربحية السهم "EPS"، وأن المسؤولية الاجتماعية للشركات لا تعزز من قيمة الشركة، وبينت الاختبارات أن زيادة وحدة واحدة في درجة المسؤولية الاجتماعية للشركات "CSR"، ينجم عنه انخفاض بـ 0.004 في ربحية السهم "EPS"، وبالتالي خلصت الدراسة إلى أن السلوكيات الخضراء في المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر سلباً على قيمة الشركات. وقد قدمت الدراسة أحد التفسيرات المحتملة لهذا التأثير، بأن تنفيذ المسؤولية الاجتماعية للشركات يفرض تكاليف خارجية (تكاليف ضمنية وتكاليف صريحة) على الشركات الكبرى، والتي غالباً ما تقلل من ربحية الشركات على المدى القصير.

ومن أجل معالجة وتقادي هذا التأثير السلبي للسلوكيات الخضراء على قيمة الشركات، اقترحت الدراسة على صناعات السياسات خفض تكاليف المسؤولية الاجتماعية للشركات بوضع سياسات تحفيزية وتفضيلية لصالح الشركات التي تسعى لتطبيق معايير السلوكيات الخضراء وممارسة مسؤوليتها الاجتماعية، كالامتيازات والإعفاءات الضريبية ودعم الصناديق الخاصة، بالإضافة إلى توجيه الحكومة إلى وضع إعانات تحفيزية للمؤسسات الملتزمة بمراقبة انبعاثات التلوث واستهلاك الطاقة، وتشجيع المؤسسات على تبني الابتكار التكنولوجي والحفاظ على الطاقة، وبالنسبة للصناعات شديدة التلوث، يجب على الحكومة العمل على

خفض تكاليف تصريف التلوث واستهلاك الطاقة بشكل مناسب للشركات التي تستثمر في المسؤولية الاجتماعية للشركات، وإنشاء آلية حوافز للتنمية الخضراء، وتشجيع هذه الشركات على تنفيذ الابتكار التكنولوجي والحفاظ على الطاقة وخفض الانبعاثات وتدابير منع التلوث والسيطرة عليه.

#### 2.4. Prashant Chhajer , Vishal Mehta , Vandana Gandhi , Factors Influencing Stock Returns: Evidence From National Stock Exchange, India, International Journal of Management (IJM), Volume 11, Issue 5, 631-643, 2020.

هدفت الدراسة إلى تقييم تأثير العوامل الأساسية الخاصة بالشركة والعوامل القائمة على السوق على عوائد الأسهم، تمثلت المتغيرات المعتمدة في الدراسة في: العوامل الأساسية الخاصة بالشركة وهي: إجمالي الأصول "TA" للتعرف على تأثير الحجم، نسبة الدين إلى حقوق الملكية "D/E" والتي تعبر عن الرافعة المالية، النسبة الحالية "CR" تمثل السيولة، العائد على حقوق الملكية "ROE" يشير إلى الربحية، و عائد توزيعات الأرباح "DIV" والذي يوضح الأرباح الحالية على الاستثمار، وكذلك عوامل متعلقة بالسوق متمثلة في: بيتا "Beta" والذي يعبر عن تقلبات السهم، إضافة إلى نسبة السعر إلى القيمة الدفترية "P/B". امتدت هذه الدراسة إلى ما هو أبعد من نموذج "Fama-French" التقليدي الذي يتكون من ثلاثة عوامل من خلال إضافة وإشراك سمات إضافية للشركات لفهم تأثيرها على عوائد الأسهم. وقد تم إجراء هذه الدراسة على عينة من 198 سهما مدرجا في البورصة الوطنية في الهند "NSE"، واعتمدت على منهجية التحليل باستخدام نماذج بانل "Panel Data". وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن كل من عامل بيتا "Beta" ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية "P/B" واللذان يمثلان تأثير القيمة، يفسران بشكل كبير التباين في عوائد الأسهم، أما العوامل الأساسية المتعلقة بالشركة، فقد بينت النتائج أن كل من عائد توزيعات الأرباح "DIV" والعائد على حقوق المساهمين "ROE" من المحددات الهامة والمفسر بشكل واضح لعوائد الأسهم، بينما إجمالي الأصول "TA" ونسبة الدين إلى حقوق الملكية "D/E" لا يؤثران بشكل كبير على عوائد الأسهم في هذه الدراسة. وبالتالي، تؤكد الدراسة جزئيا نتائج نموذج "Fama-French"، حيث عاملي بيتا "Beta" ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية "P/B" واللذان يمثلان تأثير القيمة يفسران عوائد السهم، مع إهمال تأثير الحجم، ولكن تضيف هذه الدراسة على ذلك أن العائد على حقوق المساهمين "ROE" وتوزيعات الأرباح "DIV" يؤثران أيضا بشكل كبير على عوائد السهم.

#### 2.5. Shakeel Muhammad and Gohar Ali, The Relationship Between Fundamental Analysis and Stock Returns Based on the Panel Data

## Analysis; Evidence from Karachi Stock exchange (KSE), Research Journal of Finance and Accounting, vol 09, N°09, 84-96, 2018.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة بين التحليل الأساسي وعوائد الأسهم، تم إجراء دراسة على عينة من 115 شركة غير مالية مدرجة في بورصة كراتشي "KSE" في باكستان، للفترة الممتدة من 2007 إلى 2017، وذلك بهدف التحقيق في قدرة بيانات المحاسبة التاريخية في التنبؤ بعائدات الأسهم المستقبلية باستخدام التحليل الأساسي في الاقتصادات الناشئة، اعتمدت هذه الدراسة في نموذجها على خمسة مؤشرات هي: نسب الربحية ممثلة في نسبة العائد على الأصول "ROA"، نسب السيولة ممثلة في نسبة السيولة الحالية "Current Ratio"، نسب الرافعة المالية ممثلة في نسبة الديون إلى الأصول "D/E"، ونسب السوق ممثلة في ربحية السهم "EPS" ونسبة السعر إلى العائد "P/E"، وقد تم الإعتماد في التحليل القياسي على نماذج بانل للبيانات "Panel Data" بنماذجها الثلاث، نموذج الإنحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. من خلال النتائج المتوصل إليها في الدراسة تبين أن التحليل الأساسي، باستخدام النسب المالية المختلفة، يمكن أن يتنبأ بعائدات الأسهم المستقبلية للشركات الباكستانية المدرجة في البورصة. فقد أوضحت النتائج أن نسب السيولة "CR"، ونسب السوق "P/E" و "EPS"، ونسب الرافعة المالية "Lev"، ونسب الربحية "ROA" جميعها تتمتع بقوة تنبؤية كبيرة لعائدات الأسهم.

### 2.6. Sriyono Sriyono And Dessy Fatmasari, The Strategy Of Strengthening The Earning Per Share, Annual Conference On Social Sciences And Humanities (ANCOSH), 22-27, 2018.

هدفت الدراسة إلى وضع استراتيجيات لتعزيز ربحية السهم الواحد "EPS" من خلال فحص مختلف العوامل المؤثرة، وقد أجريت الدراسة كبحث كمي بمنهجية ترابطية، وهي تحلل العلاقات بين متغيرات مثل هيكل رأس المال والنسبة الحالية وهامش الربح الصافي، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من شركات الملابس والمنسوجات المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة الممتدة من 2010 إلى 2015. وتم أخذ العينة باستخدام تقنية العينات الهادفة لاختيار الشركات المناسبة، تم إجراء تحليلات إحصائية لتحديد تأثير كل من هيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى الأصول "D/A" والنسبة الحالية "CR" وهامش الربح الصافي "NPM" على ربحية السهم الواحد "EPS".

تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن العوامل المذكورة لها تأثير واضح على ربحية السهم حيث بلغت قيمة اختبار "F"  $(F) \text{ test} = (3.845, 0.021)$ ، كما بلغت قيمة "R"  $(R\text{-Square} = 0.307)$  ما يعني أن 30.7% من تغيرات ربحية السهم "EPS" تفسرها المتغيرات المستقلة المعتمدة، مع ذلك، فإن التأثير الفردي

للمتغيرات كان متباين، حيث بينت النتائج أن هيكل رأس المال ممثلاً بنسبة الديون إلى الأصول "D/A" والنسبة الحالية "CR" لهما تأثير دال إحصائياً على ربحية السهم الواحد، في حين أن هامش الربح الصافي "NPM" ليس له تأثير دال إحصائياً على ربحية السهم.

خلصت الدراسة إلى أن تعديل هيكل رأس المال عن طريق خفض نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية يمكن أن يؤدي إلى زيادة العائد على السهم، كما توصلت أيضاً إلى أنه من الممكن للرافعة المالية المرتفعة أن ترفع من ربحية السهم "EPS" ولكنها تشكل أيضاً مخاطر أعلى إذا لم تتم إدارتها بشكل صحيح. أما بخصوص النسبة الحالية، فالحفاظ على هذا المؤشر في مستوى مستقرة وأمثل يؤثر بشكل إيجابي على ربحية السهم "EPS"، من خلال ضمان سيولة كافية للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، والتي بدورها تدعم الربحية الإجمالية.

## 2.7. R. Bratamangala, Factors Affecting Earning Per Share: The Case Of Indonesia, International Journal Of Economics And Business Administration, Volume 71, Issue 2, 92-100, 2018.

هدفت هذه الدراسة إلى فحص ما إذا كانت العوامل المالية مثل العائد على الأصول "ROA"، والسعر إلى القيمة الدفترية "PBV"، ونسبة حقوق الملكية للديون "DER" لها أي تأثير على ربح السهم "EPS"، تركز الدراسة على القطاع الصناعي في إندونيسيا بتطبيق الدراسة على الشركات المدرجة في البورصة الإندونيسية، حيث تتكون العينة من 11 شركة صناعية ناشطة في القطاعين الفرعيين للعقارات والممتلكات والمدرجة في البورصة الإندونيسية خلال الفترة من 2013 إلى 2016،

اعتمدت الدراسة في تقدير النموذج الإحصائي على نماذج بانل "Panel Data"، وتحديدًا باستعمال نموذج التأثيرات العشوائية "Random Effect Model" وذلك نظراً لنتائج اختبار "Hausman".

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج، فعلى صعيد التأثيرات الفردية لمتغيرات الدراسة على ربحية السهم، فقد أظهرت النتائج أن العائد على الأصول "ROA" له تأثير إيجابي دال إحصائياً على ربحية السهم "EPS" مع قيمة "t" ذات دلالة إحصائية وقيمة احتمالية أقل من 0.05، كما أظهرت أيضاً نسبة السعر إلى القيمة الدفترية "PBV" تأثيراً إيجابياً قوياً ذو دلالة إحصائية على ربحية السهم "EPS"، وهو نفس الشيء مع نسبة حقوق الملكية للديون "DER" حيث كان التأثير إيجابياً وذو دلالة إحصائية. كما أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للمتغيرات مجتمعة على ربحية السهم، حيث كانت قيمة "F" المحسوبة "F-

"statistic" أكبر من قيمة "F" الجدولية "F-Table". كما أشارت نتائج الدراسة إلى القدرة التفسيرية العالية للنموذج من خلال نتيجة معامل التحديد أو قيمة "R" المربعة والمعدلة "Adjusted R-Squared" والتي كانت قيمتها "0.875286" ما يعني أن 87.5% من التغيرات في ربحية السهم "EPS" في العينة محب الدراسة، تفسرها المتغيرات الثلاث المعتمدة في الدراسة، وهو ما يؤكد القدرة التفسيرية العالية للنموذج.

## **2.8. Sriyono Sriyono, Prapanca Detak, Budi Andi, Analisis Return on Equity (ROE), Current Ratio (CR), Net Profit Margins (NPM), dan Debt to Equity Ratio (DER) terhadap Earning Per Share (EPS), Journal of Business, Management and Banking, vol 04, No2, 95-163, 2018.**

هدفت هذه الورقة البحثية إلى دراسة تأثير مجموعة من العوامل والمتمثلة في العائد على حقوق الملكية "ROE"، النسبة الحالية "CR"، هامش الربح الصافي "NPM" ونسبة الدين إلى حقوق الملكية "DER" على ربحية السهم الواحد "EPS"، لمعرفة تأثير هذه العوامل منفردة ومجمعة، طبقت الدراسة الكمية على عينة مكونة من 12 شركة صناعية تنشط في قطاع الأغذية والمشروبات في الفترة من 2012 إلى 2016، والمدرجة في بورصة اندونيسيا، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، حيث وبخصوص التأثيرات الفردية، فقد تبين أن العائد على حقوق الملكية "ROE" ليس له تأثير جزئي على ربحية السهم "EPS"، حيث بلغت قيمة إحصائية "t" 0.52 مع قيمة احتمالية "P-value" بلغت 0.608. كما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي دال إحصائياً لنسبة السيولة النقدية "CR" على "EPS"، بحيث بلغت قيمة إحصائية "t" -3.034، وقيمة "P-value" تساوي 0.004، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير دال إحصائياً لهامش الربح الصافي "NPM" على "EPS" حيث بلغت قيمة إحصائية "t" 1.184 وقيمة "P-value" 0.2428. ونفس الشيء مع نسبة الدين إلى حقوق الملكية "DER" حيث بينت النتائج عدم وجود أثر دال إحصائياً على ربحية السهم بحيث كانت قيمة "t" -0.398 مع قيمة "P-value" 0.692. وأظهرت النتائج قوة النموذج التفسيرية للمؤشرات المالية مجتمعة على ربحية السهم، حيث بلغت قيمة "R<sup>2</sup>" المعدلة 0.635، ما يعني أن 63.55% من التغيرات في ربحية السهم الواحد "EPS" يتم تفسيره من خلال هذه المتغيرات مجتمعة، مع امكانية تفسير النسبة المتبقية البالغة 36.45% بعوامل أخرى.

## **2.9. Melikaoui Mouloud, The Impact of Economic Value Added and the Market Value Added on Earning per Share; Case Study of the Industrial Companies Listed in Kuwait Stock Exchange During the Period 2012-2016, El-Bahith Review, 18(1), 599-611, 2018.**

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد أثر كل من القيمة الاقتصادية المضافة "EVA" والقيمة السوقية المضافة "MVA" كمقاييس جديدة لتقييم الأداء وربحية السهم "EPS" مقارنة بالعائد على الأصول "ROA" والعائد على حقوق المساهمين "ROE"، حيث تم إجراء دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية والبالغ عددها 28 شركة خلال الفترة 2012-2016. تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي "spss". وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة النتائج أهمها وجود علاقة تأثير قوية ودالة إحصائية بين كل من المتغيرات المستقلة (القيمة الاقتصادية المضافة "EVA"، القيمة السوقية المضافة "MVA"، العائد على الأصول "ROA"، العائد على حقوق الملكية "ROE") والمتغير التابع ربحية السهم "EPS"، حيث قدر معامل الارتباط بـ  $R^2=0.879$  مما يشير إلى درجة عالية من الارتباط، كما أظهرت نتائج الدراسة ومن خلال قيمة معامل "R" المعدلة "Adj-R= 0.767" إلى أن 76.7% من التغير الحاصل في ربحية السهم يفسر من خلال المتغيرات المستقلة السابقة وخاصة متغير القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على حقوق الملكية. كما خلصت الدراسة إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة "EVA" والقيمة السوقية المضافة "MVA" هي مقاييس فعالة لتقييم وتعزيز ربحية السهم في الشركات الصناعية، وتوفر هذه المقاييس فهما أفضل للأداء الاقتصادي للشركة وقدرتها على خلق قيمة للمساهمين مقارنة بالمقاييس التقليدية مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين.

**2.10. Yijun Meng, Michael P. Clements, Carol Padgett, Independent directors, information costs and foreign ownership in Chinese companies, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, (53), 139-157, 2017.**

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أثر تعيين المديرين المستقلين في مجلس الإدارة على أداء الشركة، وتقييم تأثير تكاليف المعلومات على فعالية وكفاءة المديرين المستقلين، وكذا التحقيق في دور الملكية الأجنبية في اعتماد مديرين مستقلين، وذلك من أجل تحديد تأثير استقلالية مجلس الإدارة على أداء الشركة. وتتألف عينة البيانات الخاصة بالدراسة من 2371 ملاحظة على أساس سنوي للشركات في الصين خلال الفترة 1999-2005. وقد تم اعتماد كل من ربحية السهم "EPS" والعائد على الأصول "ROA" كمتغيرين تابعين لقياس أداء الشركة، كما تم وضع كل من استقلالية المجلس الإداري معبرا عنه بنسبة المديرين المستقلين في مجلس الإدارة، وكذلك تكلفة المعلومات معبرا عنها مزمنة عوائد السهم مع عوائد السوق، إضافة إلى قياس مدى التغطية الإعلامية لمتغيرين مستقلين لدراسة مدى التأثير على كل من "EPS" و"ROA"، هذا إضافة إلى المتغيرات الضابطة المتمثلة في بعض النسب المالية وغير المالية، وقد تم الاعتماد في النموذج الإحصائي

على طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين "2SLS" للتقدير. وقد خلصت الدراسة إلى أن المديرين المستقلون لهم تأثيرا سلبيا بشكل كبير على ربحية السهم "EPS" والعائد على الأصول "ROA" خلال فترة الدراسة، كما أن ارتفاع تكاليف المعلومات يجعل هذا التأثير السلبي أقوى، حيث أن غياب المعلومات عن المديرين المستقلين ستمنعهم من أداء أدوارهم في التحكم والاستشارة، بالإضافة إلى هذا، فقد تبين خلال الدراسة أن الشركات التي لديها المزيد من المستثمرين الأجانب تميل أكثر إلى تعيين مديرين مستقلين.

### **2.11. Chinedu Francis Egbunike, Francis Nnoli Udeh, The Effect of Earnings Management on Earnings and Book-Value per Share: A Study of Selected Quoted Companies in Nigeria, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.21, 37-44, 2015.**

هدفت هذه الدراسة في التعرف على تأثير إدارة الأرباح على ربحية السهم الواحد "EPS" والقيمة الدفترية للسهم "BVPS" في الشركات النيجيرية، اتبعت الدراسة منهج وصفي تحليلي بأثر رجعي في تحليل البيانات، وتمثلت عينة الدراسة في الشركات المدرجة في قسم التكتلات في بورصة نيجيريا "NSE" وتشمل ما مجموعه 15 شركة (6 شركات تكتلية، و9 شركات سلع استهلاكية) تم اختيارها عشوائيا، وينصب التركيز في هذه الدراسة على كيفية تأثير الاستحقاقات التقديرية، وهي أداة شائعة لإدارة الأرباح، على هذه المؤشرات المالية، كما تم تقدير متغير إدارة الأرباح باستخدام نموذج جونز (1991). وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود تأثير إيجابي دال إحصائيا لإدارة الأرباح على ربحية السهم الواحد "EPS"، فبالنسبة للشركات ذات الاستحقاقات التقديرية العالية، فإن إدارة الأرباح تعزز بشكل كبير ربحية السهم الواحد. كما تبلغ جودة ملاءمة النموذج كما تظهر قيمة معامل التحديد " $R^2 = 0.367$ "، مما يعني أن 36.7% من التباين في ربحية السهم الواحد يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المستقلة في النموذج، كما يدعم مستوى الدلالة بقيمته ( $p = 0.016$ ) تأكيد التأثير الكبير لإدارة الأرباح على ربحية السهم الواحد. وتظهر النتائج أيضا أن إدارة الأرباح لها تأثير إيجابي دال إحصائيا على القيمة الدفترية للسهم الواحد "BVPS"، حيث تشير النتائج إلى أن الاستحقاقات التقديرية العالية تعزز أيضا القيمة الدفترية للسهم الواحد، وتبلغ نسبة " $R^2$ " للنموذج 0.314 مما يدل على أن 31.4% من التباين في القيمة الدفترية للسهم الواحد يتم تفسيره من خلال النموذج، ويؤكد مستوى الدلالة ( $p = 0.018$ ) صحة تأثير إدارة الأرباح على أرباح صافي ربحية الشركات.

### **2.12. Imran, Kashif & Akbar, Khalid, Determinants of Earnings: Evidence from Pakistan Engineering Sector, Economic and Financial Review, 1(1), 40-48, 2011.**

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة تحديد العوامل المؤثرة على ربحية السهم للشركات الناشطة في القطاع الهندسي في باكستان، وذلك بإجراء دراسة شملت عينة من 27 شركة هندسية مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية "KSE" في باكستان، للفترة الممتدة من 1990 إلى 2008، وبالاعتماد على التحليل بتقنيات بيانات بانل "Panel Data"، اعتمادا على ثلاث نماذج إحصائية هي: المربعات الصغرى العادية الديناميكية "DOLS"، نموذج التأثيرات "Fixed effect"، ونموذج التأثيرات العشوائية "Random effect". تمت دراسة تأثير بعض العوامل على ربحية السهم "EPS" لهذه الشركات، والتي تمثلت في: صافي رأس المال العامل "NWC"، نسبة التشغيل "OpR"، صافي الأصول الثابتة "NFA"، معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي "DEF"، سعر الفائدة "Int"، و نمو الناتج المحلي الإجمالي "GDPg".

توصلت الدراسة إلى أن صافي رأس المال العامل "NWC" له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية قوية على ربحية السهم "EPS"، في كل الحالات الثلاث: المربعات الصغرى الديناميكية "DOLS"، ونموذج التأثيرات الثابتة وكذلك العشوائية، حيث في نموذج "DOLS" بلغت قيمة المعامل 0.02، ما يعني أن زيادة 1% في صافي رأس المال العامل "NWC" يؤدي إلى زيادة بـ 2% في ربحية السهم "EPS"، كما أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي دال إحصائيا لنمو الناتج المحلي الإجمالي "GDPg" على ربحية السهم في النماذج الثلاث، وتوصلت الدراسة أيضا إلى أن نسبة التشغيل "OpR"، صافي الأصول الثابتة "NFA"، ومعامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي "DEF"، لهم أثر سلبي دال إحصائيا على ربحية السهم، في حين لم يكن لسعر الفائدة "Int" أثر على ربحية السهم.

### سابعا: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

فيما يلي توضيح لأهم الفروقات الرئيسية بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، وذلك من خلال عدة نقاط أساسية، لتوضيح ما يميز دراستنا الحالية عن الدراسات السابقة.

#### 1. منهجية البحث:

##### أ. الدراسة الحالية:

اعتمدت الدراسة الحالية على تحليل البيانات وتحديد النموذج المناسب اعتمادا على منهجية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية "Panel Data Models"، حيث تعتبر من المناهج الأنسب لهذا النوع من البيانات والدراسات نظرا لميزتها التي تدمج بين البيانات ذات البعد الزمني وذات البعد المقطعي، وهي طبيعة

بيانات الدراسة الحالية، وهذا ما يسمح بتحليل الأثر المحتمل للعوامل المدروسة على ربحية السهم بدقة والحصول على نتائج أفضل.

### ب. الدراسات السابقة:

اختلفت المنهجية المستخدمة في الدراسات السابقة كل حسب هدفها، وقد توافقت دراستنا الحالية في المنهجية المعتمدة مع عدة دراسات على غرار دراسة "Rima & Erly (2021)"، ودراسة "Ning, Xiahui, Yantuan, Yanni (2020)"، ودراسة "Prashant, Vishal, Vandana (2020)"، ودراسة "Shakeel & Gohar (2018)"، ودراسة "Bratamangala (2018)"، ودراسة "Imran & Akbar (2011)"، بينما اختلفت مع باقي الدراسات حيث اعتمدت على طرق إحصائية أخرى مثل طريقة تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، ونموذج ANOVA، ونموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة "ARDL".

### 2. البرمجيات المستخدمة:

#### أ. الدراسة الحالية:

في دراستنا الحالية استخدمنا برمجية Stata 15.0 المعروف بأدائه القوي وقدرته العالية على تحليل بيانات بانل، بالإضافة إلى برنامج Microsoft Excel 16 الغني عن التعريف من أجل تنظيم وتبويب وتنسيق البيانات.

#### ب. الدراسات السابقة:

تميزت دراستنا الحالية عن الدراسات السابقة بخصوص البرمجية المستخدمة، حيث أن كل الدراسات السابقة لم تستخدم برنامج Stata واعتمدت على برامج أخرى مثل E-views، و SPSS.

### 3. فترة الدراسة:

#### أ. الدراسة الحالية:

تمتد الفترة الزمنية للدراسة الحالية من 2017 إلى 2023 أي لمدة 7 سنوات، حيث حاولنا باجتهاد إجراء الدراسة على أطول فترة ممكنة مع مراعات توفر جميع البيانات خلال الفترة المعنية لكل الشركات عينة الدراسة، وسعينا لأن تكون الدراسة أكثر حداثة.

**ب. الدراسات السابقة:**

كانت الفترة الزمنية لأغلب الدراسات تتراوح بين 3 إلى 5 سنوات، كما توجد دراسات امتدت لعشر سنوات مثل دراسة "Shakeel & Gohar (2018)" والتي امتدت من 2007 إلى 2017، لكن تميزت دراستنا الحالية عن باقي الدراسات كونها أجريت على فترة حديثة إلى غاية 2023، بالإضافة إلى المدة الزمنية التي امتدت لسبع سنوات.

**4. العينة المستخدمة:****أ. الدراسة الحالية:**

ركزت الدراسة الحالية على القطاع الصناعي أي الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية.

**ب. الدراسات السابقة:**

يوجد تنوع واضح للدراسات السابقة في ما يخص عينة الدراسة، حيث تناولت عينات متنوعة من الشركات المدرجة في مختلف البورصات بالإضافة إلى البنوك، توافقت دراستنا الحالية مع دراسة "Melikaoui (2018)" في نوع العينة والسوق حيث أن هذه الدراسة التي تناولت عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت، كما توافقت مع العديد من الدراسات الأخرى في نوع العينة (الشركات الصناعية) واختلفت عنها في السوق المستهدفة كدراسة "صخر وأيوب (2019)"، ودراسة "القبيسي و منال و أحمد (2016)"، ودراسة "علي زكي (2015)" التي استهدفت بورصة عمان، ودراسة "Besan (2023)" التي استهدفت بورصة فلسطين، ودراسة "Rima & Erly (2021)"، ودراسة "Bratamangala (2018)" ودراسة "Sriyono & Budi (2018)" والتي أجريت في بورصة اندونيسيا، كما اختلفت الدراسة الحالية مع باقي الدراسات السابقة في نوع العينة وكذلك السوق المستهدف.

**5. العوامل المدروسة:****أ. الدراسة الحالية:**

تناولت الدراسة الحالية متغيرات جديدة مقارنة بالدراسات السابقة، حيث تمثلت المتغيرات المدروسة في: العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل

دوران الأصول AT، قيمة المؤسسة V، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM وتأثيرها على المتغير التابع ربحية السهم EPS

#### ب. الدراسات السابقة:

اختلفت العوامل المدروسة في الدراسات السابقة بشكل كبير، وقد توافقت دراستنا الحالية مع الدراسات السابقة في بعض العوامل واختلفت في عوامل أخرى، حيث تمثلت الدراسات التي تناولت نفس المتغير المدروس مع دراستنا الحالية فيما يلي:

- العائد على حقوق الملكية ROE: دراسة "صخر وأيوب (2019)"، "Prashant, Vishal, Vandana (2020)"، "Sriyono & Budi (2018)"، ودراسة "Melikaoui (2018)".
- هامش الربح الصافي NPM: دراسة "Sriyono & Dessy (2018)" ودراسة "Sriyono & Budi (2018)".
- نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E: دراسة "برودي و فيلاي (2020)"، "صخر وأيوب (2019)"، "Besan (2023)"، "Prashant, Vishal, Vandana (2020)"، ودراسة "Bratamangala (2018)".
- معدل دوران الأصول AT: دراسة "صخر وأيوب (2019)".
- هامش الربح التشغيلي OPM: دراسة "القبيسي و منال و أحمد (2016)".
- هامش الربح الإجمالي GM: "صخر وأيوب (2019)".

فيما لم تتناول باقي الدراسات نفس/أو أحد المتغيرات التي تناولتها دراستنا الحالية.

هذا فيما يخص المتغيرات الفردية، أما بخصوص المتغيرات مجتمعة، فلا توجد دراسة تناولت نفس المتغيرات مجتمعة كما تناولته الدراسة الحالية والتي تميزت عن باقي الدراسات في هذه النقطة وهذا ما سمح بتقديم مقارنة جديدة وتحليل ونموذج جديد للعوامل المؤثرة على ربحية السهم.

#### 6. النتائج:

توصلنا من خلال الدراسة الحالية إلى عدة نتائج، اتفقت مع بعض الدراسات واختلفت مع بعضها الآخر، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- العائد على حقوق الملكية ROE: توافقت نتائج الدراسة الحالية مع نتائج كل من دراسة Prashant, Vishal, Vandana (2020) ودراسة "Melikaoui (2018)", بأن هناك أثر إيجابي دال إحصائياً على ربحية السهم EPS. بينما اختلفت مع كل من دراسة "صخر وأيوب (2019)", ودراسة "Sriyono & Budi (2018)", حيث توصلوا إلى عدم وجود أثر لـ ROE على ربحية السهم.
- هامش الربح الصافي NPM: اختلفت نتائج دراستنا الحالية مع الدراسة السابقة التي تناولت هذا المتغير وهي دراسة "Sriyono & Dessy (2018)", ودراسة "Sriyono & Budi (2018)" حيث توصلوا إلى عدم وجود أثر دال إحصائياً لهذا المتغير على ربحية السهم على عكس دراستنا.
- نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E: اتفقت درساتنا في النتائج مع كل من دراسة "صخر وأيوب (2019)", ودراسة "Prashant, Vishal, Vandana (2020)", ودراسة "Sriyono & Budi (2018)" بعدم وجود أثر دال إحصائياً على EPS، بينما اختلفت مع كل من دراسة "برودي و فيلاي (2018)", ودراسة "Besan (2023)".
- معدل دوران الأصول AT: اختلفت الدراسة الحالية مع دراسة "صخر وأيوب (2019)" التي توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لمتغير AT على ربحية السهم.
- هامش الربح التشغيلي OPM: اختلفت الدراسة الحالية مع دراسة "القببسي و منال و أحمد (2016)" بوجود أثر دال إحصائياً لهامش الربح التشغيلي على ربحية السهم.
- هامش الربح الإجمالي GM: اتفقت دراستنا الحالية مع دراسة "صخر وأيوب (2019)" بوجود أثر إيجابي دال إحصائياً لهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم.

يتضح من خلال المقارنة بين دراستنا والدراسات السابقة وجود نقاط عديد تميزها عن الدراسة الحالية التي تناولت الموضوع من خلال عدة نقاط والمبينة سابقاً، الشيء الذي يسمح لدراستنا الحالية بتقديم مساهمة فعلية في فهم أكثر وأعمق ومن مقارنة مختلفة للموضوع.

### ثامنا: هيكل الدراسة:

من أجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول على النحو التالي:

سيتم تخصيص الفصل الأول للجانب النظري للبورصة والأسواق المالية، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث، يشمل المبحث الأول مفاهيم عامة حول البورصة والأسواق المالية، ويتطرق المبحث الثاني

إلى آليات عمل سوق الأوراق المالية ونظم تشغيلها، أما المبحث الثالث فخصص لعنصر مهم في الأسواق المالية وهو مؤشرات البورصة، في حين يتناول المبحث الرابع موضوع كفاءة بورصة الأوراق المالية ونظرية الكفاءة.

أما الفصل الثاني فقد خصص لموضوع الاستثمار في الأسهم العادية عن طريق مناقشة مختلف المفاهيم المتعلقة بالموضوع من خلال ثلاث مباحث، يتطرق المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للسهم العادي حيث يعتبر محور دراستنا نظرا لارتباطه بموضوع الدراسة وهو ربحية السهم، ويتناول المبحث الثاني موضوع الاستثمار في الأسهم من خلال التطرق لأهم مقومات الاستثمار في الاسهم ونظرية المحفظة، أما المبحث الثالث فيتم تخصيصه لتحليل عوائد وربحية السهم العادي والتطرق للعوامل المؤثرة فيه نظريا.

وفي الأخير يتمحور الفصل الثالث حول الدراسة التطبيقية لموضوع الدراسة وهو تحديد العوامل المؤثرة في ربحية السهم، من خلال دراسة تأثير المتغيرات المستقلة للدراسة على المتغير التابع ربحية السهم للعينة محل الدراسة، من خلال ثلاث مباحث، أين سيخصص المبحث الأول لتقديم سوق الكويت للأوراق المالية وتحليل أداءه، في حين سيتناول المبحث الثاني عرض نموذج الدراسة والتعرف على المنهج القياسي المعتمد في الدراسة، أما المبحث الثالث فسيخصص للدراسة القياسية لأثر المتغيرات المستقلة على ربحية السهم للعينة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية 2017-2023.

---

## الفصل الأول: البورصة والأسواق المالية

---

**تمهيد:**

تعتبر الأسواق المالية مكونا جوهريا ضمن أنظمة الاقتصاد العالمية، تتمتع بمكانة هامة بين كل الأجهزة المكونة لأي اقتصاد، حيث تلعب دورا حيويا في عمليات جذب وتجميع رؤوس الأموال وتحويلها نحو الاستخدام الكفء والفعال، ما يساهم بشكل كبير في عمليات الاستثمار والتي تعتبر أهم عوامل رفع مستويات الكفاءة الاقتصادية، هذه المكانة الهامة جعلت منها محور اهتمام الدول وسعيهم دوما إلى دعمها وتطويرها بما يتماشى والتطورات العالمية للارتقاء بها إلى مستويات أعلى وهذا بهدف الاستفادة القصوى من المزايا التي توفرها. لهذا، تعتبر الأسواق المالية من أهم المواضيع التي تتلقى اهتمام كبيرا من طرف الباحثين والكتاب باستمرار. يهدف هذا الفصل إلى تقديم إطار نظري شامل حول البورصة والأسواق المالية، من أجل إثراء المفاهيم النظرية وتعزيز فهم مختلف جوانب السوق المالي، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى:

**المبحث الأول: مفاهيم عامة حول البورصة والأسواق المالية**

**المبحث الثاني: آليات ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية**

**المبحث الثالث: مؤشرات البورصة**

**المبحث الرابع: كفاءة بورصة الأوراق المالية**

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول البورصة والأسواق المالية

تعد الأسواق المالية آلية هامة وفعالة في تعبئة وتحويل الموارد المالية بكفاءة من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، من خلال آليات تداول الأصول والأدوات المالية بيعا وشراء.

### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

سننتظر إلى مفهوم الأسواق المالية من خلال تعريفها وذكر أهم خصائصها فيما يلي:

#### أولاً: تعريف الأسواق المالية

فيما يلي تعاريف للأسواق المالية:

السوق المالي هو المكان الذي يمكن فيه للمستثمرين والشركات زيادة رأس مالهم لتوسيع عملياتهم وتعظيم العوائد على استثماراتهم. في هذا السوق، يجد المشترون بائعين محترمين، ويحصل البائعون على صفقات جيدة من خلال وجود أكبر العملاء المحتملين لمنتجاتهم المالية. تشمل الأسواق المالية أي مكان يتم فيه تداول الأدوات المالية، بما في ذلك الأوراق المالية، وأسواق السندات، وأسواق الصرف الأجنبي، وأسواق المشتقات. (Austin, Alex , & Muganhu , 2022, p. 68)

يمكن تعريف السوق المالي أيضا على أنها الحيز الافتراضي أو المكاني الذي تجتمع فيه قوى عرض أدوات الاستثمار المختلفة والطلب عليها، فهي آلية تسمح بتبادل الثروة النقدية مقابل الأشكال الأخرى المتنوعة للأصول المالية كالأوراق المالية والسلع الأساسية كالذهب والمعادن الثمينة. (سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا" (أطروحة دكتوراه)، 2015، صفحة 05)

الأسواق المالية تحقق النقل الفعال للموارد من أولئك الذين لديهم موارد معطلة إلى آخرين لديهم حاجة ملحة إليها، وتوفر الأسواق المالية قنوات لتحويل المدخرات للاستثمار، كما توفر مجموعة متنوعة من الأصول للمدخرين بالإضافة إلى أشكال مختلفة يمكن للمستثمرين من خلالها جمع الأموال. في هذه الأسواق، المدخرون والمستثمرون مقيدون ليس بقدراتهم الفردية، ولكن بقدرة الاقتصاد على الاستثمار والادخار على التوالي. وبالتالي، فإن الأسواق المالية تسهم في التنمية الاقتصادية بقدر ما تعتمد على معدلات الادخار والاستثمار. (bagri, Sharman, Wahdwa, Ramakara, & Palanivel, 2007, p. 02)

كما يعرف السوق المالي على أنه سوق تمويل الاستثمارات الطويلة ومتوسطة الأجل عن طريق القطاع العائلي والحكومي وقطاع الأعمال، أو هي سوق الإدخار شبه السائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفية و اللامصرفية دورا رئيسيا في تكوينه، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، و ملاءمة تشريعات الاستثمار. (قادم، 2017، صفحة 05)

من خلال التعاريف السابقة ومكتسبات أخرى يمكننا أن نخلص إلى التعريف التالي: " السوق المالي يمثل أي مكان أو نظام أو آلية يجمع مشترين وبائعين ويوفر لهم طرق تبادل وتداول الأدوات المالية على اختلافها بما في ذلك الأسهم، السندات، المشتقات المالية وغيرها. حيث يسهل السوق المالي التفاعل بين أولئك الذين هم في حاجة إلى رأس المال مع الذين يملكونه ويرغبون في توظيفه، ويوفر آليات للشركات لاستقطاب رؤوس الأموال وزيادة استثماراتهم، كما يوفر للوحدات الاقتصادية الأخرى فرصة لاستثمار أموالهم الفائضة من أجل تحقيق عوائد ومكاسب سواء عادية أو رأسمالية".

### ثانيا: خصائص الأسواق المالية:

تتفرد سوق الأوراق المالية عن باقي الأسواق ببعض الخصائص نذكر منها : (غنية، 2019، صفحة 69)

1. **التنظيم والرقابة:** حيث تعتبر أكثر تنظيما عن باقي الأسواق، لكونها تخضع لأنظمة ولوائح وقوانين محددة لإطار عملها؛
2. **التسعير والمنافسة:** حيث تخضع عمليات التداول وتحديد الأسعار العادلة إلى آليات العرض والطلب؛
3. **التخصص:** حيث يتم التداول في هذه السوق من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛
4. **السيولة:** حيث أنها توفر من خلال العدد الهائل من العمليات المستمرة مستوى مرتفع من السيولة؛
5. **المرونة والتوسع:** تمتاز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لتكون سوق واسعة تتم فيها صفقات يمتد نطاقها عبر عدة مناطق من العالم في نفس الوقت؛
6. **العمق والتنوع:** من خلال تعدد وتنوع فئات المتعاملين وكذا عددهم الكبير بالإضافة إلى توفر المعلومة والتنوع الكبير في الأدوات المتاحة للاستثمار والتداول.

### ثالثا: نشأتها

يرجع تاريخ نشأة بورصة الأسواق المالية كإطار عمل إلى العهد الروماني، أين ظهرت عمليات جميع أموال المدخرين من أجل إنجاز المشاريع الكبيرة التي باشرتها الامبراطورية الرومانية لبناء روما، والتي استدعت توفير رؤوس أموال كبيرة فتم اللجوء إلى استقطاب مدخرات الأفراد كما أدى هذا أيضا إلى ظهور مهنة الصرافة. وبمرور العقود وتطور المجتمعات برزت بورصة الأوراق المالية في بلجيكا لأول مرة وبالظبط في مدينة "بروج" سنة 1409، وقد تم تسميتها بالبورصة "Bourse" نسبة إلى التاجر البلجيكي "فان دير بورس" الذي كان يلتقي مجموعات التجار لإتمام عمليات الشراء والبيع لمختلف السلع والعملات، كما يرجع بعض المؤرخين ظهور سوق الأوراق المالية إلى 1339 حيث ظهر في تلك الفترة وسطاء الصرافة لغرض تسيير العمليات التجارية بين المتعاملين. بدأت تنتشر هذه الفكرة في مدن أخرى في بلجيكا وقد تم اعتبار مدينة "انفرس" آنذاك مركز رسمي لكافة أنواع التجارة الدولية باعتبارها أول سوق نقدي ظهر بأوروبا. في سنة 1595 ظهرت بورصة ليون الفرنسية التي تعد أول سوق مالية بفرنسا، بعدها ظهرت بورصة امستردام 1602 كأول بورصة حديثة وبدأت الشركات بإصدار أسهمها للتداول، وهكذا استمر تطور الأسواق المالية مع تطور المجتمعات والمعاملات إلى أن وصلت إلى ما هي عليه اليوم. (زرموت، 2016، صفحة 07)

### المطلب الثاني: وظائف وأهمية السوق المالي

بالنظر لتاريخ وتطور اقتصاديات الأمم، سنلاحظ بشكل ملفت أنه للأسواق المالية دور وأهمية بالغة، سواءا بالاقتصاد الجزئي أو الكلي.

### أولا: وظائف السوق المالي

إضافة الى دورها الهام في الربط بين عارضي وطالبي رؤوس الأموال، للسوق المالي وظائف مهمة نذكر منها:

#### 1. تحديد الأسعار:

تحديد الأسعار يعني أنه جراء آليات التداول والتفاعلات الحاصلة بين المتعاملين في السوق المالية (بائعين ومشتريين) يتحدد سعر الأصل المتداول ونتيجة لذلك فإنه يتحدد العائد المطلوب الذي يطلبه المشاركون في السوق المالية من أجل شراء أداة مالية. تشير الأسواق المالية إلى كيفية تخصيص الأموال المتاحة من أولئك الذين يرغبون في إقراض أو استثمار الأموال بين أولئك الذين يحتاجون إلى أموال. وذلك

لأن الدافع لأولئك الذين يبحثون عن الأموال يعتمد على العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمرون. (Drake & Fabozi, 2010, p. 17)

## 2. تأمين السيولة:

وظيفة السيولة في الأسواق المالية تعني سهولة بيع وتحويل الأصول المالية إلى نقود بقيمتها العادلة\* السائدة في السوق في أي لحظة، تعتبر السيولة سمة مهمة توفرها الأسواق المالية، وبدون هذه الأخيرة سيكون بيع الأصول المملوكة أمراً صعباً، إذا كانت السوق المالية تفتقر إلى وظيفة السيولة، يضطر المستثمر إلى الاحتفاظ بالأوراق المالية أو الأداة المالية إلى أن تنشأ ظروف في السوق لبيع تلك الأصول أو يكون مُصدر الضمان ملزماً تعاقدياً بدفع ثمنها، فعلى سبيل المثال، في وقت الاستحقاق في حالة صك الدين أو وقت تصفية الشركة في حالة صك ملكية إلى أن تتم تصفية الشركة طوعاً أو بصورة غير طوعية. نتيجة لذلك، يمكن للمستثمرين بيع أوراقهم المالية بسهولة وتحويلها إلى نقود في السوق المالية. (Austin, Alex , & Muganhu , 2022, p. 71) توفر جميع الأسواق المالية شكلاً من أشكال السيولة. ومع ذلك، فإن درجة السيولة هي أحد العوامل التي تميز الأسواق المالية المختلفة. (Drake & Fabozi, 2010, p. 18)

## 3. تخفيض تكاليف المعاملات وتوفير المعلومات:

تساعد الأسواق المالية بخفض تكاليف المعاملات (تكلفة البيع والشراء)، فإذا رغب المتعامل في شراء أو بيع أداة مالية فيمكنه الدفع لوسيط معتمد من أجل إتمام هذه العملية نيابة عنه، وعلى الرغم من أن هذه الخدمة لا يمكن أن تكون مجانية، ولكن تكلفتها منخفضة نسبياً. (حجاج، 2022، صفحة 04). بشكل عام، يمكننا تصنيف التكاليف المرتبطة بالمعاملات إلى نوعين:

### أ. تكاليف البحث:

وتنقسم تكاليف البحث بدورها إلى فئتين:

التكاليف الصريحة والتكاليف الضمنية، تشمل التكاليف الصريحة نفقات الإعلان عن نية المتعامل بيع أو شراء أداة مالية. وتشمل التكاليف الضمنية قيمة الوقت الذي يستغرقه تحديد مكان الطرف المقابل - أي المشتري للبائع أو البائع للمشتري - للمعاملة. إن وجود شكل من أشكال السوق المالية المنظمة يقلل من تكاليف البحث.

\* تشير القيمة العادلة إلى السعر الفعلي للموجودات الذي يقبله كل من المشتري والبائع في بيئة التجارة الحرة، وفي أي لحظة.

ب. تكاليف المعلومات:

وتمثل التكاليف المرتبطة بتقييم السمات الاستثمارية للأداة المالية. في سوق كفاءة من حيث الأسعار، تعكس الأسعار المعلومات الإجمالية التي تم جمعها من قبل جميع المشاركين في السوق. (Drake & Fabozi, 2010, p. 18)

4. تحويل ومشاركة المخاطر:

تحويل المخاطر أو ما يسمى بمشاركة المخاطرة، حيث تعتبر الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وسيلة لنقل المخاطر، فعوض أن تظل الشركة ملكا لفرد أو عائلة أو عدد محدد من الملاك يتحملون مخاطرها بالكامل، فإن طرح حصة من الشركة بالسوق المالي يجلب لها مساهمين جدد يشاركون في الربح كما يشاركون في المخاطر التي تتعرض لها الشركة. (النجار، 2006، صفحة 11)

5. تخصيص رأس المال:

يمكن لسوق الأوراق المالية تغيير وتوجيه تدفق الأموال وتحقيق إعادة تخصيص رؤوس الأموال من خلال سعر السهم، حيث يمكن للسوق المالي الكفاء توجيه تدفقات الأموال نحو المؤسسات أو الصناعات التي بإمكانها تحقيق مستويات عالية من الأرباح، وبالتالي يمكن للمستثمرين تحقيق التخصيص الأمثل لرأس المال باتباع سعر السهم. (حجاج، 2022، صفحة 05)

6. تحفيز الادخار وتعبئة الموارد المالية:

حيث تلعب الأسواق المالية دورا فعالا في زيادة عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب مختلف الأوراق والأدوات المالية. وتجدر الإشارة أنه كلما كانت الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة بهذه الأسواق جيدة، فإن الدور التحفيزي لها -الأسواق المالية- يكون أقوى وأوسع بالنسبة للمدخرات، وخاصة عندما يعرف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم في السوق المالي أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتيادي في المؤسسات المصرفية والمالية. (فاتح، 2019، صفحة 06)

7. توفر وتنوع الفرص الاستثمارية:

وهذا نتيجة لتنوع وكثرة الأوراق المالية؛ وكذا توفير المعلومات والبيانات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها. فالسوق المالي تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأدوات المالية كل يوم مبينة الأدوات التي

حدث عليها التعامل وحركة الأسعار بها. وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأدوات وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأدوات التي يرغب الاستثمار فيها. (مصطفى أحمد ، 2022، صفحة 15)

### ثانيا: أهمية السوق المالي في دفع عجلة الاقتصاد

تتضح أهمية السوق المالي من خلال الدور الرئيسي الذي تلعبه على مستوى الشركات وفي جل جوانب الحياة الاقتصادية، فبدون الأسواق المالية، لا يمكن تخصيص رأس المال بكفاءة، وسوف يتضاءل النشاط الاقتصادي مثل التجارة والاستثمارات وفرص النمو إلى حد كبير.

- إن للسوق المالي دورا مركزيا في رسم السياسات النقدية للدولة، فمن خلاله يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق، وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية. (طاهر ، 2009، صفحة 29)
- يوفر السوق المالي الفعال سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها، ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق بدوره انتعاشا وازدهارا اقتصاديا. (أسماء ، 2016، صفحة 38)
- تعتبر الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز هيكل النظام التمويلي في الاقتصاديات، فهي تسعى إلى تشجيع وتنمية الادخار لدى الأفراد وذلك من أجل تمويل الشركات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساعد على دفع وتنمية الاقتصاد الوطني وتطوره إذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. (أسماء ، 2016، صفحة 37)
- من الأدوار الأساسية للأسواق المالية في الاقتصاد هو ما يتعلق بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يرفع من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجهه نحو الانتعاش و التسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماما أكبر بالأسواق المالية لبلوغ غايتها المرجوة. (شواحري و ناصر، 2017، صفحة 205)

• للأسواق المالية أهمية قصوى على مستوى الاقتصاد الوطني، حيث أنها تعزز تسريع وتيرة التنمية ورفع مستوى الناتج المحلي فيه، وذلك من خلال تحريك رؤوس الأموال من الأشخاص الذين يملكونها وليس لديهم فرص استثمارية إلى أولئك الأشخاص الذين يملكون هذه الفرص ما يعني توجيهها إلى الأنشطة الاستثمارية المنتجة للثروة، ومن خلال هذه الوظيفة تساهم الأسواق المالية في زيادة الإنتاج وتمويل المشاريع الاقتصادية وتوفير فرص عمل وبالتالي تحقيق معدلات نمو مهمة وكذا رفع المستوى المعيشي للمجتمع. (أمينة، 2021، صفحة 07). كما أن السوق المالية إذا ما تحققت فيها متطلبات الكفاءة، فإنها تساعد عملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية، وتساعد على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحفظة بأساليب مكملة للاستثمار والادخار المحلي، وهذا ما يوفر ليس فقط التمويلات والاستثمارات، بل إن المساهمات الأجنبية في الشركات المحلية يعود بفوائد أخرى أهمها اكتساب الخبرة في الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الجديدة. (حسين عبد المطلب، 2005، صفحة 28)

• تزيد الأسواق المالية من نمو البنية التحتية المالية، حيث أن هناك جانب مهم آخر للاقتصاد وهو البنية التحتية المالية التي تنطوي على الأصول المالية والأسواق والوسطاء. تقدم هذه الركائز الثلاث دعماً جيداً لنمو الاقتصاد، وتوفر هذه الخدمات المالية أيضاً الأموال التي تعمل على تطوير البنية التحتية والمرافق الصناعية، وعلاوة على ذلك، تؤثر الأسواق المالية تأثيراً كبيراً على توفير آلية لتداول الأصول. (Neel, 2022)

• تقيد الأسواق المالية الحكومات في إنشاء وتطوير جو تجاري واستثماري جيد يعمل بسلاسة ودون عوائق، بالإضافة إلى ذلك، توفر الميكانيزمات الموجودة في السوق المالي الحماية ومتطلبات الائتمان الكاملة حتى في المواقف المعقدة، ومن خلال الأسواق المالية، تستخدم الحكومة الموارد الكافية لاستكمال المتطلبات المالية، وبالتالي فهي تحمي النمو الاقتصادي من آثار الظروف غير المؤكدة، كما أنها تقدم تشريعات للحماية من المعاملات الافتراضية،

وتقل من استخدام الأموال السوداء<sup>1</sup>، كما أنها تحافظ على الانضباط وتسيطر على الاقتصاد بكفاءة. (Neel, 2022)

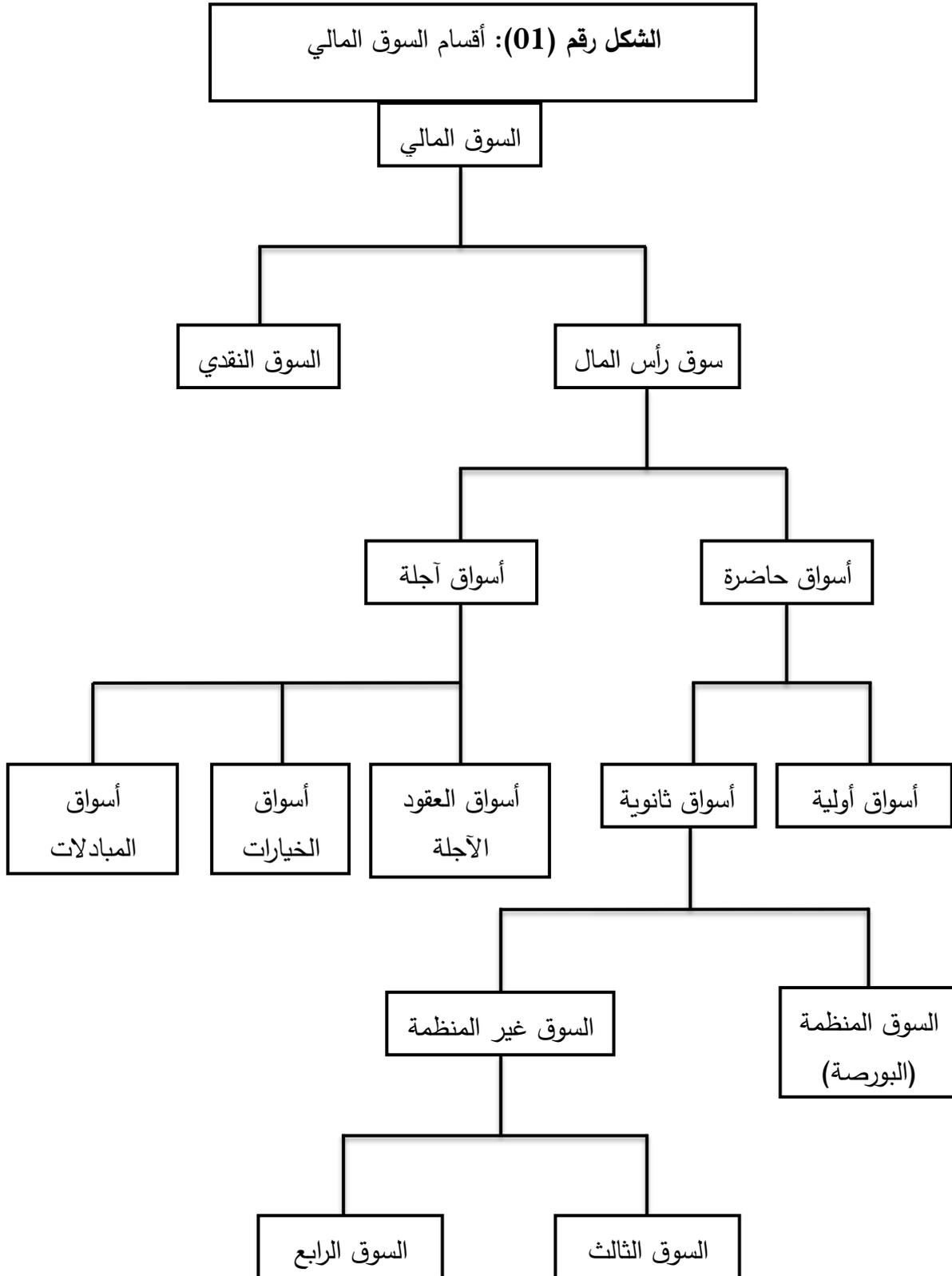
### المطلب الثالث: أنواع وتقسيمات السوق المالي

إن السوق المالي ليست سوقاً واحدة متجانسة، بل تنقسم على نطاق واسع إلى عدة أقسام رئيسية متباينة ومتخصصة لكل منها دورها وخصائصها وهدفها، ويمكن تقسيمها والتمييز بينها من خلال عدة معايير، فبالإضافة إلى التقسيم الذي اعتمده في دراستنا والموضح في الشكل رقم (01)، يوجد تقسيم آخر يأخذ بعين الاعتبار نوع الأداة المتداولة، حيث نجد سوق الأدوات المالية، سوق المشتقات، سوق العملات، وسوق السلع، أما في التقسيم الذي اعتمده الذي سيأتي التفصيل فيه، فنجد من بين أقسام السوق المالي ما يسمى بالسوق الثانوي المنظم أو البورصة، وهو محور تركيز هذه الدراسة.

قبل الخوض في تقسيمات السوق المالي، فيما يلي مخطط يوضح ويلخص مختلف أقسام السوق المالي، وهو ما يوضحه الشكل رقم (01):

---

<sup>1</sup>: تشمل الأموال السوداء جميع الأموال المكتسبة من خلال النشاط غير القانوني والدخل غير المسجل لأغراض ضريبية. عادة ما يتم استلام عائدات الأموال السوداء نقدًا من النشاط الاقتصادي السري، وبالتالي لا يتم فرض ضرائب عليها. يتوجب على متلقي الأموال السوداء إخفائها، أو إنفاقها فقط في الاقتصاد السري، أو محاولة إعطائها مظهر الشرعية من خلال غسل الأموال.



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على: (الخواوي ، إبراهيم، و جلال، 2005، صفحة 24)

## أولاً: السوق النقدي " Money Market "

### 1. مفهوم السوق النقدي:

السوق النقدية "money market" هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يتعدى تاريخ استحقاقها 12 شهراً، (CHRISTOPHER & PETER, 2019, p. 21) يتم تداولها خلال متعاملين ماليين كالماسمسة والبنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة، كما تعتبر بمثابة سوق القروض قصيرة الأجل فيها بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيوليات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. وعليه فإن السوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العارضون والطالبون لرؤوس الأموال قصيرة الأجل. فهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات بل تتم العمليات فيها باستعمال مختلف وسائل الاتصال مثل الهاتف والانترنت، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى مثلاً أو غيره من الهياكل. (جبار، 2011، صفحة 558) تتميز هذه الأسواق عموماً بسيولة عالية يمكن من خلالها بيع الأوراق المالية بسرعة وسهولة أو تداولها بفقدان ضئيل للقيمة، هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل تتميز عموماً بعوائد منخفضة ومخاطر منخفضة. (Melicher & Norton , 2016, p. 15)

توفر السوق النقدية للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآليات المناسبة لإدارة السيولة لديها بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات أو تغطية العجز الذي تواجهه في موازنتها المالية، ويرتكز سوق النقد على عامل مهم وأساسي في التعاملات النقدية وهو سعر الفائدة بناء على العرض والطلب. (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 23)

### 2. خصائص السوق النقدي:

يتميز السوق النقدي عن غيره من الأسواق في عدة نقاط نذكر منها: (حجاج، 2022، صفحة 08)

- كبر حجم المعاملات، حيث يعتبر سوق جملة لكون المتعاملين فيه ذوي حجم كبير، ويعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة، ويمتلكون خبرات ومهارات عالية، فالمتعاملين في هذا السوق هم المؤسسات النقدية والمالية.
- مستوى مرتفع للسيولة، وهذا لتمييز الأدوات المتداولة في السوق النقدي بالسيولة العالية، أي القدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال فترة زمنية قصيرة، وهو ما يعطيها خاصية السيولة العالية.

- تتميز أيضا السوق النقدية بانخفاض المخاطر، حيث يعتبر سوقا للاستثمارات منخفضة المخاطر، من حيث المخاطر النقدية ومخاطر الائتمان، فدرجة المخاطر النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمر في تسهيل استثماراته منخفضة جدا، لأن أدوات الاستثمار سريعة التداول وعوائدها شبه مؤكدة، أما بالنسبة لمخاطر الائتمان التي تنشأ عن عدم قدرة المدين على الوفاء شبه معدومة، لأنها تكون عادة صادرة عن الحكومة أو عن مؤسسات كبيرة ذات مراكز مالية قوية.

## ثانيا: سوق رأس المال

### 1. مفهوم سوق رأس المال:

أسواق رأس المال هي أسواق مالية لشراء وبيع الديون وحقوق الملكية طويلة الأجل، وتوجه هذه الأسواق ثروة المدخرين إلى أولئك الذين يمكنهم استخدامها على المدى الطويل، مثل الشركات أو الحكومات التي تقوم باستثمارات طويلة الأجل. (Johnson, p. 12). فهي سوق متخصصة في تقديم قروض طويلة الأجل للاقتصاد؛ كما أنها جزء من النظام المالي المسؤول عن توجيه الأموال من الفائض إلى مناطق العجز في الاقتصاد؛ يتجسد ذلك من خلال عمل المؤسسات المالية الوسيطة التي تسهل تكوين رأس المال وتعبئته وتوجيهه على أساس طويل الأجل للمستثمرين في جميع أنحاء الاقتصاد. بالإضافة إلى ذلك، تجمع أسواق رأس المال بين الأسواق والمؤسسات المتخصصة في إصدار الأدوات المالية وكذلك تداولها على المدى الطويل. (Meshaal, 2014, p. 81).

وتعتبر سوق رأس المال جزءا من السوق المالية، التي يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها المؤسسات والحكومات، ويعني مصطلح "طويل الأجل"؛ الأدوات المالية التي يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة أو تلك التي بدون تاريخ استحقاق، حيث نجد نوعين من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال؛ أدوات الملكية مثل الأسهم وتصدرها المؤسسات، وأدوات المديونية وتصدرها المؤسسات والحكومات. (حجاج، 2022، صفحة 11)

يتضح من خلال ما سبق من المفاهيم أن سوق رأس المال يتميز بما يلي:

- تختص هذه السوق بالأدوات المالية طويلة الأجل؛

- قد تكون أكثر تنظيماً ورسمية بسبب وجود الحكومات كطرف إضافة إلى متعاملين ووكلاء متخصصين؛

- تتميز بوجود مستوى عالي من المخاطر، وعوائد مرتفعة.

## 2. أقسام سوق رأس المال:

تنقسم سوق رأس المال بدوها إلى قسمين رئيسيين هما: أسواق آجلة (مستقبلية) وأسواق فورية (حاضرة).

### 1.2. الأسواق الآجلة أو المستقبلية (Future Markets):

وتسمى أيضاً بسوق المشتقات المالية أو سوق العقود الآجلة، ويتم فيها تداول العقود التي تحدد السعر الحالي لمعاملة من المقرر إجراؤها في وقت لاحق، وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات شراء أو بيع الأوراق المالية ثم تنفيذها في تاريخ لاحق في المستقبل، ففي هذه السوق يتم عقد العمليات مباشرة ولكن يؤجل تنفيذها لموعد لاحق، وبذلك لا يتم دفع

التمن أو تسليم الأوراق المالية فيها عند عقد الصفقة، ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر وغيرها من المخاطر. (لعبي، 2017، صفحة 03)

وتخدم أسواق العقود الآجلة غرضين أساسيين:

- الأول هو اكتشاف الأسعار، إذ توفر الأسواق الآجلة سوقاً مركزياً حيث يمكن للمشتري والبائع من جميع أنحاء العالم التفاعل لتحديد الأسعار.
- الغرض الثاني هو تحويل مخاطر الأسعار، حيث تتيح الأسواق الآجلة لمشتري وبائعي السلع الأساسية الفرصة لتحديد أسعار التسليم في المستقبل، وتسمى عملية تحويل مخاطر الأسعار هذه التحوط. (James & Mark, p. 02)

وتندرج ضمن هذه السوق ثلاث أنواع من الأسواق الفرعية وهي:

### 1.1.2 أسواق العقود الآجلة "Forward contracts":

هي أسواق متخصصة في تداول العقود الآجلة أو المستقبلية وهي صفقات يتم فيها الاتفاق على شراء أو بيع أصل محدد في وقت لاحق بسعر محدد مسبقاً. يتم تحديد تاريخ استحقاق الصفقة المستقبلية والسعر

في الوقت الحالي، ويتم تنفيذها لاحقاً. يتم استخدام العقود الآجلة عادةً كأدوات لإدارة المخاطر وتأمين الأسعار للمستقبل. يمكن استخدام العقود الآجلة في الأسهم والسلع والعملات والفائدة والعقارات وغيرها من الأصول المالية.

المشتري في العقد الآجل ملزم بشراء الأصل الأساسي بالسعر والتاريخ المتفق عليهما، في حين يلزم البائع بتسليم الأصل. ونظراً لأن هذه العقود لا تتداول في البورصات العامة، فهي غير موحدة، مما يعني أن شروط العقد يمكن تخصيصها لتلبية الاحتياجات الخاصة للأطراف المعنية ويتم الاتفاق بين هذه الأطراف بكل مرونة. (CFI , 2022)

### 2.1.2 أسواق عقود الخيارات "Option contracts":

الخيار هو عقد بين طرفين، مشتري وبائع، يعطي المشتري الحق، ولكن ليس الالتزام، في شراء أو بيع أصل ما في وقت لاحق بسعر متفق عليه اليوم. يدفع مشتري الخيار للبائع مبلغاً من المال يسمى السعر أو القسط، و بائع الخيار يبقى على استعداد للبيع أو الشراء وفقاً لشروط العقد عندما يحين الوقت. على الرغم من أن عقود الخيارات يتم تداولها في الأسواق المنظمة، فإن قدرها كبيراً من صفقات عقود الخيار تحدث بصورة خاصة بين طرفين يرون أن التعاقد فيما بينهما قد يكون أفضل من معاملة عامة في البورصة، أي السوق المنظمة. كان هذا النوع من السوق في الواقع النوع الأول من سوق الخيارات، وأدى إنشاء بورصة منظمة للخيارات في عام 1973 إلى خفض الاهتمام بأسواق الخيارات؛ ومع ذلك، فقد تم إعادة إحياء الاهتمام بهذه السوق وهي الآن كبيرة جداً وتستخدم على نطاق واسع، ومعظمها من قبل الشركات والمؤسسات المالية. (Chance & Brooks, 2010, pp. 02,03)

### 3.1.2 أسواق عقود المبادلات "Swap contracts":

هي أسواق يتم فيها عقد صفقات بمثابة التزام تعاقدي يتضمن مبادلة أصل معين أو نوع معين من التدفق النقدي مقابل أصل أو تدفق آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وتعد المبادلات أو المقايضات من أقدم العمليات التجارية، فهي بنفس المبدأ، إذ كانت منذ القدم تستخدم لمبادلة سلعة معينة بسلعة أخرى، أما اليوم فقد تطور التعامل بها وأصبحت لا تقتصر على مبادلة السلع وإنما شملت مبادلات العملات وأسعار الفائدة:

أ. **مبادلات العملات:** وهي عملية مبادلة بيع أو شراء عملة معينة على أساس التسليم الفوري (الآني) وبالسعر الفوري وفي الأسواق الآنية وإعادة بيعها أو شرائها في الوقت نفسه على

أساس التسليم الآجل في السوق الآجلة وبالسعر الآجل الذي يتم تحديده على أساس الفروق في أسعار الفائدة على القروض أو الودائع بين العملتين.

ب. **مبادلة أسعار الفائدة:** وتعرف بأنها مبادلة أسعار فائدة محددة مع طرف آخر يلتزم بسداد

مدفوعات بأسعار فائدة مختلفة، وتقسم مبادلة أسعار الفائدة بدورها إلى ثلاثة أقسام:

- **مبادلة القسام:** هي مبادلة أسعار فائدة ثابتة بأسعار فائدة متغيرة من العملة نفسها؛
- **مبادلة الأساس:** هي مبادلة أسعار فائدة متغيرة بأسعار فائدة متغيرة من العملة نفسها؛
- **مبادلة فائدة مختلف العملات:** هي مبادلة أسعار فائدة من عملة معينة بأسعار فائدة متغيرة من عملة أخرى.

تجدر الإشارة هنا إلى أن عملية المبادلات تتم في أسواق غير منظمة ولا تديرها أي وساطة وهذا ما

يجعل مخاطرها الائتمانية مرتفعة. (الحسين و الجوزي، 2017، صفحة 173،174)

## 2.2. الأسواق الفورية أو الحاضرة (Spot/Cash Markets):

يقصد بها تلك السوق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات فوراً، حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية أو الأصل المالي محل الصفقة في نفس اليوم أو خلال فترة وجيزة عادة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل. (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 26). يشار إلى الأسواق الفورية أيضاً باسم "الأسواق المادية" أو "الأسواق النقدية" لأن عملية تداول أو تبادل الأصل يحدث فعلياً على الفور، في حين أن النقل الرسمي للأموال بين المشتري والبائع قد يستغرق وقتاً، مثل (T+2)؛ ما يعني يومي عمل من تاريخ عقد الصفقة. (Smith, 2021)

وتنقسم السوق الفورية إلى سوقين رئيسيين هما:

### 1.2.2. السوق الأولية (Primary Market):

وهي سوق الإصدار لأول مرة، ويطلق عليها سوق الإصدار الجديد "New Issue Market" (رضوان، 2009، صفحة 21)، حيث يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من طرف الشركات أو الجهات الحكومية وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب، ويكون ذلك قصد تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها. وعادة ما يتم إصدار وتسويق الأوراق المالية الجديدة والترويج لها عن طريق وساطة وتتمثل في مؤسسة مالية متخصصة كبنوك الاستثمار (Investment Banks)، البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية الأخرى (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 26)، كما يمكن أن يكون

الطرح بطريقة مباشرة أين تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات وبيع الأصول المالية المصدرة مباشرة لهم. (لعيني، 2017، صفحة 04). وتؤدي المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دورا رئيسيا في هذه الأسواق، لا سيما بنوك الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المراد إصدارها، وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف بنك الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسة الأوراق المالية.

تعتبر السوق الأولية إضافة حقيقية وفعالة للاستثمارات لأن اقتناء الأدوات الصادرة عن المنشآت المختلفة يعني مساهمة مباشرة في استثمار رؤوس الأموال في هذه المنشآت. كما أنها تعتبر مرآة للاقتصاد حيث أنها تعكس النقاط التالية: (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 26، 27)

- واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات؛
- مدى تطور الاستثمار في الاقتصاد؛
- المناخ الاستثماري السائد؛
- النظام السوقي المعتمد.

### 2.2.2. السوق الثانوية (Secondary Market):

وتسمى أيضا سوق التداول، وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية (مثل الأسهم والسندات) المسجلة والتي سبق إصدارها في السوق الأولية، والتي يبدأ تداولها بيعا وشراء بين المستثمرين. (الحسناوي، 2017، صفحة 62). فعن طريقها تتحقق آلية العرض والطلب على الورقة المالية من خلال الأوامر الصادرة من الزبائن إلى الوسطاء والسماسرة الذين بدورهم يجسدون ما يسمى بعملية صناعة الأسواق. وللإشارة هنا، فإن التدفقات النقدية الناتجة عن بيع الأوراق المالية لا تذهب للشركات المصدرة لها، وإنما تذهب مباشرة إلى حاملي الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع بالخسارة أو المكسب وفقا لقيمتها السوقية، حيث أنه من الفروقات بين السوقين الأولي والثانوي، أن الاداة المالية تباع في السوق الأولي بقيمتها الاسمية، بينما في السوق الثانوي فيتم تداولها بقيمتها السوقية. تتيح الأسواق الثانوية الفرصة للمستثمرين للتفاوض على أسعار الأوراق المالية المصدرة، وحرية التصرف في تحويلها، وهذه الميزة تعطي للأسواق الثانوية صفة الأسواق المستمرة "continuous markets"، والتي تعني أن الأسعار تتحدد يوميا متأثرة بعدة عوامل كالعرض والطلب، وأداء الشركة المصدرة وغيرها من العوامل، كما تضيفي الأسواق الثانوية صفة العمق والاتساع للأدوات المالية

المصدرة في السوق وتوفر المرونة النسبية في تسيلها، هذا بجانب كفاءة وفعالية السوق في تحقيق القيمة العادلة للورقة المالية. كما أن الأسواق الثانوية توفر معلومات منتظمة تمكن المستثمرين من الكشف عن الأسعار المناسبة والمقبولة من قبلهم، وهي بذلك تساهم في تخفيض كلفة البحث عن الأصول المالية. (التميمي أ.، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، 2010، صفحة 100)

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى نوعين من الأسواق:

### أ. السوق المنظمة (الرسمية):

و تتمثل في البورصة أو بورصة الأوراق المالية "Stock Exchange"، وهي سوق منظمة تتميز عادة بوجودها في موقع مادي أو إلكتروني محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع و شراء الأوراق المالية والمتمثلة في كافة أنواع و أشكال الأسهم والسندات والأوراق المالية المختلفة المسجلة في تلك السوق والمستوفية لشروطها والتي تم إصدارها في السوق الأولية، ويحكم تعاملاتها قواعد ولوائح رسمية منظمة تحت إشراف وإدارة مجلس منتخب من أعضاء السوق يسمى هيئة إدارة البورصة. (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 28). والمتعاملون في هذه السوق إما سمسرة يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لحساب عملائهم مقابل عمولة، أو متعاملون لحسابهم الخاص يقومون بتداول الأوراق المالية بيعا وشراء لغرض تحقيق مكاسب رأس مالية من خلال فروق الأسعار. (محروس، صفحة 47)

### ب. السوق غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (Over the Counter O.T.C) التي تتولاها بيوت السمسرة. ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد لها مكان رسمي محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية كالخطوط تليفونية، وسائل إلكترونية، وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال، تربط بين السمسرة والتجار والمستثمرين. ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها عن طريق التفاوض. (منير، 2015، صفحة 09) عادة يتم فيها التعامل أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة بالأسواق المنظمة أو البورصة وخصوصا السندات، حيث أن التعامل بالأسهم فيها عادة ما يكون على نطاق ضيق، مع ذلك، فهذا لا يمنع تلك الأسواق

من التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظمة، ولا تحكمها قواعد القيد والإفصاح التي تسري على الأوراق المالية المقيدة بالسوق المنظمة أو البورصة. (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 29).

تتضمن السوق غير المنظمة بدورها قسمين من الأسواق هما:

### • السوق الثالثة:

هي سوق غير منظمة تتكون من شركات الوساطة والسماصرة غير الأعضاء في البورصة أي السوق المنظمة، ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها. تتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة وتصل إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، كما أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة مقارنة مع الخدمات التي يقدمونها في السوق المنظمة.

### • السوق الرابعة:

هي سوق غير منظمة كسابقتها وتتقاسم معها صفة عقد الصفقات خارج السوق المنظمة، وتختلف عن السوق الثالثة بأن التعامل فيها يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة والهدف منها استبعاد شركات الوساطة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات، خاصة في حالة الصفقات الضخمة. إذ عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية قوية وسريعة، حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وحجم العرض والطلب على الورقة المعنية وغيرها من المعلومات. (لعيني، 2017، صفحة 06)

تعتبر السوق غير المنظمة (OTC) سوقا هائلة ومن أهم مكونات النظام المالي العالمي، خصوصا فيما يتعلق بالأوراق المالية غير المتداولة في البورصات الرئيسية، وهي تشهد حجم تعاملات ضخمة، وفيما يلي بعض الإحصائيات المتعلقة بها:

الجدول رقم(01): إحصائيات حول معاملات السوق غير المنظمة

السوق	السنة	المعاملات	حجم الأوراق	القيمة (\$)
OTC	2023	60,908,508	1,171,722,838,320	391,321,335,490
OTC	2022	76,465,841	2,297,853,683,988	514,593,430,862
OTC	2021	157,140,023	9,967,709,082,519	725,409,999,945
OTC	2020	80,859,418	2,924,533,818,669	453,847,166,949
OTC	2019	45,401,871	1,518,691,712,681	334,097,020,058

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على موقع Finra.org

<https://otce.finra.org/otce/marketStatistics/historicalData>

يمثل الجدول رقم (01) أعلاه إحصائيات للخمس سنوات الأخيرة للسوق غير المنظمة بالولايات المتحدة، حيث يعكس بيانات للمقاييس الرئيسية المتعلقة بنشاط السوق غير المنظمة (OTC) من 2019 إلى 2023، ونلاحظ من خلال الجدول: يتقلب عدد المعاملات السنوية حيث يتراوح بين 45 مليون معاملة سنة 2019 و 157 مليون معاملة في عام 2021، كما تظهر البيانات حجم الأوراق المتداولة حيث يتراوح بين 01 تريليون و 171 مليار ورقة في سنة 2023 و 09 تريليون و 967 مليار ورقة سنة 2021، أما قيمة التعاملات فقد تراوحت بين 334 مليارات دولار سنة 2019 و 725 مليارات دولار سنة 2021.

نلاحظ أن عام 2021 كان عاما بارزا، حيث شهدت الأسواق غير المنظمة "OTC" نموا هائلا في المعاملات وأحجام الأوراق وقيمتها، وقد يكون هذا راجعا ظروف السوق وزيادة الاهتمام التجاري خلال جائحة كوفيد-19. كما يتضح من هذه المعطيات أن الأسواق غير المنظمة تشهد حجم تعاملات رهيب رغم كونها أقل تنظيما وأمانا من الأسواق المنظمة.

## 2.2. 3. العلاقة بين الأسواق الأولية والثانوية:

رغم أن التقسيم يفصل السوق الأولية عن الثانوية، إلا أن هناك علاقة تكامل وترابط بينهما، ويمكن توضيح ذلك من خلال النقاط التالي: (bagri, Sharman, Wahdwa, Ramakara, & Palanivel, 2007, p. 108)

- السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة لا يمكن أن تعمل بدون السوق الثانوية، يوفر السوق الثانوي أو سوق التداول السيولة للأوراق المالية الصادرة في السوق الأولية التي تقدم السيولة للأسهم بسعر عادل.
- تمارس البورصات أو الأسواق الثانوية من خلال متطلبات الإدراج، السيطرة على السوق الأولية، حيث يتعين على الشركة التي تسعى للإدراج في السوق الأولية الامتثال لجميع القواعد واللوائح الصادرة عن السوق الثانوية.
- توفر السوق الأولية رابطاً مباشراً بين المستثمرين المحتملين والشركة. ومن خلال توفير السيولة والأمان، تشجع الاسواق الثانوية الجمهور على الاكتتاب في الإصدارات الجديدة، تعد قدرة السوق وارتفاع رأس المال المقدم في السوق الثانوية من العوامل الرئيسية التي تجذب الجمهور المستثمر نحو هذه السوق. وبالتالي، فإنه يوفر صلة غير مباشرة بين المدخرين والشركة.
- على الرغم من أنهما مكملان لبعضهما البعض، فإن وظائفهما والهيكل التنظيمي مختلفان عن بعضهما البعض، تعتمد صحة السوق الأولية على السوق الثانوية والعكس صحيح.

### المطلب الرابع: أهداف السوق المالية ومقومات وشروط قيامها

#### أولاً: أهداف السوق المالي

إن الحيوية والديناميكية التي تضفيها السوق المالية على المؤسسات وعلى الاقتصاد ككل تعتبر من أهم سماتها وفوائدها، فعلى كلا المستويين الجزئي والكلّي، ومن خلال الوظائف التي تقدمها السوق المالية، فهي تهدف الى تحقيق وتجسيد مجموعة من الأهداف تتكامل وتتماشى والوظائف التي تقوم بها، وفيما يلي نذكر من أهداف السوق المالية:

#### 1. نشر رأس مال الشركات

يعني نشر رأس المال لأي شركة وصول أوراقها المالية المتداولة إلى الجمهور الذي يرغب في الاستثمار فيها، وتتيح السوق المالية بإمكاناتها البشرية والمادية وميكانيزماتها المختلفة للشركات انتشار أوراقها بصورة واسعة وهي إحدى الوظائف الأساسية للسوق المالية، وبدون هذه الأخيرة، فإن الشركة ستواجه محدودية معرفتها من قبل المستثمرين، وستكون حظوظها ضعيفة في تجميع المدخرات كما سيتعذر عليها الحصول على التمويلات. تبدأ عملية نشر رأس مال الشركة ببيع أوراقها المالية في السوق الأولية أو سوق الإصدار، أين تحصل الشركة على تمويلات مهمة جراء هذا البيع، فكما ذكرنا سابقاً، فإن عملية البيع الأولية تستفيد منها الشركة مباشرة، وبعدها تبدأ عملية تداول هذه الأوراق في السوق الثانوية أو البورصة، وبذلك تنتشر أو تتوزع تلك الأوراق بين الجمهور الواسع ويرتفع عدد المساهمين المحليين والأجانب. وبالتالي، فإن نشر رأسمال الشركة عبر السوق المالية (تقييد الشركة) يعد بمثابة حملة إخبارية دائمة ومستمرة لها تزيد في شهرتها وإقبال الجمهور على الاستثمار فيها بشراء أوراقها المالية وزيادة إمكاناتها التمويلية التي تمكنها من التوسع والنمو المستمرين، خاصة إذا كان أداؤها المالي جيداً، كما يساعد نشر رأس المال على تفكيك ملكية الشركات العائلية التي يتكون مالكوها من أفراد العائلة الواحدة وبصفة عامة تلك الشركات التي يملكها عدد قليل من المساهمين. (جبار، 2011، صفحة 438)

## 2. تجميع وتوظيف الإيداع:

والمقصود هنا هو الإيداع المالي والذي يتوجه إلى السوق المالية بطريقة أو بأخرى، لاسيما نتيجة التعامل بالأوراق المالية، فالسوق المالية هي المؤسسة التي تقوم بمهمة تجميع الإيداع وتوظيفه وجعله منتجا (غير جامد) بإطلاق نشاطات اقتصادية منتجة. وبذلك يمثل الإيداع عن طريق شراء الأوراق المالية بالنسبة للمدخر توظيفا لأمواله في انتظار عائد معين قد يكون ثابتا كما هو الحال عند شراء السندات أو متغيرا كما هو الحال في الأسهم. ويعتبر تجميع الإيداع هدفا رئيسيا للسوق المالية على المستوى الوطني والدولي، حيث يتم تنظيمه عبر قنوات محكمة من أجل توجيهه واستعماله في تمويل مختلف أنشطة الاقتصاد. ومن بين أهم ميزات السوق المالية، أنها توفر للمدخرين الصغار امكانية التعامل مباشرة مع السماسرة والوسطاء وكذا مختلف الوساطات المالية مثل صناديق التوظيف الجماعي للحصول على الأوراق المالية المرغوب الإيداع فيها. (جبار، 2011، صفحة 432)

## 3. المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والخدمية:

من بين أهداف السوق المالية حدوث وإتمام العمليات والصفقات الضخمة التي تتعلق بانتقال ملكيات الشركات أو تطورها أو ظهور التجمعات، وهي عمليات تحدث من خلال عقد بعض أنواع الصفقات مثل:

- أ. **الإندماج:** يعني انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتها وتكوين شركة أو كيان جديد، في هذه الحالة فإن الطبيعة القانونية لكافة الشركات المندمجة تفسخ وتحل محلها الطبيعة القانونية للشركة الجديدة. وعليه فإن رأس مال هذه الأخيرة هو عبارة عن مجموع رؤوس أموال الشركات المنضمة أي مجموع الأسهم في تلك الشركات.
- ب. **الصفقات لأغراض الرقابة:** وتهدف هذه الصفقات للسيطرة على شركة ما أو على فرع منها، حيث أن الشركة التي تمتلك أكثر من 50% من رأس مال أو أسهم شركة أخرى، تصبح شركة مسيطرة أو مراقبة، وتصبح الشركة المسيطر عليها فرعا.
- ج. **الامتصاص:** يعني الاستيلاء الكلي على شركة بأكملها من طرف شركة أخرى وبذلك تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية، أي تحل نهائيا، وينتج عن الامتصاص استحواذ الشركة التي تمتص شركة أخرى على ميراث الشركة الممتصة من آلات، مباني، حسابات دائنة، ديون... إلخ. وبذلك يمكن القول أن هذه الشركة قد استولت على رأس مال الشركة الثانية.

إن هذه العمليات التي تتم بين الشركات تخص أساسا بند رأس المال، لاسيما ملكية وانتقال رأس المال من شخص طبيعي أو معنوي لآخر، والسوق المالية تساعد وتساهم كثيرا في إتمام هذه العمليات، فالشركة المقيدة في البورصة يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة نسبية، وبالتالي يسهل تحويل جزء أو كل رأسمالها من شخص لآخر، كما تحتاج هذه العملية إلى تسعير الأوراق المالية محل التحويل، حيث يعد التسعير من أهم وظائف السوق المالية، وذلك من خلال تلاقي قوى العرض والطلب على تلك الأوراق. كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولي للشركة محل الرقابة أو الامتصاص أو الشركات المنضمة باعتبار أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا سعر السهم الخاص بها في البورصة مضروبا في عدد الأسهم المكونة لرأس المال أو المكتتب بها. (جبار، 2011، صفحة 441)

#### 4. تنوع مصادر التمويل:

عادة ما تعتمد الشركات على التمويل الذاتي في تمويل كل من الاستغلال والاستثمار من خلال استعمال مصادرها الخاصة، غير أن هذا النوع من التمويل عادة لا يكفي لتغطية كافة الاحتياجات، مما

يجعل إدارة الشركة مضطرة للجوء إلى التمويل الخارجي بمختلف أشكاله، وبما يضمن لها المرونة والاستقلالية وكذا الاستفادة من كافة مزايا تلك الأشكال من التمويل، ومن هنا تأتي أهمية تقييد الشركات في السوق المالية بغرض القيام بعمليات اللجوء العلني للادخار، وهكذا يتحقق هدف الشركة من السوق المالي بتنوع مصادرها وتعزيز قدراتها التمويلية. (جبار، 2011، صفحة 452)

### 5. تحقيق الشهرة

لا يختلف اثنان أن أحد أهم أهداف الشركات هو تحقيق الشهرة، وتختلف الطرق لذلك، إن التسجيل أو التقييد في البورصة يزيد من شهرة الشركة، حيث أنها تصبح شائعة ومعروفة أكثر من قبل الجمهور، وذلك من خلال حديث الصحف والمجلات المالية المتخصصة والتلفزيون والراديو والإنترنت وغيرها من وسائل الإشهار والإعلام المختلفة، كل هذا يدعم شهرتها ومصداقيتها لدى المتعاملين الاقتصاديين ويزيد من ثقتهم فيها، كما يتيح لها نشر اسمها في النشرة الرسمية للسوق المالية يوميا وهكذا تستفيد من اشهار وطني ودولي. (جبار، 2011، صفحة 453)

### 6. تعزيز الرقابة الداخلية:

حيث يعتبر التقييد في السوق المالي وسيلة فعالة من وسائل الرقابة الداخلية على الإدارة ومتخذي القرارات، وذلك لانه تمنح صلاحيات واسعة للجمعية العامة للمساهمين في المشاركة في تسيير وإدارة ومراقبة الشركة في كافة أنشطتها الاستراتيجية. (جبار، 2011، صفحة 456)

### ثانيا: مقومات وشروط قيام السوق المالي

إن إنشاء وقيام السوق المالي لا يأتي بسهولة، ويتطلب توافر مجموعة من المقومات والأسس والشروط الضرورية لقيامه ونجاحه، وفيما يلي مجموعة من المقومات والركائز الأساسية:

#### 1. الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق المالي:

إن من أهم الأسس لقيام سوق مالية هي الأطر التشريعية والتنظيمية، وتتكون هذه الأخيرة من القوانين والقواعد والإجراءات والأنظمة التي تضبط عمليات السوق المالي وتنظمه، بما في ذلك إصدار وتداول الأوراق المالية، إدراج الشركات والإشراف على إتمام الصفقات. وتعد هذه الأطر جزءًا من السياسات المالية العامة للدولة، والتي لا بد أن تصاغ من بهدف تحفيز صناعة السوق من خلال جذب المدخرات وإصدار الأوراق

المالية وزيادة الطلب الاستثماري عليها، وكل هذا في ظل توفير نظام مصرفي فعال وجهاز ضريبي كفوء وسياسة تسعير تتبع آلية السوق التنافسي. وتشمل هذه الأطر قانون إنشاء السوق المالي الذي على أساسه يقام السوق كمؤسسة مالية لها صفة اعتبارية وتمارس كامل مهامها، وكذا القوانين الإجرائية لفقرات اللائحة الداخلية الخاصة بعمليات التداول والقوانين الأخرى ذات الصلة والتأثير المباشر بالسوق، وتشمل أيضا التعليمات والقرارات التي تصدرها الجهات المخولة بالإشراف والرقابة والإدارة على أنشطة السوق المالي. كما تتضمن أيضا هذه اللوائح والقوانين الأطر التالية:

- تنظيمات إدراج الأوراق المالية في السوق وكيفية التصرف به؛
- النصوص القانونية للجان التحكيم ومجلس العقوبات ونوعية الانتهاكات التي قد تحدث والإجراءات العقابية الرادعة لها؛
- قانون الاستثمار بالأوراق المالية والإجراءات المتبعة في إدراجها في قاعة السوق والرسوم والضرائب التي تخضع لها؛
- الضوابط التنظيمية التي لها علاقة بحركة رأس المال المحلي ورأس المال الوافد (الأجنبي) ومتطلبات التوظيف في السوق المالي.

وتجدر الإشارة هنا الى مدى أهمية أن تتمتع الهيئة المالية المشرفة على إدارة وتسيير السوق المالي بالاستقلال المعنوي عن الحكومة، وأن يقتصر دور الدولة على التشريع والرقابة بدون التدخل أو التأثير في آلية عمل السوق المالي، ومن الضروري أن تتسم الأطر التشريعية والتنظيمية بدرجة من مرونة الأحكام لكي تكون قادرة على مسايرة المستجدات الاقتصادية ومواكبة التطورات الحاصلة في عالم التعاملات المالية وما يطرأ من تحديثات وتطورات في الأسواق المالية. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة 167)

### 2. توفير البنى التحتية للسوق المالي:

يقصد بالبنى التحتية اللازمة لقيام السوق المالي أنظمة التداول وآليات الدفع والمقاصة والتسوية وأجهزة الحفظ المركزي والانظمة المعلوماتية والتكنولوجية وخدمات المتعاملين، كما يمكن إدراج الأطر التشريعية والسياسات أيضا ضمن مفهوم البنى التحتية للسوق المالي، إضافة إلى المكونات المادية مثل البنايات والأجهزة والأوراق المالية الموجهة للتداول. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة 169)

### 3. توافر المؤسسات المالية العاملة في السوق المالي:1

من المقومات المهمة لنجاح قيام السوق المالي هو توفر السوق على مؤسسات قادرة على أداء المهامات المالية بصورة كفوءة من حيث تجميع المدخرات وترويج الإصدارات وتمويل الفرص الاستثمارية وإدارة المحافظ المالية وتوجيه الفوائض نحو المشروعات التي من شأنها أن تحقق أفضل العوائد المالية بأدنى معدل من المخاطر، ما يعني ضرورة ضمان حد من الكفاءة في السوق المالي، وهذا يتطلب وجود مؤسسات مالية على درجة عالية من النشاط والتنظيم والشفافية في أداء مختلف مهامها في السوق. ويمكن تجميع هذه المؤسسات في ثلاث مجموعات رئيسية هي:

#### أ. المؤسسات الصانعة للسوق المالي:

هي مؤسسات تعمل في السوق الأولية، وتتمثل وظيفتها بعملية التكوين الرأسمالي للسوق المالي رخصة تمنحها لها لجنة إدارة السوق لإصدار الأوراق المالية الجديدة من أجل جذب المدخرات، كما تمارس مهامها أخرى كتقديم الخدمات الاستشارية وإجراء دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة 170)

#### ب. المؤسسات الساندة للسوق المالي:

دور هذه المؤسسات هو تقديم الخدمات المالية للمتعاملين في السوق المالي بهدف تنشيط وتسهيل وإتمام عمليات التداول وكذا تقوية أداء السوق المالي في النشاط الاقتصادي. من أمثلة هذه المؤسسات نذكر:

- مؤسسات الترويج للإصدارات المطروحة في السوق الثانوية بغرض تسويقها؛
- مؤسسات ضمان الاكتتاب الكامل للأوراق المالية المطروحة للتداول؛
- مؤسسات تقييم الملاءة المالية؛
- مؤسسات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة

(174)

#### ج. المؤسسات الوسيطة:

هي مؤسسات تنشط أساسا في السوق الثانوية أي البورصة، تتوسط عمليات التداول بين عارضي الأوراق المالية وطالبيها، وهي عبارة عن مؤسسات وساطة مالية تعمل في السوق المالي، حيث يقوم

<sup>1</sup>: سيتم التفصيل في هذه النقطة أكثر في عنصر المتدخلون في السوق المالي.

سماستها الموكلون من طرفها بوظيفة التمويل غير المباشر، وهم أطراف يبقون على اتصال دائم بالمؤسسات العاملة في السوق الأولية، وكذلك النظر في طلبات المتعاملين في السوق الثانوية. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة 176)

#### 4. توفر الأدوات المالية اللازمة للتداول:

ويقصد بها كل الأوراق المالية والمنتجات المالية بشتى أنواعها، والقابلة للتداول في السوق المالي، والتي تلبي احتياجات وأهداف كل المتعاملين في السوق باختلاف أحجامهم واستثماراتهم، وتتماشى والمستجدات العالمية، وتطرح عادة من خلال السوق الأولية كإصدارات جديدة لجذب واستقطاب المدخرات المالية للأفراد والشركات الراغبة في الاستثمار بهدف تعبئة هذه المدخرات وتوجيهها وتكوين رؤوس الأموال، أما عملية تداولها فتكون في السوق الثانوية. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة 177)

#### 5. توسيع الطاقة الاستيعابية للاستثمار في الاقتصاد:

المقصود بالطاقة الاستيعابية للاستثمار هو القدرة الاستثمارية الحقيقية للاقتصاد القومي معبرا عنها بمجموع الفرص أو المشاريع الاستثمارية التي يمكن تنفيذها بنجاح وتحقق عوائد مربحة وتكون فعالة في النشاط الاقتصادي خلال فترة محددة، و بالحديث على الطاقة الاستيعابية للاستثمار كأحد المتطلبات المهمة لقيام سوق مالي فعال، لابد أن تكون النظرة شمولية وتتسع لجميع نقاط وتفاصيل النشاط الاقتصادي التي تتحكم بمستويات تلك الطاقة، إذ يختلف حال هذا المقوم من اقتصاد لآخر وذلك حسب حجم الطلب الكلي في السوق ومستوى الانفاق الاستهلاكي والكثافة السكانية والمستوى الاجتماعي والثقافي للأفراد وكذا مستوى كفاءة القوى العاملة إضافة الى مستوى التقنية المستخدمة. إن عنصر القدرة الإستيعابية للاستثمار يتكامل مع عنصر آخر من مقومات قيام السوق المالي وهو حجم المدخرات، فإذا كانت أحجام المدخرات المتاحة شرطا ضروريا لقيام السوق المالي، فإن القدرة الإستيعابية لاستثمار هذه المدخرات والفوائض يعد شرطا لا يقل أهمية، إذ لا جدوى من جذب رؤوس الأموال نحو السوق المالي ما لم تتوفر طاقة استثمارية قادرة على استيعاب هذه الفوائض في فرص استثمارية مجدية اقتصاديا. (عودة، عباس، و حسين، 2008، صفحة

(185)

## 6. المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن للاستثمار:

إن توفير الاستقرار السياسي والبيئة الاستثمارية الآمنة يعد مقوماً هاماً لقيام الأسواق المالية، كونه يبيث قدراً كبيراً من الثقة والطمأنينة في نفوس المستثمرين، إذ أنه لا يمكن الشروع في عملية التثبيت الاقتصادي ما لم يتم توفير حد أدنى من الاستقرار السياسي. وبالتالي فإن المناخ الاقتصادي والسياسي الآمن يعد عنصراً أساسياً لقيام وديمومة نشاط السوق المالي، إذ أن هناك علاقة طردية بين درجة الأمان الاقتصادي والسياسي وبين درجة تطور السوق المالي. (صلاح الدين، 2003، صفحة 21)

قد تكون هذه المقومات نقاطاً أساسية ومهمة لقيام الأسواق المالية، بمعنى آخر هي في مجملها شروط قبلية لإنشاء وقيام الأسواق المالية، لكن الأمر لا يتوقف عند إنشاء السوق المالي فقط، بل هناك تدابير وشروط تأتي بعد قيام السوق المالي، وهي لا تقل أهمية عن المقومات القبلية، وهي شروط مهمة حتى تكون السوق المالية فعالة ومؤدية لدورها ووظائفها حتى يتم تحقيق أهدافها، ونذكر منها:

1. وجود إدارة عامة ذات كفاءة عالية ومؤهلات قوية ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات الملائمة في الوقت المناسب.
2. توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
3. الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسيعاً وفاعلية وتتيح الفرص أمام المستثمرين للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة وفق مصالحهم واتجاهاتهم. (لعيني، 2017، صفحة 13)
4. توفير التقنيات اللازمة من شبكات اتصال متقدمة وشبكات إلكترونية متطورة تتماشى ومتطلبات السرعة والدقة، وذلك من أجل ربط الأسواق المالية ببعضها البعض لضمان التواصل الفعال وتوافر المعلومات بدقة وفعالية. (صلاح الدين، 2003، صفحة 21)
5. تسهيل شروط وإجراءات تقييد الشركات في السوق المالية ودخولها للبورصة وعدم وضع شروط تعجيزية وتقليل الإجراءات الإدارية والقانونية لتشجيعها على الولوج إلى السوق المالي وفتح المجال لها لتوسيع استثماراتها.

المبحث الثاني: آليات ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية

في هذا المبحث نتناول مختلف النقاط المتعلقة بنظام وآلية عمل الأسواق المالية من خلال عرض مختلف الأدوات المتداولة في السوق والعمليات التي تحدث باستعمال هذه الأدوات وكذلك أهم الفاعلين والمتدخلين في السوق.

### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تقضي ميكانيزمات السوق المالي بتدفق الأموال من عارضي هذه الأخيرة إلى طالبيها، ومقابل ذلك، يحصل عارضي هذه الأموال على وثيقة قانونية تحدد بوضوح التفاصيل التعاقدية، تُعرف هذه الوثيقة بأنها أداة مالية أو ورقة مالية: وهي التزام مالي وتمثل حقًا في التدفقات النقدية المستقبلية. تأخذ الأوراق المالية عدة أشكال، قديما كانت تتمثل في الأسهم والسندات فقط، إلا أن البورصات الحديثة أصبحت تتميز بكثرة المنتجات والأدوات المالية المتاحة، وأصبح لكل من مصدري هذه الأوراق وطالبيها مرونة كبيرة في تحديد الخيار الذي يناسب كل فئة منهم، ويقوم المدخر— بصفته مقدما للأموال — بشراء الأوراق المالية التي لها سمات المخاطر، العائد، السيولة والتدفقات النقدية التي تلبى احتياجاته الخاصة. نظرا لكثرة وتنوع هذه الأوراق المالية، فقد تم تقسيمها إلى مجموعات تتصف كل منها بصفات محددة، وهي عموما ثلاث فئات عامة: أدوات الملكية (بما في ذلك الأدوات الهجينة)، أدوات الدين، والمشتقات. كما أن لكل منها سوق خاصة يتم تداولها فيها، حيث أنه للسوق النقدي أدوات محددة يختص بها، كما لسوق رأس المال أدوات خاصة به:

#### أولاً: أدوات السوق النقدي

أوراق السوق النقدي هي أوراق مالية للديون تصل آجال استحقاقها إلى 12 شهراً، يشمل مصدرو السوق الحكومات ذات السيادة، التي تصدر أذون الخزانة، والشركات التي تصدر الأوراق التجارية، والبنوك التي تصدر الفواتير وشهادات الإيداع. يجذب المستثمرون إلى السوق النقدي لأن الأدوات المتداولة فيه عالية السيولة وتحمل مخاطر ائتمانية منخفضة نسبياً، ويشمل المستثمرون في سوق المال البنوك والسلطات المحلية والشركات وصناديق الاستثمار في سوق المال والأفراد:

#### 1. أذونات الخزينة "Treasury Bills":

هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 01 إلى 12 شهراً، تصدر من قبل الحكومات وتستخدم عادة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة، تتصف بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر، وهي مضمونة من البنك المركزي. (بوكساني و أوكيل، 2019، صفحة 54).

وأذونات الخزينة لا تحمل سعر فائدة، بل تباع على أساس الخصم، وهذا يعني أن صاحب هذه الورقة المالية يشتريها أول مرة بأقل من قيمتها الإسمية على أن يسترد في تاريخ الإستحقاق كامل قيمتها الإسمية، عن طريق إظهارها لدى البنك المركزي، والفرق بين القيمتين الإسمية والتي دفعها المستثمر عند شراء الورقة يمثل قيمة العائد الذي يحصل عليه. (Frank J & Pamela , 2009, p. 123)

تحمل أذونات الخزينة أقل عائد مقارنة بأوراق أخرى وذلك للأسباب التالية: أولاً، أنها خالية تماماً من مخاطر الائتمان، لأنها مدعومة بالكامل من طرف الحكومة. ثانياً، أنها أداة ذات سيولة عالية. ثالثاً، كون الدخل من هذه الأوراق المالية معفى من ضريبة الدخل الحكومية في بعض البلدان على غرار أمريكا. (Parameswaran, 2011, p. 245)

وتباع أذونات الخزينة في السوق الأولية بأسلوب المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها ودعوة المستثمرين الذين هم عادة مؤسسات مالية كبيرة كالبنوك التجارية وشركات التأمين والمتاجرين في هذا النوع من الأوراق المالية لتقديم عطاءاتهم متضمنة الكميات المراد شراؤها وأسعار الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل، إلى أن يتم تصريف كامل الأوراق المصدرة. (شريك، 2018، صفحة 22)

## 2. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول "Negociable CDs":

هي ورقة مالية عبارة عن شهادات يصدرها البنك ولا يعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا عند حلول تاريخ الاستحقاق، أما قبل هذا التاريخ فلا يمكن لحامل هذه الشهادة سوى عرضها للبيع والتداول في السوق الثانوية والذي يتضمن البنوك التجارية وبنوك السماسرة والتجارة التي تتعامل في مثل تلك الشهادات. تجدر الإشارة إلى أن تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة يتحددان بواسطة البنك دون تدخل العملاء وأهم ما يميز هذا النوع من الشهادات التي يمكن تداولها أن سعر الفائدة عليها يتم تحديده دون تدخل البنك المركزي ومنه فإنه لا يخضع في ظل بعض التشريعات للحد الأقصى للفوائد، ما يعني أنه يمكن رفع سعر الفائدة عليها كوسيلة لزيادة الطلب. (سلطان، 2015، صفحة 36)

## 3. القبولات المصرفية "Banker's Acceptances":

هي عبارة عن أداة مالية تمثل أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية، تتراوح مدتها بين شهر و9 أشهر، وتستخدم كأداة للإقتراض أو كأداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية كعمليات التصدير والإستيراد. وتعرف القبولات المصرفية بأنها سندات أو تعهدات مسحوبة من طرف عميل على

المصرف، يطلب فيها من المصرف أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغا محددًا من المال في تاريخ لاحق، ويتعهد المصرف بذلك عن طريق ختم السند أو التعهد بكلمة مقبول (Accepted)، مقابل أن يحصل على عائد محدد، مما يشير إلى استعداده للدفع في نهاية فترة الائتمان المعلنة. ويعتبر القبول المصرفي أداة شائعة جدًا في المعاملات التجارية الدولية، لأن معظم المصدرين غير متأكدين من الوضع الائتماني للمستورد الذي يتم شحن البضائع إليه. ومع ذلك، فإن هؤلاء المصدرين عادة ما يكونون راضين تماما عن الاعتماد على تمويل القبول من قبل مصرف محلي أو أجنبي حسن السمعة. (Parameswaran, 2011, p. 279)

#### 4. الأوراق التجارية "Commercial Paper":

الورقة التجارية هي سند إذني قصير الأجل غير مضمون تصدره شركة لتحصيل النقد قصير الأجل غالبا لتمويل متطلبات رأس المال العامل. الورقة التجارية هي واحدة من أكثر أدوات سوق النقد استعمالا، وذلك لعدة أسباب أهمها أن الشركات ذات التصنيفات الائتمانية القوية يمكنها عموما اقتراض الأموال بسعر فائدة أقل عن طريق إصدار الأوراق التجارية مقارنة بالاقتراض المباشر (عن طريق القروض) من البنوك. (Anthony & Marcia , 2012, p. 158)

وتعتبر الورقة التجارية مستند كتابي يحدد شكلها عادة القانون التجاري، وهي تتضمن التزاما بدفع مبلغ نقدي معين بمجرد الاطلاع، أو في أجل قصير لا يتجاوز في العادة 270 يوما أي ثلاث أشهر، وتتميز بأنها أداة قابلة للتداول بالطرق التجارية ومتعارف عليها كأداة للوفاء، ورغم أنها لا تحمل أية ضمانات بالسداد إلا أن سمعة الشركة المصدرة وقوتها الائتمانية تعطيها صفة القبول والأمان، فإنها تصدر في العادة من طرف الشركات القوية التي تتميز بمراكز مالية قوية وسمعة جيدة. (قندوز، 2021، صفحة 16)

غالبا يتم الاحتفاظ بالورقة التجارية بشكل عام من قبل المستثمرين من وقت الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق. وبالتالي، لا توجد سوق ثانوية نشطة للأوراق التجارية مقارنة بالأدوات الأخرى، ولأن الورقة التجارية لا يتم تداولها بكثرة إضافة إلى كونها أداة دين غير مضمونة، فإن التصنيف الائتماني للشركة المصدرة له أهمية بالغة في تحديد مدى إقبال المستثمرين على اقتناء أوراقها التجارية. ولهذا، توفر التصنيفات الائتمانية للمستثمرين المحتملين معلومات تتعلق بقدرة الشركة المصدرة على سداد الأموال المقترضة، لهذا نجد في الولايات المتحدة الأمريكية على سبيل المثال العديد من شركات التصنيف الائتماني التي تصنف وتقيم الأوراق التجارية وكذا الشركات المصدرة لهذه الأوراق، مثل: Standard & Poor's و Moody's، و

Fitch IBCA، حيث تحصل جميع الشركات التي تصدر الأوراق التجارية تقريبا على تصنيفات من شركة واحدة على الأقل لخدمات التصنيف، ويحصل معظمها على تقييمين للتصنيف. (Anthony & Marcia , 2012, p. 159)

### 5. قروض الدولار الأوروبي أو الودائع المصرفية بعملات أجنبية:

في بادئ الأمر، اقتصر مصطلح الدولار الأوروبي أو الأورو دولار "Eurodollar" للإشارة إلى الدولارات الأمريكية المحتفظ بها لدى بنوك أجنبية أو أمريكية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، خاصة لدى بنوك في أوروبا، إذ يتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى، والتي يقتصر تعاملها على الدولار، أي تلك البنوك التي تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي فقط. وتتصف القروض التي تقدمها تلك البنوك بقيمتها الكبيرة وأجلها القصيرة، وتتصل هذه البنوك الأوروبية على هذه المبالغ المهمة بعملة الدولار نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، بسحب جزء من تلك الودائع وإيداعها ثانية على شكل ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، وذلك بهدف الاستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة. (محمد و مصطفى، 1998، صفحة 210)

لكن تجدر الإشارة إلى أن هذا المصطلح "أورو-دولار" لم يعد يقتصر على الدولار الأمريكي فقط، بل أصبح يشمل تلك المبالغ بالعملة المتعامل بها خارج بلدانها الأصلية، كما ظهرت سوق للعملة الأوروبية الموحدة منافسا وموازيا لسوق الدولار الأوروبي. (شرياق، 2018، صفحة 27)

### 6. إتفاقية إعادة الشراء "Repurchase Agreements":

إتفاقية إعادة الشراء (repo أو RP) هي إتفاقية تنطوي على بيع الأوراق المالية من قبل طرف إلى آخر مع وعد بإعادة شراء الأوراق المالية بسعر محدد وفي تاريخ محدد في المستقبل. وبالتالي، فإن إتفاق إعادة الشراء هو في الأساس قرض للأموال أو ضمان دين قصير الأجل قد يمتد من يوم واحد إلى غاية عدة أشهر، حيث يتخذ الضمان (الذي يحتفظ به بائع إتفاقية إعادة الشراء) شكل ورقة مالية. الأوراق المالية المستخدمة في أغلب الأحيان في عمليات إعادة الشراء هي الأوراق الحكومية مثل أذونات الخزينة، كما قد تتضمن الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول. الضمانات المتعهد بها في إتفاقية إعادة الشراء لها صيغة مطبقة، وهي أن قيمة الضمان تقل قليلا عن القيمة السوقية. تعكس هذه الصيغة الخطر الأساسي

للضمان وتحمي مشتري اتفاقية إعادة الشراء من تغيير قيمة الضمان. (Anthony & Marcia , 2012, p. 155)

يسهل السماسرة والتجار في الأوراق المالية، من خلال شبكة إلكترونية، الجمع بين المنظمات التي لديها أموال زائدة وتلك التي تحتاج إلى أموال. وبما أن الإيرادات النقدية المتعلقة بالنفقات النقدية يمكن أن تتغير يوميا تقريبا بالنسبة للشركات التجارية، فقد تكون الشركة بائعة لاتفاق إعادة الشراء في وقت ما ومشتري لاتفاق إعادة الشراء في وقت آخر. (Melicher & Norton , 2016, p. 35)

### ثانيا: أدوات سوق رأس المال

نقصد بأدوات سوق رأس المال الأوراق المالية التي تعتبر السلعة الأساسية التي يتم تداولها في هذه الأسواق، وهي قيم منقولة ومنتجات ذات أجل طويل، وتختلف باختلاف طبيعتها وفئتها، وفي ما يلي تفصيل لهذه الأدوات.

#### 1. أوراق الملكية:

تتمثل أوراق الملكية أساسا في الأسهم، والتي تعتبر من أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، حيث تشارك في زيادة رأس مال المؤسسات ورفع قدراتها التمويلية وزيادة استثماراتها، وهذه الأوراق هي الحقوق المالية التي يمنحها المصدر للمستثمر مقابل حصوله على التمويل اللازم وبمقابل ذلك يتحمل عائد يدفعه للمستثمر بالمقابل. تلزم أدوات حقوق الملكية أن يدفع مُصدر هذه الأداة للمستثمر (مشتري الأداة) مبلغًا على أساس الأرباح إن وجدت. (Frank J & Pamela , 2009, p. 112)

غالبا الملكية تتمثل في نوعين رئيسيين من الأسهم؛ الأسهم العادية والتي تتميز بدرجة مرتفعة نسبيا من الملكية إضافة إلى مستوى من الدخل (توزيعات أرباح + عوائد رأسمالية)، والأسهم الممتازة والتي تضمن تفضيلا من أي دخل (أولوية مرتفعة نسبيا)، مع درجة أقل من الملكية. (Williams, 2011, p. 160)

#### تعريف السهم "Stock/Share"

تعتبر الأسهم بأشكالها المتنوعة أداة الاستثمار والتمويل الرئيسية في سوق رأس المال التي تمكن المستثمرين من ممارسة نشاطهم الاستثماري بالامتلاك (Equity Investment). (تاتول، 2010، صفحة

والسهم عبارة عن ضمان مالي يمثل حصة الملكية في الشركة، يتم إصداره كتعويض عن المساهمة المقدمة للشركة إما عند إنشائها أو عند اتخاذ قرار الرفع في رأس المال، يمكن تقديم المساهمة نقدية أو عينية (يحصل المساهمون على أسهم في مقابل الأصول غير النقدية مثل الأصول الثابتة) أو بعد تحويل أوراق الدين (سندات) إلى أسهم، وبالتالي فإن السهم يمثل جزءا من رأس المال ويمنح حامله حقا في المؤسسة، وهو قابل للتداول ويخضع لشروط معينة. (حجاج، 2022، صفحة 29)

### 1.1. الأسهم العادية Common Stock<sup>1</sup>

يقصد بالسهم العادي صك ملكية له قيمة دفترية، وقيمة إسمية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية التي تشمل على القيمة الإسمية للأسهم المكتتب فيها، وعلاوة الإصدار إن وجدت، إضافة إلى الإحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة الإسمية فتتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وغالبا ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وأخيرا القيمة السوقية تمثل القيمة التي يباع بها السهم في السوق، والمتعاملون يدركون أن القيمة الفعلية للسهم، هي قيمته السوقية التي تعتمد على العائد الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلا نتيجة لامتلاكه، أي تعتمد على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يتوقع أن يجنيها المستثمر. (هندي ، 2008 ، صفحة 06)

وتمثل الأسهم العادية للشركات المساهمة مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يمكن إسترجاع قيمتها من الشركة، كما أن الشركة غير مجبرة قانونا، بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي حققت فيها أرباح، ومن جهة أخرى فإن إصدار المزيد من الأسهم العادية، من شأنه أن يؤدي إلى تراجع نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، و بالتالي يرفع من حجم القدرة الاقتراضية للمنشأة، أي يرفع من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عند الحاجة.

### 2.1. الأسهم الممتازة "preferred shares":

#### أ. مفهوم السهم الممتاز:

السهم الممتاز هو أداة مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، تجمع بين صفات السند والسهم العادي. كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقسوم ارباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاما ثابتا، كما انه يمثل حق من حقوق الملكية لانه يمثل جزء من المشاركة

<sup>1</sup> سيتم التفصيل أكثر في موضوع الأسهم العادية في الفصل الثاني.

برأس المال، اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها. ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وبالتالي لا توجد صعوبة في تحديد قيمة الاسهم الممتاز نظراً لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها. (التميمي أ.، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، 2010، صفحة 179)، عادة ما تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو مواجهة بعض صعوباتها المالية، وذلك بدلا من الاسهم العادية لما لها من تفضيلات على هذه الأخيرة، (هوشيار، 2003، صفحة 100).

يتميز السهم الممتاز بصفات محددة منها انه يصدر بفئات و بقيم اسمية مختلفة تكون القاعدة في احتساب العائد، ويحصل حملته على أرباحهم قبل حملة السهم العادي وقد تتراكم هذه التوزيعات للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه، وبالمقابل معظم الاسهم الممتازة ليس لحملتها حق التصويت في مجلس الادارة وانتخاب اعضاءه، ولكن يمكن ان يرد مثل هذا الشرط في حالة تراكم ارباح السهم الممتاز اذا نصت العقد على ذلك. وقد يكون السهم الممتاز قابل للإطفاء ضمن صناديق تخصصها الشركات بهدف استهلاك السهم وإطفاءه إما بسعر السوق او بسعر إطفاء يحدد مسبقا أو حسب ظروف الشركة والسوق. كما يمكن ان يكون السهم الممتاز قابل للتحويل الى أسهم عادية وضمن شروط محددة ومتفق عليها مسبقا وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة التحويل أو سعر التحويل. وعادة خيار التحويل يترك لحامل السهم وحيثما تتاح أمامه تحقيق أرباح رأسمالية لاسيما عندما تكون الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة مرتفعة مقارنة بسعر التحويل. أما شرط الاستدعاء فهو يتضمن حق للجهة المصدرة باستدعاء السهم الممتاز خلال فترة محددة وبعبارة عن القيمة الاسمية كما يمكن ان يكون الإستدعاء بسعر السوق. (التميمي أ.، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، 2010، صفحة 179). قد تمكن هذه الطريقة الشركة من تغيير أسلوب التمويل من حقوق ملكية (أسهم ممتازة) إلى ديون (سندات). و تزداد أهمية هذا الأسلوب عندما تنخفض معدلات الفائدة السائدة في السوق، وعندها تتمكن الشركة من الاستفادة من انخفاض تكلفة الحصول على الأموال عن طريق الاقتراض اعتمادا على استدعاء الممتازة الأسهم. (سمية، 2010، صفحة 15). وهذا ما يجعل السهم الممتاز يختلف عن السهم العادي رغم أن كلاهما يعتبر أداة ملكية "Equity"، وفي مايلي توضيح للاختلافات بين السهم العادي والسهم الممتاز:

الجدول رقم (02): أوجه الاختلاف بين السهم الممتاز والسهم العادي

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

المصدر: (التمييز أ.، 2010، صفحة 179)

#### ب. أنواع السهم الممتاز:

تختلف الأسهم الممتازة باختلاف المزايا التي تحققها كل فئة للشركة أو للمستثمر تحديدا من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:

• الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح "Cummulative Preferred Stocks":

هي فئة من الأسهم الممتازة التي تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تقرر توزيعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية. ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة. وفقا لهذه الخاصية؛ إذا حققت الشركة أرباحا في سنة من السنوات، ولكنها لم تعلن عن توزيع أرباح على المساهمين لسبب من الأسباب، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح وذلك في العام التالي إذا ما أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين. كما يجب أن يعطى له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين. (Chisholm, 2009, p. 131)

• الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح "Participating Preferred Stocks":

هذه الفئة من الأسهم الممتازة توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي. فمثلا إذا أصدرت الأسهم الممتازة بمعدل عائد 10% فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%. هذا ويمكن الحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقا غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون في هذه الحالة جزئية. (زياد و مروان، 2007، الصفحات 102-103)

• الأسهم الممتازة القابلة للتحويل "Convertible Preferred Stocks":

يتمتع حملة هذا النوع من الأسهم الممتازة بميزة كبيرة وهي قابلية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي، تتيح هذه الميزة للمساهم الممتاز استغلال المرحلة التي يكون فيها السهم العادي أفضل من الممتاز للشركة، فيقوم بتحويل أسهمه الممتازة إلى عادية مما يحقق له مكاسب رأسمالية، كما تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي. (السيد متولي، 2010، صفحة 149)

• الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء "Callable Preferred Shares":

يمكن تسميتها أيضا الأسهم الممتازة القابلة للسداد، حيث تقوم الشركة بإصدارها وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، عادة ما تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية محددة من الأرباح مقابل هذه الميزة، لذلك فبمجرد تحسن المركز المالي للشركة، تستغل هذه الفرصة وتقو بسداد هذه الأسهم لأصحابها، للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم. حيث تقوم الشركة المصدرة في حالة استدعاء الأسهم الممتازة بدفع علاوة إضافية على القيمة الاسمية للأسهم تسمى بعلاوة الاستدعاء. (Adam, 2022)

### • الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، لكن هذا في النوع من الأسهم الممتازة ترتبط توزيعات الأرباح الخاصة به بمعدل عائد سندات الخزينة، حيث يعدل نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على عائد سندات الخزينة، ويحدد مجال تغير التوزيعات بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية للسهم.

### • الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة، فعند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت مثل الأسهم العادية. (ملاك، 2003، صفحة 93).

## 2. أوراق الدين:

أوراق الدين هي الأوراق التي تمثل ديناً على الشركة المصدرة لها، ومن أهمها السندات، وهي تمثل مديونية لحاملها اتجاه الجهة المصدرة، وهي أدوات مالية متداولة أيضاً في سوق رأس المال مثل أدوات الملكية، ولكنها تختلف عن هذه الأخيرة في عدة نقاط.

### 1.2 مفهوم السند "Bonds":

السندات تمثل صكوك دين لمالكها، فهي أداة مديونية تحقق عائداً لحاملها يتمثل في معدل الفائدة المطبق دورياً وقد يكون سنوياً، نصف سنوي أو فصلي، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض)، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها

تدعى سند، يتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية، فضلا عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول، وصورة التجزئة للسندات التي تتيح للجمهور التعامل بشكل واسع. وتحصل جهات الإصدار على الأموال من خلال طرح السندات للاكتتاب العام مباشرة أو من خلال البورصة أو بوساطة مؤسسة مالية. (الداغر، 2005، صفحة 103)

ويشمل السند على ما يلي:

- **الكوبون:** وهو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات والتي لها درجة المخاطرة نفسها؛
- **تاريخ الاستحقاق:** يشير إلى الفترة التي يحصل فيها حامل السند على القيمة الاسمية للسند وهناك نوعان من تاريخ الاستحقاق فعلي وأصلي؛
- **القيمة الإسمية:** وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق ؛
- **شروط نقل الملكية:** لا يتم نقل الملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد من سجلات الشركة. (السيد متولي، 2010، صفحة 140)

### 2.2 خصائص السند:

تتميز السندات على غرار باقي الأوراق المالية بالخصائص التالية:

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت في الغالب، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات بصفة دورية محددة تكون سنوية، أو نصف سنوية، أو فصلية، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر؛
- السندات وثائق تمثل اتفاقا بين الشركة المصدرة (أو الحكومة) وبين هي المستثمرين (المدخرين من جمهور ومؤسسات مالية) تلتزم بمقتضاه الجهة المصدرة بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على شهادة السند والذي يمثل تاريخ الاستحقاق، هذا بالإضافة إلى قيمة الفوائد المترتبة عن العملية؛

- تحمل وثيقة الإصدار مجموعة من المعلومات: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية. إضافة إلى سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية له.
- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، تشجيعاً للمكتتبين، وعندئذ يعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار. كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد. (جبار، 2011، صفحة 727)
- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وهذا الأجل يكون منصوصاً عليه في عقد الإصدار، على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائماً ما دامت الشركة المصدرة قائمة. ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل السند (الكوبون)، وكذلك سعره السوقي؛
- القابلية للتداول: شبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي. (زياد و مروان، 2007، صفحة 107)
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في سوق الأرق المالية؛
- تتحدد القيمة السوقية للسند في السوق اعتماداً على سعر الفائدة الاسمية "الكوبون" وسعر الفائدة الجاري في سوق الاقتراض؛
- حامل السند لا يحق له المشاركة في الجمعية العامة للشركة، ولا التصويت فيها ولا المشاركة في الإدارة والرقابة؛
- تعتبر الفوائد التي تدفعها الشركات لحملة السندات من النفقات التي يتم خصمها من الوعاء الضريبي للشركة، مما يحقق لها وفورات ضريبية؛ (زرموت، 2016، صفحة 60)

### 3.2 حقوق حملة السندات: (حجاج، 2022، صفحة 38)

لحملة السندات مجموعة من الحقوق نوضحها في مايلي:

- الفوائد: يعتبر حامل السند دائماً بالنسبة للمؤسسة، فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطها به ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد، ويستوفي حملة السندات فائدة ثابتة سواء حققت المؤسسة ربحاً أو خسارة؛

- تسديد واسترداد قيمة السند: تلتزم المؤسسة المصدرة للسندات بمقتضى الاتفاق الذي المنصوص عليه مع المستثمرين بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند ونقصد به تاريخ الاستحقاق، فعلى الهيئة المصدرة
- التداول: إن لحامل السند الحق في التنازل عنه عن طريق التداول بالطرق التجارية، شأنه في ذلك شأن الأسهم، ويتم تداول السندات بالطريقة التي تتفق مع نوع السند، فالسندات لحاملها يتم تداولها عن طريق التسليم المادي، والسندات الاسمية يتم تداولها عن طريق نقل القيد في دفاتر المؤسسة؛
- رفع دعوة عند عدم التسديد قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسة: يمكن أن يجتمع حاملو السندات ضمن كتلة من أجل الدفاع عن مصالحهم، وهذا في حالة عدم تسديد مستحققاتهم سواء قيمة السندات أو الفوائد المترتبة عنه.

#### 4.2 أنواع السندات:

تتعدد وتختلف أنواع السندات، كما تعدد معايير تقسيمها وتصنيفها، يمكن تقسيمها إلى:

##### أ. حسب جهة الإصدار:

يمكن تقسيمها حسب معيار جهة الإصدار إلى:

##### • سندات حكومية:

وتسمى أيضا السندات السيادية، تصدر من طرف الدولة ومؤسساتها مثل سندات الخزينة، تصدرها الحكومات عادة لغرض تمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية، أو لتغطية العجز في الميزانية، أو لأغراض تطبيق سياساتها النقدية والمالية مثل تقليص الكتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم، (جبار، 2011، صفحة 736) وتتميز بمجموعة صفات تشجع المستثمرين وتجذبهم للاستثمار فيها، نذكر منها:

- الاستثمار بها يكون أقل مخاطرة وأكثر أمانا من الاستثمارات الأخرى؛
- السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى؛
- تصدر بشروط الإعفاء الضريبي. (البكري و صافي، 2010، صفحة 86)

##### • سندات المؤسسات:

وتسمى السندات الخاصة، تصدرها المؤسسات المالية وشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن أمثلتها السندات العادية والسندات المضمونة بعقار، وتلجأ إليها عادة لطلب تمويل

طويل الأجل من أجل التوسع أو المشاريع الاستثمارية. تتميز هذه الأدوات بأنها تُصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، وهو ما يجذب المستثمرين الذين يتطلعون للحصول على عائد استثماري مرتفع. ومع ذلك، تنطوي هذه الأدوات على عيوب أيضاً؛ حيث أن حاملها أكثر عرضة لمخاطر الائتمان المترتبة عن عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية. لذلك، يجب على المستثمرين أن ينظروا بعناية إلى العوامل المحتملة للمخاطر قبل الاستثمار في هذه الأدوات المالية. (مطر، 2006، صفحة 222)

#### ب. حسب شكل الإصدار:

تقسم السندات حسب هذا المعيار كما يلي:

##### • السندات الاسمية "Registered/Nominal Bonds":

تصدر هذه السندات باسم صاحبها مباشرة وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه وفقاً للقواعد القانونية الخاصة بنقل الملكية، حيث يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ولا يتم تداوله أو نقل ملكيته إلا بعد موافقة الشركة المصدرة، قد تكون هذه السندات مسجلة بالكامل حيث ينطوي التسجيل في هذه الحالة كل من الدين والفائدة، كما قد تكون مسجلة جزئياً وفي هذه الحالة يحمل التسجيل أصل الدين فقط؛

##### • السندات لحاملها "Bearer Bonds":

في هذه الحالة يكون السند خال من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، ويتم تداول السند ونقل ملكيته بمجرد التسليم ولا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو إثبات ذلك في سجلاتها، وتحصل فوائدها من خلال كوبونات "مرفقة بالسند" تنتزع بمجرد استحقاقها، لتدفع وتحصل للجهة المختصة، وعند حلول تاريخ الاستحقاق يكون لحامله الحالي الحق في استلام قيمته الاسمية. (زياد و مروان، 2007، صفحة 108)

#### ج. حسب نوع العائد:

حسب هذا المعيار يمكن تقسيم السندات إلى:

##### • سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

تتميز هذه السندات بمعدل الفائدة الثابتة خلال فترة سريان السند، حيث تكون العوائد منتظمة وثابتة لغاية نهاية حلول تاريخ الاستحقاق ونهاية المدة، أين تلتزم الشركة مصدرة السند بدفع فوائد بمعدلات ثابتة متفق عليها من أول المدة ولا تتغير خلال فترة العقد، وعادة يزداد الطلب على هذا النوع عندما تكون أسعار الفائدة منخفضة. (زرموت، 2016، صفحة 63)

• **سندات ذات أسعار فائدة متغيرة:**

في هذا النوع من السندات يحصل حاملها على فوائد متغيرة وفقا لبعض المؤشرات الموجودة في السوق كمعدلات الفائدة السائدة، حيث يتم إعادة النظر في معدل الفائدة على السند دوريا، فنظرا إلى أن السندات تعتبر دينا طويل الأجل، فقد تم استحداث هذا النوع من أجل الحماية من مخاطر أسعار الفائدة المتغيرة، سواء بالنسبة للشركة مصدرة السند أو لحامل السند، فبالنسبة للشركة، تلجأ الى هذا النوع من أجل الحماية من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة في السوق، فتتحمل بذلك خسائر كبيرة، أما بالنسبة للمستثمر حامل السند، فيستفيد من هذا النوع في حالة ارتفاع معدلات الفائدة فيكون قد فوت فرصة تحقيق أرباح أكبر. (محمد و وآخرون، 2006، صفحة 94)

• **سندات الكوبون الصفري:**

يتم إصدار سندات القسيمة الصفرية بخصم على قيمتها الاسمية ولا يتم دفع فائدة دورية، وبدلا من ذلك، فإنه يتم تقديم عائد ثابت عند الاستحقاق، وهو يمثل الفرق بين سعر الإصدار والقيمة الاسمية، حيث يتم بيع السند عند إصداره بأقل من قيمته الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق يتم دفع كامل القيمة الاسمية، تعتبر مثالية للمستثمرين الذين يرغبون في تأمين عائد ثابت لفترة محددة.

د. **أنواع أخرى من السندات:**

• **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:**

هذا النوع من السندات يمنح لحاملها إمكانية استبداله حسب رغبته بأوراق مالية أخرى، تحديدا بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم، وذلك في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات وبموجب سعر تحويل محدد. يسمح هذا النوع من السندات لحامله الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة

تسجيل الشركة لركود طويل نسبياً، كما يمكنه أن يتحول إلى مساهم ويستغل تحسن وضعيتها الشركة لتحقيق أرباح أكبر. (طارق ا.، 2016، صفحة 117)

• **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات:**

يضمن هذا النوع من السندات لحامله الاكتتاب في سندات مماثلة قد يتم إصدارها في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد أو أكثر عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة. وبإمكان المستثمرين الذين يرغبون في شراء السندات التي يتم إصدارها في المستقبل، شراء هذه الكوبونات والاحتفاظ بها إلى حين إصدار سندات جديدة وعندئذ يتمكنون من شرائها كما كان متوقعاً. (جبار، 2011، صفحة 733)

• **السندات غير القابلة للاستدعاء:**

في هذا النوع من السندات يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها إلى غاية نهاية أجلها، ولا يمكن للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب كان، وهذا ما تكون عليه السندات أساساً إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار. وبهذا تتحمل الجهة المصدرة مخاطر سعر الفائدة في هذا النوع، حيث أنها تستمر في دفع نسبة الفائدة المتفق عليها حتى إذا انخفضت أسعار الفائدة السائدة.

قد تلجأ الجهة المصدرة أحياناً إلى استدعاء السند رغم أنه غير قابل للاستدعاء، ولكن مع دفع غرامة. (James & Thomas J, 2022)

• **السندات القابلة للاستدعاء:**

وهي السندات التي تصدر متضمنة شرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء "Call Premium"، حيث أنه في حال تقرر استدعاؤها من طرف الجهة المصدرة، فإنه يتم دفع علاوة استدعاء إضافة إلى أصل السند، وهو ما يسمى بسعر الاستدعاء "Call Price" ويختلف هذا النوع من السندات من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء، فهناك سندات بقبالية استدعاء مطلقة "Freely Callable"، أين يكون للجهة المصدرة الحرية المطلقة لاستدعاء السند في أي لحظة، ويتوجب على حامله الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وإذا

امتنع عن ذلك يحرم من فائدة السند، بينما الأكثر شيوعاً هو السندات ذات الاستدعاء المؤجل "Defered Call" والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 - 10 سنوات من تاريخ إصداره، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء السند قبل انقضاء المدة. (زياد و مروان، 2007، صفحة 111)

#### • سندات اليورو "Eurobonds":

سندات اليورو هي سندات طويلة الأجل تصدر وتباع خارج بلد العملة المقومة بها مثال على ذلك؛ السندات المقومة بالدولار الصادرة في أوروبا أو آسيا، وتجدر الإشارة هنا إلى أن مصطلح "اليورو" لا يعني بالضرورة أن السند يصدر بعملة اليورو، حيث أنه لا تزال غالبية الاصدارات بالدولار الأمريكي ويمكن إصدارها في أي منطقة من العالم تقريبا. تم بيع سندات اليورو لأول مرة في عام 1963 كوسيلة لتجنب الضرائب والقوانين. كانت الشركات الأمريكية مقيدة باللوائح الخاصة بمقدار الأموال التي يمكنها اقتراضها محليا (في الولايات المتحدة) لتمويل العمليات الخارجية، بينما كانت الاصدارات الأجنبية في الولايات المتحدة تخضع لضريبة خاصة بنسبة 30% على فوائد القسيمة. في عام 1963، أنشأت هذه الشركات سندات اليورو، أين كانت السندات مقومة بعملات مختلفة ولم تكن خاضعة بشكل مباشر للوائح الأمريكية، حتى عندما تم التخلي عن هذه اللوائح، فإن وصول المستثمرين والشركات إلى سوق جديدة أقل تنظيماً وخضوعاً للقوانين واللوائح خلق ما يكفي من الطلب والعرض للسوق لمواصلة النمو. (Anthony & Marcia , 2012, p. 208)

#### 5.2 مقارنة بين الأسهم والسندات:

انطلاقاً مما سبق، يتضح أن الأسهم والسندات كلاهما أدوات تمويل بالنسبة لمصدرها، واستثمار بالنسبة لحاملها، ولكنهما يختلفان في كثير من النقاط ، يمكننا وضع مقارنة بينهما كما يلي:

الجدول رقم (03): مقارنة بين السهم والسند

السند	السهم	نوع الأداة طبيعة المقارنة
دين على الشركة و حامله دائن لها بقيمة السند.	جزء من رأسمال الشركة و حامله شريك فيه بقدر رأسماله	<b>التعريف</b>
أغلبيتها يتوجب رهن بعض العقارات أو الضمانات	ليس من الضروري رهن الموجودات في حالة إصدار السهم وخاصة السهم العادي	<b>الضمانات</b>
حامله ليس له الحق في الإدارة	حامله له الحق في الرقابة و إدارة الشركة من خلال الجمعية العامة	<b>دور حاملها في إدارة الشركة</b>
الشركات الحكومة و المؤسسات المالية المختصة و المرخصة	شركات المساهمة	<b>المصدرون</b>
لا يتعرض لمخاطر لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق	حامله لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة	<b>المخاطر</b>
دخل السند ثابت ولا يتأثر بنتائج الشركة،	دخل السهم هو توزيع للأرباح يتأثر بنتائج الشركة، بقرارات الادارة، وقد يكون سالبا	<b>الدخل</b>
لحامله الأولوية في الحصول على مستحقاته رغم وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	ليس له الأولوية، وفي حالة التصفية فنصيبه ماتبقى بعد تسديد كافة الديون	<b>الأولوية في التسديد</b>
السند له اجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمته لحامله	الأسهم ليس لها أجل استحقاق محدد فهي قائمة باستمرار الشركة	<b>أجل الاستحقاق</b>

المصدر: (زرموت، 2016، صفحة 65)

### 3. المشتقات المالية:

إن التطور الرهيب في مجالات الحياة الاقتصادية مثل الصناعات والخدمات والتكنولوجيا والاتصالات أدى إلى حدوث تطور كبير في الأسواق العالمية، وكذا تزايد حدة المنافسة، ونتيجة لذلك، ظهرت الكثير من المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية خلال تعاملاتها. فبالإضافة إلى المخاطر التجارية والصناعية التي كانت تواجه الشركات، تزايدت حدة المخاطر المالية التي تتعلق أساسا بتكاليف التمويل والاستثمار، متأثرة بمخاطر سعر الصرف، مخاطر أسعار الفائدة... وغيرها من المخاطر المالية. وهذا ما أدى إلى ظهور أدوات مالية مستحدثة تتماشى وهذه المستجدات، وتلبي احتياجات السوق موفرة أساليب جديدة في إدارة المخاطر والتحوط، والحديث هنا عن المشتقات المالية.

#### 1.3 تعرف المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على أنها عقود تشتق قيمتها وأسعارها من الأصول الأصلية موضوع العقد أو المرتبطة بها "underlying assets" (مثل الأسهم، السندات، السلع، العملات...)، وهذا ما يجعل أداء العقد المشتق مرتبط بأداء الأصل موضوع العقد ويجري تسويقها في تاريخ مستقبلي، فهي إذن لا تتضمن حقوقا مباشرة على أصول حقيقية بل هي مستحقة بشكل غير مباشر مستقبلا. وتجدر الإشارة هنا إلى أن انتقال ملكية الأصل محل التعاقد يصبح أمرا غير ضروري. (Anthony & Marcia , 2012, p. 310)

ومنه يمكن القول أن المشتقات المالية هي منتجات وأدوات مالية مستحدثة، وهي عقود تحمل طابعا مستقبلي عكس الأدوات التقليدية، وسميت بالمشتقات كونها مشتقة من أصول أساسية متنوعة مثل الأدوات المالية، السلع، العملات... وتكتسب قيمتها من أسعار وأداء الأصول المادية والمالية المتعاقد عليها، وهدفها الرئيسي ليس توفير التمويل ولا جذب رؤوس الأموال بل هدفها المضاربة والتحوط.

#### 2.3 المتعاملون في المشتقات المالية:

أما الأطراف التي تتعامل في هذا النوع من العقود فيمكن إيجازها في مايلي:

أ. **المتحوظون:** وهم الأطراف الذين يسعون إلى تقليل وتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها جراء تقلبات الأسعار حيث أن المشتقات تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

ب. المضاربون: وهم فئة تسعى إلى تحقيق الأرباح واستغلال تقلبات ومخاطر السوق، حيث يراهنون على تحركات الأسعار في المستقبل ويستخدمون المشتقات المالية لمحاولة تحقيق مكاسب.

ج. المراجحون: يستعمل المراجحون المشتقات عندما يكون هناك فرق في السعر لأصل ما بين سوقين أو أكثر من خلال الشراء من السوق المرتفع السعر والبيع في السوق المنخفض السعر في نفس الوقت وبالتالي تحقيق أرباح مقبولة وعديمة المخاطرة. وطبعاً يتم الشراء والبيع بعقود مستقبلية أي دون دفع القيمة مباشرة. (الحسناوي، 2017، صفحة 106)

### 3.3 أنواع المشتقات المالية:

ويمكن تقسيم أنواع المشتقات المالية كما يلي:

#### أ. عقود الخيار أو الخيارات "Option contracts":

الخيار هو عقد أو اتفاق بين طرفين يعطي الحق لصاحبه الاختيار وليس الالتزام بتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما بيعاً أو شراءً لأصل من الأصول في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يتم التسديد والتسليم في فترة لاحقة متفق عليها مقابل مكافأة أو علاوة محددة غير قابلة للاسترجاع. (Frank J & Pamela , 2009, p. 195). يسمى مشتري الخيار بحامل الخيار "Option Holder"، ويملك مركز طويل في عقد الخيار، ما يعني أن لديه الحق وليس الالتزام بتنفيذ الخيار، أي له الحق في شراء أو بيع الكمية المتفق عليها من الأصل محل العقد حتى تاريخ الاستحقاق المتفق عليه بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ "Strike Price" أما بائع الخيار فيسمى بكاتب الخيار "Option Writer"، وله مركز قصير في العقد أي أنه ملزم بالوفاء بالعقد.

عادة يكون الدافع وراء شراء الخيار هو التوقعات بحدوث تقلبات في السعر، وبالتالي ف شراء خيار الشراء يوفر لصاحبه إمكانية التحوط ضد مخاطر الارتفاع المتوقع في السعر، بينما شراء خيار البيع يكون بدافع التحوط من مخاطر انخفاض السعر. وفي نهاية العقد، وفي حالة عدم قيام حامل الخيار بتنفيذ العقد، فإن الحد الأقصى للخسارة التي يتحملها تقتصر على مبلغ القسط المدفوع وهو ثمن شراء الخيار. (حجاج، 2022، صفحة 41)

• عناصر عقد الخيار:

- \_ **طبيعته:** فقد يكون عقد خيار شراء، وهو الذي يخول للمشتري بعبارة أصل محل العقد مستقبلاً، أو عقد خيار بيع، وهو الذي يسمح للمشتري العقد ببيع الأصل مستقبلاً، وهذا وفق الشروط المحددة في العقد.
- \_ **تاريخ الاستحقاق:** وهو التاريخ الذي يمكن أن ينفذ فيه الخيار أو قبله، وإذا لم ينفذ العقد بعد ذلك التاريخ فإن قيمته تصبح معدومة. للإشارة، فإن العقد الذي ينفذ بحلول مواعده يسمى خيار أوروبي، أما الذي يتم تنفيذه قبل حلول الأجل فيسمى خيار أمريكي.
- \_ **سعر الخيار:** وهو المكافأة التي تحدد في العقد الأولي وتدفع من قبل المشتري إلى البائع، وهي غير قابلة للإسترداد.
- \_ **سعر التنفيذ:** وهو السعر المحدد في العقد، والذي يمكن أن يباع أو يشتري به الأصل المعني بالخيار.

ب. العقود المستقبلية "Future contracts":

هي عقد ملزم متبادل بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتر، بموجبه يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) أصلاً معين في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، وقد يكون الأصل سلعا، أوراق مالية، عملات أجنبية وغيرها من الأصول، والعقود الآجلة هي عقود موحدة يتم تداولها من خلال بورصة رسمية تمكن من إدارة التعرض للمخاطر المرتبطة بالسلع والأصول المالية من خلال تثبيت سعر اليوم الذي سيتم تطبيقه في تاريخ لاحق. ولذلك يشار إلى العقد الآجل على أنه عقد متداول في البورصة.

إن إبرام العقود المستقبلية يستوجب إيداع أموال كضمان لدى السماسرة (الهامش المبدئي)، وهذه الإيداعات يضاف لها أو يسحب منها لحساب الهامش اليومي كانعكاس للتغيرات في أسعار السوق، وفي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر الإغلاق (سعر التسوية) لكل عقد مستقبلي، وبموجب ذلك تجري تسوية المركز المالي لأطراف العقد، يستفيد صاحب المركز المالي القصير أو البائع من الانخفاض في سعر الأصل الأساسي، بينما يستفيد المشتري أو صاحب المركز الطويل من ارتفاع السعر. (CHRISTOPHER & PETER,

2019, p. 574)

ج. العقود الآجلة "Forward contracts":

العقود الآجلة هي إتفاق رسمي ملزم بين طرفين على تسليم واستلام الأصل محل العقد، سواء كان أصلا ماديا أو ماليا، بسعر متفق عليه مسبقا وهو سعر التسليم، وبكميات وتاريخ محددان عند إجراء العقد، وغالبا ما يتم تسوية هذه العقود قبل تاريخ استحقاقها، وذلك عن طريق دفع الفرق بين سعر السوق والسعر المتفق عليه نقدا. (عبد الإله و زين الدين، 2019، صفحة 169). تجدر الإشارة أنه في العقد الآجل، كل تفاصيل العقد يتم الإتفاق عليها في لحظة إمضاء العقد، مثل تفاصيل الأصل، السعر الذي يتم دفعه، كمية الأصل، تاريخ التسوية، وكذا سعر العقد الآجل، كل هذه التفاصيل يتم تحديدها والاتفاق عليها عند إجراء العقد وتبقى سارية طيلة مدة العقد الآجل. (Anthony & Marcia , 2012, p. 312)

من خلال ما سبق، يظهر أن هناك تشابه كبير بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في كثير من النقاط، غير أنه هناك جملة من الفوارق بينهما يمكن إيجازها في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
عقود غير نمطية تخضع لاتفاق الطرفين	عقود نمطية معيارية محددة التفاصيل
عدم وجود سوق خاص بها	يتم عقدها وتداولها في أسواق رسمية منظمة خاصة بها: أسواق العقود المستقبلية
تحدد النتيجة عند نهاية العقد وهو تاريخ التسليم	يتم تحديد نتيجة التعامل يوميا (التسوية) ربحا أو خسارة
لا يشترط وضع مبلغ عن أي جهة	يتطلب وضع مبلغ نقدي أو هامش أمان لدى الجهة المختصة (هامش ابتدائي + هامش صيانة)
يتم تنفيذها في التاريخ المتفق عليه	تقنيا يتم تنفيذ العقد قبل تاريخ الاستحقاق بألية التسوية اليومية، ولا يتم تسليم الأصل محل التعاقد في الأخير لأن الأسعار تصبح متساوية، ويعتمد فقط على تسوية الحسابات

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على: (جبار، 2011، صفحة 784)

#### د. عقود المبادلات (المقايضات) "Swaps contracts":

هو عقد مشتق واتفاق تعاقدى ملزم بين طرفين عن طريق وسيط يمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيه الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية و ذلك لفترة محدودة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتم تحديده والاتفاق عليه بين طرفي العقد. و تسري عقود المبادلة على الخيارات و على أسعار الفائدة والعمولات و يتصف بالإلزامية عكس عقد الخيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية ولا يتم أيضا تسويتها مرة واحدة مثل العقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي عقود تستعمل عادة لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة. (سلطان ، 2019، صفحة 59)

**4.3 أهمية المشتقات:** للمشتقات المالية أهمية كبيرة في الأسواق المالية من خلال ما توفره من مزايا ومرونة وخيارات لكل الأطراف في التداول والاستثمار: (ابراهيم سالم و يحيى، 2014، صفحة 173،174)

أ. **التغطية ضد المخاطر (التحوط):** تعتبر عقود المشتقات المالية وسيلة فعالة للحماية من المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي: مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية؛ مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية؛ مخاطر تقلب أسعار الفائدة؛ مخاطر تقلب أسعار السلع... وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.

ب. **إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية:** تمتاز عقود المشتقات المالية بتكلفة استثمار منخفضة للغاية حيث لا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليه، مما يتيح للمتداولين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية وتحقيق التوازن المرغوب بين السيولة والربحية.

ج. **أداة للتنبؤ بالسعر المتوقع في البورصة الحاضرة:** تقدم عقود المشتقات المالية للمتداولين معلومات حول السعر المتوقع للأصل الذي تم التعاقد عليه في البورصة في تاريخ التسليم، وهذا يجعلها أداة فعالة للتنبؤ بمستوى الأسعار.

د. **تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:** من مميزات التداول في بورصات المشتقات المالية انخفاض تكلفة المعاملات إلى حد يصعب على البورصات الحاضرة

- منافستها، وينعكس هذا الانخفاض على سيولة البورصة بشكل إيجابي، حيث تصبح أكثر كفاءة، مما يوفر فرصاً أفضل لإجراء الصفقات بأسعار تقترب من القيمة العادلة.
- هـ. **محاولة تحقيق سمة الكمال للبورصة:** الكمال للبورصة يتمثل في توفير جميع الأصول المالية التي تناسب احتياجات وأهداف المتعاملين، سواء من حيث العائد أو المخاطرة. بالرغم من أن تحقيق هذا الكمال بشكل كامل يكون أمراً مستحيلاً، إلا أن عقود المشتقات المالية توفر الآن فرصة لتكوين محافظ استثمارية متنوعة من عقود وأوراق مالية متداولة في البورصة الحالية. بهذا الشكل، يمكن للمستثمرين تحقيق مستويات متقدمة من التوازن بين العائد والمخاطرة التي لا تتاح بنفس الطريقة في أي أداة مالية أخرى متداولة في البورصة الحالية.
- و. **إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:** يدخل للمضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش.
- ز. **سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية** نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

#### المطلب الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية

بعد توفر المنظومة الملائمة والأدوات المختلفة للاستثمار، تأتي مرحلة التداول والتعامل بهذه الأدوات، والتي تعد الوظيفة الرئيسية والأهم لسوق الأوراق المالية، وتشترط هذه السوق أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة فقط، والتي يتم إصدارها وإدراجها في السوق الأولي والتي تسمى أيضاً سوق الإصدار، وذلك وفق عمليات وآليات محكمة، ليتم في السوق الثانوي أو البورصة تداول هذه الأدوات وفق نظام خاص ومحكم، وتحت إشراف هيئات مختصة. وفيما يلي ميكانيزمات ونظام عمل بورصة الأوراق المالية.

#### أولاً: سوق الإصدار أو السوق الأولي

سوق الإصدار أو السوق الأولية "The Primary Market"، كما أشرنا إليه في المبحث الأول، هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو السوق التي يتم من خلالها التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة. حيث يتم بيع هذه الأدوات المالية في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات مصدرة هذه الأوراق المالية، ويتم هذا التعامل عن طريق ما يسمى بالاكنتاب في سوق الإصدارات الجديدة وتشمل هذه السوق على:

- الاكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة؛
- الاكتتاب في زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام أو بإصدار سندات بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء باحتياجات استثمارية مطلوبة وهذا يمثل بديلا للاقتراض من الجهاز المصرفي أو مكملا له؛
- الاكتتاب في زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق، وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين الحاليين للشركة. (السيد متولي، 2010، صفحة 131)

### 1. إصدار الأوراق المالية:

يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة في السوق الأولي أو سوق الإصدار بطرق وأساليب مختلفة نذكر منها:

- أ. **الأسلوب المباشر:** يعد أبسط أسلوب تتبعه المؤسسات لإصدار أوراقها المالية، ومن خلاله تقوم الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لتبيع لها الأوراق المالية التي أصدرتها مثل الأسهم والسندات، كما تقوم هذه المؤسسات المالية بالإضافة إلى التوسط بين مصدري الأوراق المالية وجمهور المستثمرين، فهي تقدم النصح والتوجيه فيما يخص الأوقات المناسبة للاكتتاب، السعر الأمثل، اختيار الأوراق المالية المناسبة للإصدار... وغيرها من الخدمات.
- ب. **أسلوب المزاد:** في هذا الأسلوب لا تتم العملية بشكل مباشر عكس الأسلوب الأول، حيث يتم دعوة المستثمرين المحتملين الذين لهم لهم رغبة في شراء هذه الإصدارات لتقديم عروض تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول الطلبات من أعلى سعر إلى أقل سعر. (أمينة، 2021، صفحة 27)

### ب. طرق الاكتتاب:

تختلف طرق الاكتتاب حسب تفضيلات المؤسسة ويتم اختيار الطريقة المناسبة حسب تقييمها لكل طريقة والتي تراها الأنسب لوضعها وأهدافها واستراتيجيتها:

- أ. **الاكتتاب العام (Initial Public Offering – IPO):** ويقصد به عملية الإصدار الجديدة للورقة المالية وطرحها للاكتتاب العام للجمهور، إما عند تأسيس الشركة أو عند الرغبة في رفع

رأس مالها، بحيث يكون هنا الاكتتاب موجه للجمهور بدون استثناء. (Ritter, 1998, p. 02)

ب. **الاكتتاب الخاص (Private Placement):** هي طريقة بديلة لطرح الأوراق المالية في سوق الإصدار حيث يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لأطراف معينة من المستثمرين وليس للجمهور ككل، غالبا ما يكونون مؤسسات مالية أو مستثمرين محترفين، ومن مميزاته هذه الطريقة أنها تستثنى من شرط التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية. (التميمي أ.، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، 2010، صفحة 97)

ج. **الاكتتاب المؤقت (Rights Issue):** في هذه الحالة، تقوم الشركة المدرجة بإصدار حقوق للمساهمين الحاليين. هؤلاء المساهمون لديهم الأولوية في شراء المزيد من الأسهم بسعر مخفض. هذا يسمح لهم بزيادة حصتهم في الشركة.

#### ثانيا: سوق التداول أو السوق الثانوي

يتم من خلال سوق التداول أو السوق الثانوية "The Secondary Market" التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر. وبالتالي، فإن متحصلات بيع الأوراق المالية في هذه السوق لا توجه إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق، حيث أن الهدف من التداول في السوق الثانوية يتمثل أساس في تحقيق عوائد من خلال بيع وشراء الأدوات المالية. (السيد متولي، 2010، صفحة 136)

#### ثالثا: العمليات في بورصة الأوراق المالية

عمليات بورصة الأوراق المالية هي العمليات التي تحدث بالبورصة والتي تصاحب مختلف عمليات التداول في مختلف الأدوات والأوراق المالية بيعا وشراء، ويمكن تقسيمها كما يلي:

##### 1. العمليات العاجلة:

وهي تلك العمليات الفورية المتعلقة بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جدا، حيث يتم دفع ثمن الصفقة واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فورا أو خلال فترة وجيزة جدا، ومن صفات هذا النوع من العمليات، إمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية طويلة الأجل

(أسهم وسندات). من الشروط التي يجب أن تتوفر في أوامر البورصة في هذا النوع من العمليات، تبيان العناصر التي توضح بكل دقة تفاصيل الصفقة كبيان ونوع صفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه، تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال قانون العرض والطلب. (أمانة، 2021، صفحة 28)

ومن أهم أشكال العمليات العاجلة نذكر:

#### أ. البيع على المكشوف:

ويسمى أيضا البيع القصير، ويعني عملية بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض سعرها، ثم شراء هذه الأوراق المالية المباعة سواء انخفض أو ارتفع سعرها واعادتها الى مالكها، مع الاستفادو من فروق الأسعار، وحين يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال أنه أخذ مركزا قصيرا. (بورقعة، 2022، صفحة 338)

#### ب. الشراء الهامشي:

يطلق على الشراء الهامشي بهامش الربح أو الشراء بالحد، فهو يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما يقوم على القرض، ووجه الاختلاف بين هاذين النوعين أن البائع على المكشوف يقترض من وسيطه نقودا ليشتري له مزيدا من الأوراق المالية التي أصدر اليه الأمر بشرائها . (لعبني، 2017، صفحة 26)

#### 2. العمليات الآجلة:

وهي العمليات التي تمنح للمتعاملين إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية لآجال لاحقة ومتباعدة في الزمن، حيث لا يتم دفع الثمن ولا تسليم الأداة محل الصفقة في وقت عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقا تسمى "موعد التصفية" وعادة ما تكون بعد شهر يلتزم فيها كل من البائع والمشتري بتنفيذ عملية التصفية النهائية للصفقة بالتسليم والاستلام. وتأخذ هذه التصفية أحد الشكلين التاليين:

- دفع ثمن الورقة المالية وتسليمها فعليا خلال الأيام اللاحقة لتاريخ عقد التصفية؛
- تسوية الفرق بين سعري الورقة المالية محل الصفقة، والمقصود هنا بالسعرين هو السعر عند عقد الصفقة والسعر عن التصفية. (شيخي، 2011، صفحة 62).

## رابعاً: الأوامر في بورصة الأوراق المالية

بورصة الأوراق المالية أو السوق الثانوي هي نظام تداول محكم يتفاعل فيه المتداولون والمستثمرون في الأدوات المالية بيعاً وشراءً، إذ يسعى هؤلاء المتعاملون لعقد صفقاتهم عبر وسطاء وسماسرة معتمدين ومتخصصين، حيث يقوم الوسطاء بإدارة الصفقات من خلال تنفيذ أوامر صادرة من طرف موكلهم، هذه الأوامر تكون واضحة ومبينة لكل تفاصيل العملية المراد تنفيذها، وتوفر جميع المعلومات عن ظروف تنفيذ الأمر ونوع الورقة المالية وكميتها وكذا الجهة المصدرة لها. في السابق، كان التداول يتم في قاعة التداول، حيث يتجمع الوسطاء الأعضاء ويسعون إلى مطابقة طلبات الشراء والبيع الواردة من عملائهم. وحالياً مع التطورات الحاصلة، تكون معظم البورصات أسواقاً إلكترونية، إذ لا يتفاعل التجار وجهاً لوجه ولكنهم مطالبون بتوجيه طلباتهم إلى محطة كمبيوتر تنقل الطلبات إلى نظام معالجة مركزي، أين يتم ترميز إجراءات مطابقة وتنفيذ الأوامر في البرنامج. (Parameswaran, 2011, p. 25).

### 1. مفهوم الأمر:

الأوامر هي عبارة عن تعليمات يقدمها المستثمر أو العميل للوسيط المالي أو السمسار الذي قد يكون شخصاً مرخصاً أو شركة سمسرة من أجل شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية نيابة عنه، موضحاً بشكل دقيق للوسيط كل المعلومات المتعلقة بالصفقة أو العملية من: نوع الورقة المالية، الكمية، نوع العملية، السعر، ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط وهذا الأخير هو الوحيد الذي يملك صلاحية تنفيذ الأمر. (Mitchel, 2022).

### 2. أنواع الأوامر:

يتم في بورصة الأوراق المالية قبول الطلبات من المستثمرين الأفراد وكذا المؤسسات من خلال الوسطاء والسماسرة، ويتم هذا عن طريق وضع واحد من أنواع الأوامر العديدة عند القيام بالتداول. توفر الأسواق أنواعاً مختلفة من الأوامر يمكن تقسيمها كما يلي:

أ. **أوامر محددة لسعر التنفيذ:** حيث يكون السعر المحدد من طرف العميل هو نقطة الفصل في تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة، وعلى حسب هذا المعيار تنقسم الأوامر إلى:

#### • أوامر السوق "Market Orders":

هو أمر ببيع أو شراء أداة مالية فوراً وبأفضل سعر ممكن، بمقتضى هذا النوع من الأوامر، يوجه العميل أمراً للوسيط أو السمسار بتنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استقبال الأمر. من مزايا هذا النوع من الأوامر سرعة وضمن التنفيذ، ومن مخاطره تقلبات الأسعار من لحظة لأخرى. (Frederic S & Stanley G, 2012, p. 552)

#### • الأوامر المحددة "Limit Orders":

الأمر المحدد هو تعليمة للتداول بأفضل سعر متاح، ولكن فقط إذا لم يكن أسوأ من السعر المحدد من قبل التاجر. بالنسبة لأوامر الشراء، يجب أن يكون سعر التداول عند الحد الأقصى للسعر أو أقل. بالنسبة لأوامر البيع، يجب أن يكون السعر عند أو أعلى من السعر المحدد. (Harris, 2003, p. 74)

ب. **أوامر محددة لوقت التنفيذ:** عكس النوع الأول الذي يعتبر السعر معياراً لتنفيذ الأمر من عدمه، في هذا النوع من الأوامر يعتبر الوقت الفيصل في التنفيذ من عدمه، وتتراوح مدة الأمر بين يوم، أسبوع، أو شهر، كما قد يكون الأمر مفتوحاً، حيث تنقسم إلى:

• **أمر محدد خلال فترة معينة:** وهنا يتم تحديد سعر معين للتنفيذ مع اشتراط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية محددة، على سبيل المثال: أوامر محددة بيوم "Day Orders"؛ أوامر محددة بأسبوع "Week Orders"، أوامر محددة بشهر "Month Orders". (السيد متولي، 2010، صفحة 172)

• **أمر مفتوح "Open Orders":** الأمر المفتوح هو أمر عمل غير مملوء، أو أمر عمل يجب تنفيذه عندما يتم استيفاء شرط غير ملبي إلى غاية إلغائه من قبل العميل أو انتهاء صلاحيته. يتمتع العميل بالمرونة لتقديم أمر شراء أو بيع أداة مالية والذي يظل سارياً حتى يتم الوفاء بمتطلباته. ولأنها غالباً ما تكون مشروطة، فإن العديد من الأوامر المفتوحة تخضع لعمليات تنفيذ متأخرة لأنها ليست أوامر سوقية، وفي بعض الأحيان، قد يؤدي نقص السيولة السوقية لأمر معين إلى بقاء الأمر مفتوحاً. (Akhilesh, 2021)

#### ج. أوامر الإيقاف "Stop Orders":

أمر الإيقاف يشبه نوعاً ما الأوامر المحددة، لكن يختلف عنه بكونه يخص الأدوات المالية التي يحوزها العميل فعلاً، يتم تنفيذ أمر التوقف دائماً في اتجاه تحرك السعر، فعلى سبيل المثال، إذا كان السوق يتحرك إلى أسفل، فمن المقرر تنفيذ أمر التوقف بالبيع بسعر محدد مسبقاً أقل من سعر السوق الحالي. مقابل ذلك،

إذا كان السعر يرتفع، فسيكون أمر التوقف هو الشراء بمجرد وصول السعر إلى سعر محدد مسبقاً أعلى من سعر السوق الحالي. (Frederic S & Stanley G, 2012, p. 553)

### خامساً: التسعير في بورصة الأوراق المالية

تسعير الورقة المالية في بورصة الأوراق المالية يقصد به تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة المالية، والذي يتم عنده تداول الأوراق المالية لفترة معينة بيعة وشراء، وبالتالي فهو سعر البورصة، يتم تدوين هذا السعر في لوحة التسعير، وتنفذ عنده عمليات التداول على ورقة ما في إحدى جلسات البورصة. (عبد القادر، 2010، صفحة 68). وتوجد العديد من تقنيات التسعير في البورصة وهي كالتالي:

**1. التسعير بالمناداة:** ويتم التسعير وفق هذه الطريقة باجتماع ممثلي العروض والطلبات وجها لوجه في

قاعة التداول وينادون عن ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم، يصاحب هذه العملية عادة الفوضى والضجيج، ولهذا يلجأ المتعاملون إلى استعمال إشارات يدوية لإيصال رغبتهم، وعادة ما تكون بوضع الساعة أفقياً باتجاه الجسم في حال الشراء وفي اتجاه عمودي في حال البيع. (عبد القادر، 2010، صفحة 72)

**2. التسعير بالتدرج:** عكس الطريقة الأولى، فإن التسعير بالتدرج يتم بطريقة كتابية بدل شفوية، حيث

يتم تسجيل كافة الأوامر الخاصة بالأوراق المالية على بطاقة وتوضع في درج، ويتم تخصيص درج لكل ورقة في البورصة، يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في التعامل بالأداة المالية المعنية، ودوره أنه يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، وبعد جمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة بالدرج الخاص بها، مع إضافة الأوامر الباقية من الحصة السابقة والتي لازالت سارية، يتم تحديد سعر التعامل في هذه الورقة المالية. (محفوظ، 2002، صفحة 116)

**3. تسعيرة الصندوق:** يتم العمل بهذه الطريقة في حالة الأدوات ذات الأوامر الفورية، و يتم اللجوء إلى

هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتنوعة وهي طريقة مشتبهة لطريقة التسعير بالدرج، بحيث يتم تجميع العروض والطلبات في أدراج خاصة من قبل كل وسيط إلى غاية افتتاح الجلسة، أين تقوم لجنة البورصة (لجنة التسعيرة) بفرز العروض والطلبات ومن ثم تحديد سعر التوازن.

4. تسعيرة المعارضة والمقابلة: تجمع هذه الطريقة بين التسعير بالدرج، والتسعير بالمناداة، كون الأوامر تسجل بشكل عام كما هو في حالة الدرج، إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلبى طلبات المتعاملين، وذلك عن طريق المناداة، كما تجدر الإشارة إلى أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، سيما وأن معظم البورصات في الدول المتقدمة جهزت بوسائل الأعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمتعاملين، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطى سعر التوازن وتغييره، مما وفر نوع من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب للبورصة. (زرموت، 2016، صفحة 45)

### المطلب الثالث: المتدخلون والمتعاملون في سوق الأوراق المالية

نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية فهي تحظى بإقبال واسع من طرف فئات مختلفة من الجمهور، حيث تختلف هذه الفئات باختلاف أهداف ودور كل فئة في السوق المالي، ويمكن تقسيم هذه الفئات كما يلي:

#### أولاً: هيئات سوق الأوراق المالية:

وهي التي تمثل تواجد الدولة في سوق الأوراق المالية كهيئة مراقبة ووصية على تنظيم وتسيير ومراقبة شؤون السوق، وإحصاءها إلى نصوص وتشريعات وقوانين والسهر على تطبيقها من أجل حماية المتعاملين وضمان شفافية وسلامة وكفاءة سوق الأوراق المالية، (براق، 1999، صفحة 87) تتواجد هذه الهيئات في جميع الأسواق وتختلف باختلاف السوق والبلد، كمثال على ذلك:

#### 1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB (بورصة الجزائر): وهي الهيئة المخولة لتنظيم

ومراقبة بورصة الجزائر، حيث تتمثل مهامها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛ السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة، ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، تتمتع هذه اللجنة بالسلطات التالية: السلطة التنظيمية؛ سلطة الإشراف والمراقبة؛ السلطة التأديبية والتحكيمية. (بورصة الجزائر، 2014)

#### 2. هيئة أسواق المال CMA (سوق الأوراق المالية الكويتي): وهي الهيئة المخولة بتنظيم سوق الأوراق

المالية الكويتي، وهي هيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية الاعتبارية يشرف عليها وزير التجارة والصناعة، مهمتها الإشراف على السوق من خلال تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة

والشفافية والتنافسية، توفير الحماية للمتعاملين في الأوراق المالية، العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح، السهر على تطبيق سياسة الإفصاح الكامل وتوفير المعلومة، بالإضافة إلى تنمية السوق وتطويره. (هيئة أسواق المال، 2023، صفحة 23)

### ثانياً: طالبوا رؤوس الأموال

تسمى أيضاً عارضوا الأوراق المالية، وهي عادة فئة لديها احتياج أو عجز في تمويل أنشطتها الاستثمارية فتلجأ إلى السوق المالي وتقوم بإصدار أوراق مالية بهدف الحصول على رؤوس أموال من طرف أصحاب الفوائض المالية، ونجد في هذه الفئة:

#### 1. الدولة وهيئاتها: تعتبر الدول والهيئات الحكومية من أكبر الجهات المقترضة في سوق المال،

فهي في حاجة دائمة لرؤوس أموال موجهة لتغطية مختلف النفقات والاستثمارات الحكومية والقطاع العام، وعادة ما يتم ذلك عن طريق إصدار سندات الاكتتاب العام وغيرها من أدوات الإقتراض الحكومية.

#### 2. المؤسسات المالية وهيئات الإقراض: وتشمل هذه المؤسسات البنك المركزي والبنوك التجارية،

والتي تلجأ إلى الأسواق المالية وبيع سنداتها من أجل جذب رؤوس الأموال وتحصيل السيولة لتمويل خزينتها.

#### 3. المؤسسات الخاصة والمختلطة: تعتبر من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث تلجأ

هذه المؤسسات إلى وسائل تمويل متنوعة لتغطية احتياجاتها المالية أو لتنفيذ وتطوير مشاريعها، فتقوم بإصدار الأسهم أو السندات وطرحها في البورصة، بهدف جذب استثمارات الأفراد وتشجيعهم على المشاركة كمساهمين أو شركاء في رأس مال هذه المؤسسات. كما تلجأ المؤسسات الجديدة المساهمة إلى إصدار الأسهم لتأمين تمويل يساهم في بناء رأس المال الابتدائي لها.

### ثالثاً: عارضوا رؤوس الأموال

يمكن تسميتهم أيضاً طالبوا الأوراق المالية، وهم الفئة التي تملك الفوائض والمدخرات المالية وتسعى لتوظيفها واستثمارها في سوق الأوراق المالية، ويمكن حصرهم في مايلي:

1. **العائلات والأفراد:** وهي الوحدات الاقتصادية الصغرى، ويعرفون باسم المدخرين التقليديين، وهم يمثلون نسبة كبيرة من حجم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وبامتلاكهم فوائض مالية ضخمة ويسعون الى استثمارها في سوق الاوراق المالية، فتواجههم يعطي السوق حركية كبيرة، فبالإضافة الى تقديمهم لرؤوس أموال كبيرة للمؤسسات التي هي في حاجة إليها، فيم أيضا يتيحون الفرصة للمتخصصين والوسطاء لمزاولة نشاطهم حيث يقومون بتسيير محافظ وتداولات هؤلاء المستثمرين الصغار لكونهم لا تتوافر لديهم المعارف والمهارات اللازمة لتسيير هذه التداولات.

2. **المستثمرون التأسيسيون:** وهي تمثل هيئات مالية متخصصة يتشمل نشاطها في تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف المصادر، وتوجيهها للاستثمار في الأسواق المالية وتسييرها بشكل كفى لتحقيق أهداف محددة مثل: الأمان، السيولة والمردودية. ومن أمثلة فئة المستثمرين التأسيسيين نجد:

- صناديق الضمان الاجتماعي؛
- صناديق البطالة؛
- صناديق التقاعد؛
- شركات التأمين؛
- هيئات التوظيف الجماعي...

3. **الشركات والمؤسسات:** وتعد من أهم الفاعلين في سوق الأوراق المالية، وهي مؤسسات عمومية وخاصة، تقوم بأنشطتها في الأسواق المالية بصفتها مستثمرا حيث تقوم باستثمار فوائضها النقدية في الأوراق المالية المختلفة سواءا للأجل القصيرة أو الطويلة حسب أهدافها المسطرة. (لعيني، 2017، الصفحات 15-19)

#### رابعاً: الوسطاء

يجري التعامل في البورصة عن طريق الوسطاء والسماسرة المرخصين والحاصلين على العضوية، يمارسون دور الوساطة بين مختلف المتعاملين من بائعين ومشترين للأوراق المالية ويقفون على تسيير الصفقات وإدارة محافظ زبائنهم وتنفيذ الأوامر مع خدمات تقديم النصح والمشورة، مقابل عمولة محددة تحت إطار القوانين واللوائح المعمول بها في البورصة. وتتمثل أهم فئات الوسطاء الماليين في الآتي:

### 1. السماسرة بالعمولة "Commission Brokers":

هو شخص يمتلك عضوية في البورصة ويشغل دور وكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يكون أيضا تاجرا لحسابه الخاص يدير صفقات لصالح عملائه بناء على الأسعار السائدة، مقابل رسوم وعمولات على الخدمات التي يقدمها. (Valdine, 2010, p. 09)

### 2. سماسرة الصالة "Floor Brokers":

ويسمى أيضا سمسار السماسرة، وهو لا يعمل لحساب بيت السمسرة بل يقدم خدمة لمن يطلبها، ويقدم خدماته حتى للسماسرة الآخرين الناشطين في السوق وذلك في فترات الذروة، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم مقابل الحصول على جزء من العمولة، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السماسرة الوكلاء طالما بإمكانهم الاعتماد على سماسرة الصالة لإتمام معاملاتهم.

### 3. تجار الصالة "Floor Trader":

ويعرفون أيضا بالمضاربين "Speculators"، وهم الأفراد الذين يشترون مقعدا في البورصة لشراء وبيع الأسهم لحسابهم الخاص، ونظرا لأنهم يقومون بالتجارة لأنفسهم، فإنهم لا يدفعون أي عمولات. كما قد يتم استأجارهم من طرف شركة سمسرة، وغالبا ما تكون شركة إقليمية لا تريد مقعدها في البورصة. (Melicher & Norton , 2016, p. 315)

### 4. المتخصصون "Specialists":

هم أعضاء السوق الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات السماسرة آخرين مقابل عمولة، ويشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه الخاص بهدف تحقيق الربح. (حجاج، 2022، صفحة 17).

### المبحث الثالث: مؤشرات البورصة

تلعب مؤشرات البورصة دورا حيويا في عالم الأسواق المالية، حيث تمثل النافذة التي يطل من خلالها المستثمرون على حالة الاقتصاد وأداء الشركات، تعد مؤشرات البورصة من الأدوات الأساسية التي تسهم في فهم وتحليل أداء الأسواق المالية، والتي تسمح للمستثمر معرفة مستوى أداء استثماراته في البورصة، وبأي اتجاه هو يسير، وبالتالي اتخاذ القرارات الصائبة التي من شأنها مساعدته في تحقيق أفضل العوائد بأقل المخاطر الممكنة.

### المطلب الأول: مفهوم مؤشرات البورصة

تعتبر مؤشرات بورصة الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطورها مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية. تختلف وتعدد مفاهيم مؤشر البورصة، ويمكن تعريفها كما يلي:

#### أولاً: تعريف المؤشر

مؤشر البورصة هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية ثم تتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها. (الموسوي، 2011، صفحة 98)

يعرف أيضا على أنه أداة إحصائية قد تكون قيمة مطلقة أو متوسطات أو أرقام قياسية مصممة لقياس المستوى العام لأسعار الأسهم في البورصة، مع تتبعها، ملاحظتها، مقارنتها وقياسها، وذلك بهدف رصد اتجاهات الأسعار بالبورصة سواء كانت موجبة أو سالبة أو مستقرة، فيطلق على البورصة بأنها صعودية عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه المؤشر عن العائد المحقق من الاستثمار الخالي من المخاطر والذي عادة ما نقصد به معدل العائد على السندات الحكومية لمدة سنة واحدة، أما السوق النزولي فهي حين يكون معدل العائد الذي يحققه المؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. (خضيرة، 2006، صفحة 44)

ومن هذه التعاريف وتعريف أخرى، نخلص إلى أن مؤشر البورصة هو مقياس لأداء مجموعة من الأصول المالية أو مجموعة من الشركات المدرجة في السوق المالي يقيس التغير في مجموعة من القيم على مدى

فترة زمنية، تهدف إلى قياس وتتبع التغيرات الحاصلة في قيمة هذه الأصول وتعكس تحركات السوق ما يوفر للمتعاملين لمحة فورية حول أداء واتجاهات الأسهم والقطاعات الاقتصادية المختلفة، فالمؤشر يعتبر أداة حيوية وفعالة لفهم أداء السوق المالي، والمساعدة على وضع التنبؤات والتحليل التي من شأنها المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

### ثانياً: خصائص المؤشر:

تتميز مؤشرات البورصة بعدة خصائص تعطيها دوراً محورياً في الأسواق المالية وتجعلها أداة مهمة بالنسبة للمستثمرين والمحللين، وفيما يلي أهم خصائصه: (بورصة عمان، صفحة 03)

- يعبر عن قيمة المؤشر بعدد من النقاط (100 نقطة أو 1000 نقطة أساس)؛
- تحتسب المؤشرات من خلال اختيار عينة من الشركات المتداولة في البورصة، أو باستخدام جميع الشركات المتداولة في البورصة، وفي حالة حساب المؤشر باستخدام عينة من الشركات المتداولة يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة العامة للبورصة ككل (عينة ممثلة للسوق)؛
- تمثل قيمة المؤشر قيمة متوسطة (متوسط التغيرات الموجبة والسالبة الحاصلة في أسعار أسهم الشركات) وتعكس هذه القيمة الأداء العام لجميع الأسهم المتداولة في البورصة؛
- تعتبر القيمة السوقية للشركة وحجم نشاطها في البورصة ممثلاً بعدد أيام التداول أو معدل دوران الأسهم، من أهم المعايير التي يتم الاعتماد عليها في اختيار العينة لحساب المؤشر؛
- يمكن حساب مؤشرات خاصة بكل قطاع في البورصة بنفس الطريقة التي يتم فيها حساب المؤشر العام للبورصة ككل، بحيث يعبر مؤشر القطاع عن أداء هذا القطاع؛
- يمكن حساب أكثر من مؤشر للبورصة الواحدة وذلك بتغيير المنهجية المعتمدة في قياس المؤشر، وبالتالي فإن اختلاف قيم المؤشرات للبورصة الواحدة ناتج عن اختلاف طريقة الاحتساب وليس نتيجة اختلافات في قيم التداول الفعلي كأسعار الشركات وقيمها السوقية.

### المطلب الثاني: أهمية واستخدامات مؤشر بورصة الأوراق المالية

مؤشر سوق الأسهم الجيد هو الذي يجسد سلوك سوق الأسهم بشكل عام، يجب أن يمثل السوق، ويجب أن يكون منوعاً بشكل جيد ومع ذلك شديد السهولة. كما يجب أن تمثل تحركات المؤشر العائدات التي

حققتها المحافظ المالية "النموذجية" في البلاد. مؤشر السوق مهم جدا لاستخدامه كـ: (bagri, Sharman, Wahdwa, Ramakara, & Palanivel, 2007, p. 158)

- كمقياس لسلوك السوق،
- كمؤشر لأداء المحفظة،
- كأساس في الأدوات المشتقة مثل العقود الآجلة للمؤشرات.

تعد مؤشرات بورصة الأوراق المالية أداة ناعمة وفعالة سواء على المستوى الكلي للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، أو على مستوى الوحدات الاقتصادية الجزئية كالمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في بورصة الأوراق المالية، ويمكن إيجاز أهمية واستخدامات هذه المؤشرات فيما يلي:

أولاً: أهمية مؤشرات بورصة الأوراق المالية (أمنية، 2021، صفحة 49)

تعد مؤشرات بورصات الأوراق المالية عاملاً حاسماً في عمليات تداول الأوراق المالية كونها تحمل دلالات ومعلومات مهمة حول الأسعار وحركتها، وتتلخص أهمية المؤشرات فيما يلي:

1. يعد المؤشر تلخيصاً لأداء بورصات الأوراق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية ويلخص أداءها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة؛
2. يساعد المؤشر القائمين على بورصات الأوراق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق من خلال عمليات المراجعة المحددة للعناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة؛
3. يعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق؛
4. يعتبر أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى، إذ يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق السهم بمؤشرات الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة مع الأسواق الأخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في الحالة التي يكون فيها السوق من الأسواق الواعدة.

ثانياً: استخدامات مؤشرات بورصة الأوراق المالية

يمكن إيجاز مختلف الاستخدامات المباشرة لمؤشرات الأوراق المالية فيما يلي:

1. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: القاعدة العامة أن حركة الأسعار لمختلف الأسهم المتداولة في البورصة تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم والتغير الذي يطرأ على مؤشر البورصة، وعليه فإن المؤشر يعطي فكرة سريعة عن التغير الحاصل في عائد المحفظة بمعرفة التغير الحاصل على مؤشر حالة السوق؛
2. تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بالعائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة؛ (آيت بشير، 2018، الصفحات 40-41)
3. التنبؤ بالحالة الاقتصادية: يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الاقتصاديين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشار إليه عادة بالتحليل الأساسي، يمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم. كما يمكن المؤشر المستثمرين من مقارنة أداء مؤشر البورصات المحلية بمؤشرات البورصات الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجر عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة؛ (الحنوي، إبراهيم، و جلال، 2005، صفحة 252)
4. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم: يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية أو المتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين التغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام التحليل الفني والتي تفيد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم. (فاتح، 2019، صفحة 29)

### المطلب الثالث: بناء المؤشرات

نظرا لاختلاف وتباين بنية وخصائص الأسواق المالية عبر العالم، فإن كيفية بناء وتكوين وحساب المؤشرات البورصية تختلف من حيث الطريقة، إلا أنها تقوم على أسس مشتركة وهي: ملائمة العينة، وتحديد الأوزان النسبية، وفيما يلي تفصيل بهذه الأسس:

#### أولا: ملائمة العينة المكونة للمؤشر

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في بناء وحساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب: الحجم، الإتساع، المصدر: (بن ساسي و قريشي، 2011، صفحة 452)

- 1. الحجم:** في هذا السياق، تشير القاعدة العامة إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية المدرجة في تكوين المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق نظرا لتمثيله أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية؛
- 2. الاتساع:** المقصود به أن تكون العينة المختارة شاملة لمختلف القطاعات المشاركة في السوق والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمؤسسات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة أو بقطاع معين، فإن العينة في هذه الحالة تقتصر على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة أو ذلك القطاع فقط؛
- 3. المصدر:** والمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث أنه من الضروري أن يكون مصدر هذه الأسعار هو السوق الأساسية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية.

#### ثانيا: تحديد الأوزان النسبية (الترجيح)

المقصود بالأوزان النسبية في بناء المؤشرات هو القيمة النسبية لكل سهم ضمن مجموعة أسهم العينة المختارة، وعموما نجد ثلاث توجهات لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي تكون المؤشر، وهي كما يلي:

#### 1. الوزن النسبي على أساس السعر "Price Weighted Index":

يعطى كل سهم وزنا يتناسب مع سعر سهمه حيث يتم ترجيح كل مكون من مكونات المؤشر وفقا لسعر سهمه الحالي، ويعبر عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية مقسومة على عدد الشركات المختارة الممثلة لأسهم شركات السوق، ومقارنة النتيجة مع نتيجة المؤشر السابقة ثم تحديد الاتجاه وتحليل الانحرافات ومعرفة الأسباب. (bagri, Sharman, Wahdwa, Ramakara, & Palanivel, 2007, p. 159) تجدر الإشارة أنه في المؤشرات المرجحة بالسعر، تتمتع الشركات ذات سعر السهم المرتفع بثقل أكبر من تلك ذات سعر السهم المنخفض. لذلك، فإن تحركات أسعار الشركات ذات أعلى سعر للسهم لها أكبر تأثير على قيمة المؤشر. أكبر المؤشرات المرجحة بالأسعار هي مؤشر داو جونز الصناعي الأمريكي (DJIA) ومؤشر نيكاي 225 الياباني (Nikkei 225). (Adam, Stocks, 2022)

تحسب قيمة هذا المؤشر كما يلي: (آيت بشير، 2018، صفحة 43)

قيمة المؤشر = مجموع أسعار الأسهم الداخلة في التقييم / عدد الشركات الداخلة في التقييم

## 2. الترجيح على أساس الأوزان المتساوية "Equally Weighted Index":

هو المؤشر الذي يعطي أوزانا متساوية لجميع الأسهم التي تكون عينة المؤشر وهذا دون الأخذ بعين الاعتبار أسعار تلك الأسهم في السوق، ما يؤدي إلى تساوي الأهمية النسبية للأسهم رغم اختلاف أسعارها ويمكن استخدام هذا المؤشر من قبل المستثمرين الذين يقومون باستثمار مبالغ نقدية متساوية في كل سهم من الأسهم التي تشمل عليها عينة المؤشر. (عبد الحميد م.، 2002، صفحة 315)

## 3. الترجيح على أساس القيمة السوقية "Market Capitalization Weighted Index":

:"Index

في هذا النوع من المؤشرات، يتم ترجيح سعر الأسهم من خلال القيمة السوقية للشركة (سعر السهم \* عدد الأسهم القائمة). ومن ثم فإن كل سهم مكون في المؤشر يؤثر على قيمة المؤشر بالتناسب مع القيمة السوقية لجميع الأسهم القائمة. (bagri, Sharman, Wahdwa, Ramakara, & Palanivel, 2007, p. 160)

في طريقة الترجيح على أساس القيمة السوقية، يحسب المؤشر كما يلي:

المؤشر = (القيمة السوقية الحالية/القيمة السوقية الأساسية) × القيمة الأساسية

حيث:

القيمة السوقية الحالية = مجموع (سعر السوق الحالي \* الأسهم القائمة) لجميع الأوراق المالية في المؤشر.

و:

القيمة السوقية الأساسية = مجموع (سعر السوق \* حجم الإصدار) لجميع الأوراق المالية كما في تاريخ الأساس.

#### المبحث الرابع: كفاءة بورصة الأوراق المالية

في مشهد النظام المالي العالمي، تظهر كفاءة الأسواق المالية كمفهوم أساسي يضيف عمقا وتعقيدا لفهم ميكانيزمات الأسواق المالية، تبرز أهمية هذا المصطلح في القدرة الفريدة للأسواق على تحقيق توازن متقن بين المعلومات المتاحة وعمليات تسعير الأصول المالية بدقة، كما تطرح مفاهيم كفاءة السوق أفقا جديدا لفهم كيفية تأثير تداول المعلومات وتوقعات المستثمرين على أسعار الأصول وسلوك السوق بشكل عام.

#### المطلب الأول: مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية

##### أولا: تعريف كفاءة بورصة الأوراق المالية

ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي نتيجة للتطورات التي شهدتها الأسواق المالية، وأحدث هذا المصطلح جدلا وتساؤلات حول معانيه وكيفية صياغته، حيث أسندت له مجموعة واسعة من التعاريف.

يعتبر الاقتصادي الشهير بول سامويلسون "Paul Samuelson" من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية.

و لتوضيح هذا المصطلح حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف أقل تشددا وأكثر مرونة، ومن بين هؤلاء "Jensen" و "Beaver" و "Francis" والاقتصادي البارز يوجين فاما "Eugene Fama"، هذا الأخير طرح

مفهوما اتصف بالبساطة والوضوح، حيث يرى أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار بصورة دائمة وكاملة كل المعلومات المتوفرة. (كسري، 2016، صفحة 43)

تعرف كفاءة السوق المالي على أنها سمة السوق التي تعكس فيها أسعار الأدوات المتداولة فيها قيمها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين، في سوق كفاء، تتقلب الأسعار بشكل عشوائي ولا يمكن للمستثمرين كسب عوائد باستمرار فوق تلك التي من شأنها أن تعويضهم عن مستوى المخاطر التي يتحملونها. (Chance & Brooks, 2010, p. 8)

يعرف الاقتصادي الشهير يوجين فاما "Euguen Fama" السوق الكفاء بأنه السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصاديا و الراغبين في تعظيم أرباحهم، و أن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتعلقة بالأحداث الماضية و الجارية و المتوقع حدوثها في المستقبل. (قادم، 2017، صفحة 79)

كما يعرف السوق الكفاء أنه سوق يتم فيها تضمين أي معلومات ذات صلة على الفور في أسعار الأصول، هذا يعني أن جميع المعلومات المتاحة متضمنة بالفعل في سعر الأصل، وبهذا يفترض أن المستثمرين يتوقعون كسب العائد اللازم لتعويضهم عن تكلفة الفرصة البديلة، والتضخم المتوقع، والمخاطر، وهذا يحول دون تحقيق عوائد غير طبيعية، والتي هي سمة من سمات السوق الكفاء. (Valdine، 2010، صفحة 106)

من خلال ما سبق، يتضح أن كفاءة السوق مصطلح واسع نسبيا ويمكن أن يشير إلى مدى توافر المعلومات في السوق، فالسوق الكفاء هو السوق الذي تنتقل فيه جميع المعلومات بشكل مثالي، كامل، غير مكلف وفوري، ويتمتع بمستوى عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتعكس أسعار الأصول في السوق الكفاء تماما جميع المعلومات المتاحة للمشاركين في السوق، ما يجعل من غير الممكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تداول الأصول. كما إن أهم آلية تعكس الصورة الواضحة لكفاءة بورصة الأوراق المالية تتمثل في خاصية العرض والطلب وتوفير المعلومة لكافة المتعاملين في السوق بنفس الجودة والمستوى والوقت.

## ثانيا: نظرية كفاءة الأسواق المالية "EMH" "Efficient Market Hypothesis"

وفقا لنظرية كفاءة الأسواق المالية "EMH"، فإن جميع المشاركين في الأسواق المالية هم أفراد اقتصاديون عقلانيون وراشدون يعملون في ظل ظروف الوصول الحر إلى المعلومات التي تسمح لهم بالتنبؤ بدقة بالأسعار المستقبلية. وتتسق أسعار الأصول في ظل هذه الظروف اتساقا تاما مع قيمها الجوهرية، وهو وضع يحول دون تحقيق أرباح غير عادية في الأسواق المالية. وبالتالي، فإن الأسواق التي تساوي فيها أسعار الأصول المالية قيمها الجوهرية تتسم بالكفاءة المطلقة.

أ. افتراضات نظرية كفاءة الأسواق المالية "EMH": (Baker, Filbeck, & Ricciardi, 2017, p. 442)

تستند نظرية كفاءة الأسواق المالية "EMH" إلى العديد من الافتراضات الرئيسية أهمها:

- تنعكس جميع معلومات السوق الجديدة بسرعة وعلى الفور تقريبا في أسعار الأصول المالية؛
- الوكلاء الاقتصاديون الرشيدون هم وحدهم الذين يعملون في الأسواق المالية؛
- تظهر الأسواق المالية منافسة مثالية؛
- توقعات المشاركين في السوق متجانسة (أي أن جميع المستثمرين يقيمون احتمالية عوائد الأصول المستقبلية بنفس الطريقة).
- تتغير أسعار الأصول وفقا لـ "نظرية المشي العشوائي" "RWH" "Random Walk Hypothesis"

## ب. نظرية المشي العشوائي "RWH" "Random Walk Hypothesis"

أدت فرضية المشي العشوائي "RWH" إلى ظهور نظرية كفاءة الأسواق المالية "EMH"، ووفقا لفرضية المشي العشوائي "RWH"، لا يعتمد سعر الأصل في لحظة معينة على أسعاره السابقة، ونتيجة لذلك، فإن دراسة التغيرات السابقة في الأسعار ليست وسيلة لتحديد اتجاه حركة الأسعار في المستقبل. (Baker, Filbeck, & Ricciardi, 2017, p. 440)

## المطلب الثاني: خصائص ومتطلبات سوق الأوراق المالية الكفاء

حتى يكون السوق ذو كفاءة لابد من توفر جملة من الخصائص والمتطلبات نوجزها فيما يلي:

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء

يتميز سوق الأوراق المالية الكفاء بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها في مايلي: (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 182)

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

ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وإن تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية يشكل تحدياً بالغ الأهمية يستلزم توفر مجموعة من المتطلبات الأساسية لضمان سلاسة العمليات المالية وتحقيق التوازن في التداول. يتألف هذا التحدي من عدة جوانب أساسية يمكن إيجازها فيما يلي:

1. كفاءة التسعير:

وتسمى أيضاً بالكفاءة الخارجية، المقصود بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتحملوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى

تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا دوماً على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين. (مفتاح و معارفي، 2010، صفحة 186)

## 2. كفاءة التشغيل:

وتدعى بالكفاءة الداخلية والتي تعني إمكانية تحقيق التوازن في السوق المالية (بين العرض والطلب) دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة مالية عالية للوساطة (السمسرة)، أو حتى مزايا استثنائية كت تحقيق هامش ربح كبير وفعال فيه لصناع السوق (التجار والمتخصصين)، وغالباً ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء والعلاقات بينهما عكسية، بمعنى إنه كلما قل الفارق بين السعرين زادت الكفاءة التشغيلية وبالعكس. (الغالبى و الشمري، 2015، صفحة 04)

## ثالثاً: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفئ

حتى يكون السوق ذا كفاءة عالية لابد أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص التنظيمية وأهمها: (بن عيشوش، 2017، صفحة 101)

- تواجد إدارة مركزية ومجلس إدارة في السوق يمثل الجهات المتعاملة، وتعتمد هذه الإدارة القوانين والتعليمات النافذة وتطويرها بما يتلائم مع التطورات المالية والإقتصادية والتقنية ومراقبة عمليات التداول؛
- إيجاد نصوص قانونية وتنظيمية فعالة لعمليات التداول في الأسواق المالية، من خلال تحديد شروط إدراج الأسهم وتنظيم دخول الشركات إلى البورصة، ومتابعة تطبيق هذه الشروط مع كافة الشركات باستمرار، وإيقاف التعامل مع أسهم الشركات التي لا تلتزم بهذه الشروط؛
- التأكد من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها الشركات، وإيجاد آلية للإفصاح عن كافة المعلومات الخاصة والعامة لجميع الشركات؛
- إيجاد هيئة على درجة عالية من الكفاءة ممثلة عن كافة الجهات المستفيدة والمتعاملة في الأسواق المالية كالمستثمرين والوحدات الحكومية الأساسية والوسطاء والوكلاء والرقابة المالية، لمراقبة المتعاملين في الأسواق المالية وتطبيق الأنظمة والقوانين بصدد المخالفين؛
- منع المضاربة في الأسواق المالية من خلال الرقابة المستمرة على الأسعار والسوق؛

- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم؛
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة؛
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

### المطلب الثالث: أنواع ومستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

تعد الكفاءة من أهم ركائز سوق الأوراق المالي التي تضمن لها تحقيق الأهداف، وتظهر من خلال عدة أنواع ومستويات، وتختلف في قدرتها على تحقيق أهداف السوق.

#### أولاً: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

إن لكفاءة سوق الأوراق المالية جانبان، الأول نظري تمثله الكفاءة الكاملة (التامة)، والآخر عملي أقرب إلى الواقع تمثله الكفاءة الاقتصادية:

#### 1. الكفاءة الكاملة:

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأوراق المالية تتعدل (تتغير) بشكل سريع وفوري وفقاً لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات الجديدة وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل أو السعر التوازني للورقة المالية، وهذا ما يعني التغير الفوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر آخر على تلك المعلومة، ومن ثمة لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة يجب توفر الشروط التالية: (العربي، 2017، صفحة 62)

- توافر شبكة اتصالات منظمة وعالية الكفاءة مما يمكن الحصول على المعلومات بشكل متاح للجميع وبدون تكلفة لكافة المشاركين بالسوق في نفس الوقت (كفاءة معلوماتية)؛
- انعدام القيود على التعاملات مثل تكاليف التعاملات أو غيرها؛

- وجود عدد كبير من المستثمرين ما يمنع أي هيمنة أو احتكار بالسوق؛
- حرية الدخول والخروج والبيع والشراء لأي كمية من الأسهم دون شرط؛
- توفر صفة الرشادة لدى المستثمرين وسعيهم نحو تعظيم الأرباح.

## 2. الكفاءة الاقتصادية:

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه من المتوقع وجود فاصل زمني منذ وصول المعلومات الى السوق حتى انعكاس آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون فارق القيمتين كبيرا الى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل. (الشيخ، 2005، صفحة 122)

ويتجلى الفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها على السعر، فالكفاءة الكاملة (النظرية) تشترط عدم وجود فارق زمني في حين أن الكفاءة الاقتصادية (الواقعية) تقر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقصر، يمكن للسعر خلاله أن يبتعد مؤقتا عن القيمة الحقيقية، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الشكل تكون السوق أكثر كفاءة كلما زادت قدرتها على تقليص ذلك الفاصل الزمني. (لعيني، 2017، صفحة 63)

## ثانيا: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

اتضح أن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، ووفقا لـ "Fama 1970"، تتدرج مستويات كفاءة بورصة الأوراق المالية إلى ثلاث صيغ هي:

### 1. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق "Weak Form":

تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطارا محتواه، أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع "Publicly Available" لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر.

لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية، وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية "Random walk Theory"، إذ ترى أن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا، ولا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها، ولا يوجد ترابط، وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية. (الداغر، 2005، صفحة 284)

## 2. الصيغة نصف قوية لكفاءة السوق "Semistrong Form":

يفترض الشكل متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية، وفي ظل هذه الصيغة سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما زادت سرعة إستجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أي عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي. (الحناوي، 2008، صفحة 128)

## 3. الصيغة القوية لكفاءة السوق "Strong Form":

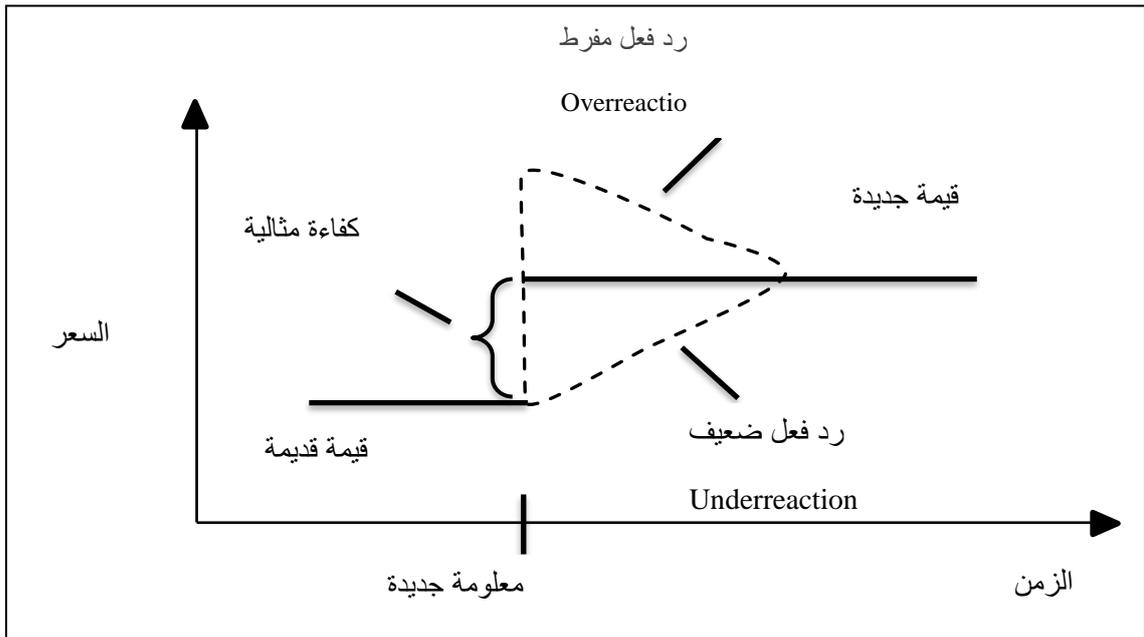
هي الاسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة إلى جانب المعلومات الخاصة والتي تتوفر لدى فئة معينة مثل أعضاء مجلس الإدارة ومسيري المحافظ المالية "Insiders" ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي، إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العلمي، ويمكن تحديد الأسواق غير الكفؤة من هذا النوع من خلال مدى قرب الأسعار السوقية، من الأسعار الحقيقية أو مراقبة تصرفات المتنفذين أو العارفين ببواطن الأمور في السوق المالي من أقارب وكبار الموظفين ومن ذلك يتضح بأن الأسواق سواء كانت من درجة ضعيف أو درجة نصف قوي أو درجة قوي فهي جميعها أسواق كفؤة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها. (الشواورة، 2008، صفحة 51)

• كيف يتجاوب السوق للمعلومة الواردة:

قبل أن تصبح المعلومات علنية، يكون للأداة المالية قيمة قديمة، وعند وصول المعلومات الجديدة إلى السوق، وفي سوق فعالة، يتكيف السعر على الفور مع مستوى التوازن الجديد، إذا كان السوق غير فعال، فقد يكون رد فعل السوق أقل من اللازم أو يبالغ في رد فعله تجاه المعلومات الجديدة، وفي حالة كان هناك رد فعل ناقص، فإن تعديل السعر يكون تدريجياً، أما إذا كان هناك رد فعل مبالغ فيه، فإن سعر السوق يتجاوز قيمة التوازن الجديدة. لكن إذا كان السوق غير فعال، فإنه بين وقت الكشف عن المعلومات الجديدة والتعديل على قيمة التوازن الجديدة، فسيكون المستثمرون المطلعون قادرين على تحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الأقل إطلاعا.

يمكن توضيح ذلك في الشكل رقم (02).

الشكل رقم (02): ردة فعل السوق للمعلومة الجديدة



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على: (Valdine, 2010, p. 107)

خلاصة:

يعتبر سوق الأوراق المالية من أهم البدائل المتوفرة أمام المؤسسات والأفراد من أجل توظيف الأموال والاستثمار، من خلال جذب رؤوس الأموال والمدخرات وإعادة توجيهها وتوظيفها، قمنا في هذا الفصل باستعراض أهم المفاهيم الأساسية والنظرية المتعلقة بالأسواق المالية والبورصة، حيث تطرقنا إلى مختلف وظائفها وكذا الأهمية البالغة التي تكتسبها بالنسبة للاقتصاد، حيث تعتبر من أهم مكونات المزيج الاقتصادي للدول، تناولنا مختلف تقسيمات وأنواع الأسواق المالية حيث يختص كل مستوى منها بوظائف وأدوار خاصة تميزه عن باقي المستويات، كما عرضنا أهم ميكانيزمات وآليات عمل البورصة وكذا أهم الأطراف الفاعلة فيها، كما بينا من خلال هذا الفصل مدى تنوع الأدوات الاستثمارية التي تتيحها الأسواق المالية للجمهور، وتطرقنا أيضا إلى مفهوم مؤشرات البورصة أين تجلت أهمية هذه الأداة في تقييم وتحليل أداء البورصة، وناقشنا أخيرا موضوع كفاءة بورصة الأوراق المالية وأهم المقومات والمتطلبات اللازمة من أجل ضمان مستوى جيد من الكفاءة. سعينا من خلال هذا الفصل لتوفير إطار قوي وشامل لتبسيط المفاهيم الأساسية حول البورصة والأسواق المالية.

---

## الفصل الثاني:

مفاهيم متعلقة بالاستثمار في السهم العادي

---

**تمهيد:**

إن الاستثمار في الأسهم كان ولازال من أهم مواضيع الاستثمار التي تحوز حجما كبيرا من الأهمية والعناية، سواء من طرف المؤسسات، المستثمرين، المحللين، والباحثين، كما أن خصوصيته وطبيعته المتطورة باستمرار، جعلت منه محل بحث مستمر ومتجدد، نخوض في هذا الفصل في استكشاف شامل لديناميكية الاستثمار في الأسهم، وعلى وجه الخصوص الأسهم العادية، وإلقاء الضوء على أهم مفاهيم ركائز الاستثمار كنظرية المحفظة وتخصيص الأصول، ومفهوم الموازنة بين العائد والمخاطرة، والتطرق إلى مفاهيم التحليل الأساسي والتحليل الفني المستخدمة لتقييم القيمة الجوهرية واتجاهات السوق للأسهم العادية، بالإضافة إلى الخوض في مفاهيم الربحية وتحليل عوائد الأسهم وربحياتها، وكذا العوامل التي تؤثر نظريا في ربحية السهم والتي تعتبر جوهر دراستنا. وقد تم تقسيم هذا الفصل كمايلي:

**المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسهم العادي**

**المبحث الثاني: الاستثمار في الأسهم**

**المبحث الثالث: عوائد وربحية السهم العادي والعوامل المؤثرة فيه**

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للسهم العادي

نسلط الضوء في هذا المبحث على مختلف المفاهيم النظرية الأساسية للسهم العادي، حيث تناولنا العديد من النقاط التي تقدم نظرة شاملة عن السهم العادي من مفهوم وخصائص، ومختلف قيمه التعارف عليها في الأسواق، وكذا الحقوق التي يضمنها لحامله، بالإضافة إلى أنواع السهم العادي المختلفة.

### المطلب الأول: مفهوم السهم العادي وخصائصه

#### أولاً: تعريف الأسهم العادية "Common Stock"

يعرف السهم العادي "Common Stock" على أنه مستند يمثل حق ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة تصفوية حيث يثبت هذا المستند الحصة المساهم بها في رأس مال المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم وبهذا يستفيد المستثمر أو حامل هذا السهم من كل الحقوق، وكذلك تحمل كامل المسؤوليات نتيجة امتلاكه. (ابراهيم هندي، 1999، صفحة 17)

يعتبر السهم العادي أداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول، مما يعطيه مرونة كبيرة في تسيله، ويعتبر أداة تمويل رئيسية لرأس مال الشركة المصدرة له وأداة ادخارية واستثمارية في آن واحد. (التميمي ف.،، صفحة 29). ويعتبر السهم العادي صك الملكية الأساسي في الشركات العامة والخاصة، وهناك العديد من الخصائص التي تميزه عن الأنواع الأخرى من الأوراق المالية (مثل السندات، الأسهم الممتازة والمشتقات وغيرها)، وتشمل هذه الخصائص؛ مدفوعات السداد، حالات المطالبة المتبقية، المسؤولية المحدودة وحقوق التصويت، وهو ما سنتطرق إليه لاحقاً. (Anthony & Marcia , 2012, p. 246)

حامل السهم يسمى "المساهم"، والسهم العادي يمنح للمساهم حقوق ملكية مرتبطة بعدد أسهمه، كل مساهم هو مالك جزئي في الشركة التي أصدرت السهم، وحصته في هذه الشركة تساوي جزء من إجمالي رأس مالها المساهم، يتلقى المساهم بشكل دوري مدفوعات نقدية تسمى توزيعات الأرباح في حال تحققت الأرباح وتقرر توزيعها، بالإضافة إلى ذلك، يتعرض المساهم للأرباح والخسائر عندما يسعى إلى التصرف في أسهمه في السوق المالي عن طريق التداول، ويشار إلى هذه الأرباح والخسائر بأنها أرباح وخسائر رأسمالية. (Parameswaran, 2011, p. 13)

وبالتالي، فالسهم العادي يمثل مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة، "Ownership" أو "Equity"، يتم تقسيم رأس المال إلى أجزاء متساوية ومن الناحية التقنية فإن السهم عبارة عن شهادة مرقمة تسلسليا، ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية. قد يكون السهم لحامله "au porteur"، وفي هذه الحالة فإن الشركة المصدرة للسهم لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أي لحظة، ويتم تداوله بانتقاله من مشتر لأخر دون المرور بالشركة المصدرة، فعند رغبة حامل هذا السهم في الحصول على أمواله، فإنه يقوم ببيع أسهمه في البورصة لمستثمر آخر. بالمقابل، يمكن أن يكون السهم إسميا أي حاملا لإسم المالك "Nominatif"، وفي هذه الحالة يكون حامل السهم معروفا لدى الشركة، وعند رغبته بتداوله في البورصة فإن الأمر يتطلب إعلام الشركة بالصفقة لإتاحة الفرصة لها بتسجيل العمليات في دفاترها ومعرفة المالك الجديد. (جبار، 2011، صفحة 697)

### ثانيا: خصائص الأسهم العادية

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص نوجزها في مايلي:

- عدد الأسهم العادية يكون محددًا في القانون الأساسي لشركة المساهمة، حيث يتم تحديد وبدقة عدد الأسهم ونوعها وكذا حقوق وواجبات المساهمين، وهذا يعني تحديد أكبر عدد يمكن إصداره من هذه الأسهم دون تغيير في القانون الأساسي، وعادة ما تصدر الشركات عدد أسهم أقل من العدد المحدد والمنصوص عليه في القانون الأساسي وهذا من أجل ترك مجال للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين المستثمرين وكذا تلبية بعض المتطلبات والأوراق القابلة للتبديل؛
- تعتبر الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكنها أصعب منها من حيث المعالجة والتحليل؛ (جبار، 2011، صفحة 698)
- تتميز الأسهم العادية بعدم وجود تاريخ استحقاق معين، فهي قائمة ومستمرة باستمرار الشركة؛
- تحقيق حملة الأسهم العادية للأرباح يتوقف على مقدار الأرباح المحققة من طرف الشركة، ويتحصل حامل السهم على عائد متغير انطلاقًا من الأرباح والنتائج المحققة من طرف الشركة؛ (زرموت، 2016، صفحة 54)

- تعد الأسهم العادية مخزناً للقيمة لكون قيمتها (السوقية) تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحاً وبأسرع وقت؛
- عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة لعدم الاستعمال مهما طال الزمن؛
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة؛
- يتحدد عائد السهم السنوي بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتم اتخاذه من طرف الهيئة العامة؛
- تتحدد مسؤولية المساهم بقدر عدد الأسهم التي يملكها، ويمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم؛
- يتحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة؛
- القيمة السوقية للسهم العادي خاضعة لقوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية من حين لآخر. (الشواور، 2008، صفحة 80)
- تخول الأسهم العادية للمساهم المشاركة في أرباح الشركة، إما من خلال استلام أرباح الأسهم أو من خلال مكاسب رأس المال، كما تضمن له حقوق معينة. (CHRISTOPHER & PETER, 2019, p. 13)
- تعتبر الأسهم العادية شكل من أشكال رأس مال المخاطر بالنسبة لحاملها، إذ يتصف المساهمون بأدنى تصنيف في الهيكل الرأسمالي للشركة، ما يعني أنهم آخر من يدفع لهم، ويسبقهم في ذلك أنواع أخرى من المستثمرين في الشركة؛
- عادة ما تكون الأسهم العادية أكثر تكلفة بالنسبة للشركة من الديون، لأن المستثمرين يطالبون بعوائد أعلى للتعويض عن المخاطر المرتفعة، وأيضاً لأن مدفوعات الأرباح غير قابلة للخصم الضريبي، إضافة إلى أنه يمكن تقويت أو عدم دفع توزيعات أرباح في حال تقرر ذلك في الشركة. (Chisholm, 2009, p. 130)

### ثالثاً: مزايا وعيوب الأسهم العادية

تتمثل مزايا الأسهم العادية بالنقاط التالية: (الشواورة، مبادئ الادارة المالية، 2013، صفحة 106،107)

- لا يترتب عليها أية تكاليف ثابتة أو متغيرة إلا بعد أن يتحقق الربح وتقرر نسبة التوزيع؛
  - تعطي مرونة أكثر من حيث التكاليف وتكون أقل خطراً على المؤسسة من مصادر التمويل الأخرى؛
  - تساعد على تقادي فرض بعض القيود المالية على المؤسسة؛
  - تعد مصدراً تمويلياً من شأنها أن تزيد الثقة وتوسع القدرة على الاقتراض؛
  - سهولة تسويق وبيع الأسهم؛
  - لا تشكل عبئاً على التدفقات النقدية المستقبلية.
- أما عيوب الأسهم العادية فهي تتمثل بالجوانب التالية:

- يؤدي التوسع فيها إلى زيادة قاعدة المالكين الجدد وتضييق سلطة المالكين الحاليين؛
- تدني العوائد نتيجة لتوسع قاعدة توزيع الأرباح؛
- كثرة إجراءاتها وارتفاع تكاليف إصدارها؛
- خضوع أرباحها لضريبة الدخل.

### المطلب الثاني: القيم المختلفة للسهم العادي وحقوقه

#### أولاً: القيم المختلفة للسهم

عموماً للسهم العادي خمسة قيم مختلفة يمكن ذكرها كمايلي:

#### 1. القيمة الإسمية (Nominal Value): وتسمى أيضاً قيمة الإصدار وهي القيمة التي

يحددها قيد تأسيس الشركة ونظامها الداخلي، وتظهر بوضوح على قسيمة السهم

الصادرة من طرف الشركة، يمكن من خلال هذه القيمة قياس رأس المال الإجتماعي

للشركة. (Amélie & Etienne , 2009, p. 157)

#### 2. القيمة الدفترية (BOOK VALUE): وهي القيمة التي تحددها قائمة المركز المالي

وهي قيمة تاريخية تراكمية تظهر في السجلات المحاسبية للشركة، وتتمثل في

حاصل قسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة، أو صافي

الموجودات المتداولة والثابتة مطروحا منها الخصوم قصيرة وطويلة الأجل على عدد الأسهم المصدرة، أو قيمة المؤسسة مطروحا منها القيمة الإسمية للأسهم الممتازة على عدد الأسهم المصدرة، كما يلي: (الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، 2013، صفحة 106، 107)

حقوق الملاك أو المساهمين / عدد الأسهم العادية المصدرة

أو

(صافي الموجودات - الديون بمختلف أنواعها) / عدد الأسهم

3. القيمة السوقية (MARKET VALUE): وهي عبارة عن السعر الذي يتم تداول السهم على أساسه في سوق الأوراق المالية (السوق الثانوي)، ونظرا لتغير العوامل التي تحدد هذا السعر باستمرار، فهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغير من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء المؤسسة المتوقع. (مفلح محمد ، 2011، صفحة 110)
4. القيمة التصفية (LIQUIDATION VALUE): وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تمت تصفية الأصول المتداولة والثابتة التي تملكها المؤسسة، وذلك بعد خصم حقوق الدائنين والموظفين والحكومة منها، ويتم الوصول إلى هذه القيمة عادة بعد تقييم القيمة النقدية التي يتوقع الحصول عليها من كل بند من بنود الأصول عند البيع.
5. القيمة الحقيقية أو العادلة ("DIVIDEND VALUE YIELD"): وهي القيمة التي تعبر عن العائد الذي من المتوقع أن تحققه الأسهم مستقبلا، ويعبر عنها بالثمن الذي يقبل أن ندفعه للحصول على العائد الذي تعطيه الأسهم في قادم الأيام، وهي تساوي حاصل قسمة العائد المتوقع على معدل العائد المطلوبة. (الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، 2013، صفحة 108)

## ثانياً: حقوق حملة الأسهم

يتم تحديد حقوق حملة الأسهم في عقد إنشاء المؤسسة وفي ظل ما تنصه القوانين والتشريعات التي تضعها الدولة لتنظيم هذه العمليات، لهذا قد تختلف بعض الحقوق من دولة لأخرى، وعموماً يتمتع حملة الأسهم بجملة من الحقوق والمزايا نوجزها في مايلي:

### 1. حق المشاركة في المؤسسة:

يخول هذا الحق لحامل السهم الحفاظ على مركزه كمساهم وتجنب استبعاده من الشركة سواء من قبل مجلس الإدارة أو من قبل الجمعية العامة. يشكل هذا الاستبعاد ثغرة أو نقصاً في سند ملكية حملة الأسهم؛ وليس من حق الشركة أن تلغي أو تحرم المساهم من حق ملكيته إلا في ظروف معينة. نفس الشيء ينطبق مع المحاكم لأنها لا تستطيع إجبار أحد حملة الأسهم على بيع أسهمه، إلا في ظروف معينة. ولكن مع ذلك، فإنه قد يحدث الاستبعاد من الشركة في حالات خاصة مثل: عدم أداء المساهم لواجبه في دفع قيمة الاسهم المكتتب بها، حيث يجوز للشركة أن ترتب بيع أسهمه ويوافق القانون بوضوح على ذلك في بلدان مختلفة، أو أن يطالب المساهم باسترداد حصته. وفيما يتعلق بتعديل حقوق حملة الأسهم، فإن القاعدة العامة هي أنه يجوز تعديل النظام الأساسي للشركة (والحقوق المرتبطة بالأسهم) في اجتماع عام، ولكن المتطلبات القانونية المناسبة تلزم شروطاً أكثر صرامة لذلك من القرارات الأخرى. ولا تحظر حقوق حملة الأسهم في العضوية عادة تعديل حقوقهم؛ ومع ذلك، فإن العديد من اللوائح القضائية تسمح فقط بتعديل فئات خاصة من الأسهم (خاصة تلك الموجودة في الأقلية) بأغلبية أصوات جميع المساهمين وحاملي الأسهم المتضررة بشكل خاص. (Ahmed & Nahla, 2013, p. 2128)

### 2. الحق في الأرباح الموزعة:

إن من بين أهم الأهداف بالنسبة للمساهمين جراء استثماراتهم في الأسهم، وإن لم يكن أهم هدف، هو الحصول على تدفقات نقدية على شكل توزيعات أرباح من الأرباح المحققة في الشركة، حيث يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم. تمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح، فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة بغرض إعادة استثمارها أو لأغراض أخرى وذلك اعتماداً على نتائج التصويت على قرار توزيع الأرباح من خلال اجتماع الجمعية العامة بناءً على

اقترح مجلس الادارة، على عكس فوائد الديون التي تلتزم الشركة بدفعها بصورة منتظمة. (محفوظ ، 2002، صفحة 16). عادة ما يتم تقديم أرباح الأسهم كنقد (أرباح نقدية)، ولكن يمكن أن تتخذ أيضا شكل أسهم (توزيعات أسهم) أو ممتلكات أخرى. توفر توزيعات الأرباح حافزا لامتلاك أسهم في الشركات المستقرة حتى لو لم تشهد نموا كبيرا. وبما أن الشركات ليست مطالبة بدفع أرباح الأسهم، فإن الشركات التي تقدم أرباحا هي في الغالب شركات تقدمت إلى ما بعد مرحلة النمو، ولم تعد تستفيد بشكل كاف من خلال إعادة استثمار أرباحها؛ لذلك عادة ما يختارون دفعها لمساهميهم، وإذا ما تقرر التوزيع، فإنه يجب دفع توزيعات الأرباح لجميع المساهمين عند الإعلان عنها بما يتناسب مع مصالح ملكيتهم. (Ahmed & Nahla, 2013, p. 2129)

### 3. الحق في الأسهم المجانية والأولوية في الإكتتاب:

قد يكون من الضروري للمؤسسة في إحدى مراحلها الرفع في رأسمالها، وقد يكون ذلك إما عن طريق استثمار الأرباح التي تراكمت في شكل احتياطات وكذا علاوات الإصدار والاحتياطات الاختيارية وهذا ما ينتج عنه إنشاء أسهم مجانية والتي تعطى الأولوية في منحها للمساهمين الحاليين، أو عن طريق طلب رأسمال جديد لتمويل استثماراتها ما ينتج عنه إصدار أسهم جديدة، وفي هذه الحالة؛ يتمتع المساهمون الحاليون بحق الأولوية في الاكتتاب بالتناسب في أي سهم جديد يتم إصداره عندما يوافق عليه مجلس الإدارة، (حجاج، 2022، صفحة 31) هذا الحق يمكن المساهمين الحاليين من الحفاظ على حقهم بالتصويت وتحميهم ضد انخفاض نسبة ملكيتهم في المؤسسة. (حداد، 2010، صفحة 187)

### 4. الحق في التصويت:

من الضروري في العديد من البلدان منح المساهمين الحق في التصويت على قرارات معينة؛ ففي فرنسا على سبيل المثال، من غير القانوني إصدار أسهم دون حق تصويت مرتبط بها أو أن يتنازل المساهم أو يمرر صوته، يسمح القانون في بعض البلدان بإصدار أسهم دون أن تكون لها أصوات، ويقتصر حق التصويت على بعض القرارات التي يحددها القانون. لا تسمح بلدان مختلفة بالتصويت المتعدد، بينما يسمح به في دول أخرى وفقاً للقانون أو حتى في حالة عدم وجود قاعدة قانونية تمنعه المحاكم. كما أنه لا يسمح لحامل أسهم واحد، في بعض النظم القانونية، بالاحتفاظ بعدد من الأصوات أكثر من الأصوات التي يحددها القانون سلفاً، أو بدلا من ذلك يجوز للنظام الأساسي للشركة أن يضع هذا القيد أو يستلزم تمثيل عدد معين من الأسهم في الاجتماعات العامة للشركة، وفي هذه الحالة، قد يتحد المساهمون لإنشاء الرقم المطلوب وقد

يمثلهم أي شخص منهم. يفقد حاملو الأسهم الممتازة هذا الحق (الحق في التصويت)، ويتمتع المساهمون العاديون بجميع سلطات التصويت.

يخول هذا الحق لكل مساهم المشاركة في التصويت على القرارات المتخذة في إطار الجمعيات العامة العادية أو الإستثنائية؛ مثل جلسات الموافقة على الحسابات، تعديل القانون الأساسي، الرفع أو التخفيض في رأس المال، تعيين وانتخاب المسؤولين أعضاء مجلس الإدارة...).

تختلف آليات التصويت في المؤسسات؛ عادة ما تكون على ثلاث صور: التصويت المباشر " Straight voting"، التصويت التراكمي "Cumulative voting"، والتصويت بالتفويض "Proxy voting".

يعتبر التصويت المباشر، ويسمى أيضا القانوني، أكثر شيوعا، حيث يساوي كل سهم واحد مملوك من طرف المساهم صوتا واحدا. في الانتخابات التي تسير وفق التصويت المباشر، يصوت غالبية المساهمين بناء على هذه الطريقة، بينما لن يكون للأقلية أي تأثير في مثل هذه الانتخابات. من ناحية أخرى، يعطي التصويت التراكمي صوتا واحدا لكل سهم مضروبا في عدد الشواغر التي يجب ملؤها في مجلس الإدارة. عادة ما يُفهم التصويت التراكمي على أنه نظام تصويت أكثر نسبية من حيث أنه يمثل بشكل أفضل أصوات مساهمي الأقلية، ما يسمح لهم المساهمة أكثر في القرارات مقارنة بالتصويت المباشر. يمكن أيضا للمساهم التنازل عن حقه في التصويت وتفويض شخص آخر للتصويت على أسهمه وهو ما يعرف بالتصويت بالتفويض. (Ahmed & Nahla, 2013, p. 2130)

### 5. حق التصرف في الأسهم:

يملك المساهمون الحق في نقل ملكية جزء أو كل الاسهم التي يحوزونها سواء من خلال بيعها أو هبتها أو رهنها، حيث أن الأسهم تعتبر أموال دائمة في الشركة وبالتالي لا يمكن للمساهم استرجاع قيمتها، وبالتالي فإن هذا الحق يضمن للمساهم استرداد أمواله في حال أراد ذلك. (محفوظ ، 2002، صفحة 22) تختلف طرق التصرف في السهم نظرا إلى نوعه، فإذا كان السهم لحامله فإنه يمكن للمساهم نقل ملكيته عن طريق تسليمه لشخص آخر بكل بساطة، ولكن إذا كان السهم إسميا، لا يمكن نقل ملكيته إلا بعد التصديق على ذلك من طرف الشركة. (Ahmed & Nahla, 2013, p. 2131)

## 6. الحق في الإعلام:

يحق للمساهم أن يحصل مجاناً على كل وثيقة تتعلق بتسيير المؤسسة، مثل: الحصيلة المحاسبية، التقرير عن التسيير تقرير محافظ الحسابات... إلخ، فإذا كانت المؤسسة مدرجة في البورصة، فإنه يتعين عليها أن تبلغ المساهمين فيها والجمهور عموماً بما يلي:

- أ. معلومات محاسبية دورية: نشر الحالات المالية الفصلية والسنوية ذات مصداقية؛
- ب. معلومات دائمة: التبليغ عن أي تطور جديد من شأنه أن يؤثر على قيمة السهم في البورصة؛
- ج. معلومات محددة: إشعار معلومات موجه للجمهور كالرفع في رأس المال، أو عرض الاستحواذ، أو إصدار السندات.

## 7. حق الترشيح لوظائف إدارية (عضو مجلس الإدارة):

يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحق له الترشيح لعضوية المجلس ضمن شروط معينة، كما يحق له الاقتراع على أي موضوع جمعيات حملة الأسهم.

## 8. الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية:

للمساهمين الحق في رفع دعوى قضائية في مواجهة مجلس الإدارة أو أي أحد من أعضائه أو أي موظف في المؤسسة، يطالب فيها بالتعويض عما لحقه من ضرر نتيجة مخالفة التشريعات أو النظام الأساسي للمؤسسة أو الخطأ أو التقصير أو الإهمال في إدارة المؤسسة أو إنشاء المعلومات ذات الطبيعة السرية للمؤسسة. (حجاج، 2022، صفحة 33)

## 9. المشاركة النشطة في مداورات الشركات:

ينبغي أن تشمل حقوق حملة الأسهم الأساسية عدة نقاط هي: ضمان أساليب تسجيل الملكية؛ الحصول على المعلومات ذات الصلة بالشركة في الوقت المناسب وبصورة منتظمة؛ المشاركة والتصويت في الاجتماعات العامة للمساهمين؛ انتخاب أعضاء المجلس أو عزلهم؛ إضافة إلى تقاسم أرباح الشركة. كما ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في المشاركة في القرارات المتعلقة بالتغييرات الأساسية في الشركة مثل: التعديلات المدخلة على النظام الأساسي، أو مواد التأسيس أو الوثائق التنظيمية المماثلة للشركة؛ وينبغي إبلاغهم بالقواعد، بما في ذلك إجراءات التصويت التي تحكم الاجتماعات العامة للمساهمين، وتزويدهم

بمعلومات كافية وفي الوقت المناسب عن تاريخ الاجتماعات العامة ومكان انعقادها وجدول أعمالها، كما يجب أن تتاح للمساهمين الفرصة لطرح أسئلة على المجلس، بما في ذلك الأسئلة المتعلقة بالمراجعة الخارجية السنوية للحسابات، لوضع بنود على جدول أعمال الاجتماعات العامة وتقديم اقتراحاتهم، كما يحق للمساهمين التعبير عن آرائهم بشأن سياسة المكافآت لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين الرئيسيين حيث يجب أن يخضع عنصر حقوق الملكية في خطط التعويض لأعضاء مجلس الإدارة والموظفين لموافقة المساهمين. (Ahmed & Nahla, 2013, p. 2132)

### 10. حق الاستفادة من موجودات الشركة بعد التصفية:

تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائياً أو لعجزها عن تسديد ديونها عندئذ. يتم بيع أصولها وتسدد ما عليها من ديون باحترام ترتيب معين للأولويات، حيث يأتي في المرتبة الأولى أصحاب الديون والقروض والسندات، ثم يدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة ويقسم الباقي فيما بين المساهمين العاديين. كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها قيمة الأصول فإن حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهماتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها، يسري هذا الحق أيضاً على حالة بيع الشركة، حيث يحق للمساهمين الاستفادة من جزء من تلك الموجودات. (جبار، 2011، صفحة 710)

### المطلب الثالث: أنواع الأسهم العادية

تختلف أنواع الأسهم العادية بناء على عدة معايير، وفيما يلي بعض الأنواع الشائعة، وهي على النحو التالي:

#### أولاً: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل. غير أن مؤسسة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للمؤسسة ككل، أصدرت جنرال موتورز مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (أي) "E Class"، حيث ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (إتش) "H Class" وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات. وعلى الرغم من

المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.  
(منير ابراهيم، 1993، صفحة 12)

### ثانيا: الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

من المفروض أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة خصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. (مطر، 1993، صفحة 411)

### ثالثا: الأسهم العادية المضمونة

يقصد بالأسهم المضمونة تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصدار. ويتم التعويض إما بحصول حام السهم على مزيد من الأسهم العادية أو بحصوله على أسهم ممتازة أو أوراق تجارية أو مالية كما يمكن أن يكون التعويض نقدا. (حنفي و قرياقص، 2011، صفحة 22)

### رابعا: أنواع أخرى للأسهم العادية في الأسواق المالية العالمية

بالإضافة إلى هذه الأنواع المذكورة، نجد في الأسواق الأكثر تطورا أنواع أخرى أكثر توسعا وتنوعا توفر المزيد من الخيارات للمستثمرين والمتعاملين في السوق، ما يسمح بإمكانية بناء محافظ مالية أكثر تعقيدا وتطورا وكفاءة، وفيمايلي بعض هذه الأنواع:

#### 1. الأسهم الدورية "Cyclical Stocks" :

وتتمثل في الأسهم التي يرتبط أداؤها ومستوى أسعارها وأرباحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد، حيث تتأثر هذه الأسهم بشكل مباشر بأداء الاقتصاد وعادة ما تتبع الدورات الاقتصادية من التوسع والذروة والركود والتعافي، عادة ما تظهر المزيد من التقلبات وتتفوق في الأداء على الأسهم الأخرى في أوقات القوة الاقتصادية، كمثال عن هذا النوع نجد: أسهم شركة "آبل (AAPL) و"عَمَلِق المَعَدَات الرِياضِية "Nike" (NKE). (Sunthornwat & Areepong, 2021, p. 552)

## 2. الأسهم الناجحة "Blue-chip Stocks" :

تعود هذه الأسهم إلى شركات كبيرة وعريقة ومعروفة، وفي حالة مالية ممتازة، أي أنها أسهم أصدرتها شركات قائمة في ميدان صناعاتها، وتتسم بكفاءة وبفعالية أدائها. (مصطفى، 2017، صفحة 116)، تعتبر هذه الأسهم استثمارات عالية القيمة طويلة الأجل، متفوقة وأقل تقلبا وتتميز بأرباحها المستقرة. عادة، هذه الشركات هي شركات كبيرة تعمل منذ سنوات عديدة وتعتبر مستقرة للغاية. (Tokas, 2020, p. 01). وكمثال عن هذه الشركات نجد: عملاق صناعات الحاسوب والتكنولوجيا مايكروسوفت "Microsoft corporation"، رائد صناعات التغذية السريعة "McDonald's Corporation"، شركة صناعات الطاقة "Exxon Mobil Corporation".

## 3. الأسهم المضاربة "Speculative Stocks" :

هي الأسهم التي يستخدمها المستثمر للمضاربة ويأمل تزايد أسعارها مستقبلا وبدلا من الاعتماد في قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فان المستثمرين يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابا على أسعار أسهم الشركة، وتميل هذه الأسهم إلى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة. لا تظهر أساسيات السهم قوة واضحة أو نموذج أعمال مستدام، مما يؤدي إلى اعتباره محفوفا بالمخاطر للغاية وعادة يتم تداوله بسعر منخفض نسبيا. (مصطفى، 2017، صفحة 115)

## 4. أسهم الدخل "Income Stocks" :

أسهم الدخل هي أسهم توفر دخلا منتظما عن طريق توزيع أرباح الشركة، أو النقد الزائد، من خلال توزيعات أرباح أعلى من متوسط السوق. عادة ما يكون لهذه الأسهم تقلبات أقل وارتفاع رأس المال أقل من الأسهم النامية، مما يجعلها مناسبة للمستثمرين الذين يتجنبون المخاطرة والذين يسعون إلى تدفق دخل منتظم وقابل للتنبؤ مستقبلا. (SMITH, 2023)

## 5. أسهم النمو "Growth Stocks" :

تشير أسهم النمو إلى الأسهم المتوقع أن تنمو بمعدل أسرع مقارنة بالسوق، وتميل أسهم النمو إلى التفوق في الأداء خلال أوقات التوسع الاقتصادي وعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، وعادة هي أسهم تعود لشركات تعمل في مجالات ذات تكنولوجيا عالية تحتاج إلى احتجاز الأرباح من أجل إعداد دراسات

متطورة ومستمرة بهدف التطوير المستمر لمنتجاتها وهذا من شأنه أن يحقق عائدا متميزا يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم مستقبلا، لكن بالمقابل يتحمل المستثمر في أسهم تلك الشركات مخاطر عالية في حالة عدم الوصول إلى الهدف من احتجاز الأرباح وإعادة استثماراتها ومن أمثلتها شركات صناعة الأدوية والبرمجيات وتقنيات الحاسوب.

### 6. الأسهم المدافعة "Defensive Stocks" :

يقصد بها تلك الأسهم التي لا يتوقع أن يتعرض عائدها إلى الانخفاض في فترات الكساد بل قد تحقق عائدا يفوق معدل عائد السوق. وبذلك تكون مخاطرها المنتظمة أقل من حجم مخاطر السوق ومن أمثلتها شركات الخدمات الأساسية، السلع الاستهلاكية الأساسية، الرعاية الصحية والمرافق. قد تساعد الأسهم الدفاعية في حماية المحفظة من الخسائر الفادحة أثناء عمليات البيع المكثفة أو السوق المنخفضة. (التمييز أ.، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، 2010، الصفحات 162-163)

### المبحث الثاني: الاستثمار في الأسهم

لاشك أن الاستثمار من المواضيع والمفاهيم التي تتمتع بمكانة هامة في اقتصاديات الدول المختلفة، فهو يعتبر أحد الركائز الأساسية الفاعلة في عملية تطوير الأفراد والمؤسسات وكذا الاقتصاد بشكل عام، فتحقيق التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لا يمكن تحقيقه إلا برفع معدلات الاستثمار. تناول في هذا المبحث إطارا مفاهيميا حول الإستثمار، مع تسليط الضوء على نظرية المحفظة ومفهوم العائد والمخاطرة، بالإضافة إلى عملية الإستثمار في الأسهم التي تعتبر جوهر الموضوع.

### المطلب الأول: مفاهيم حول الإستثمار

#### أولا: مفهوم الإستثمار

على غرار كل المواضيع الاقتصادية المهمة، حظي الاستثمار باجتهادات ودراسات من طرف المفكرين والكتاب، وتم إعطاؤه العديد من التعاريف التي تصب في اتجاه واحد طبعا، فيمكن تعريف الاستثمار على أنه: الالتزام الحالي بمبالغ أو أصول لفترة من الزمن من أجل الحصول على مدفوعات مستقبلية تعوض المستثمر عن: الوقت الذي تم الالتزام فيه بالمبالغ والأصول، معدل التضخم المتوقع خلال هذه الفترة الزمنية، وعدم اليقين في المدفوعات المستقبلية. يمكن أن يكون المستثمر فردا أو حكومة أو صندوق تقاعد أو

شركة... وبالمثل، يشمل هذا التعريف جميع أنواع الاستثمارات، بما في ذلك استثمارات الشركات في المصانع والمعدات واستثمارات الأفراد في الأسهم أو السندات أو السلع أو العقارات، والاستثمار عملية تهدف إلى زيادة القيمة أو تحقيق أهداف مالية محددة على المدى القصير أو الطويل، ويصاحب عملية الاستثمار عاملان أساسيان لا بد منهما وهما: العائد والمخاطر. (Frank k & Keith C, 2012, p. 5)

### ثانياً: أهداف الإستثمار

إن من أبرز أهداف الاستثمار هو تحقيق العائد وتعظيم الثروة، لكن مع ذلك، فإن له أهداف أخرى قد تختلف حسب إمكانيات المستثمر المادية، والمناخ الاستثماري، وحتى في شخصيته، ومن هذه الأهداف نذكر:

- الحفاظ على الأصول المادية والمالية التي يملكها المستثمر أو يحق له التصرف بها، وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة، وبما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر؛
- تحقيق عوائد مستقرة أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير منقطعة، وهنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعنية، بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمتها الحقيقية من جانب، وتتجاوز التكاليف المتأتية عن البدائل الأخرى من جانب آخر؛
- استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر الاعتيادي، إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة، لعدة أسباب منها: تغطية النفقات الجارية، إيفاء الديون المستحقة، مواجهة المتطلبات؛
- استمرار تدفق الدخل وزيادته بوتيرة متصاعدة، ويمثل هذا الهدف أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ولتحقيق رغباته في رفع مستويات معيشته ثم قدراته الإنتاجية. (زيد، 2015، صفحة 47)

### ثالثاً: مجالات الإستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يختاره المستثمر لاستثمار أمواله، ويمكن تصنيف أنواع الاستثمارات على أساس معايير مختلفة، لكن سنركز في بحثنا هذا على معيار طبيعة الاستثمار، والذي يمكن على أساسه تصنيف الاستثمارات، إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية.

1. الاستثمار الحقيقي (المادي): وهو الاستثمار الذي يأخذ شكل استثمارات ملموسة مثل

العقارات، السلع، الذهب... الخ، وبالتالي فإن الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار الذي يساهم في زيادة الدخل والنتائج القومي، وتتميز هذه الاستثمارات بدرجة عالية من الأمان.

وبالرغم من توفير الاستثمار الحقيقي عنصر الأمان للمستثمر إلا أنه يواجه صعوبات ومشاكل

يمكن تلخيصها فيما يلي:

- نظرا لوجود أنواع متعددة غير متجانسة من الأصول الحقيقية، فهناك اختلاف في درجات المخاطرة المرافقة لأصل لكل أصل، مما يزيد من صعوبة عملية التقييم؛
- يتميز الاستثمار بالأصول الحقيقية بكونه غير نشط أو منخفض السيولة وذلك لعدم توفر سوق ثانوي فعال يتم خلاله تداول هذه الأصول؛
- يتحمل المستثمر بتلك الأصول نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيا، مثل نفقات النقل والتخزين والصيانة... الخ؛
- يتطلب الاستثمار بالأصول الحقيقية من المستثمر خبرة متخصصة بطبيعة الأصل محل الاستثمار

2. الاستثمار المالي: هو توظيف في أصل من الأصول المالية مثل الأسهم، السندات، المشتقات

المالية، القبولات البنكية، شهادات الإيداع...، وغيرها من الأوراق والأدوات المالية، وهو ما يسمى بالاستثمار في الأصول المالية. (زيد، 2015، صفحة 79)

### المطلب الثاني: محفظة الأوراق المالية

تعد محفظة الأوراق المالية من الأدوات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون للوصول إلى أهدافهم المالية في عالم الاستثمارات، في هذا المطلب، سنتطرق إلى المفاهيم الأساسية لمحفظة الأوراق المالية، من مفهومها وأنواعها، وأساليب تكوينها، إضافة إلى قياس أداء المحفظة وتحليل المخاطر والعوائد المرافقة لها.

### أولا: مفهوم محفظة الأوراق المالية

باختلاف مجالات الاستثمار وتنوعها، تختلف معها أدوات الاستثمار المتاحة والمناسبة لكل مجال، وأدوات الاستثمار تعني الأصل الذي حاز عليه المستثمر من جراء استثمار أمواله والتي تتخذ أشكالا متعددة من أصول مالية والتي تتمثل في الأوراق المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، أو أصولا عينية من

عقارات وسلع ومشروعات اقتصادية وعملات أجنبية ومعادن نفسية... إلخ. وإذا ما قرر المستثمر الدخول في أكثر من نوع واحد من الاستثمار في آن واحد، أي امتلاك أكثر من أداة استثمارية، فإن العرف المالي يعبر عن ذلك بالمحفظة الاستثمارية، (زيد، 2015، صفحة 50) والتي تعرف بأنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، و قد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما قد يكون مأجورا، و حينئذ ستختلف صلاحيته في إدارتها وفق شروط العقد المبرم بينه و بين المالك و تختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها فهي تجمع بين أصول حقيقية مثل الذهب، العقار و السلع، و أصول مالية كالأسهم و السندات و أدوات الخزينة.

أما محفظة الأوراق المالية، والتي تعتبر محور اهتمامنا في هذا البحث، فهي المحفظة التي تحتوي حصريا على الاستثمارات والأدوات المالية المختلفة، وقد تعددت واختلفت تعريفاتها، فيعرفها جاك هامون على أنها تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية، أو بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة للمستثمر و التي تساوي في مجملها 100%.

كما يمكن تعريفها بأنها عبارة عن تلك التشكيلة، أو التوليفة المعينة من عدة أوراق مالية كالأسهم و السندات والمشتقات المالية وغيرها من الأوراق المالية مختلفة النوع، و تواريخ الاستحقاق، يحتفظ بها المستثمر، و يقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسيين:

- العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية؛
- إمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حالة حاجة المستثمر لذلك. (شعوفي، 2020، صفحة 203)

### ثانيا: نظرية المحفظة الحديثة "Modern Portfolio Theory"

في عام 1952 كتب هاري ماركويتز شهادة الدكتوراه، وكانت أطروحة حول اختيار المحفظة، والتي بدأت ثورة في نظرية الاستثمار. بحلول أوائل السبعينيات، تم إجراء العديد من الدراسات الأكاديمية المهمة حول الحافظات باعتبارها النقطة المحورية لاستراتيجية الاستثمار التي أصبحت تعرف مجتمعة باسم نظرية الحافظة الحديثة.

يصف المصطلح مجموعة من النظريات المترابطة للاستثمار التي تنص على أن المحفظة أكثر أهمية من أي أداة مكونة، والمخاطر متشابكة بشكل لا ينفصل عن توقعات عوائد الاستثمار.

توفر نظرية المحفظة الحديثة "MPT" إطاراً للمستثمرين لبناء محافظ تعمل على تحسين العوائد لمستوى معين من المخاطر، وتحتوي على عدد من الأفكار الرئيسية، يمكن إيجازها فيما يلي: (Williams, 2011, p. 16)

• موازنة المخاطر والعائد: تعترف "MPT" بالصلة المتأصلة بين المخاطر والعائد، غالباً ما تأتي العوائد المحتملة الأعلى مع مخاطر أكبر للخسارة، يجب على المستثمرين إيجاد توازن يتمشى مع تحملهم للمخاطر.

• التنوع هو المفتاح: المقولة الشائعة لا تضع كل بيضك في سلة واحدة، تنطبق تماماً على نظرية المحفظة الحديثة، تؤكد الـ "MPT" على أهمية التنوع، توزيع الاستثمارات عبر فئات الأصول المختلفة مثل الأسهم والسندات والعقارات والسلع وغيرها... يساعد هذا في التخفيف من المخاطر، حيث يمكن تعويض الانخفاض في فئة أصول بمكاسب في فئة أخرى. (Grinblatt & Titman, 2002, p. 98)

• الحد الكفئ: بافتراض أنه لدينا عدداً من الأوراق المالية قدره (N) وتم بناء عدد غير محدد من التوليفات تتفاوت من حيث الأوراق المالية التي تتضمنها أو من حيث نسبة الموارد المخصصة لكل ورقة أو من الناحيتين معاً، ويطلق على هذه المجموعة غير المحددة من التوليفات المجموعة المتاحة أو الممكنة من الاستثمارات. وابتداءً من نظرية المجموعة الكفءة والتي تضع أسس للمفاضلة بين المجموعة الممكنة من الاستثمارات ممثلة في شرطين:

– اختيار التوليفة التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

– اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد.

وأي مجموعة من الاستثمارات يتوافر فيها هذين الشرطين نطلق عليها المجموعة الكفءة أو الحد الكفء، وذلك لأنها تتسيد كافة الفرص الاستثمارية الأخرى (حسام، 2021، صفحة 73)

### ثالثاً: أنواع المحافظ المالية

يمكن التمييز بين أربعة أنواع للمحفظة، نذكرها كما يلي:

#### 1. محفظة الدخل:

هي تلك المحافظ التي تركز على الأوراق المالية التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر والحصول على دخل جاري من مصادر مختلفة سواء كان توزيعات الأرباح لحملة الأسهم وأدوات

الملكية عموماً، أو الفوائد الدورية لحملة السندات وأدوات الدين، وهذا يجعل إدارة هذه المحافظ تتجه نحو اختيار الأوراق المالية التي تدر دخلاً مستقراً نسبياً كأشهر الشركات الراسخة والتي لا تتعرض لتقلبات كبيرة أو أسهم الشركات التي لا تتعرض لمخاطر السوق بسبب طبيعة الطلب على منتجاتها والذي عادة يكون غير مرن مثل شركات المواد الغذائية أو الأدوية، ويكن إضافة السندات الحكومية التي تكون ذات عائد ثابت ومضمون ويفضلها المستثمر المحافظ وكذلك سندات الشركات العريقة التي تكون مخاطرها منخفضة مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى كالأسهم. (دريد، 2008، صفحة 294). عادة ما نجد غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل من صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة و لو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.

### 2. محفظة النمو:

يسعى هذا النوع من المحافظ إلى تحقيق النمو المستمر في العائد وهي المحافظ التي تركز على أدوات الاستثمار عالية المخاطر والتي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نمواً متواصلاً في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، وبالتالي فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات و تحريكها في الأسواق المتاحة. هذا النوع من المحافظ يتناسب مع المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة. (زيد، 2015، صفحة 51)

### 3. المحفظة المختلطة:

هي المحفظة التي تجمع ما بين تحقيق تدفق للدخل مستقر نسبياً و التي توفر مرونة للمستثمر، و ما بين نمو العائد المتولد من الاستثمار في المحفظة، لذلك يعمل مسيرو المحافظ أنفسهم في توليفات من الأوراق المالية.

### 4. المحفظة الدولية:

تعتبر من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلقى اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين، و من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع التي توفر سمة الأمان النسبي، وذلك لأن المحافظ الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعاً جيداً، و ذلك من ثلاث زوايا و هي:

- تنوع الأصول: ذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة و متنوعة من الأصول المالية؛

• **التنويع الجغرافي:** لأن رأس مال المحفظة يكون موزعا على أصول مالية في عدة دول؛

تنويع العملات: إذ يسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة، تنوعا أيضا في العملات التي تقيم بها هذه الأصول. (شعوفي، 2020، صفحة 205)

كما توجد أنواع أخرى للمحافظ الاستثمارية المالية يمكن إيجازها فيما يلي: (حسام، 2021، صفحة

(59

**1. المحافظ التقليدية:** هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج

جيدة مقارنة بالسوق، ما يعني تحمل درجة معينة من المخاطر، هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

**2. المحفظة المهاجمة:** هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطر كبيرة لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص.

**3. المحفظة الحذرة:** هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل.

**4. المحفظة المضاربة:** تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة.

#### رابعاً: قياس أداء المحفظة الاستثمارية

إن عملية قياس الأداء تظل أحد أفضل الوسائل لمراقبة وتعزيز أداء المحفظة، حيث يتم تقييم أدائها بشكل شامل وفحص مكوناتها بغرض الحفاظ على الاستقرار المستهدف، مع التسعير في زيادة معدلات العائد إذا أمكن. يعكس هذا التوجه التزاما دائما بمراقبة الأداء واتخاذ القرارات الفعالة، خاصة في ظل تقلبات السوق. يُبرز هذا النهج الديناميكي للإدارة دورها الحيوي في تحقيق الأهداف المستهدفة. بالإضافة إلى ذلك، يعتمد الأداء الممتاز للمحفظة على اعتبارين أساسيين. (آل شبيب، 2010، صفحة 213)

• **التوقيت:** وهو اختيار الوقت المناسب لشراء وبيع أدوات الاستثمار ووفقاً لاتجاهات السوق (كساد، انتعاش).

• **الاختيار الصحيح:** وهو اختيار الأدوات الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد وأقل درجة من المخاطرة.

ويجب تقييم أداء المحفظة بشكل دوري حيث تتمثل الأبعاد الرئيسية لتقييم أداء المحفظة في المخاطر والعائد والمسألة المهمة الأخرى هي ما إذا كان عائد المحفظة يتناسب مع تعرضها للمخاطر، ومثل هذه المراجعة يمكن أن توفر معلومات مفيدة لتحسين جودة عملية إدارة المحفظة بشكل مستمر وبشكل عام هناك أسلوبان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وعلى النحو التالي:

### 1. الأسلوب البسيط:

يناسب هذا الأسلوب شركات الاستثمار المفتوحة أو صناديق الاستثمار المفتوحة، حيث يتم تقييم أداء هذه المحافظ بشكل دوري، فهذه الشركات تحدد قيمة صافي الوثيقة يومية، وكذلك الإيرادات أو الأرباح الموزعة، من هذه المعلومات يمكن تحديد مقياس أداء المحفظة أو الصندوق الاستثماري ومن خلال تحديد معدل عائد المحفظة بالمعادلة التالية:

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0}$$

حيث: (Grinblatt & Titman, 2002, p. 98)

- $R_p$ : معدل عائد المحفظة؛
- $MV_1$ : القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة؛
- $MV_0$ : القيمة السوقية للمحفظة في بداية الفترة؛
- $D$ : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة.

في ضوء هذا النموذج ، يقيم المستثمر أداء محفظته الاستثمارية من خلال مقارنتها بمحافظ أخرى أو بمعدل العائد الذي يحققه مؤشر سوق المال، لكن هذه المقارنة غير كافية لتقييم الأداء بشكل دقيق ولا تعكس أداء المحفظة الاستثمارية، لأنها لا تراعي المخاطر المتعلقة بالعائد، ولتقييم أداء المحفظة بشكل صحيح، يجب قياس كل من متوسط معدل العائد، وكذلك مستوى المخاطر. لذلك يعاب على النموذج البسيط قياسه للعائد فقط دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة لهذا العائد، مما يعطي صورة غير مكتملة لأداء المحفظة.

وهنا ظهر أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج أو الأسلوب العلمي. (ميكائيل و المحمود، 2022، صفحة 950)

## 2. الأسلوب المزدوج (Multidimensional Approach):

يعد هذا الأسلوب من الأساليب الحديثة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، ويتميز بدمج معدل العائد مع مخاطر المحفظة في عملية التقييم، ويمكن تقسيم مقاييس الأسلوب المزدوج إلى فئتين:

مقاييس تعتمد على المخاطر الكلية مثل نسبة شارب (Sharpe Ratio)، ومؤشر تريينور (Treyner Index)، ومؤشر جنسن (Jensen Index). ومقاييس تعتمد على المخاطر المنتظمة مثل مؤشر فاما (Fama Index).

يستخدم كل من هذه المقاييس لقياس:

- قدرة المحفظة على تحقيق عائد إضافي (Alpha) مقابل المخاطر المُتحملة.
- كفاءة المحفظة في استخدام المخاطر لتحقيق العائد.

يعد الأسلوب المزدوج أكثر دقة من الأساليب التقليدية في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، وذلك لأنه يأخذ في الاعتبار كل من العائد والمخاطر. (عمر، ربيعة، و نبيل، 2017، صفحة 104)

### أ. نموذج تريينور (Treyner Model):

قدم تريينور عام 1965 نموذجا ثوريا لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، يعتمد هذا النموذج على الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة. يفترض نموذج تريينور أن المحافظ المتنوعة بشكل جيد تقضي على المخاطر غير المنتظمة، تاركة فقط المخاطر المنتظمة التي يمكن قياسها باستخدام معامل بيتا (Beta)، حيث يمثل معامل بيتا (Beta) مقياسا لمخاطر المحفظة مقابل مخاطر السوق، ويستخدم نموذج تريينور لحساب مؤشر تريينور (Treyner Index)، الذي يشير إلى العائد الإضافي (Alpha) الذي حققته المحفظة لكل وحدة من المخاطر المنتظمة.

يتم حساب مؤشر تريينور باستخدام الصيغة التالية: (Frank J & Pamela , 2009, p. 618)

$$Treyner\ index = \frac{Portfolio\ Return - Risk - Free\ Rate}{Portfolio's\ Beta}$$

أو بالمعادلة التالية:

$$T = \frac{TR_p - R_F}{\beta_p}$$

حيث:

$T$ : مقياس ترينور؛

$TR_p$ : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة؛

$R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر؛

$TR_p - R_F$ : علاوة المخاطر؛

$\beta_p$ : معامل بيتا للمحفظة.

يعد نموذج ترينور أداة قيمة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، خاصة تلك التي تقارن مع مؤشر السوق.

(عمر، ربيعة، و نبيل، 2017، صفحة 104)

#### ب. نموذج شارب "Sharpe Model":

قام "Sharpe" بتطوير أداة قياسية لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية، تأخذ هذه الأداة بعين الاعتبار العائد والمخاطرة معاً، وتعرف باسم "المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد". يعتمد نموذج شارب على قياس المخاطرة الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، الذي يشمل كل من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

يعكس مؤشر شارب في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة من المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في تلك المحفظة، ويقاس مستوى كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من حيث قدرتها على كسب عائد إضافي على معدل العائد الخالي من المخاطرة، والذي يعرف عموماً بأنه سعر الفائدة على حوالات الخزينة أو سعر الفائدة على ودائع التوفير. كما يمكن استخدام مؤشر شارب لمقارنة أداء مختلف محافظ الأوراق المالية وتحديد المحفظة الأكثر كفاءة من حيث العائد والمخاطرة.

يتم حساب مؤشر شارب بالصيغة التالية: (حسام، 2021، صفحة 91)

$$S = \frac{TR_p - R_F}{\delta_\rho}$$

حيث:

- $T$ : مقياس ترينور؛
- $TR_p$ : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة؛
- $R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر؛
- $TR_p - R_F$ : علاوة المخاطر؛
- $\delta_\rho$ : مخاطر المحفظة مقاسا بالانحراف المعياري.

### ج. نموذج جنسن "Jensen Model":

في عام 1968، اقترح مايكل جنسن "Michael Jensen" نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يُعرف باسم "معامل ألفا". يهدف هذا النموذج إلى قياس مدى قدرة المحفظة على تحقيق عوائد تفوق توقعات السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى المخاطر المرتبطة بها. يستخدم مؤشر جنسن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "CAPM" كمعيار لتقييم أداء المحفظة المالية، وذلك من خلال مقارنة متوسط معدل العائد الفعلي الذي تحققه المحفظة خلال فترة التقييم، مع متوسط معدل العائد الذي يجب أن تحققه باستخدام يعتمد نموذج ألفا على حساب الفرق بين عائدتين:

- العائد الإضافي : هو الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من المخاطر؛
- علاوة المخاطر : هي الفرق بين عائد السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطر.

يتم حساب معامل ألفا باستخدام الصيغة التالية: (Frank J & Pamela , 2009, p. 619)

$$\alpha = (R_p - R_F) - \beta(R_m - R_F)$$

حيث:

- $\alpha$ : معامل ألفا؛
- $R_p$ : عائد المحفظة؛

- \_  $R_F$ : معدل العائد الخالي من المخاطر؛
- \_  $(R_p - R_F)$ : العائد الإضافي؛
- \_  $\beta$ : معامل بيتا، وهو مقياس لمخاطر المحفظة مقارنة بمخاطر السوق؛
- \_  $R_m$ : عائد السوق؛
- \_  $(R_m - R_F)$ : علاوة خطر السوق.

يمكن تفسير نتائج معامل ألفا على النحو التالي:

- $\alpha > 0$ : حققت المحفظة عوائد تفوق توقعات السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى المخاطر، وبالتالي أداء جيد؛
  - $\alpha = 0$ : حققت المحفظة عوائد تتوافق مع توقعات السوق، وهنا الأداء مقبول؛
  - $\alpha < 0$ : حققت المحفظة عوائد أقل من توقعات السوق، وهذا ما يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة.
- (ميكائيل و المحمود، 2022، صفحة 951)

#### د. نموذج فاما "Fama Model":

قدم فاما "FAMA" عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحنى السوق المتوقع كما يلي: (عمر، ربيعة، و نبيل، 2017، صفحة 105)

$$R_p = R_F + \left( \frac{R_m - R_F}{\delta_m} \right) \left( \frac{Cov(R_p, R_m)}{\delta_m} \right)$$

#### خامسا: عائد ومخاطر المحفظة المالية

يسعى المستثمرون بشكل دائم لتحقيق عائد مجزي من استثماراتهم، بينما يحاولون في نفس الوقت تجنب المخاطر قدر الإمكان. وتمثل الأوراق المالية ذات العائد المرتفع مغامرة مغرية، حيث تقدم إمكانية تحقيق أرباح كبيرة، لكن، تقابل هذه الإمكانية بمخاطر عالية قد تؤدي إلى خسارة كبيرة. لذا، يجب على المستثمرين موازنة رغبتهم في تحقيق عائد مرتفع مع قدرتهم على تحمل المخاطر، ويمكنهم تحقيق ذلك من

خلال تنوع استثماراتهم بين أصول ذات مخاطر مختلفة، واختيار استراتيجية استثمارية تتناسب مع أهدافهم ومستوى المخاطر الذي يمكنهم تحمله.

### 1. العائد الفعلي والمتوقع للمحفظة المالية:

#### أ. العائد الفعلي:

هو المكسب الذي حققه المستثمر بالفعل من استثماره في المحفظة المالية، يقاس هذا العائد خلال فترة زمنية محددة، مثل سنة أو خمس سنوات، ويعتمد العائد الفعلي على عدة عوامل، منها: الأداء الفعلي للأصول المستثمر فيها، التغيرات في ظروف السوق، الرسوم والضرائب التي تم دفعها. فالعائد الفعلي لحافضة مالية ما خلال فترة زمنية معينة هو المتوسط المرجح لعائدات الأصول الفردية في الحافضة، ويتم حسابه باستخدام الصيغة التالية: (Frank J & Pamela , 2009, p. 585)

$$R_p = w_1R_1 + w_2R_2 + \dots + w_GR_G$$

حيث:

- $R_p$ : معدل عائد المحفظة المالية خلال الفترة؛
- $R_G$ : معدل عائد الأصول المكونة للمحفظة؛
- $w_G$ : وزن الأصل بالنسبة للمحفظة؛
- $G$ : عدد الأصول في المحفظة.

كما يمكن اختصار الصيغة السابقة لتصبح كما يلي:

$$R_p = \sum_{g=1}^G w_G R_G$$

تنص الصيغتين السابقتين على أن عائد محفظة ( $R_p$ ) ذات ( $G$ ) أصل يساوي مجموع جميع أوزان الأصول الفردية في المحفظة وعوائدها، ويسمى عائد المحفظة ( $R_p$ ) في بعض الأحيان بعائد فترة الاحتفاظ.

(Frank J & Pamela , 2009, p. 586)

ب. العائد المتوقع:

بينت الصيغة السابقة كيفية حساب العائد الفعلي للمحفظة على مدى فترة زمنية معينة، ولكن في إدارة المحافظ، سيرغب المستثمر حتما معرفة العائد المتوقع من محفظته المالية، وهو ما يعرف بالعائد المتوقع، فعائد المحفظة المتوقع هو المتوسط المرجح لمعدلات العائد المتوقع لكل أصل في المحفظة، حيث الوزن المخصص للعائد المتوقع لكل أصل هو النسبة المئوية للقيمة السوقية للأصل إلى القيمة السوقية الإجمالية للمحفظة. يمكن حسابه بالصيغة التالية: (Drake & Fabozzi, 2010, p. 420)

$$E(R_p) = w_1E(R_1) + w_2E(R_2) + \dots + w_GE(R_G)$$

ويمكن كتابتها بالصيغة

التالية: (Surtee & Alagidede, 2023, p. 529)

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^N w_i E(R_i)$$

حيث:

–  $E(R_p)$ : العائد المتوقع؛

–  $R_p$ : عائد المحفظة؛

–  $R_i$ : عائد الأصل "i"؛

–  $w_i$ : وزن الأصل "i".

تدل "E( )" على التوقعات، ويطلق على  $E(R_p)$  أحيانا العائد المسبق، أو عائد المحفظة المتوقع خلال فترة زمنية معينة، يتم حساب العائد المتوقع،  $E(R_i)$ ، على أصل محفوف بالمخاطر "i" على النحو التالي:

أولا، يجب تحديد توزيع الاحتمالات لمعدلات العائد المحتملة التي يمكن تحقيقها، حيث أن توزيع الاحتمالات هو دالة تعين احتمالية الحدوث لجميع النتائج الممكنة لمتغير عشوائي. نظرا لتوزيع الاحتمالية، فإن القيمة المتوقعة للمتغير العشوائي هي ببساطة المتوسط المرجح للنتائج المحتملة، حيث يكون الوزن هو الاحتمال

المرتبط بالنتيجة المحتملة. وبالتالي يمكن وضع الصيغة التالية لحساب العائد المتوقع: (Drake & Fabozi, 2010, p. 420)

$$E(R_i) = p_1R_1 + p_2R_2 + \dots + p_NR_N$$

حيث:

–  $R_N$ : المعدل المحتمل للعائد رقم "N" للأصل "i"؛

–  $p_N$ : احتمالية تحقق معدل العائد "N" للأصل "i"؛

–  $N$ : عدد النتائج المحتملة لمعدل العائد.

## 2. مخاطر المحفظة المالية:

مخاطر المحفظة هو مصطلح يستخدم لوصف الخسارة المحتملة للقيمة أو الانخفاض في أداء المحفظة الاستثمارية بسبب عوامل مختلفة، وتتوقف درجة مخاطر محفظة ما على مدى التنبؤ السليم بعوائد استثمار كل أصل من أصول المحفظة، ويزداد أو يقل الخطر حسب الانحرافات بين العوائد المتوقعة والعوائد الفعلية للمحفظة، وكلما زادت أو قلت الانحرافات زادت أو قلت درجة خطورة الاستثمار في المحفظة، لذلك يعتبر التباين والانحراف المعياري للتقلبات في معدلات العوائد المتوقعة عن متوسطها الفعلي مقياس ملائم لدرجة خطورة الاستثمار في المحفظة. (حسام، 2021، صفحة 63). وقد حدد ماركويتز "Markowitz" مفهوم المخاطر باستخدام المقاييس الإحصائية المعروفة للتباينات والتغيرات. وعرف مخاطر محفظة بأنها مجموع التباينات في الاستثمارات والتغيرات بين الاستثمارات، إن فكرة إدخال التباينات بين عوائد الاستثمارات في المحفظة لقياس مخاطر المحفظة غيرت إلى الأبد طريقة تفكير مجتمع الاستثمار في مفهوم المخاطر.

أ. التباين والانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة: (Drake & Fabozi, 2010, p. 422)

تباين المتغير العشوائي هو مقياس لتشتت أو تباين النتائج المحتملة عن القيمة المتوقعة، والقيمة المتوقعة هي المتوسط المرجح لتوزيع الاحتمالات، حيث تكون الاحتمالات هي الأوزان، في حالة عائد أصل ما، يكون التباين مقياساً لتشتت المعدل العائد المحتمل عن العائد المتوقع، معادلة التباين في العائد المتوقع للأصل "i" هي:

$$\sigma^2 (R_i) = p_1 (r_1 - E (R_i))^2 + p_2 (r_2 - E (R_i))^2 + \dots + p_N (r_N - E (R_i))^2$$

وفي حالة "N" عائد محتمل، يمكن التعبير عن الصيغة كما يلي:

$$\delta^2(R_i) = \sum_{n=1}^N p_n (r_n - E(R_i))^2$$

حيث:

—  $r_n$ : معدل العائد المحتمل ؛n

—  $p_n$ : احتمال تحقق العائد ؛n

— N: عدد معدلات العوائد المحتملة.

يعد التباين المرتبط بتوزيع العوائد مقياسا لمدى تكس هذا التوزيع حول المتوسط أو العائد المتوقع، وقد جادل ماركوفيتز "Markowitz" بأن هذا التباين يعادل عدم اليقين أو المخاطر المرتبطة بالاستثمار، فإذا كان الأصل خاليا من المخاطر، فإن تشتت العائد المتوقع له يساوي الصفر، بعبارة أخرى، يكون العائد (وهو أيضا العائد المتوقع في هذه الحالة) مؤكدا أو مضمونا.

وبما أن التباين هو مربع الانحراف المعياري، فيمكن حساب هذا الأخير بالجذر التربيعي ليصبح لدينا:

$$\delta(R_i) = \sqrt{\delta^2(R_i)}$$

ب. مخاطر محفظة مكونة من أصلين:

إن حساب تباين محفظة تتكون من أصلين يعتبر أكثر تعقيدا قليلا. لا يعتمد التباين فقط على تباين الأصلين الفرديين، بل يعتمد أيضا على مدى ارتباط عوائد أحد الأصول بعوائد الأصل الآخر، ويمكن حساب تباين المحفظة عن طريق الصيغة التالية:

$$\delta^2(R_p) = w_i^2 \delta_i^2 + w_j^2 \delta_j^2 + 2w_i w_j \text{cov} (R_i, R_j)$$

حيث تمثل  $\text{cov} (R_i, R_j)$  التباين المشترك بين عائدَي الأصلين "i" و "j"، بعبارة أخرى، تباين العائد للمحفظة هو عبارة مجموع مربع الوزن المرجح "w" وتباين الأصلين، بالإضافة إلى ضعف التباين المشترك المرجح بين الأصلين  $2w_i w_j \text{cov} (R_i, R_j)$ .

ويمكن تعميم هذه المعادلة على حالة وجود أكثر من أصلين في المحفظة، لتصبح الصيغة كما يلي:  
(Frank J & Pamela , 2009, p. 593)

$$\delta^2(R_p) = w_i^2 \delta^2(R_i) + w_j^2 \delta^2(R_j) + w_k^2 \delta^2(R_k) + 2w_i w_j \text{cov}(R_i, R_j) \\ + 2w_i w_k \text{cov}(R_i, R_k) + 2w_j w_k \text{cov}(R_j, R_k)$$

لتصبح صيغة حساب تباين محفظة مكونة من "G" أصل كما يلي:

$$\delta^2(R_p) = \sum_{g=1}^G \sum_{h=1}^G w_g w_h \text{cov}(R_g, R_h)$$

### ج. التنوع كأسلوب لتقليل من المخاطر:

يقصد به القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب عليه أثر على حجم العائد، حيث يسمح التنوع بتخفيض المخاطر عند مستوى معين من العائد أو تعظيم العائد عن مستوى معين من الخطر، فالهدف من التنوع تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة. (مداني و بومدين، 2013، صفحة 54)

هناك أسلوبان للتنوع هما، التنوع الساذج (البسيط) وتنوع ماركوفيتش:

- **التنوع الساذج:** يقوم أسلوب التنوع الساذج على فكرة أساسية مفادها، أنه كلما زاد تنوع الأوراق المالية داخل المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، إلا أن الإفراط في التنوع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من ايفانز "EVANS" و "آرشر Archer" حيث توصلا إلى الآثار التالية:

- \_ صعوبة إدارة المحفظة المالية؛
- \_ تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن إستثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة؛
- \_ إتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، نتيجة لتزايد عدد إصدارات الأوراق المالية؛
- \_ إرتفاع متوسط تكاليف شراء الإستثمارات، نتيجة لارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة لأن زيادة التنوع يعني شراء كميات قليلة من كل إصدار.

- **تنوع ماركوفيتش:** يشير تنوع ماركوفيتش إلى أنه لا ينبغي للمستثمرين النظر فقط في خصائص المخاطر والعائدات الفردية لكل أصل، ولكن أيضًا في الارتباط أو العلاقة بين الأصول داخل

المحفظة، من خلال التنوع بين الأصول ذات الارتباطات المنخفضة أو السلبية، يمكن للمستثمرين تحقيق محفظة أكثر كفاءة توازن بين المخاطر والعائد.

يعتبر معامل الارتباط كأساس في عملية التنوع، حيث بين ماركوفيتش أن العلاقة العكسية بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة تؤدي إلى تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن، من خلال اختيار أوراق مالية يكون معامل الارتباط بينها سالب. إن تخفيض المخاطر عن طريق التنوع يؤدي إلى تكوين محفظة مالية ذات مخاطرة أقل. (العمراوي، 2018، صفحة 9)

لقد كان لتنوع ماركوفيتز تأثير عميق على إدارة الاستثمار من خلال تزويد المستثمرين بإطار عمل منهجي لبناء محافظ فعالة توازن بين المخاطر والعائد. فمن خلال التنوع بين الأصول ذات المخاطر والعوائد المختلفة، يمكن للمستثمرين تحسين أداء المحافظ الاستثمارية وتحقيق أهدافهم الاستثمارية.

### 3. المحفظة الاستثمارية المثلى: (شعوفي، 2020، صفحة 206)

يختار المستثمر العقلاني محفظة مثلى بناء على حساب عائد المحفظة ومخاطرها الممكنة، ومحفظة ماركوفيتش المثلى هي محفظة تحقق أعلى عائد في ظل مستوى معين من المخاطر، ويتم إنشاؤها بناء على القواعد الأساسية التالية:

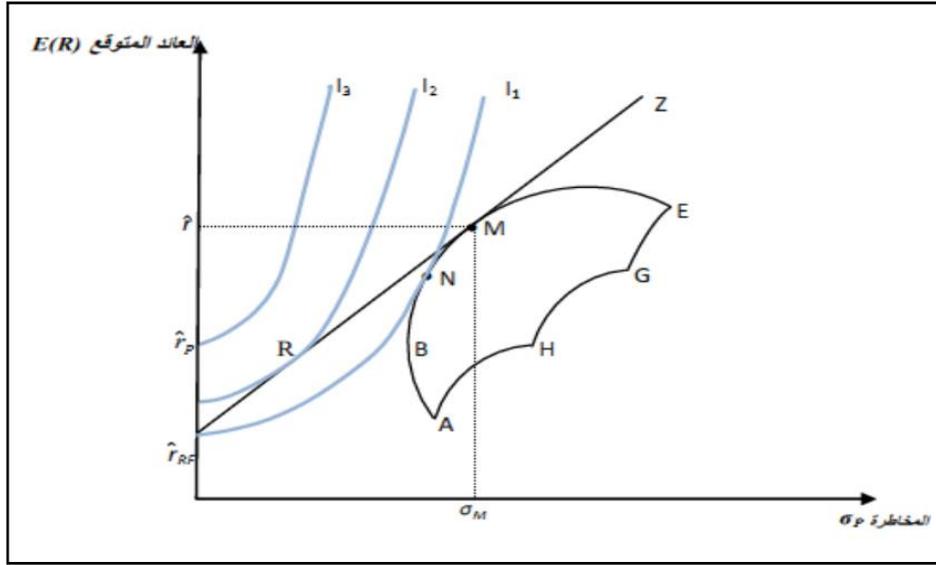
- إذا ما خير المستثمر الرشيد بين محفظتين استثماريتين لهما نفس العائد مع اختلاف في درجة خطر كل منهما فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل؛
- إذا ما خي المستثمر بين محفظتين استثماريتين لهما نفس درجة المخاطرة مع اختلاف في العائد المتوقع منهما، فسيختار المحفظة ذات العائد الأعلى.

يتضمن اختيار المستثمر للمحفظة المثلى قرارين منفصلين هما:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفوة؛
  - اختيار المحفظة المثلى من بين مجموعة المحافظ الكفوة.
- لتحديد الأوراق المالية المناسبة للإدراج في المحفظة، يتعين الاعتماد على مقاييس الاستثمار المزدوج، المعروفة أيضاً بمقاييس العائد والمخاطرة، والتي تهدف إلى تحديد مجموعة من الأوراق المالية الكفوة التي تشكل ما يعرف بمنحنى الاستثمار الكفء.

يعرف منحنى الاستثمار الكفاء بأنه الخط الذي يربط بين النقاط ذات العائد الأعلى بنفس درجة المخاطرة أو أقل. يتم رسم هذا المنحنى من خلال عرض العلاقة بين العائد والمخاطرة لعدد من الأوراق المالية، حيث تتمثل المحافظ المثالية على هذا المنحنى فيما بين الانحراف المعياري الأدنى والعائد الأعلى. يمكن توضيح هذا المفهوم من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (03): منحنى الاستثمار الكفاء والمحظة المثلى



المصدر: (شعوفي، 2020، صفحة 207)

### المحفظة الكفوة:

يمثل الشكل رقم (03) منحنى الاستثمار الكفاء للمحفظة المثلى، حيث يظهر المنحنى المغلق المكون من النقاط "ABNMEGH" و الذي يأخذ شكل المضلة، وهو الذي يعبر عن مجموعة المحافظ المتاحة للمستثمرين للاستثمار في أوراقها عند مستويات معينة من المخاطرة، والناجئة عن دمج عدد من الأوراق المالية في المحفظة وبنسب استثمارية مختلفة حيث تمثل جميع المحافظ التي من الممكن بناؤها من مجموعة الأوراق المالية.

و يتضح من الشكل أنه يمكن للمستثمر أن يستثمر في أي مكان على هذا المنحنى، لكن فقط المحافظ التي تقع على يسار المنحنى هي التي تعبر عن المحافظ الكفوة، بمعنى المحافظ التي تقع على قوس الدائرة في هذا الشكل و تمثلها كل من النقاط "BNME"، فهي إما تعطي أعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة أو أقل مخاطرة لمستوى مقبول من العائد، وهو ما يعرف بالحد الكفوء، حيث نلاحظ أن المحفظة

"A" و "N" كلاهما تعطي نفس المستوى من المخاطرة لكن المحفظة "N" تحقق عائد أكبر من الذي تحققه المحفظة "A". (شعوفي، 2020، صفحة 207)

### منحنيات السواء (Indifference Curves)

تمثل المنحنيات: "I<sub>1</sub>, I<sub>2</sub>, I<sub>3</sub>" منحنيات السواء (Indifference Curves)، وهي منحنيات تعبر عن سلوك المستثمر، تمثل مجموعات مختلفة من التوليفات الاستثمارية التي توفر مستوى معين من الرضا وتحقيق الأهداف، وذلك على حسب تفضيلات المستثمر للمحافظ من حيث العائد والمخاطرة، إذ كل منحنى يمثل البدائل التي يقبل بها المستثمر وتختلف من مستثمر لآخر. (Frank J & Pamela , 2009, p. 584)

### المحفظة المثلى:

والآن بعد أن تم تحديد مجموعة المحافظ الملائمة، وكذلك مجموعة المحافظ الكفؤة، فإن الخطوة التالية هي تحديد المحفظة المثلى، ونظراً لأن جميع المحافظ الموجودة على الحد الكفؤ توفر أكبر عائد ممكن عند مستوى المخاطرة الخاص بها، سيرغب المستثمر أو الكيان في الاحتفاظ بإحدى المحافظ الموجودة على الحد الأمثل، وهي المحفظة المثلى، يلاحظ أن المحافظ الموجودة على الحدود الموفرة تمثل مقايضات من حيث المخاطر والعائد، بالانتقال من اليسار إلى اليمين على الحدود المواتية، تزداد المخاطر، وكذلك العائد المتوقع، مبدئياً، فإن المحفظة المثلى هي المحفظة "N"، والتي تعتبر متفوقة على مثيلاتها، وهي الواقعة عند تماس المنحنى "I<sub>1</sub>" مع الحد الكفؤ، إلا أنه توجد إمكانية تشكيل محفظة أفضل من المحفظة "N"، حيث أنه يوجد أصل خالي من المخاطرة يوفر عائداً قدره "I<sub>RF</sub>"، وبالتحديد هذا الأصل، يمكن دمجها مع إحدى محافظ الحد الكفؤ، ولذلك يمكن رسم الخط "Z" المنطلق من النقطة "I<sub>RF</sub>"، ويتضح أنه يلامس منحنى الحد الكفؤ في النقطة "M"، وهي المحفظة المتفوقة على كل مثيلاتها على الحد الكفؤ. وهي ما يعرف بالمحفظة المثلى. (عبد الحميد و قادر عمر، 2015، صفحة 101)

### المطلب الثالث: مقومات الاستثمار في الأسهم

تعد الأسهم من أكثر أدوات الاستثمار جاذبية في سوق الأوراق المالية، وذلك لما تتمتع به من خصائص فريدة تميزها عن غيرها، كالعوائد المرتفعة، امكانيات التنويع، السيولة... إلخ. وهذا على الرغم من المخاطر المرتبطة بها كمخاطر تقلبات السوق والمخاطر المالية للشركات ... وهذا ما سيتم التطرق إليه وتفصيله في مايلي.

### أولاً: عائد السهم العادي

إن فهم عائد الأسهم أمر بالغ الأهمية لأي مستثمر يغامر بالدخول إلى سوق الأسهم، من خلال النظر في العوامل المختلفة التي تؤثر على العائد والعلاقة الكامنة بين المخاطرة والعائد، يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات أكثر كفاءة ووضع استراتيجية استثمار مخصصة تتماشى مع أهدافهم المالية ومدى تحملهم للمخاطر.

إن المستثمر الرشيد هو الشخص الذي يسعى باستمرار إلى تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر ممكنة (الاستثمار الكفؤ)؛ لأن الهدف من تضحيته باستهلاكه الحالي هو تطلعه للحصول على استهلاك أكبر في المستقبل، ولمساعدته في التمييز أو الاختيار من بين كم الاستثمارات المتاحة أمامه، لا بد من الاعتماد على بعض المفاهيم الحاكمة لقرار الاستثمار والقابلة للقياس أو التقييم لاتخاذها أساساً للحكم واتخاذ القرار الاستثماري من عدمه، ومن أهم هذه المفاهيم هو العائد على الاستثمار. (الشواور، 2008، صفحة 37)

يمكن تعريف العائد على أنه عبارة عن التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه غالباً بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة. (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 105)

ويمكن تعريف عائد السهم العادي على أنه مجموع المكاسب (أو الخسائر) التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة من توظيف أمواله في السهم، وتتميز الأسهم العادية بإعطاء حاملها إمكانية تحقيق نوعين من العوائد، حيث يأخذ العائد شكلين هما: (التميمي أ.، 2010، صفحة 163)

أ. توزيعات الأرباح: والتي تخضع لسياسة التوزيع المعتمدة من طرف الشركة؛

ب. الأرباح الرأسمالية: وهي التي تتحقق من خلال تداول السهم بيعة وشراء، وهي الفرق بين

سعر الشراء والبيع.

### ثانياً: أنواع العائد

في عالم الاستثمار في الأسواق المالية، يمكن التمييز بين عدة صيغ وأنواع من العوائد، وقد اخترنا في

درساتنا ثلاث من أهم أنواع هذه العوائد، يمكن إيجازها في مايلي:

## 1. العائد المتوقع (Expected Return)

تحت ظروف عدم التأكد التي تسود الأسواق المالية، يصعب أو قد يستحيل للمستثمرين حساب عوائدهم مسبقاً، وذلك لأن قيمة الورقة المالية محل الاستثمار غير معروفة في نهاية الفترة، وهو ما ينطبق على العوائد التي يمكن تحقيقها خلال الفترة. ولهذا، يعتمد المستثمرون على مفهوم العائد المتوقع، والذي يعبر عنه عادةً بمتوسط العوائد المحتملة مرجحاً باحتمالية حدوثها.

ويتم حساب العائد المتوقع للسهم من خلال العلاقة التالية: (Quiry, Dallochio, Yann, & Salvi, 2018, p. 304)

$$E(r) = \sum_{t=1}^n r_t \times p_t$$

حيث:

–  $r_t$ : العائد المحتمل؛

–  $p_t$ : احتمال تحقق عائد السهم.

## 2. العائد المحقق أو الفعلي (Actual Return) :

ويسمى أيضاً عائد فترة الاحتفاظ "Holding Period Return (HPR)"، وهو عبارة إجمالي التدفقات النقدية المحققة من الاحتفاظ بسهم ما على مدار فترة من الزمن، متضمناً الدخل بالإضافة إلى التغيرات في القيمة، ويمثل كلا من العائد الجاري في شكل توزيعات أرباح، والعائد الرأسمالي المتمثلاً في المكاسب أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن بيع السهم، ويكون مزيجاً بينهما، وهو مفيد بشكل خاص لمقارنة العوائد بين الاستثمارات المحتفظ بها لفترات زمنية مختلفة.

يمكن التعبير عنه بالصيغة التالية: (Vishwanath & Krishnamurti, 2009, p. 84)

$$R_i = HPR = \frac{(V_1 - V_0) + Div}{V_0}$$

حيث:

–  $R_i$ : معدل عائد السهم خلال الفترة؛

–  $V_1 - V_0$ : سعر السهم في بداية ونهاية الفترة؛

\_ Div : الأرباح الموزعة خلال الفترة.

### 3. معدل العائد المطلوب (Required Rate of Return):

هو الحد الأدنى من الربح (العائد) الذي يطلبه المستثمر في سوق رأس المال ويسعى للحصول عليه أو سيحصل عليه على الأصول ذات المخاطر، مقابل تحمل مخاطر الاستثمار في سهم أو نوع آخر من الأوراق المالية، ويمثل الحد الأدنى للعائد الذي سيقبله المستثمر مقابل امتلاك أسهم شركة ما، كتعويض عن مستوى معين من المخاطر المرتبطة بحياسة هذا السهم. ، وهو من بين المؤشرات التي تساعد في عملية اتخاذ القرار. (الحناوي، مصطفى، و العبد، 2007، صفحة 49)

### ثالثاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "Capital Assets Pricing Model (CAPM)"

وأصبح يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطر، ولقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في آن واحد و بذلك أصبح تقييم الاستثمارات أكثر موضوعية باعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلاً من التقديرات الشخصية للمستثمرين، ونتيجة لارتباط العائد بالمخاطر برزت أهمية نموذج (CAPM) في تقييم الأصول الاستثمارية، وذلك من خلال قياسه للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأصول الاستثمارية بشكل عام، كما تبرز أهمية النموذج بالنسبة للمستثمر من خلال تحديد الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر. (حسام، 2021، صفحة 66)

يمكن حساب معدل العائد المطلوب (RRR) باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "CAPM"، حيث يستند إلى فرضية أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار في السهم يعتمد على مستوى مخاطره النظامية فقط، ولا يأخذ بعين الاعتبار المخاطر غير النظامية كونها مخاطر يمكن تجنبها من خلال التنوع، يوضح هذا النموذج العلاقة بين المخاطرة والعائد الخاصة بالسهم، ويستعمل بالتالي في تحديد السعر الملائم لهذا السهم.

يمكن حساب معدل العائد المطلوب من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "CAPM" بالمعادلة التالية:  
(Madura, 2010, p. 267)

$$R_j = R_f + \beta_j(R_m + R_f)$$

حيث:

- $R_j$ : معدل العائد المطلوب للسهم؛
- $R_f$ : معدل العائد الخالي من الخطر؛
- $R_m$ : عائد السوق؛
- $\beta_j$ : معامل  $\beta$ ؛
- $(R_m + R_f)$ : علاوة مخاطر السوق.

#### رابعاً: مخاطر السهم العادي

يعد فهم وتقدير المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أمراً ضرورياً للمستثمرين في الأسواق المالية، فالمستثمرون يواجهون تحديات من عدم اليقين بشأن تحركات أسعار الأسهم وتقلبات السوق، وهذا يمثل مخاطر تترتب على استثماراتهم، ومن خلال تقييم هذه المخاطر بشكل شامل، يمكن للمستثمرين اتخاذ قرارات كفؤة للتخفيف من الجوانب السلبية المحتملة وتحسين استراتيجيات الاستثمار الخاصة بهم.

#### 1. تعريف المخاطر:

تعرف المخاطر عموماً على أنها احتمال تحقيق خسارة مالية، أو هي حالة عدم التأكد المتعلقة بحصول الربح أو الخسارة، أو بشكل أوسع هو حالة عدم التأكد أو التذبذب أو الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما، ففي مجال الاستثمار في الأوراق المالية فالمخاطرة هي احتمال اختلاف العائد المتوقع عن العائد المتوقع، وهذا نتيجة لتأثير عوامل مختلفة تساهم في عدم تحقق قيمة التدفقات. كما أن المخاطر في الأسواق المالية تظهر من خلال تقلبات القيمة السوقية للورقة المالية، ما يؤدي إلى تقلب عوائدها. ويتضح مما تقدم أن المخاطرة تنطوي على مفهوم مالي لأن مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق العوائد، لذلك فقد أصبحت معياراً مهماً يسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر الأداة ومعدل العائد المطلوب. (بن إبراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 108)

وتنقسم المخاطر إلى:

أ. المخاطر النظامية:

ويقصد بها ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية، سياسية، قانونية... إلخ) غير قابلة للسيطرة، تصيب جميع الأوراق المالية في السوق، ويشير مضمون المخاطرة النظامية إلى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه واحد، ما يعني أن المستثمر لا يستطيع السيطرة على هذه المخاطرة، لذلك تسمى بالمخاطرة غير القابلة للسيطرة، أو غير قابلة للتنويع، ومن أمثلة هذه المخاطر نجد: التضخم (مخاطر انخفاض القوة الشرائية)، الأحداث السياسية، تغيرات أسعار الفائدة، وغيرها من العوامل التي تخص الاقتصاد على المستوى الكلي، فالمتغيرات في البيئة الاقتصادية تؤثر على سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن تنويع محفظة المستثمر لا يجنبه آثار هذه المخاطر.

إن المقياس المطلق للمخاطرة النظامية هو معامل بيتا ( $\beta$ )، الذي يقيس حساسية عائد الورقة المالية (السهم) للتغير نتيجة لتغير عائد محفظة سوق الأوراق المالية، بموجب هذا المقياس يمكن تصنيف الأسهم إلى أسهم ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد الصحيح، وذات طبيعة دفاعية، إذا كان معامل بيتا أقل من الواحد الصحيح، ومعيار المقارنة الواحد الصحيح يعود إلى كون بيتا محفظة السوق مساوية إلى الواحد الصحيح. (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 111)

يمكن قياس معامل بيتا وفق الصيغة التالية: (Silberstein, 2023)

$$\text{Beta coefficient } (\beta) = \frac{\text{Cov}(Re, Rm)}{\delta^2(Rm)}$$

حيث:

—  $Re$ : معدل العائد على السهم؛

—  $Rm$ : معدل العائد على محفظة السوق؛

—  $\text{Cov}(Re, Rm)$ : التباين المشترك لمعدل عائد السهم مع معدل عائد السوق؛

—  $\delta^2(Rm)$ : تباين معدل عائد السوق.

بمجرد حساب معامل  $Beta$  للسهم، يمكن استخدامه لإيجاد التطابق النسبي لتحركات الأسعار في هذا السهم، نظرا لتحركات الأسعار في السوق ككل، وذلك وفق الحالات التالية:

- $Beta = 0$  يشير إلى أن المحفظة غير مرتبطة بالسوق، بعبارة أخرى، فإن الأسهم وتحركاتها مستقلة عن السوق؛
  - $Beta < 0$  يشير إلى أن تحركات السهم تحدث في الاتجاه المعاكس للسوق وبالتالي له علاقة سلبية بالسوق.
  - $0 < Beta < 1$  يشير إلى أنه يتحرك في نفس اتجاه السوق، ولكن مع تقلب أقل، أي تغيرات بنسبة مئوية أقل من السوق ككل.
  - $Beta = 1$  يشير إلى أن الحافظة ستتحرك في نفس الاتجاه ولديها نفس التقلب.
  - $Beta > 1$  يشير إلى أن المحفظة ستتحرك في نفس اتجاه السوق، ولكن بدرجة أعلى من السوق، والأسهم التي تزيد معاملها  $Beta$  عن "1" لديها درجة عالية جدا من المخاطر النظامية.
- ب. المخاطر غير النظامية:

هي ذلك التقلب الذي يحصل بعائد أداة معينة، ناتج من عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للأداة، ومستقلة عن تلك العوامل المؤثرة بالنشاط الاقتصادي ككل، يطلق عليها أحيانا بالمخاطر المنفردة، (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 108) وهي التي تعلق بظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، ونظرا لأن المخاطرة غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت فإنه يمكن التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدى. (سمية، 2010، صفحة 67)

والعوامل التي تسبب هذه المخاطرة عديدة ومختلفة، فيمكن أن تكون الاضرابات العمالية للشركة، سوء الإدارة في استخدام الموارد، ظهور اختراعات جديدة، تغير أذواق المستهلكين... إلخ، فمثل هذه العوامل تعرض أرباح الشركة إلى الانخفاض مما يؤثر على أسعار أسهمها في السوق، يمكن للمستثمر أن يحمي نفسه من هذه المخاطر بتنويع محفظته الاستثمارية، إما على أساس قطاعي، أو على أساس قطاعي نوعي وحتى على الصعيد المحلي أو الجغرافي، بحيث جميع الاستثمارات لا تتأثر بهذه المخاطرة في أن واحد، لذلك تسمى بالمخاطرة القابلة للتنويع.

المقياس المطلق لهذه المخاطرة هو الانحراف المعياري، والنسبي معامل الاختلاف، وعلى وفق الصيغ الآتية: (بن ابراهيم و محمد عدنان، 2019، صفحة 109)

$$\delta = \sqrt{\frac{\Sigma(R - \bar{R})^2}{m}}$$

حيث:

- \_  $\delta$  : الانحراف المعياري؛
- \_  $R$  : معدل العائد المتوقع للسهم؛
- \_  $\bar{R}$  : متوسط معدل العائد المتوقع؛
- \_  $m$  : عدد المشاهدات.

#### خامسا: تقييم الأسهم

يعد تقييم الأسهم العادية جانبا أساسيا من جوانب تحليل الاستثمار في الأسهم، وهو أمر ضروري للمستثمرين الذين يسعون إلى اتخاذ قرارات صحيحة في الأسواق المالية. يسمح فهم القيمة الجوهرية للسهم العادي للشركة للمستثمرين بتقييم ما إذا كان السهم مبالغا في تقييمه أو مقوما بأقل من قيمته الحقيقية أو مسعرا بشكل عادل. وقد تم تطوير نماذج وتقنيات تقييم مختلفة لتقدير قيمة الأسهم العادية، حيث يقوم كل منها على أساسيات معينة.

#### 1. نماذج تقييم الأسهم العادية

تعمل نماذج التقييم هذه كأدوات للمستثمرين لتقييم جاذبية فرص الاستثمار المحتملة ومقارنة خيارات الاستثمار المختلفة في سوق الأسهم، من خلال استخدام هذه النماذج، يمكن للمستثمرين قياس العوائد والمخاطر المحتملة المرتبطة بالاستثمار في أسهم معينة، مما يساعدهم على تخصيص رؤوس أموالهم بفعالية وتحسين محافظهم الاستثمارية.

تختلف وتتعدد نماذج تقييم قيمة الأسهم العادية، وفيما يلي بعض أهم هذه النماذج:

أ. نموذج خصم الأرباح " Dividend Discount Models (DDM) " :

إن أساس نموذج خصم الأرباح (DDM) هو ببساطة تطبيق تحليل القيمة الحالية، والذي يؤكد أن السعر العادل للأصل هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وكان أول من اقترح هذا النموذج هو ويليامز "Williams 1938". وفي حالة الأسهم العادية، تكون التدفقات النقدية هي توزيعات الأرباح المتوقعة، يعتمد تقييم الأسهم العادية على افتراض أن قيمة السهم تتجلى في المبلغ المخصص لجميع المدفوعات المستقبلية من الأرباح، وأن القيمة العادلة للسهم تمثل القيمة الحالية لأرباح السهم المستقبلية المخصصة بواقع معدل العائد المطلوب. يتطلب هذا النموذج من المحللين الماليين تقدير توزيعات الأرباح للسهم العادي، إذ تعتبر هذه التوزيعات المحدد الرئيسي لتقييم الشركات، بالإضافة إلى تقدير معدل العائد المطلوب ومعدل نمو الأرباح، والفترة المتوقعة لاستمرار توزيع الأرباح. (Frank J & Pamela , 2009, p. 238)

يمكن التعبير عن نموذج "DDM" الأساسي رياضياً على النحو التالي: (Anthony & Marcia , 2012, p. 81)

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

أو:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

حيث:

- $P_0$ : القيمة الحقيقية للسهم؛
- $D_t$ : مقسوم الأرباح المستقبلي للفترة  $t$  ؛
- $r_s$ : معدل الخصم المناسب للتدفق النقدي في الفترة  $t$ .

• حالة وجود نمو ثابت في الأرباح المستقبلية:

وفي حالة افتراض أن الأرباح المستقبلية تنمو بمعدل ثابت (g) واستخدمنا معدل خصم واحد (r)، فإننا نستعمل طريقة "Gordon-Shapiro" للتقييم، ونموذج "DDM" لتقييم السهم العادي مع وجود معدل نمو ثابت يعطى بالمعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{r - g}$$

### ب. نموذج خصم التدفقات النقدية " Discounted cash flow model (DCF) "

ينطوي تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج التدفق النقدي المخصوم (DCF) على تقدير القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، ويوفر نموذج التدفق النقدي المخصوم نهجا شاملا لتقييم القيمة الجوهرية للسهم العادي للشركة عن طريق خصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة إلى قيمتها الحالية، وأساس هذا النموذج هو أن الأرباح المتولدة من الأصول تتمثل في التدفقات النقدية من تلك الأصول، فبدلا من النظر إلى توزيعات الأرباح، يستخدم نموذج (DCF) التدفقات النقدية المستقبلية المخصومة.

يظهر نموذج تقييم الأسهم باستخدام التدفقات النقدية كما يلي: (SCOTT , 2005, p. 331)

$$p = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

حيث:

—  $p$ : قيمة السهم؛

—  $CF_t$ : التدفقات النقدية؛

—  $r$ : هو معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب؛

—  $n$ : المدة أو عدد السنوات؛

—  $TV$ : هي القيمة النهائية، التي تمثل القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية.

### ج. نموذج تقييم الأرباح " Earnings Valuation Model " :

يقدم نموذج تقييم توزيعات الأرباح نهجا آخر لتقييم قيمة الأسهم العادية، مع التركيز على ربحية السهم، يتم اشتقاق ربحية السهم من خلال قسمة إجمالي الأرباح على عدد الأسهم القائمة، يستلزم تبني هذا النموذج تأييد فكرة أن المساهمين يحق لهم الحصول على أرباح مستقبلية بدلا من التركيز فقط على توزيعات

الأرباح السابقة، كما أكد النقاد. وبالتالي، فإن تقييم الأسهم يتركز على الأرباح المتوقعة بدلاً من توزيعات الأرباح المحققة، يمكن التعبير عن نموذج تقييم الأسهم العادية القائم على الأرباح في المعادلة التالية: (الشمري، جبر، و مهلهل، 2023، صفحة 318)

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_t - I_t}{(1 + K)^t}$$

حيث:

–  $E_t$ : ربحية السهم المتوقعة في نهاية المدة  $t$  من الاستثمارات الجديدة؛

–  $I_t$ : الأرباح المحتجزة في المدة  $t$ ؛

د. نموذج مضاعف الربحية " P/E Ratio Model " :

يعرف نموذج مضاعف الربحية بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو مضاعف، وفي هذا النموذج يتم احتساب قيمة السهم لمعرفة ما إذا كان المستثمر مستعداً للدفع والحصول على سهم الشركة، وحساب هذا المضاعف يتم بسعر السهم السوقي على ربحيته. أي بمعنى أن المستثمر يكون مستعداً لدفع قيمة السهم اضعاف ربحيته، أما في حال كانت النسبة معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة للسهم في المستقبل، فإن القيمة الحقيقية للسهم يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه في الأسواق المالية، ويتم التعبير عن النموذج كما يلي: (الشمري، جبر، و مهلهل، 2023، صفحة 320)

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{M(E_n)}{(1 + K)^n}$$

حيث:

–  $V$ : القيمة الحقيقية للسهم؛

–  $M$ : مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته؛

–  $E$ : ربحية السهم؛

–  $K$ : معدل العائد المطلوب.

## المطلب الرابع: التحليل الفني والأساسي

لأجل الاختيار السليم للأوراق المالية، يستخدم المستثمرون والمحللون العديد من الطرق، ومن بينها منهج التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق المالية، يركز التحليل الفني على دراسة الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي، حيث يهتم بتحليل الاتجاهات السعرية والانحرافات المتعلقة بالأسعار وحجم التداول. أما التحليل الأساسي فيركز على الظروف الاقتصادية والمالية والمعطيات المالية الكمية للمؤسسة كاليانات والنسب المالية.

### أولاً: التحليل الفني

#### 1. تعريف التحليل الفني:

هو علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول لسهم معين أو مجموعة من الأسهم من خلال حركة السعر الماضية والحالية في معطيات سوق المال وتحديد أعلى احتمالية ردود الأفعال لحركة السعر السابقة والحالية، وعادة ما تكون في شكل بياني، ثم استنتاج الاتجاه المستقبلي للأسعار من الصورة التاريخية المرسومة، حيث يقوم المحللون الفنيون بالاعتماد على مهاراتهم وكذا المعطيات المتوفرة بتحديد اتجاه السوق من خلال رسم خطوط تمثل السلاسل الزمنية للبيانات التاريخية للأسعار وأحجام التداول والتي تعتبر من أهم أدوات التحليل الفني، تعرض هذه الخطوط نقاط الارتفاع أو الانخفاض لأسعار الأسهم، وتبين الاتجاه الصاعد نحو الأعلى والاتجاه النازل نحو الأسفل، لتمكن المحللين من تحديد الاتجاه الذي ستكون عليها في المستقبل، وبالتالي فإن التحليل الفني لا يتعلق فعلياً بالتنبؤ بالمستقبل بل يتعلق أكثر بإيجاد فرص محتملة عالية الاحتمال للتداول في الأسواق المالية. (Chen, 2010, p. 02)

#### 2. افتراضات ومبادئ التحليل الفني:

يعتمد التحليل الفني على عدة افتراضات رئيسية للتنبؤ بتحركات الأسعار المستقبلية للأصول المالية. وهذه الافتراضات أساسية للمنهجية التي يستخدمها المحللون الفنيون في تفسير بيانات السوق واتخاذ قرارات التداول. فيما يلي بعض الافتراضات الأساسية للتحليل الفني:

أ. السوق يعكس كل شيء: يفترض التحليل الفني أن جميع المعلومات ذات الصلة التي تؤثر على سعر الورقة المالية، بما في ذلك العوامل الأساسية، سيكولوجية السوق وباقي العوامل

الخارجية، قد تم تسعيرها وتتبعها بالفعل في سعر السوق، لذلك، ينصب التركيز في المقام الأول على تحليل حركة السعر وبيانات السوق التاريخية لتحديد الاتجاهات والأنماط المستقبلية. وتتطابق وجهة النظر هذه مع فرضية السوق الكفؤ (EMH)، التي تفترض استنتاجاً مماثلاً بشأن الأسعار، الشيء الوحيد المتبقي هو تحليل تحركات الأسعار، والتي ينظر إليها المحللون الفنيون على أنها نتاج العرض والطلب على سهم معين في السوق.

ب. **تتحرك الأسعار في اتجاهات معينة:** وهذا يعني أن الأسعار تميل إلى التحرك في اتجاهات معينة، سواء أكانت صعوداً أم هبوطاً أم اتجاهها جانبياً، ويعتقد المحللون الفنيون أنه من خلال تحديد هذه الاتجاهات ومتابعتها، يمكنهم الاستفادة من فرص الربح المحتملة. (Murphy, 1999, pp. 02, 03)

ج. **يميل التاريخ إلى تكرار نفسه:** يتعلق جزء كبير من مجموعة التحليل الفني ودراسة حركة السوق بدراسة علم النفس البشري، حيث يعمل التحليل الفني على فرضية أن تحركات الأسعار التاريخية تميل إلى تكرار نفسها بسبب أنماط السلوك البشري وسيكولوجية السوق، تستخدم أنماط الرسوم البيانية والمؤشرات الفنية لتحليل هذه المعطيات والتعرف على أنماط الأسعار المتكررة التي قد تشير إلى تحركات الأسعار في المستقبل. (Murphy, 1999, p. 05)

د. **حجم التداول يؤكد اتجاهات الأسعار:** يعتبر حجم التداول، أو عدد الأسهم المتداولة، أداة تأكيد مهمة في التحليل الفني. ويُعتقد أن زيادة حجم التداول المصاحب لحركة السعر يعزز من صحة الاتجاه، في حين أن انخفاض حجم التداول قد يشير إلى ضعف الاتجاه.

هـ. **قوى العرض والطلب تحدد الأسعار:** تتحدد القيمة السوقية بالتفاعل بين ديناميكيات العرض والطلب، ويتأثر بمزيج من العناصر المنطقية مثل البيانات المالية ذات الصلة بالشركة والسهم، وعناصر أخرى غير منطقية والتي تعكس ميول وسلوكيات ورغبات المستثمرين. (التميمي أ.، 2010، صفحة 220).

وتشكل هذه الافتراضات أساس التحليل الفني وتوجه الممارسين في تفسير بيانات السوق لاتخاذ قرارات تداول سليمة.

### 3. ركائز التحليل الفني:

هناك أربعة مجالات أو ركائز رئيسية للتحليل الفني يمكن للمحللين قياسها بموضوعية واستخدامها في عمليات التحليل وأنظمة التداول، وهي كالتالي: (Kahn, 2010, p. 10)

أ. **السعر:** يعتبر السعر من أهم الركائز، فالمحلل بصدد قياس الأرباح والخسائر في فروق الأسعار بين عمليات الشراء والبيع، ويحظى بجدارة أكبر قدر من التركيز من قبل المحللين والأكاديميين على حد سواء، ويتم التركيز هنا على تحليل التحركات والأنماط التاريخية للأسعار للتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل.

ب. **الحجم:** يشير الحجم إلى عدد الأسهم أو العقود المتداولة في الأصول المالية خلال فترة زمنية معينة، يعد الحجم مكوناً أساسياً في التحليل الفني لأنه يوفر رؤية قيمة حول قوة أو ضعف تحركات الأسعار، ويعكس مدى شدة تغيرات الأسعار على حجم المعاملات المرافقة للتغيير، ويشمل مفاهيم مختلفة مثل التراكم والتوزيع، واتساع السوق، وعدد الصفقات، حيث يوفر رؤية قيمة لمعنويات السوق، والمشاركة، وقوة تحركات الأسعار.

ج. **الوقت:** يشمل الوقت الدورات والموسمية والعلاقات بين الأنماط والاتجاهات من وجهة نظر المدة الزمنية، وتعتمد مدى الحركة في السعر على عامل الوقت؛ فكلما طال الوقت الذي يستغرقه انعكاس الاتجاه، كلما كان التغيير في السعر في السعر أكبر. (Kahn, 2010, p. 117)

د. **المعنويات أو المشاعر:** من بين النقاط المعقدة والأقل فهماً في التحليل الفني هو تحليل المشاعر أو المعنويات، ويغطي هذا المجال عوامل مثل درجة التكهنات والرأي العام وإجماع الآراء، ويتم قياسه من خلال الأنشطة النسبية في أدوات المضاربة، مثل الخيارات واستطلاعات الرأي العام للآراء الصاعدة. وكلاهما يعتمد على نظرية "عود الثقب المشتعل" التي تنتقل فيها الشعلة من مستثمر إلى مستثمر حتى لا يتبقى أحد ليأخذ عود الثقب. (Kahn, 2010, p. 121)

### 4. أدوات التحليل الفني:

أدوات التحليل الفني هي أدوات أساسية يستخدمها المتداولون والمحللون لتفسير بيانات السوق واتخاذ قرارات تداول سليمة، يسعى المحللون الفنيون إلى اتخاذ القرارات السليمة بناءً على فرضية أن تحركات

الأسعار التاريخية يمكن أن توفر تنبؤات صائبة لاتجاه الأسعار في المستقبل، حيث تساعد هذه الأدوات على تحديد الأنماط والاتجاهات وتحركات الأسعار المستقبلية المحتملة في السوق، وتشمل هذه الأدوات مجموعة واسعة من التقنيات والمؤشرات وأنماط الرسوم البيانية، وكل منها يخدم غرضاً محدداً في تحليل تحركات الأسعار والاتجاهات في الأسواق المالية. يمكن التمييز بين نوعين من أدوات التحليل الفني التي وهي: خرائط التحليل الفني، ومؤشرات التحليل الفني، وفيما يلي بعض أدوات التحليل الفني الشائعة.

#### أ. خرائط التحليل الفني:

إن المكون الأساسي للتحليل الفني هو الخرائط أو الرسوم البيانية، وتعتبر من أدوات التحليل الفني التقليدية، واعتماداً على مدى الدقة في تحليل أسعار الماضي، يلتقط الرسم البياني جميع البيانات ذات الصلة ويعرضها في شكل منطقي، ويقدم تفسيراً عن كيفية وصول السوق إلى ما وصل إليه في أي وقت من الأوقات، وبعدها يقوم المحللون باستخدام تقنيات تحليلية ومؤشرات بالتوصل لتنبؤات حول الأسعار المستقبلية.

- **الرسم البياني الخطي "Line Chart":** الرسم البياني الخطي واحد من أبسط الأدوات وأكثرها استخداماً في التحليل الفني، فهو يوفر عرضاً مرتباً وسهلاً للفهم للاتجاه العام لسعر الأصل بدلالة الزمن ما يجعلها مفيدة بشكل خاص في تحديد الاتجاهات طويلة الأجل والأنماط الأساسية، حيث تمثل بيانات الأسعار خلال فترة زمنية محددة من خلال ربط نقاط البيانات الفردية بخط متصل حيث تمثل كل نقطة بيانات سعر إغلاق الأصل الذي يتم تحليله، ويعتقد المحللون الفنيون أن سعر الإغلاق هو أهم سعر في جلسة التداول، وهكذا ينتج الخط الذي يعبر عن اتجاه وحركة الأسعار، وعلى الرغم من بساطته يظل الرسم البياني الخطي ذو قيمة كبيرة في الحصول على فهم سريع للاتجاه العام لسعر الأصل وتحديد التغيرات الرئيسية في الاتجاه. (Achelis, 2000, p. 15)

والشكل رقم (04) يمثل نموذج للرسم البياني الخطي:

الشكل رقم (04): نموذج للرسم البياني الخطي



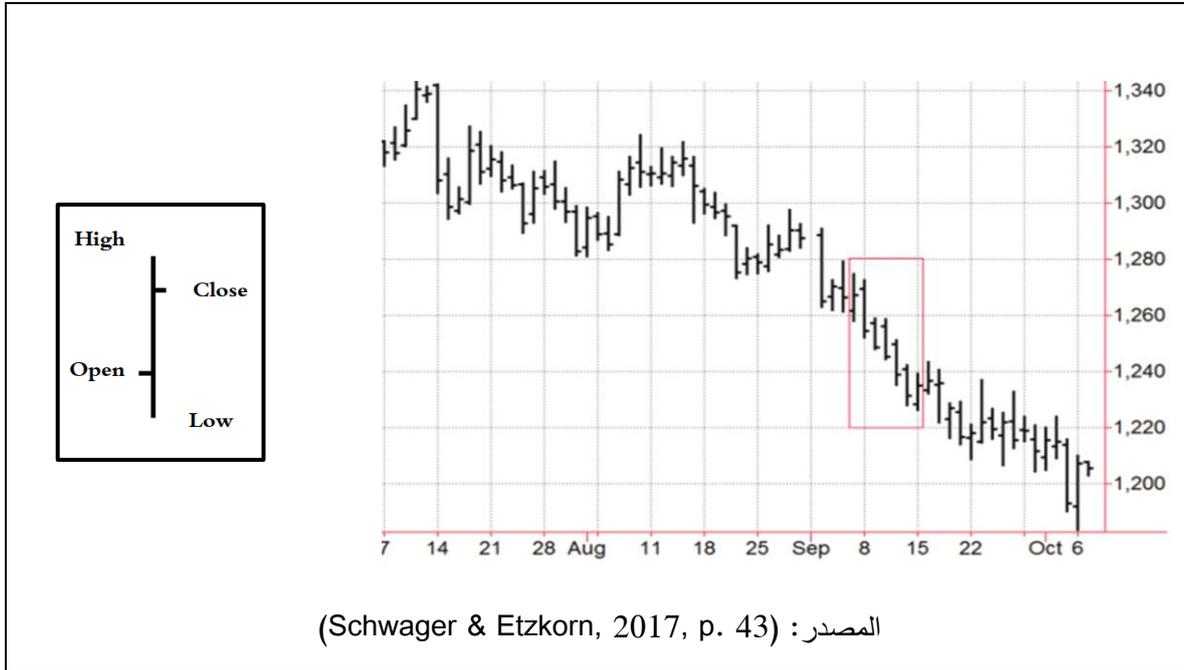
المصدر: (Achelis, 2000, p. 15)

• خرائط الأعمدة "Bar Chart":

خرائط الأعمدة هي أداة أساسية في التحليل الفني ومن أكثر أنواع المخططات البيانية السعريّة شيوعاً، يستخدمها المحللون الفنيون لوضع تصور وتفسير وتحليل بيانات أسعار الأصول المالية، وهي تعرض معلومات الأسعار لفترة معينة من خلال تمثيل أربع نقاط بيانات رئيسية هي: سعر الافتتاح، سعر الإغلاق، وأعلى سعر تم الوصول إليه خلال الفترة (أعلى سعر)، وأدنى سعر تم الوصول إليه خلال الفترة (أدنى سعر)، عادة ما يتم تمثيل كل فترة على والتي تكون عادة يوم، على هيئة خط عمودي يتراوح من أدنى سعر يومي إلى أعلى سعر يومي، يشار إلى قيمة إغلاق اليوم بعلامة أفقية على يمين الشريط، بينما يُشار إلى سعر الافتتاح بعلامة على يسار الشريط. يعتبر التمثيل اليومي لخريطة الأعمدة الأكثر فائدة لأغراض التداول، وبالمقابل، فإن الرسوم البيانية لفترات البيانات الأطول توفر منظورا مهماً للغاية أيضاً، فخرائط الأعمدة لفترات الأطول؛ الأسبوعية والشهرية على سبيل المثال، مماثلة تماماً للتمثيل اليومي، مع أنها توفر تحليلاً وتصوراً على المدى الطويل عكس التمثيل اليومي الذي يوفر تحليلاً على المدى القصير، حيث يمثل كل خط عمودي النطاق السعري ومستوى السعر النهائي للفترة. كما يمكن أيضاً تمثيل فترات أقل تصل إلى الساعات والدقائق، حيث يمكن وضع تمثيل خريطة أعمدة لمدة 30 دقيقة. (Schwager & Etzkorn, 2017, p. 35)

والشكل رقم (05) يمثل نموذج للرسم البياني لخريطة الأعمدة:

الشكل رقم (05): نموذج للرسم البياني لخريطة الأعمدة



• **خرائط الشموع اليابانية (الشمعدان) "Japanese candlesticks charts":**

تعد هذا النوع من الخرائط أداة تستخدم على نطاق واسع في التحليل الفني الذي يمثل تحركات أسعار الأصول المالية خلال فترة زمنية معينة، نشأت الرسوم البيانية للشمعدان من تجار الأرز اليابانيين في القرن السابع عشر، وبدأت في اكتساب شعبية في التسعينات، وأصبحت منذ ذلك الحين عنصراً أساسياً في تحليل السوق نظراً لقدرتها على نقل معلومات غنية حول حركة الأسعار ومعنويات السوق.

تقدم خرائط الشموع اليابانية في الأساس نفس المعلومات التي تقدمها خرائط الأعمدة، والفرق هو أن الرسوم البيانية بالشموع اليابانية غالباً ما تجعل من السهل اكتشاف بعض الظواهر الفنية التي لا تظهر بسهولة من خلال نظرة سريعة على خرائط الأعمدة. (Pring, 2014, p. 340)

تتكون خرائط الشموع اليابانية في جوهرها من «شمعدان» فردي يشبه الشمعة، عبارة عن مستطيل له فتيلان سفلي وعلوي حيث يوضح جسم الشمعدان عادة النطاق سعري بين أسعار الافتتاح والإغلاق، أدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل

أدنى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وقمة الفتيل العلوي تمثل أعلى سعر، أما سعر الفتح والإقفال فيمثلان إما الخط العلوي أو السفلي للمستطيل، وقد سمي المستطيل بالجسم "real body" والفتيل بالظل "Shadow". ومن المعلومات التي توفرها هذه الأداة، هي ما يتعلق باتجاه السوق، فإذا كان سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح، فغالبا ما يتم ترك جسم الشمعة (الجسم) أبيضاً للإشارة إلى الصعود، في حين أن أنه يتم ملء أو تلوين الشمعة (الجسم) عندما يكون سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح. (الحناوي، مصطفى، و العبد، 2007، صفحة

(126)

والشكل رقم (06) يمثل نموذج لخريطة الشموع اليابانية:

الشكل رقم (06): نموذج لخريطة الشموع اليابانية



ب. مؤشرات التحليل الفني:

مؤشرات التحليل الفني هي قياسات رياضية تستند إلى بيانات السعر والحجم التاريخية للورقة المالية التي تساعد المتداولين والمحليلين على تفسير سلوك السوق والتنبؤ بتحركات الأسعار المستقبلية، تستند هذه المؤشرات إلى الاعتقاد بأن تحركات الأسعار التاريخية تظهر أنماطا واتجاهات يمكن أن توفر رؤى ثاقبة حول اتجاهات الأسعار المستقبلية. هناك

العديد هذه المؤشرات، وقد قمنا باختيار بعضها والتي تعتبر الأكثر استخداما وشيوعا،  
وسنعرضها كالتالي:

• المتوسط المتحرك "Moving Average"

تعد المتوسطات المتحركة أحد المؤشرات التقنية الأكثر شيوعا المستخدمة لتحديد اتجاه الأسواق المالية، وهي أداة أساسية في التحليل الفني تعمل على تجانس بيانات الأسعار من خلال إنشاء متوسط سعر يتم تحديثه باستمرار على مدار فترة محددة، ويساعد تأثير التجانس هذا على تصفية التقلبات قصيرة الأجل والضوضاء المترتبة، مما يسمح للمحللين بتحديد الاتجاهات الأساسية بسهولة أكبر، يتم حساب المتوسطات المتحركة بدقة وفقا لصيغ رياضية محددة، وهذا يجعل المتوسطات المتحركة طريقة موضوعية لتحديد الاتجاه الحالي للسوق، وتوقع اتجاهها المستقبلي على الأرجح. (Mendelsohn, 2000, pp. 59,60)

وهناك ثلاثة أنواع من المتوسطات المتحركة وهي:

- \_ المتوسط المتحرك البسيط (الحسابي) "SMA"؛
- \_ المتوسط المتحرك المرجح "WMA"؛
- \_ المتوسط المتحرك الأسّي "EMA".

يتم حساب المتوسط المتحرك البسيط (الحسابي) "SMA" عن طريق تليخيص مجموعة من أسعار الإغلاق على مدى فترة محددة ثم قسمة المبلغ على عدد الفترات، ويوفر تمثيلا مباشرا لمتوسط السعر خلال فترة محددة، يعطي وزنا متساويا لكل نقطة بيانات، ويخفف من التقلبات قصيرة الأجل ويسلط الضوء على الاتجاهات طويلة الأجل.

وعلى عكس "SMA"، يخصص المتوسط المتحرك المرجح "WMA" أوزانا مختلفة لكل نقطة بيانات خلال الفترة، حيث قد تعطي الأسعار الأخيرة وزنا أكبر من الأسعار القديمة، ولحساب "WMA"، يتم ضرب كل سعر بعامل وزن مقابل، ثم قسمتها على مجموع عوامل الأوزان، ويتميز المتوسط المتحرك المرجح "WMA" بكونه أكثر استجابة لتحركات الأسعار الأخيرة مقارنة بالـ "SMA" بحيث يتكيف بسرعة أكبر مع التغيرات في ظروف السوق ويمكن أن يوفر إشارات سابقة.

أما المتوسط المتحرك الأسّي "EMA" فهو نوع من المتوسطات المتحركة يعتمد على إعطاء أوزان للأسعار تتغير مع مرور الزمن، وهو يعطي وزنا أكبر للأسعار الحديثة، مما يجعله أكثر استجابة للتغيرات مقارنة بالـ SMA، حيث يتفاعل EMA بسرعة أكبر مع تغيرات الأسعار، مما يجعله مناسب للمتداولين الذين يعطون الأولوية لتطورات السوق الأخيرة، ويتم حسابه باستخدام معاملات تتخفف بشكل كبير مع كل نقطة بيانات متتالية.

وبالتالي، فإن كل من "SMA" و "WMA" و "EMA" متوسطات متحركة مهمة تستخدم لتحليل بيانات الأسعار في التحليل الفني، وفي حين أن "SMA" يوفر تمثيلا بسيطا ومباشرا لاتجاهات الأسعار، يوفر كل من "WMA" و "EMA" مزيدا من المرونة والاستجابة من خلال دمج عوامل الترجيح المختلفة، ويقوم المتداولون أو المحللون باختيار المتوسط المتحرك المناسب بناء على أسلوب التداول والإطار الزمني والمستوى المطلوب من الحساسية لتحركات الأسعار. (Chen, 2010, pp. 121,122)

#### • مؤشر القوة النسبية (RSI) "Relative Strength Index":

تم تطوير مؤشر القوة النسبية "RSI" من قبل "Wells Wilder"، وهو مؤشر زخم أو تذبذب، يقيس القوة الداخلية النسبية للسهم أو السوق مقابل نفسه، بدلا من مقارنة أصل بأخر، أو سهم بسوق (Pring, 2014, p. 279)، يمثل مؤشر القوة النسبية "RSI" مؤشر الزخم المفضل لدى المتداولين نظرا لانتشار فائدته وشعبته على نطاق واسع، فهو يعمل كمقياس لشدة التحولات الاتجاهية للأسعار، مما يساعد المستثمرين في تشكيل التوليفة المتوازنة لتحسين العوائد مع تخفيف المخاطر في الوقت نفسه، وبالإضافة إلى ذلك، فهو يسهل تحديد ظروف السوق التي تتسم بحالات إفراط الشراء أو البيع. (شنافة و حركاتي، 2023، صفحة 49)

يعتمد مؤشر القوة النسبية على الفرق بين متوسط سعر الإغلاق في الأيام الصاعدة مقابل متوسط سعر الإغلاق في الأيام الهابطة، ومن الشائع استخدام فترة زمنية مدتها 14 يوما، ولكن يمكن أيضا استخدام فترات أخرى. (Edwards & Magee, 2001, p. 628)

#### • مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (MACD) "Moving Average

##### :"Convergence Divergence

يرجع الفضل إلى "Gerald Apple" في وضع هذا المؤشر، الذي يعرف بأنه أحد أبسط الأدوات والمؤشرات العملية في التحليل الفني وأكثرها واقعية، فبالإضافة إلى قدرته الإشارة إلى

اتجاه السوق، فهو يعمل أيضا كمقياس للزخم، وما يميزه عن غيره هو استخدامه للمتوسطات الحسابية، وهي مؤشرات فرعية، ويستفيد هذا الدمج بشكل فعال من نقاط قوة كل من المؤشرات الرائدة والمتأخرة، ونتيجة لذلك، ينتج المؤشر قيما يمكن أن تتراوح ما بين السالب والموجب إلى ما لا نهاية، حيث يعمل بطبيعته كمؤشر مركزي. (ليندة ، 2018، صفحة 136)

• **مؤشر متوسط الاتجاه (ADX): Average Directional Index**

مؤشر متوسط الاتجاه "ADX" هو مؤشر تحليل فني يستخدمه المحللون والمتداولين لتحديد قوة وزخم الاتجاه للأصول المالية، تم تطويره من طرف "J.Welles Wilder Jr" في أواخر السبعينيات، وأصبح منذ ذلك الحين أداة مستخدمة على نطاق واسع للمتداولين والمحللين الذين يسعون إلى تقييم قوة اتجاهات السوق. وتقوم فكرة هذا المؤشر على الإشارة إلى وجود اتجاه عندما يكون السوق في أعلى درجات الاتجاه، أي انه مؤشر اتجاهي يبحث عن اتجاه قوي سواء كان صاعدا أو هابطا. (Edwards & Magee, 2001, p. 661)

يمكن أن يكون الاتجاه إما صاعدا أو هابطا، ويظهر ذلك من خلال مؤشرين مصاحبين له، وهما مؤشر الاتجاه السالب "DI-" ومؤشر الاتجاه الموجب "DI+" ولذلك، يتضمن مؤشر "ADX" عادة خطوط منفصلة تستخدم للمساعدة في تقييم ما إذا كان ينبغي إجراء صفقة شراء أو بيع، أو ما إذا كان ينبغي إجراء صفقة أصلا، حيث يتفاعل خطوط "DI+" و "DI-" مع بعضها للتحقق مما إذا كان الاتجاه صاعدا أم هابطا، فعندما يرتفع خط "DI+" فوق خط "DI-"، فإنه يشير إلى اتجاه صاعد، بينما عندما ينخفض خط "DI+" إلى ما دون خط "DI-"، فإنه يشير إلى اتجاه هابط.

يكون الاتجاه قويا عندما يكون مؤشر "ADX" أعلى من 25؛ ويكون الاتجاه ضعيفا أو يكون السعر بلا اتجاه عندما يكون مؤشر "ADX" أقل من 20، وتدل القيمة ما بين 30 و 50 على اتجاه قوي وأن هناك احتمال كبير لتحقيق الربح، مع ذلك، إذا وصل مؤشر ADX إلى 50، يعتبر هذا الاتجاه في ذروته، وينبغي عدم محاولة فتح أية صفقات جديدة، حيث أن السوق غالبا سينعكس عند تلك النقطة. (ليندة ، 2018، صفحة 128)

ثانيا: التحليل الأساسي "fundamental analysis"

1. تعريف التحليل الأساسي:

التحليل الأساسي هو أحد طرق تقييم الأسهم، والذي يتضمن تحليل عمليات الشركة لتقييم آفاقها الاقتصادية، ويستند إلى الخصائص المالية الأساسية للشركة (مثل الأرباح) والصناعة المقابلة لها والتي من المتوقع أن تؤثر على قيم الأسهم، يستند التحليل إلى البيانات المالية للشركة من أجل التحقق في الأرباح والتدفق النقدي والربحية والرافعة المالية، كما يشمل التحليل الأساسي تحليل خطوط الإنتاج الرئيسية، والتوقعات الاقتصادية للمنتجات (بما في ذلك المنافسين الحاليين والمحتملين)، والصناعات التي تعمل فيها الشركة، ينتج عن هذا التحليل توقعات نمو الأرباح، وبناء على آفاق نمو الأرباح، يتم تحديد القيمة العادلة للسهم باستخدام واحد أو أكثر من نماذج تقييم حقوق الملكية، حيث تستند القيمة العادلة إلى حسابات القيمة الحالية، ويتم الحصول على هذه الأخيرة -القيمة العادلة- عن طريق خصم التدفق النقدي المستقبلي من خلال معدل العائد المطلوب في السوق. (Valdine, 2010, p. 109)

ويعتبر التحليل الأساسي منهج تحليلي يساعد على تقدير مختلف العوامل؛ مثل أداء الشركة، تحليل منافسة الأعمال، تحليل الصناعة، التحليل الاقتصادي، والأسواق الجزئية والكلية، ويقارن هذا التحليل القيمة الجوهرية للسهم بسعره السوقي للتأكد مما إذا كان سعر السهم المدرج قد عكس قيمته الجوهرية أم لا، ويساعد أيضا لتحديد الوقت الصحيح لشراء أو بيع الأسهم. (Liugita, Salsabilla, & Meythi , 2024, p. 02)

## 2. منهجية التحليل الاساسي:

يمكن التمييز بين منهجين للتحليل الأساسي، منهج التحليل الأعلى إلى الأسفل "Top-Down"، أو من الأسفل إلى الأعلى "Bottom-Up":

### أ. منهج التحليل من الأعلى إلى الأسفل (الكلية فالجزئي) "Top-Down":

في منهج التحليل من أعلى إلى أسفل (التنازلي)، يتم البدء بتحليل مختلف عوامل وظروف الاقتصاد الكلي مثل أسعار الفائدة والتضخم ومستويات الناتج المحلي الإجمالي وغيره من المؤشرات والظروف الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل عوامل الشركة أو الأصل المالي محل التقييم، وهذا من أجل تحديد الاتجاه العام للاقتصاد وتحديد الصناعات وقطاعات الاقتصاد التي تقدم أفضل فرص الاستثمار.

### ب. منهج التحليل من الأسفل إلى الأعلى (الجزئي فالكلي) "Bottom-Up":

بالمقابل يركز منهج التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التصاعدي) في التحليل الأساسي على تحليل الأصل المالي المحدد المراد الاستثمار فيه، حيث يتم تحليل عوامل الاقتصاد الجزئي المختلفة أي ظروف الشركة بذاتها، مثل الصحة المالية، أرباح الشركة ومختلف المقاييس المالية، ثم يتصاعد مستوى التحليل ليشمل الظروف القطاعية وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية ككل، والأساس المنطقي لمنهج التحليل التصاعدي هو أن الأسهم الفردية قد يكون أداؤها أفضل بكثير من الصناعة أو القطاع ككل. (زيد، 2015، صفحة 127)

### 3. مكونات وركائز التحليل الأساسي:

يرتكز التحليل الأساسي على ركائز مفتاحية معينة، ويمكن اعتبارها مراحل يمر بها خلال عملية التحليل والتقييم، يمكن ايضاحها فيما يلي:

#### أ. تحليل الاقتصاد الكلي للبيئة:

يتكون تحليل الاقتصاد الكلي للبيئة من ملاحظة الظواهر التي تحدث في الاقتصاد، وكذلك حالته وتقلباته، لصياغة توقعات بشأن معدل تطوره وتقدير جاذبية الاستثمار في بلد معين، في هذه الحالة، لا ينبغي إغفال التقييم العالمي للوضع الاقتصادي والسياسي، الذي يمكن أن يكون له تأثير كبير على الأسواق المحلية.

تتضمن هذه المرحلة تحليلاً لمؤشرات الاقتصاد الكلي النموذجية مثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، معدل البطالة، معدلات الفائدة...، ولكن أيضاً العناصر غير القابلة للقياس مثل الاستقرار السياسي، السياسة الضريبية، قواعد التوظيف، الإمكانيات العلمية، البنية التحتية، الوضع الديموغرافي أو العادات الاجتماعية والثقافية. (Gereltuya, 2021, p. 22)

#### ب. التحليل القطاعي:

يعني التحليل القطاعي فحص مجموعة من القطاعات المتشابهة من حيث العوامل النموذجية الخاصة بها، ومن بينها: (Figurska & Wisniewski, 2016, p. 37)

- العوائد التاريخية والمتوقعة على الاستثمارات؛
- مستوى المخاطر المرتبطة بالاستثمارات؛

- الحساسية للوضع الاقتصادي؛
- حجم واتجاهات ووتيرة التغييرات إلى جانب أسبابها؛
- الاستجابة لتغيرات الأسعار وجودة المنتجات؛
- مستوى تشبع السوق.

كما يمكن إضافة بيانات ومؤشرات إحصائية تتعلق، على وجه الخصوص بما يلي:

المبيعات، الأرباح، توزيعات الأرباح، الرواتب، هيكل رأس المال، ربحية الاستثمار، وكذلك التكنولوجيا والابتكارات. والهدف الرئيسي من هذا التحليل هو تحديد حجم تأثير البيئة وتغيراتها ذات الصلة على النتائج الاقتصادية وفرص التنمية للاستثمارات. (Figurska & Wisniewski, 2016, p. 37)

### ج. تحليل الشركة:

يعني تحليل الشركة تقييم استثمار ما أو شركة ما بالمقارنة مع قطاع الأعمال بأكمله، وتحديد مستوى الربحية والمركز التنافسي وحصصة الشركة في السوق واحتمالات زيادتها أو نقصانها في المستقبل، يتم إجراء تحليل الحالة أو الوضع بشكل أساسي اعتمادا على الجوانب غير المالية (Soft Factors)، مثل: الاستراتيجية وأفاق التطوير، العوائق التي تحول دون دخول السوق، وصعوبة الحصول على قنوات توزيع جديدة، عدد الموردين والمستهلكين، مواصفات المنتج وإمكانية ظهور بدائل له، رأس المال الفكري، والتكنولوجيا التطبيقية والقدرة على الابتكار، ولاء المستهلكين والسمعة الاجتماعية.

في إطار تحليل الظروف، يستخدم تحليل "SWOT" بشكل شائع، حيث يتم فحص نقاط القوة والضعف في المشروع بالإضافة إلى الفرص والتهديدات الناتجة عن البيئة التي يتواجد فيها، وتقسيمها إلى عوامل داخلية وخارجية، ومع ذلك، لا يمكن إجراء تقدير قاطع لمستوى تأثير هذه المعلومات على القيمة الجوهرية لأنه لم يتم تطوير خوارزميات دقيقة لهذا الإجراء حتى الآن، يمكن أن يساهم تحديد أهمية هذه العوامل، ولو على سبيل التقريب، في إضفاء الطابع الموضوعي على عمليات تقييم القيمة الجوهرية (Figurska & Wisniewski, 2016, p. 37)

### د. التحليل المالي:

يعتمد التحليل المالي بشكل رئيسي على البيانات الكمية ويقوم الأداء العام للشركة (حالتها الاقتصادية والمالية) على أساس البيانات المستخرجة من التقارير المنشورة (نشرة الإصدار، التقارير الدورية، الميزانيات،

حساب الأرباح والخسائر، بيان التدفقات النقدية، بيان التغيرات في حقوق الملكية، محاضر اجتماعات مجلس الإدارة) والعوامل المؤثرة على هذه النتائج، (Gereltuya, 2021, p. 23) وغالبا ما ينطوي التحليل المالي على مايلي:

- **التحليل الأولي (تحليل الميزانية):** ويعني فحص الهيكل من خلال تحليل عناصر البيانات المالية:
  - \_ **رأسي (ثابت):** ويتم فيه تحليل هيكل الأصول مع تحديد الأوزان النسبية المئوية لعناصره ومصادر تمويلها في اللحظة التي تم تحليلها.
  - \_ **أفقي (ديناميكي):** اتجاه وديناميكيات التغيرات في أصول معينة مقارنة بقيمها السابقة، ويقصد به مقارنة البيانات الواردة بالقوائم المالية لعدة فترات محاسبية متتالية (اثنتين أو أكثر)، ويتم المقارنة بين قيمة البند ذاته ولكن على مدار عامين متتالين أو أكثر.
  - \_ **تحليل النسب:** حساب وتفسير المؤشرات الاقتصادية والمالية أو النسب المالية التي تعتبر من أهم أساليب وأدوات التحليل المالي، والتي تنقسم عادة لخمس مجموعات: نسب السيولة، نسب الرافعة المالية، نسب النشاط، نسب الربحية، نسب السوق. (Figurska & Wisniewski, 2016, p. 38) تعتبر النسب المالية من أشهر أدوات تقييم أداء الوحدة الاقتصادية حيث يعتمد عليها المحللون الماليون لتحديد مدى القدرة الائتمانية للوحدة الاقتصادية، وكذلك لمراقبة الأداء وتقرير ما إذا كان يتم الاستثمار في الشركة أم لا، وعلى المستوى الداخلي فإن النسب المالية تكون مفيدة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية وتقييم أداء المديرين. (الفريح، 2018، صفحة 42)

#### 4. أهمية التحليل الأساسي:

يعد التحليل الأساسي أداة فعالة ومهمة في منهج دراسة الاستثمار في الأسهم، فهو يكتسي أهمية قصوى في توصيف الشركة بمؤشرات معينة تشير إلى سلوكها المالي، مما يساعد المستثمرين في تحديد خطة عملهم على مدى فترة من الزمن، ومن مزايا التحليل الأساسي، أن له الأولوية بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ القرارات، وتشمل مزاياه: الموضوعية، المنظور طويل الأجل، القيمة، فهم أقوى للأعمال. (Liugita, Salsabilla, & Meythi, 2024, p. 03)

### المبحث الثالث: عوائد وربحية السهم العادي والعوامل المؤثرة فيه

في عالم الاستثمارات المالية، يشكل تحليل عائدات الأسهم العادية عنصرا حاسما في تقييم الأصول المالية وتوجيه قرارات الاستثمار، تعكس هذه العوائد العائد الاقتصادي الذي يجنيه المستثمر من استثماره في شركة، حيث يعمل كمقياس مهم لقياس أداء الشركة وتقييم فعاليتها محفظة المستثمر، وتتأثر عوائد السهم العادي بمجموعة من العوامل المختلفة التي يتعين على المستثمرين فهمها وتحليلها بدقة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

### المطلب الأول: مفهوم الربحية وأهم مقاييسها

#### أولا: الربحية

أصبحت العلاقة بين الأرباح وأسعار الأسهم موضوعا محوريا ومن أكثر المواضيع التحليلية في الأداء المالي، وقد نالت اهتمام كبيرا من المستثمرين والباحثين ودارسي مجال التمويل والاستثمار، وهذا لما تكتسبه الربحية من أهمية وتأثير على مجال الاستثمار، تعرف الربحية على أنها المؤشرات التي تقيم وتقيس فعالية وكفاءة المؤسسة في استغلال الموارد بشكل أمثل لتحقيق الأرباح، وهي مؤشر حاسم حول الأداء المالي للمؤسسة، وتعكس مدى كفاءة الإدارة في وضع السياسات واتخاذ القرارات الاستراتيجية.

تعرف الربحية على أنها مؤشر لقدرة الشركة على استخدام مواردها لتحقيق أرباح من العمليات التشغيلية التي تم تنفيذها لضمان استمرارية الشركة في المستقبل، وتعتبر مقياسا لأرباح الشركة مقارنة بنفقاتها، وبعبارة أخرى، هي قدرة الشركة على تحقيق أرباح من عملياتها تقيس الربحية قدرة الشركة على توليد الأرباح بالنسبة لتكاليفها واستثماراتها. وهي تعكس كفاءة وفعاليتها عمليات الشركة. (Reschiwati, Syahdina, & Handayani, 2020, p. 327)

#### ثانيا: أهمية تحقيق الربحية

إن ربحية الشركة هي الصورة التي تقيس مدى قدرة الشركة على توليد أرباح من العمليات التشغيلية التي تم تنفيذها لضمان استمرارية الشركة في المستقبل، كلما زادت الأرباح التي تولدها الشركة ستزيد من ثقة الدائنين في تقديم القروض وستزيد أيضا من ثقة المستثمرين في استثمار رأس المال، لأن تحقيق ربح ملائم أمر مهم جدا للمحافظة على القيمة السوقية لحملة أسهم هذه الشركة أو زيادتها، لذلك يمكن القول إن القدرة

على تحقيق الأرباح تؤثر على هيكل رأس المال، وهذا يدعم نظرية ترتيب اختيار المصادر التي تنص على أنه كلما زادت قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، انخفض استخدام الديون. واستنادا إلى نظرية الإشارة، فإن الأرباح التي تحصل عليها الشركة ستكون إشارة من الإدارة لإظهار آفاق الشركة التي يمكن رؤيتها بناء على مستوى الأرباح التي حصلت عليها الشركة، بحيث تؤثر القدرة على قيمة الشركة. (Reschiwati, Syahdina, & Handayani, 2020, p. 327)

إن الزيادة بنسب الربحية يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم فالزيادة المتوقعة بنسب الربحية تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها وزيادة عوائدها، أي أن تحقيق الشركة للربح المناسب يساعد على الحفاظ على أسعار أسهم هذه الشركة في الأسواق المالية وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، وقد أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين العوائد والأرباح علاقة طردية. (الخطيب، 2009، صفحة 61)

### ثالثا: أهم مقاييس الربحية

إن اتخاذ قرارات صحيحة للاستثمار يتطلب فهما عميقا للمقاييس الرئيسية التي تعكس عائد وربحية الشركة أو السهم، توجد مقاييس مختلفة للربحية تعمل كأدوات حيوية للمستثمرين، حيث توفر كل من هذه المقاييس رؤى متكاملة حول الصحة المالية للشركة وأدائها، وتقدم مجتمعة رؤية شاملة للعائد المحتمل على الاستثمار، فيما يلي بعض أهم هذه المقاييس المفسرة للربحية:

#### 1. الربح التشغيلي قبل الفوائد و الضرائب "EBIT":

ويسمى أيضا هامش التشغيل "Operating Mrgin"، وهو من أهم المقاييس حيث يقيس الربحية التشغيلية للشركة كنسبة مئوية من مبيعاتها، ويقصد به صافي الربح المحقق من أعمال المشروع العادية خلال الفترة قبل احتساب الفوائد والضرائب، حيث يتم استبعاد الإيرادات والمصروفات الاستثنائية، ويعتبر هذا المفهوم للربح من أفضل المفاهيم التي تعبر عن مدى كفاءة المؤسسة في ممارسة أنشطتها الأساسية وعن مدى ربحية عملياتها التشغيلية. (Yannick, 2020, p. 86)

#### 2. هامش الربح الصافي "Net Profit Margin":

يعكس هامش الربح الصافي، أو صافي الهامش، قدرة الشركة على توليد الأرباح بعد احتساب جميع النفقات والضرائب، يتم الحصول عليه عن طريق تقسيم صافي الدخل إلى إجمالي الإيرادات، ويعتبر من أول المؤشرات حول الصحة المالية الإجمالية للشركة، كما أنه مقياس يشير إلى مدى قدرة إدارة الشركة من تحقق أرباحا كافية من مبيعاتها والمحافظة على جميع التكاليف تحت السيطرة. (SCOTT , 2005, p. 126)

يتم حسابه كما يلي: (الحويماي، 2006، صفحة 186)

$$\text{هامش الربح} = \frac{\text{صافي الربح لحملة الأسهم العادية}}{\text{المبيعات}}$$

### 3. معدل العائد على رأس المال المستخدم "ROCE":

يقيس العائد على رأس المال المستخدم "ROCE" الربحية التشغيلية للشركة (قبل أو بعد الضريبة) كنسبة مئوية من رأس المال المستخدم أو صافي الأصول التشغيلية، وهو عبارة عن نسبة مالية يمكن استخدامها لتقييم ربحية الشركة وكفاءة رأس المال، وبعبارة أخرى، يمكن أن تساعد هذه النسبة في فهم مدى نجاح الشركة في تحقيق الأرباح من رأس مالها الموجه للاستخدام والاستغلال، ويعد "ROCE" أحد نسب الربحية العديدة التي قد يستخدمها المديرون الماليون وأصحاب المصلحة والمستثمرون المحتملون عند تحليل شركة ما للاستثمار.

ويتم حسابه بالمعادلة التالية: (Yannick, 2020, p. 87)

$$ROCE = \frac{EBIT}{Capital\ Employed}$$

### 4. العائد على حقوق الملكية "ROE": Return on equity

يقيس العائد على حقوق الملكية "ROE" العائد المتوقع للمساهمين من أموالهم المستثمرة في الشركة، ويعتبر مؤشرا مهما لقياس مدى قدرة وكفاءة الشركة على استخدام رأس المال المستثمر في توليد الدخل للمساهمين. (Ichsani & Suhardi, 2015, p. 898) يأتي رأس المال المستثمر من استثمارات المساهمين في أسهم الشركة وأرباحها المحتجزة ويتم الاستفادة منه لتحقيق الربح، وبالتالي فهو معدل العائد على الأموال المستثمرة من قبل المالكين والذي يعد المعيار لتعظيم ثروتهم، وكلما ارتفع العائد، كان أداء

الشركة أفضل في استخدام استثماراتها لتحقيق الربح. يتم حساب العائد على حقوق الملكية كالتالي: "معدل العائد على حق الملكية = صافي الأرباح / حقوق الملكية"، والمعادلة التالية توضح طريقة الحساب: (FRANKLIN, GRAYBEAL, & COOPER, 2019, p. 1019)

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Average\ Stockholder\ Equity}$$

#### 5. العائد على الأصول "Return on equity ROA":

يعبر العائد على الأصول عن ربحية الشركة مقارنة بإجمالي أصولها، فهو يشير ببساطة إلى مدى قدرة الشركة على تحقيق أرباح مقارنة بقاعدة أصولها، أي مدى قدرة الشركة على استخدام أصولها بنجاح لتحقيق الأرباح (Yannick, 2020, p. 88). كما أنه مؤشر يقيس مدى كفاءة الشركة في استثمار الأموال التي تحصلت عليها من كل مصادر التمويل الخارجية والداخلية لذا هي نسبة لقياس ربحية المؤسسة بشكل عام (مطر، 2003، صفحة 46)، لحساب العائد على الأصول، يتم قسمة صافي دخل الشركة على إجمالي أصولها، كما هو موضح في المعادلة: (Yannick, 2020, p. 88)

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

#### 6. ربحية السهم "Earnings per share (EPS)"

ربحية السهم الواحد "Earnings per share (EPS)" هي مؤشر حسابي يوضح حجم الأرباح التي تحققها الشركة لكل سهم من أسهمها العادية، وهو بمثابة مؤشر على الربحية من خلال قياس أداء الكيان فيما يتعلق برأس المال المستخدم لتوليد هذه العوائد، وقد أصبحت ربحية السهم أداة مفيدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين، لأنها تشير إلى الآفاق المستقبلية والنمو. (Robbetez, 2015, p. 04)

وبما أن مؤشر ربحية السهم هو جوهر دراستنا، فسيتم التفصيل فيه أكثر في مايلي من عناصر الدراسة.

## المطلب الثاني: تحليل عوائد وربحية السهم العادي

تعتبر عوائد وربحية السهم العادي أحد العناصر الجوهرية لتقييم الأداء المالي للشركات، وتمثل ربحية السهم العادي (EPS) مؤشرا مهما يعكس مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح وتوزيعها على المساهمين، ما يعطيه مكانة رئيسية لدى المستثمرين والمحللين في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. سنتطرق في هذا المطلب إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بعوائد وربحية السهم العادي، وكذا أنواعها، والعناصر المكونة له وفهم طرق حسابها، بالإضافة إلى بعض العوامل المؤثرة في ربحية السهم نظريا.

### أولاً: عوائد السهم العادي

عوائد السهم العادي هي العائد الاقتصادي والمكاسب المالية التي يحققها حامل السهم من خلال استثماره في الشركة، والتي تتجلى إما في صورة توزيعات نقدية (مثل توزيعات الأرباح) أو ارتفاع في قيمة السهم (كما يظهر في ارتفاع سعر السوق) وهي الأرباح الرأسمالية، يمكن تقييم العوائد على الأسهم العادية من خلال مقاييس مختلفة، بما في ذلك عائد الأرباح وعائد توزيعات الأرباح، والتي تعكس العائدات النقدية المتوقعة على الاستثمار في السهم.

يمكن أن يتخذ العائد على الأسهم العادية أشكالاً مختلفة:

1. **الأرباح الرأسمالية:** وهي الأرباح المكتسبة نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم بمرور الوقت، مما يسمح للمساهمين ببيع أسهمهم بسعر أعلى من سعر الشراء، أي أن هذا العائد يتحقق من خلال عمليات تداول الأسهم في البورصات.
2. **توزيعات الأرباح:** هي مدفوعات نقدية توزعها الشركة على المساهمين من أرباحها في حال تحققت وتقرر توزيعها كمكافأة على استثمارات المساهمين. (YADAV, 2010, pp. 26,63)
3. **إجمالي العائد:** هذا هو إجمالي الربح أو الخسارة على الاستثمار خلال فترة محددة، ويجمع بين كل من الأرباح الرأسمالية ودخل توزيعات الأرباح.

يتضمن حساب العائدات على الأسهم العادية تقييم أداء الاستثمار بالنسبة إلى تكلفته الأولية والنظر في أي دخل يتم تحقيقه خلال فترة الاحتفاظ به، ما يوفر نظرة واضحة على الكفاءة التشغيلية للشركة وصحتها

المالية وقدرتها على توليد عوائد لمساهميها. (الحناوي ، إبراهيم، و جلال، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، 2005، صفحة 37)

### ثانيا: تحليل ربحية السهم

كما أشرنا سابقا، تمثل ربحية السهم "Earnings per share (EPS)" مقياسا حاسما عند تقييم أداء الشركة أو تقييم أسهمها، فهو يدل على جزء الأرباح المخصص لكل مساهم لكل سهم مملوك، يستلزم حساب ربحية السهم الواحد استخدام الأرباح المتاحة للمساهمين بعد الوفاء بجميع الالتزامات تجاه أصحاب الحقوق الآخرين، وبعد خصم الضرائب وتوزيعات الأسهم الممتازة، توضح الصيغة التالية طريقة تحديد هذا المقياس: (سيارن ، 2010، صفحة 179)

$$\text{EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}}$$

يلاحظ في المعادلة السابقة، من خلال إزالة توزيعات الأسهم الممتازة من صافي الدخل، يمثل البسط الربح متاح للمساهمين العاديين، نظرا لأن توزيعات الأسهم الممتازة تمثل مقدار صافي الدخل الذي سيتم توزيعه على المساهمين الممتازين، فمن الواضح أن هذا الجزء من الدخل غير متاح للمساهمين العاديين، في حين أن هناك عددا من الاختلافات في قياس أرباح الشركة المستخدمة في العالم المالي، حيث يوجد اختلاف مثلا في استعمال مؤشر "NOPAT" (صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب) أو "EBITDA" (الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك)، وفي هذا الصدد تفرض معايير "GAAP" من الشركات حساب "EPS" بناء على صافي دخل الشركة، حيث يظهر هذا المبلغ مباشرة في بيان دخل الشركة، والذي يجب تدقيقه للشركات. أما في ما يخص المقام، يتم استخدام الأسهم العادية فقط لتحديد ربحية السهم لأن "EPS" هي مقياس للأرباح لكل سهم عادي، ونظرا لامكانية تغير عدد الأسهم على مدار العام بحيث تصدر الشركة وتعيد شراء أسهم من أسهمها مثلا، فإنه يتم استخدام المتوسط المرجح لعدد الأسهم على المقام بسبب هذا النقلب.

تتضمن صيغة حساب المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة ضرب عدد الأسهم القائمة خلال كل جزء من الفترة عامل ترجيح زمني، وعامل الترجيح الزمني هو حاصل قسمة عدد الفترة (أيام، أشهر...) التي تكون

فيها الأسهم قائمة على إجمالي الفترة. ثم يتم تلخيص النتائج للحصول على المتوسط المرجح، وذلك حسب الصيغة التالية: (FRANKLIN, GRAYBEAL, & COOPER, 2019, p. 898)

$$\bullet \text{ المتوسط المرجح للأسهم} = (\text{الأسهم القائمة "1"} \times \text{عامل الترجيح الزمني "1"}) + (\text{الأسهم القائمة "2"} \times \text{عامل الترجيح الزمني "2"}) + \dots$$

حيث:

— تمثل الأسهم القائمة "1" و الأسهم القائمة "2" ...، عدد الأسهم القائمة خلال كل فترة.  
 — وتمثل عامل الترجيح الزمني "1" وعامل الترجيح الزمني "2" ...، الفترة كانت فيه هذه الأسهم قائمة، معبرا عنها بنسبة مئوية.

ويتم حساب عامل الترجيح الزمني بقسمة الفترة التي كانت فيها عدد الأسهم المعنية قائمة، على إجمالي الفترة، فمثلا عامل الترجيح الزمني للأسهم القائمة لمدة 6 أشهر هي:  $0.5 = 12/6$ .

كما يمكن حسابه رياضيا بالصيغة التالية:

$$EPS = \frac{(EBIT - I)(1 - T)}{n}$$

حيث:

— **EBIT**: الربح التشغيلي قبل الفوائد و الضرائب؛

— **I**: مبلغ الفوائد؛

— **T**: معدل الضريبة؛

— **n**: عدد الأسهم العادية المرجح.

تمثل ربحية السهم "EPS" نصيب السهم العادي الواحد من صافي الدخل المنسوب إلى المساهمين العاديين، فهو يشير إلى الربح المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة بعد حساب الفوائد والضرائب وتوزيعات الأرباح من الأسهم الممتازة المحققة. ويعتبر "EPS" مقياس رئيسي يستخدمه المستثمرون لتقييم ربحية الشركة على أساس كل سهم.

تقيس ربحية السهم "EPS" الجزء من ربح الشركة المخصص لكل حصة قائمة من الأسهم العادية، يعتقد العديد من المحللين الماليين أن "EPS" هي الأداة الوحيدة الأكثر أهمية في تقييم سعر السهم السوقي، يمكن أن تؤدي الأرباح المرتفعة أو المتزايدة للسهم إلى ارتفاع سعر السهم، وعلى العكس من ذلك، يمكن أن يؤدي انخفاض أرباح السهم إلى خفض سعر السهم. (FRANKLIN, GRAYBEAL, & COOPER, 2019, p. 897)

يمكن التمييز بين أنواع ربحية السهم "EPS" كما يلي:

#### أ. ربحية السهم الأساسية "Earnings per share (EPS):"

ربحية السهم الأساسية هي نسبة الربح (أو الخسارة) التي تحققها المؤسسة في فترة إعداد التقارير التي يتم احتسابها والتي هي متاحة لحاملي الأسهم العادية للمؤسسة الأم والمتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية خلال نفس فترة إعداد التقارير، والمقصود هنا هو فترة معينة كالسنة المالية.

إن اشتراط إدراج المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية في المقام لحساب ربحية السهم يرجع إلى حقيقة أن عدد هذه الأسهم يمكن أن يتغير خلال الفترة لأسباب مختلفة، فعلى سبيل المثال، إصدار أسهم جديدة أو إعادة شراء أسهم قائمة، مما يؤثر على حقوق الملكية، وبالتالي، يتم تحديد المقام على أنه عدد الأسهم العادية في بداية الفترة معدلاً بعدد الأسهم التي أعيد شراؤها أو إصدارها خلال الفترة مضروباً في عامل ترجيح زمني، وعامل الترجيح الزمني هو حاصل قسمة عدد الأيام التي تكون فيها الأسهم قائمة وإجمالي عدد الأيام في الفترة. عملياً، وأثناء تحديد قيمة هذا العامل، قد تكون هناك بعض المشاكل الناتجة عن التحديد الصحيح للتاريخ الذي يجب أن تدرج فيه الأسهم. وقد تم توضيح الحالات المحتملة في الفقرة 21 من المعيار المحاسبي الدولي<sup>33</sup> (Kwinto & Voss , 2017, p. 58).

وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من الأحداث التي ينتج عنها تغير في عدد الأسهم العادية المطروحة والمتداولة في السوق منها زيادة رأس مال الشركة بطر أسهم جديدة للاكتتاب ، توزيع أسهم مجانية ، شراء أسهم خزينة، تجزئة السهم، تحويل السندات أو الأسهم الممتازة القابلة لتحويل إلى أسهم عادية. (أسيل، 2018، صفحة 35)

#### ب. ربحية السهم المخففة Diluted EPS :

تعتبر ربحية السهم المخففة أكثر تعقيدا من ربحية السهم الأساسية، حيث تعبر ربحية السهم المخففة عن ربحية السهم التي ستحققها المؤسسة إذا تم تنفيذ جميع الضمانات والأدوات القابلة للتحويل والخيارات، مما يؤدي إلى زيادة إجمالي حجم الأسهم العادية. عند حساب ربحية السهم المخفف، يتم تعديل إجمالي الأرباح الأساسية لأي وفورات بعد الضريبة قد تنشأ عند استبدال الأدوات القابلة للتحويل بأسهم عادية قبل أن يتم تقسيمها على العدد المتزايد من الأسهم العادية.

يعتبر من الضروري للشركات حساب ربحية السهم المخففة والإفصاح عنها في ظاهر بيان الأرباح أو الخسائر والإيرادات الشاملة الأخرى، وهذا بسبب وجود أدوات مالية يمكن تحويلها في ظل ظروف محددة إلى أسهم عادية وبالتالي زيادة عدد الأسهم وتقليل ربحية السهم الأساسية، تسمى الأدوات المخففة حصة عادية محتملة وتعرف بأنها صك أو عقد مالي يمنح حائزها أسهما عادية، وهي تشمل: الخصوم المالية أو صكوك حقوق الملكية القابلة للتحويل إلى أسهم مثل السندات القابلة للتحويل، والخيارات والضمانات وكذلك الأسهم التي ستصدر عند استيفاء شروط معينة. (Robbetez, 2015, p. 05)

يتم تعديل ربحية السهم لتصبح ربحية سهم مخففة إذا كان تحويل الأسهم المحتملة يمكن أن يؤثر على الربح أو الخسارة الناتجة عن المؤسسة، ومن الأمثلة على هذه الحالة تنفيذ السندات القابلة للتحويل أو تحويلها إلى أسهم، ونتيجة لذلك تتوقف المؤسسة عن دفع الفائدة (السندات لم تعد موجودة)، مما يزيد من ربحها أو خسارتها ويخفض النفقات المالية، وترد بالتفصيل في الفقرة 33 من معيار المحاسبة الدولي 33 التعديلات المحتملة الناجمة عن تنفيذ الحصص العادية المحتملة. (Kwinto & Voss , 2017, p. 59)

ثالثا: مقاييس لتحليل ربحية السهم:

### 1. حصة السهم العادي من التوزيعات "Dividends Per Share DPS":

حصة السهم العادي من التوزيعات "DPS" هي مجموع توزيعات الأرباح المعلنة الصادرة عن المؤسسة لكل سهم عادي قائم، والتي تقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، تحدد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها.

يتم حساب هذا المؤشر بقسمة إجمالي توزيعات الأرباح التي تدفعها الشركة، بما في ذلك توزيعات الأرباح المؤقتة، على مدى فترة زمنية، عادة عام، على عدد الأسهم العادية القائمة.

تعتبر حصة السهم العادي من التوزيعات "DPS" مقياس مهم للمستثمرين لأن المبلغ الذي تدفعه الشركة في توزيعات الأرباح يترجم مباشرة إلى دخل للمساهم، وبالتالي يعتبر من المقاييس الأكثر وضوحاً والذي يمكن للمستثمر استخدامه لحساب مدفوعات الأرباح من امتلاك أسهم ما بمرور الوقت، ويمكن أن تمنح الزيادة المستمرة في "DPS" المستثمرين الثقة في أن إدارة الشركة تعتقد أن نمو أرباحها يمكن أن يستمر. (Kumar, Venoor, & Sannor, 2018, p. 191)

يتم حسابه بالمعادلة التالية: (مطر، 2015، صفحة 278)

$$DPS = \frac{\text{التوزيعات المعطن عنها - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة}}$$

## 2. مضاعف سعر السهم العادي "PER" Price Earnings Ratio:

مضاعف سعر السهم العادي "PER"، والمعروفة أيضاً باسم نسبة السعر إلى الأرباح "P/E"، هي مقياس مالي يستخدم على نطاق واسع يقارن سعر سهم الشركة الحالي بأرباحها للسهم 'EPS'، وهو أحد أكثر مقاييس التقييم شيوعاً التي يستخدمها المستثمرون والمحللون لتقييم الجاذبية النسبية للسهم وإمكاناته للاستثمار.

تقيس نسبة مضاعف سعر السهم العادي، العلاقة بين سعر سهم الشركة وأرباحها للسهم 'EPS'، وهو يحدد المبلغ الذي يرغب المستثمرون في دفعه مقابل كل دولار من الأرباح التي تولدها الشركة. (الخطيب، 2009، صفحة 82)

تحدد هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$PER = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{حصة السهم العادي من الأرباح (EPS)}}$$

## 3. مردود السهم العادي "YPS" Yield Per Share:

مردود السهم العادي هو نسبة مالية تقيس المستوى النسبي لإيرادات الأرباح، يتم حسابه على أنه توزيعات الأرباح السنوية للسهم مقسومة على سعر السهم، كما أنه يوضح المبلغ الذي تدفعه الشركة في توزيعات الأرباح كل عام مقارنة بسعر سهمها. بافتراض عدم رفع الأرباح أو خفضها، سيرتفع العائد عندما ينخفض

سعر السهم. وعلى العكس من ذلك، سينخفض عندما يرتفع سعر السهم، نظرا لأن عوائد توزيعات الأرباح تتغير بالنسبة لسعر السهم، فقد تبدو غالبا مرتفعة بشكل غير عادي بالنسبة للأسهم التي تنخفض قيمتها بسرعة. يتم حسابه بالمعادلة التالية: (Mirzaldi, Sadalia, & Irawati, 2021, p. 237)

$$\frac{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS)}}{\text{السعر السوقي للسهم}} = YPS$$

#### رابعاً: ربحية السهم "EPS" تحت معايير المحاسبة الدولية "IASB"

تعد ربحية السهم من أهم النسب المالية التي تسهل على المستثمرين اتخاذ قراراتهم بشأن اختيار الشركة التي سيستثمرون فيها، وللقيام بهذا الدور، يجب أن يتم حسابها وفقاً لنفس القواعد من قبل جميع الشركات، بحيث يمكن مقارنة النتائج بشكل صحيح، ولذلك، أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) معياراً خاصاً ينظم بشكل شامل قواعد احتسابها وعرضها في القوائم المالية، وتم تحديد مبادئ حساب ربحية السهم بالتفصيل، وهو معيار المحاسبة الدولي 33 - ربحية السهم "EPS"، والذي صدر في فبراير 1997، وتم تطبيقه لأول مرة ابتداءً من 1 يناير 1999، تم تعديل المعيار مرتين وأصبحت نسخته اعتباراً من 7 أغسطس 2008 سارية المفعول الآن، والهدف من هذا المعيار هو وضع مبادئ لتحديد وعرض الأرباح لكل سهم من أجل التمكين من إجراء مقارنات أداء بين مختلف الكيانات في نفس الفترة المشمولة بالتقرير فضلاً عن مختلف فترات الإبلاغ بالنسبة للكيان نفسه. أهم متطلبات المعيار الدولي للمحاسبة 33 هو حساب وعرض مبلغين من "EPS" في البيانات المالية - الأساسية والمخفضة.

إن اشتراط تحديد النسبة للأسهم العادية يجعل من الضروري تعديل البسط عند حساب ربحية السهم أخذاً بعين الاعتبار إذا ما كانت الشركة قد أصدر أيضاً أسهماً ممتازة إلى جانب الأسهم العادية. وبالتالي، وفقاً للفقرة 14 من المعيار المحاسبي الدولي رقم 33، يجب تعديل صافي الدخل لفترة بمبالغ أرباح الأسهم الممتازة وكذلك جميع المدفوعات المكافئة. (Kwinto & Voss , 2017, p. 57)

#### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في ربحية السهم

تعتبر ربحية السهم (EPS) كمقياس محورياً في تقييم الصحة المالية للمؤسسة وأدائها، وهو يخضع للعديد من العوامل المؤثرة، ويعد مقياساً ديناميكياً يتشكل من خلال تفاعل معقد للعوامل الداخلية والخارجية للمؤسسة، لذلك فإن فهم هذه العوامل هو أمر ضروري للمستثمرين والمحللين على حد سواء، حيث يسعون

إلى اتخاذ القرارات السليمة في المشهد المتطور باستمرار للأسواق المالية. فيما يلي بعض العوامل النظرية التي من الممكن أن تؤثر في ربحية السهم.

### أولاً: الدخل الشامل "Comprehensive Income"

عرف مجلس معايير المحاسبة المالية "FASB" الدخل الشامل "Comprehensive Income" على أنه التغيير في حقوق الملكية للمؤسسة خلال الفترة المالية والناتج عن العمليات والظروف والأحداث التي تقوم بها المؤسسة أو تتأثر بها والتي ليس مصدرها الملاك أو أصحاب رأس المال، فهو يشمل كل التغيرات التي تؤثر في حقوق الملكية للشركة خلال الفترة باستثناء تلك الناتجة عن استثمارات الملاك أو التوزيعات الموزعة عليهم، (عرفات، 2019، صفحة 461)، حيث يشمل صافي الدخل والإيرادات غير المحققة، وهذه الأخيرة يمكن أن تكون مكاسب أو خسائر غير محققة، مثل الأدوات المالية التحوطية والمشتقات والمكاسب أو الخسائر الناتجة عن معاملات العملات الأجنبية.

يقدم الدخل الشامل نظرة شاملة على دخل المؤسسة، الذي قد لا يتم تسجيل بعض بنودها بالكامل في بيان الدخل، وهو يعكس التغييرات في حقوق الملكية للمالكين الناشئة عن مصادر الدخل غير المألوفة والتقليدية. (Javed & Irfan, 2019).

يعتبر مفهوم الدخل الشامل "CI" من العوامل التي تؤثر في ربحية السهم "EPS"، فقد بينت دراسة أجراها كل من (Javed & Irfan, 2019) أن إدراج بنود الدخل الشامل في بيان الدخل للمؤسسة - والتي تشمل بنوداً مستبعدة من صافي الدخل - وهي البنود التي لم تتحقق بعد، تؤثر بشكل مباشر على صافي دخل الشركة والذي يعتبر عنصراً رئيسياً في ربحية السهم، وبالتالي لها تأثير كبير على ربحية السهم "EPS".

### ثانياً: نمو صافي الدخل وعدد الأسهم القائمة

كما تمت الإشارة إليه سابقاً، فإن ربحية السهم "EPS" يدمج نمو التغيير في صافي الدخل وكذلك التغيير في عدد الأسهم القائمة، وتجدر الإشارة إلى أنه من الممكن أن يختلف نمو الدخل الصافي عن نمو الأرباح التشغيلية نتيجة للتغيرات في تكاليف التمويل ومعدلات الضرائب، كما يعكس التغيير في عدد الأسهم القائمة الأثر الصافي لعمليات إصدار الأسهم وإعادة شراء أو استرجاع الأسهم خلال الفترة ذاتها.

إن عاملي نمو صافي الدخل وعدد الأسهم القائمة لهما أثر متبادل على ربحية السهم "EPS"، فبما أن هذا الأخير يتم احتسابه بقسمة صافي دخل الشركة على عدد الأسهم القائمة، فإن أي تغيير في دخل المؤسسة

الصافي سيكون له أثر في ربحية السهم، ولكن بافتراض بقاء عدد الأسهم القائمة ثابتاً، وعلى العكس من ذلك، فإن أي تغيير في عدد الأسهم القائمة، بافتراض عدم تغيير صافي ربح المؤسسة سيؤثر أيضاً في ربحية السهم "EPS"، وهذا ما يقودنا إلى تفصيل آخر وهو إمكانية تغيير عدد الأسهم القائمة. (Mauboussin & Callahan, 2023, pp. 4,7)

### ثالثاً: إعادة شراء الأسهم "Shares Buyback"

عملية إعادة شراء الأسهم أو الـ "BuyBack" هي أن تقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ويمكن لهذه العملية أن يكون لها أثر واضح على ربحية السهم "EPS"، فعند قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، فإنها تخفض من عدد الأسهم القائمة، وبالتالي، يتم توزيع صافي الدخل بين عدد أقل من الأسهم، مما يتسبب في ارتفاع ربحية السهم "EPS"، وعادة ما تستخدم هذه الاستراتيجية من قبل المؤسسات التي تمتلك فائض النقد أو تلك التي تهدف إلى تحسين سعر أسهمها. على سبيل المثال، يمكن للشركة التي تشارك في عمليات إعادة شراء كبيرة للأسهم رفع ربحية السهم بشكل فعال، مما يجعلها فرصة استثمارية جذابة للمساهمين. (Ross, Westerfield, & Jordan, 2013, p. 571)

ولكن تجدر الإشارة إلى أن هذه العملية لا تحمل إشارة إيجابية دوماً، حيث لا يوجد دليل على أن رفع "EPS" من خلال عمليات إعادة الشراء تخلق قيمة للمساهمين، فالافتراض بأن عمليات إعادة الشراء تزيد دائماً من "EPS" هو افتراض خاطئ، حيث يتجاهل هذا التحليل المبسط حقيقة أنه يتعين على الشركة تمويل إعادة الشراء هذه، وذلك إما بفائض نقدي أو ديون إضافية، الأمر الذي قد يضع المؤسسة إما في حالة تضيق الفرص الاستثمارية، أو أمام ارتفاع تكاليف الفوائد، ما قد يجعل العملية تؤثر سلباً على ربحية السهم (Mauboussin & Callahan, 2023). "EPS"

### رابعاً: إدارة الأرباح "Earnings Management"

تعرف إدارة الأرباح على أنها محاولات من قبل الإدارة للتأثير على الأرباح المبلغ عنها أو التلاعب بها باستخدام طرق محاسبية محددة أو تسريع معاملات النفقات أو الإيرادات، أو باستخدام طرق أخرى مصممة للتأثير على الأرباح قصيرة الأجل، كما تشير إلى التلاعب المتعمد بالتقارير المالية للشركة من قبل مدراءها لتحقيق أهداف محددة.، يمكن أن يتضمن ذلك تعديل الأساليب المحاسبية أو التقديرات أو القرارات التشغيلية إما لتحقيق الأهداف المالية أو تقديم مركز مالي أكثر ملاءمة. في حين أن هذه الإجراءات غالباً ما تكون

ضمن حدود القواعد المحاسبية، إلا أنها يمكن أن تحجب الأداء الحقيقي للشركة، مما يؤدي إلى معلومات مالية مضللة للمستثمرين وأصحاب المصلحة.

من الممكن أن تؤثر إدارة الأرباح بشكل كبير على أرباح السهم "EPS"، وتلعب دورا محوريا في تشكيل ربحية السهم "EPS"، فقد يستخدم المديرون طرقا مختلفة لإدارة الأرباح، بما في ذلك إدارة الأرباح المستحقة وإدارة الأرباح الحقيقية وغيرها من التقنيات، يمكن لهذه الممارسات أن تظل الأداء المالي الحقيقي للمؤسسة وتؤثر على موثوقية "EPS". علاوة على ذلك، يفضل المدراء إعطاء الأولوية لإعادة شراء الأسهم على حسب تنفيذ الاستثمارات وتوظيف الأرباح بهدف تلبية توقعات المحللين بخصوص ربحية السهم "EPS"، لذلك، فإن تأثير إدارة الأرباح على ربحية السهم "EPS" والعلاقة بينهما معقد ومتعدد الأبعاد. (Egbunike & Udeh, 2015, pp. 37,38)

### خامسا: أثر الرفع المالي

الرفع المالي هو درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات التكاليف الثابتة كالقروض والسندات والأسهم الممتازة (هندي ، 2008، صفحة 614)، أي أن الشركة تقوم باستعمال الدين في هيكلها التمويلي بهدف زيادة عائد المساهمين، باعتبار أن الدين مصدر تمويلي رخيص نسبيا (ناصر الدين، 2011، صفحة 17). وقد تبين وجود أثر للرفع المالي في عدة دراسات وبمختلف النسب المعبرة عنه، على ربحية السهم "EPS"، وهو ما وضحته دراسة (نعيمة برودي و يوسف فيلالي، 2020)، حيث تبين وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي معبرا عنه بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وربحية السهم في المدى الطويل، بينما تكون العلاقة موجبة في المدى القصير.

### سادسا: أثر النسب المالية

تتمثل النسب المالية في العديد من النسب والمقاييس التي تنقسم إلى عدة مجموعات مثل نسب الربحية، نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الرافعة... وغيرها من التقسيمات، ويتم التعبير عن كل مجموعة بعدد من النسب المختلفة، ومن خلال اطلاعنا على الدراسات المتوفرة لدينا، اتضح وجود تباين كبير في أثر هذه النسب على ربحية السهم، فقد اختلفت طبيعة واتجاه هذا التأثير في كل دراسة عن الأخرى، وقد يرجع هذا إلى نوع النسبة المدروسة، أو طبيعة نشاط العينة المأخوذة، وأيضا خصوصية البعد الزماني والمكاني للدراسة.

### سابعا: تطبيق محاسبة القيمة العادلة

يمكن تعريف القيمة العادلة على أنها السعر الذي يمكن قبوله لبيع أصل أو تسديد التزام وتتم وفق عملية وصفقة منظمة بين أطراف على دراية واتفاق حول الأسعار ويملكون الرغبة في إجراء العملية وتحت ظروف سوق محايد في ظل الرضا الكامل بين الأطراف المشاركة، وقد تبين وجود أثر لتطبيق محاسبة القيمة العادلة على ربحية السهم، من خلال دراسة (الجنازرة، 2019)، في دراسة أجراها على عينة من الشركات الاستثمارية الأردنية، لمعرفة مدى تأثير تطبيق محاسبة القيمة العادلة على ربحية السهم.

### ثامنا: مقاييس الدخل المحاسبي والدخل الاقتصادي

يعتبر كل من الدخل المحاسبي والدخل الاقتصادي من المفاهيم المترابطة فيما بينها ولكن غير متشابهة في القياس والأهداف، فالدخل المحاسبي عبارة عن الأرباح الموضحة في البيانات المالية للشركة وفقا للمبادئ المحاسبية المعتمدة وهو يستخدم لتقييم الأداء المالي للشركة، أما الدخل الاقتصادي فيعبر عن الفرق بين الإيرادات والتكاليف الحقيقية مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة، وهو يستخدم لتقييم الكفاءة الاقتصادية للشركة. تعتبر مقاييس الدخل المحاسبي والدخل الاقتصادي من المقاييس المؤثرة في ربحية السهم وهو ما لمسناه في دراسة (Abughniem، Alkubaisi، و Bani Yaseen، 2016)، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر لمقاييس الدخل المحاسبي متمثلة في صافي الربح التشغيلي وصافي الدخل قبل الضريبة مجتمعة على ربحية السهم، ووجود أثر لمقاييس الدخل الاقتصادي متمثلة في القيمة المضافة إلى المبيعات والمحافظة على رأس المال على ربحية السهم.

### تاسعا: القرارات الاستراتيجية التمويلية

تعتبر القرارات الاستراتيجية التمويلية من أهم القرارات التي يتم اتخاذها في المؤسسات حيث تنطوي على عملية اختيار وتحديد المصادر اللازمة للحصول على التمويلات الضرورية للمؤسسة من أجل تمويل الموجودات والاستثمارات وتحقيق الأهداف المرجوة، وهي من القرارات التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على دخل الشركة وكذا الأرباح المتاحة للمساهمين، وقد اتضح وجود أثر لهذه القرارات على ربحية السهم وهو ما بينته دراسة (غازي، 2015)، من خلال الدراسة التي تم إجراءها باختيار نسبة المديونية كأحد العوامل الممثلة للقرار الاستراتيجي التمويلي للمؤسسة.

### عاشرا: عوامل الاقتصاد الكلي

في دراسة أجرتها (دانة، 2008) على عينة طبقية عشوائية من الشركات المدرجة في بورصة عمان هدفت إلى إيجاد العوامل المؤثرة في ربحية السهم، فقد تبين وجود أثر لكل من التضخم وأسعار الفائدة على ربحية السهم، بينما لم يكن هناك أثر لكل من ميزان المدفوعات وعجز الموازنة العامة وعجز حجم الناتج المحلي الاجمالي على ربحية السهم.

### أحد عشر: حجم الشركة

يستخدم هذا المؤشر لقياس وتحديد حجم الشركة من خلال عدة مقاييس مثل إجمالي الأصول، إيرادات الشركة، عدد الموظفين، القيمة السوقية... وغيرها من المؤشرات، ويعتبر عامل حجم الشركة من المؤشرات التي من شأنها أن تحدد مدى قدرة الشركة وحظوظها في حصولها على التمويل بمختلف أنواعه وأحجامه، ويعتبر من العوامل التي تؤثر في ربحية السهم وهذا ما أظهرته دراسة (Besan.A, 2023)، التي أجراها على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تبين وجود أثر لحجم الشركة على ربحية السهم.

### ثاني عشر: المسؤولية الاجتماعية للشركات

تشير المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى الممارسات الاخلاقية التي تلتزم بها الشركات والمتعلقة أساسا باعتبارات اجتماعية وبيئية تأخذها الشركات بعين الاعتبار خلال عملياتها الأساسية وعلاقاتها مع أصحاب المصلحة، حيث أنها تنطوي الوصول إلى ما هو أبعد من تحقيق الربح، إلى إحداث الأثر الايجابي في المجتمع مثل الاستدامة والمشاركة المجتمعية ورفاهية الموظفين والمسؤولية البيئية، وقد لمسنا وجود أثر لهذا العامل على ربحية السهم وهذا من خلال دراسة (Ning Zhang, Xiahui Lin, Yantuan Yu, Yanni Yu, 2020)، والتي أجري من خلالها دراسة على عينة مكونة من 795 شركة صينية، وخلص الى أن المسؤولية الاجتماعية لها أثر على ربحية السهم "EPS".

تعد العوامل المذكورة أعلاه، بالإضافة إلى عوامل أخرى تختلف بين عوامل داخلية وخارجية للمؤسسة، من بين الكثير من العوامل التي تحمل نظريا تأثيرا على ربحية السهم، وتختلف درجات تأثيرها حسب العديد من التفاصيل، ولفهمها أكثر، لابد من إجراء الدراسات مع مراعات طبيعة مكان وزمان وظروف إجراءها، وهو ما سنتطرق إليه في دراستنا التطبيقية لاحقا.

### خلاصة:

إن موضوع الاستثمار في الأسهم موضوع مهم في عالم الأسواق المالية نال الكثير من الاهتمام لكونه واحد من أهم عمليات البورصة والأسواق المالية، ونظرا لما يتطلبه من فهم عميق لآليات وتعقيدات السوق وقدرة على التحليل وتسيير المخاطر والتقلبات التي تحدث في السوق والمراقبة لعملية الاستثمار في الأوراق المالية.

تطرقنا في هذا الفصل بتفصيل وتعمق في ماهية السهم العادي وأهم المفاهيم المتعلقة به وبالاستثمار فيه، حيث قدمنا أولا مفاهيم عامة حول عملية الاستثمار وتطرقنا إلى موضوع المحفظة المالية ونظرية المحفظة كونها من أهم مهارات الاستثمار في الأسواق المالية، وما تتطلبه من تقنيات لتشكيلها وتسييرها من أجل تحقيق التوليفة المثلى لمكوناتها، واتضح من خلال هذا الفصل مدى أهمية تقنيات التحليل بنوعيه الأساسي والفني ومدى أهميته في عملية اتخاذ قرار الاستثمار والتداول، كما تم التطرق إلى موضوع تحليل عوائد وربحية السهم والذي يعتبر من أهم أهداف عمليات التداول وكذا العوامل المؤثرة في ربحية السهم والذي يعتبر جوهر دراستنا.

---

الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية لعينة

الشركات الصناعية المدرجة في بورصة

الكويت للفترة 2017-2023

---

**تمهيد:**

يتناول هذا الفصل الجانب التطبيقي لدراستنا والذي سنحاول من خلاله قياس أثر بعض المؤشرات المختارة على ربحية السهم EPS لمجموعة من الشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2023)، وبغرض الإجابة على إشكالية الدراسة، سنتطرق في هذا الفصل إلى التعرف على نشأة وتطور بورصة الكويت، وكذا تحليل تطور بعض مؤشراتته للتعرف أكثر على أداء هذه السوق لفترة خمس سنوات من 2019 إلى غاية 2023، وذلك بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في وصف وتحليل وقياس هذه المؤشرات، بالإضافة إلى ذلك سيتم عرض الإطار العام للدراسة وكذا المنهج المعتمد في معالجة وتحليل بيانات الشركات عينة الدراسة وتحديد النموذج القياسي المناسب، وبعدها سنقوم بتحليل متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات وتحديد النموذج الأحسن والملائم للدراسة عن طريق استخدام نماذج البيانات المقطعية الزمنية أو نماذج بانل "Panel Data Models" ومناقشة النتائج والمخرجات.

وعليه، فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية كالتالي::

**المبحث الأول:** تقديم سوق الكويت للأوراق المالية.

**المبحث الثاني:** الإطار العام للدراسة القياسية.

**المبحث الثالث:** الدراسة القياسية لتحديد العوامل المؤثرة على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للفترة 2019-2023.

## المبحث الأول: تقديم سوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر بورصة الكويت من الأسواق المالية الرائدة في الأسواق المالية العربية وفي منطقة الخليج العربي، حيث تملك تاريخاً عريقاً في مجال التداول يعود إلى بداية القرن العشرين، ومنذ ذلك الحين، حقق سوق المال الكويتي مكاسب كبيرة، مما دفع المؤشرات الرائدة في العالم إلى إعادة تصنيفه كسوق ناشئ، حيث مرت بالعديد من المراحل والمحطات، ورافق تلك المحطات الكثير من التطور والتغيير نحو الأفضل، عن طريق وضع العديد من الاستراتيجيات والرؤى التي جعلت منها ما هي عليه اليوم، فقد شهدت تطورات كبيرة في البنية التحتية والأنظمة التشغيلية وكذا القوانين والتنظيمات، ما ساهم في جعلها محورا فعالا في الاقتصاد الكويتي، وكذا تعزيز مكانتها لتكون من أكثر الأسواق المالية تنظيماً وشفافية. سنقوم خلال هذا المبحث بالتعرف على بورص الكويت وتقديم لمحة تاريخية عنها، مع عرض أهم المراحل التي شهدتها، إضافة إلى تحليل أداءها عن طريق تحليل مجموعة من المؤشرات الرئيسية لفترة خمس سنوات من 2019 إلى غاية 2023.

## المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية

## أولاً: سوق المال الكويتي

بدأ التعامل في الكويت بالأسهم لأول مرة عام 1952 عندما طرحت مؤسسة مساهمة أسهمها للاكتتاب العام، وهي بنك الكويت الوطني، وتلتها في سنة 1954 شركة السينما الوطنية الكويتية ليبدأ بعد ذلك توالي تأسيس مؤسسات المساهمة العامة وتم افتتاح أول مقر لبورصة الكويت في أبريل 1977 وسميت بسوق الكويت للأوراق المالية. وفي منتصف القرن العشرين، بدأ نشاط الأوراق المالية الكويتية في الازدهار، خاصة خلال الستينيات والسبعينيات، وشهدت هذه الفترة إنشاء العديد من المؤسسات المساهمة، وإصدار العديد من القرارات والقوانين لضبط هذه السوق وتنظيمها، وقد شكلت أسهم هذه المؤسسات الأساس لبورصة الكويتية وأنشطة الأوراق المالية، وبحلول أوائل الثمانينيات، ضربت العديد من الأزمات مثل الأزمة المناخية و يوم الإثنين الأسود، والتي أثرت بشدة على الاقتصاد المحلي، وسببت خسائر قياسية أدت إلى انهيار نظام تداول الأوراق المالية بسبب العجز عن السداد، وهذا كان من الأسباب التي استدعت تدخل المشرع الكويتي ودفعت المجلس التشريعي الكويتي إلى التدخل بمختلف المراسيم واللوائح لتحقيق الاستقرار والتنظيم في سوق الأسهم، لعب المرسوم الأميري الصادر في 14 أوت 1983، والذي تم تعديله لاحقاً في عام 2005، دوراً حاسماً في بدء تداولات الأوراق المالية بشكل منظم وكامل.

تم افتتاح السوق رسمياً في 19 سبتمبر 1984، وبدأت نشاطه في 29 سبتمبر 1984، ومنذ ذلك الحين، شهد انطلاقة جديدة ومر بإجراءات تطويرية مستمرة، مما أكسبه مكانة ريادية مستحقة إقليمياً وعربياً، ورغم ذلك، إلا أن هذه التطورات لم تجنب السوق المالي الكويتي من مواجهة أزمات عديدة، كانت نتيجة لأسباب عديدة يأتي في مقدمتها تعدد الجهات الإشرافية والتنظيمية والرقابية على الأنشطة ذات الصلة بالأوراق المالية، الأمر الذي استوجب ضرورة تجاوز تلك الثغرات وتوحيد تلك الجهات تحت مظلة تشريعية ورقابية، واعترافاً بالحاجة إلى إطار تنظيمي موحد، أنشئت هيئة أسواق رأس المال بموجب القانون رقم 07 لعام 2010، وهيئة عامة مستقلة تتمتع بالشخصية الاعتبارية يشرف عليها وزير التجارة والصناعة وهي تتولى الإشراف التام على السوق من خلال الإشراف الرقابي والتشريعي والتنظيمي المطلق. (هيئة أسواق المال، 2017، صفحة 14)

### 1. مهام هيئة أسواق المال:

تعمل الهيئة أساساً على تنظيم نشاط الأوراق المالية، وذلك بما يتماشى مع أحكام القانون رقم (7) لسنة 2010 وتعديلاته اللاحقة، وتتولى الهيئة تنفيذ العديد من المهام التي تشمل:

- إصدار وتجديد التراخيص لأنشطة الأوراق المالية؛
- تنظيم ومراقبة التداولات في الأوراق المالية؛
- دراسة ومتابعة طلبات زيادة وخفض رؤوس أموال الشركات؛
- التنظيم والإشراف على عمليات الاندماج والإستحواذ؛
- توعية الأشخاص المرخص لهم والجهات الخاضعين لرقابة الهيئة والمستثمرين بالجوانب المختلفة لأنشطة الأوراق المالية، وكذلك بحقوقهم والتزاماتهم طبقاً لقانون الهيئة ولائحتها التنفيذية وتعديلاتهما؛
- توعية كافة الفئات المجتمعية بالمفاهيم الأساسية للإستثمار وغيرها من المواضيع ذات الصلة بأنشطة الأوراق المالية؛
- تنمية أسواق المال والإرتقاء بها وتطوير آلياتها والحد من المخاطر المترتبة عليها؛
- متابعة عمليات الإفصاح للوصول إلى أعلى درجات الشفافية الممكنة؛
- تطبيق قواعد حوكمة الشركات؛
- تلقي ودراسة الشكاوي والتحقق منها و الفصل فيها وكذا إصدار الحكم بشأنها؛

- تسوية المنازعات المتعلقة بأسواق المال والتحكيم بشأنها. (معهد الدراسات المصرفية، 2017، صفحة 02).

## 2. الأهداف الأساسية للهيئة: (هيئة أسواق المال، 2018، صفحة 17)

تضمنت المادة الثالثة من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية وتعديلاته تحديدا لأهداف الهيئة وفق الآتي:

- تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يضمن العدالة والتنافسية والشفافية؛
- تنمية أسواق المال وتنويع وتطوير أدواتها الاستثمارية مع السعي لمواكبة أفضل الممارسات العالمية؛
- توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية؛
- تقليل المخاطر النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية؛
- تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية؛
- العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح المتعلقة بنشاط الأوراق المالية؛
- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالإستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تدميته.

## 3. الأهداف الإستراتيجية للهيئة:

- تعزيز وتطوير كفاءة البيئة التشريعية لأسواق المال والإستثمار؛
- الإرتقاء بكفاءة وفاعلية المنظومة الإشرافية والرقابية للهيئة وضمان تنفيذ القانون؛
- تعزيز كفاءة وتنافسية بيئة الإستثمار والاقتصاد الكويتي وجعلها من المراكز المالية الرائدة إقليمياً؛
- تنمية الوعي الاستثماري والقانوني وإرساء قواعد السلوك المهني؛
- الإرتقاء بأداء الهيئة ورفع مستوى كفاءة وفاعلية الأداء المؤسسي لقطاعاتها وإداراتها المختلفة. (هيئة أسواق المال، 2018، صفحة 18)

## ثانياً: بورصة الكويت

عقب كل تلك المحطات السابقة، بحلول سنة 2014، أنشئت مؤسسة سوق الكويت للأوراق المالية (بورصة الكويت) في 21 أبريل 2014، بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37

المؤرخ 20 نوفمبر 2013، وقانون هيئة أسواق المال رقم 2010/7، لتكون الخطوة الأولى في عملية خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، وتتولى مؤسسة بورصة الكويت للأوراق المالية، المملوكة بالكامل لهيئة أسواق المال، إدارة عمليات سوق الأوراق المالية، وتشرف على جميع جوانب الأسواق المالية الكويتية. وبدأت بعدها محطات عديدة بشأن تطوير هذه السوق، ففي سنة 2015 اعتمد مجلس إدارة بورصة الكويت الاستراتيجية الانتقالية، وبحلول سنة 2016 تولت رسمياً بورصة الكويت مسؤولية إدارة عمليات سوق الكويت للأوراق المالية؛ حيث منحتها هيئة أسواق المال الترخيص الرسمي لتمكينها من إدارة عمليات التداول بشكل مستقل. وشهدت بعدها محطات عديدة من التطورات لتصبح اليوم أحد الأسواق الرائدة إقليمياً. (بورصة الكويت، 2021، صفحة 08)

### 1. إنجازات:

لعبت بورصة الكويت منذ إنشائها، وفي إطار استراتيجيتها، دوراً كبيراً وفعالاً في تطوير وضع السوق بشكل عام، وتنويع الاقتصاد الوطني بما يتوافق مع أهداف رؤية "كويت جديدة 2035"، وبما يتفق مع المعايير الدولية، فقد استطاعت إلى درجة كبيرة جداً تلبية احتياجات السوق، وضمنت توفر تشكيلة واسعة ومختلفة من الأدوات الاستثمارية، كما كان لها أثر واضح في إعادة هيكلة السوق لرفع قدرته التنافسية من خلال زيادة السيولة، وتعزيز الشفافية، وتدعيم ثقة المستثمرين، وجذب الاستثمارات. ونتيجة لتنفيذ محطات كثيرة من خطة طويلة الأجل على مدار السنوات السابقة لترقية السوق، فقد حققت بورصة الكويت مجموعة من الإنجازات الهامة التي تفخر بها، وهي الإنجازات التي جعلتها في المقدمة بين الأسواق المالية الأخرى في المنطقة، ومن أهم هذه الإنجازات: (بورصة الكويت، 2019، صفحة 8)

- إعلان مؤشر "Russell FTSE" سنة 2017 عن ترقية سوق الكويت للأوراق المالية إلى سوق ناشئ؛
- إدراج سوق الكويت للأوراق المالية في مؤشر "DJI P&S" وترقيته إلى سوق ناشئ سنة 2018؛
- إعلان مؤسسة "MSCI" عن ترقية سوق رأس المال الكويتي إلى سوق ناشئ سنة 2019. (بورصة الكويت، 2023، صفحة 15)

يعتبر إنشاء بورصة الكويت الخطوة الأولى في خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، الذي تأسس عام 1983، فقد بدأت المرحلة الانتقالية في 25 أبريل 2016 بتولي شركة بورصة الكويت رسمياً عمليات سوق الكويت للأوراق المالية، وتضمن ذلك قيام شركة بورصة الكويت بتطوير البنية التحتية

وبيئة العمل وفقا للمعايير الدولية، حيث بدأت عملية إنشاء منصة قوية وشفافة ونزيهة لأسواق المال تخدم جميع فئات الأصول مع التركيز المستمر على مصالح العملاء.

وفي 5 أكتوبر 2016، منحت هيئة أسواق المال بورصة الكويت الترخيص الرسمي كبورصة أوراق مالية رسمية لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية الذي انتهت شخصيته الاعتبارية، وتحقق ذلك بعد استكمال المرحلة الانتقالية بنجاح واستيفاء مجموعة من شروط ومتطلبات الترخيص وفقا لقانون هيئة أسواق المال رقم 7 لسنة 2010. (معهد الدراسات المصرفية، إضاءات "إعادة هيكلة بورصة الكويت، وأنواع الأسواق"، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي، 2021، صفحة 3)

حددت بورصة الكويت للأوراق المالية مشروعا رئيسيا يدخل تغييرات جذرية على النظام التشغيلي للسوق بهدف النهوض به وتطويره. هذا المشروع الذي كان يعرف في البداية باسم مشروع نظام ما بعد التداول، ثم أعيدت تسميته لاحقا بمشروع تطوير السوق، ولضمان الانتقال السلس وتنفيذ هذه التغييرات المفصلية، قررت الهيئة تنفيذ المشروع على عدة مراحل، حيث أصدرت الهيئة القرار (72) في عام 2016، يحدد إجراءات المرحلة الأولى من تطوير نظام ما بعد التداول (المرحلة الانتقالية)، والذي يوضح الاجراءات المقرر تطبيقها لتطوير نظام ما بعد التداول في المرحلة الأولى، وقد التزمت الهيئة في تنفيذ هذه التغييرات بمبادئ البنية التحتية للأسواق المالية " Principles For Financial Market Infrastructures (PFMI)", الصادرة عن لجنة المدفوعات والتسويات التابعة للمنظمة الدولية لهيئات أسواق المال والبنك الدولي للتسويات. وبالإضافة إلى ذلك، أخذت الهيئة في الاعتبار المعايير العالمية التي وضعتها مؤسسات تصنيف الأسواق وغيرها من الممارسات التي يمكن أن تعزز تطوير السوق. (معهد الدراسات المصرفية، إضاءات "إعادة هيكلة بورصة الكويت، وأنواع الأسواق"، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي، 2021، صفحة 03)

أما المرحلة الثانية لتطوير السوق فقد تضمنت جملة من التعديلات التي تستهدف نظام التداول ونظام ما بعد التداول، وتمثلت فيما يلي:

- تقسيم السوق إلى ثلاثة أسواق: السوق الأول، السوق الرئيسي، وسوق المزادات، مع استبدال المؤشرات السابقة بثلاثة مؤشرات وزنية جديدة تمثلت في: مؤشر السوق الأول، مؤشر السوق الرئيسي، مؤشر السوق العام بالإضافة إلى حساب المؤشرات على أساس العائد السعري والكلي.

- إتاحة جلسة الشراء الإجباري "Buy in Board" للوسطاء لتغطية إخفاقات الأسهم الفعلية أو المتوقعة، مع إمكانية التعويض بالنقد في حال استمر الإخفاق إلى اليوم الخامس بعد تنفيذ الصفقة "cash close-out"
- تطبيق فواصل التداول "Circuit Breakers" لتنظيم حركة الأسهم والمؤشرات.
- تطوير آلية الصفقات الخاصة (صفقات خارج السوق) "Off-Market Trades".
- استحداث منصة التداول للشركات غير المدرجة "Over-the-Counter OTC".
- تحديث خدمة التحويل الإلكتروني للأرباح النقدية لتمكين التحويلات بين البنوك.

وتمثل هذه التغييرات استمراراً لعملية التطوير التي بدأت في المرحلة الأولى وخطوة نحو المراحل النهائية لمشروع تطوير السوق، وقد بدأ اختبار هذه المرحلة في منتصف ديسمبر 2017، وتم الإطلاق الفعلي للمرحلة الثانية في 1 أبريل 2018. (معهد الدراسات المصرفية، إضاءات "إعادة هيكلة بورصة الكويت، وأنواع الأسواق"، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي، 2021، صفحة 04)

## 2. تقسيم السوق:

تم تقسيم السوق الرسمي بشكل استراتيجي إلى ثلاثة أسواق مختلفة بناءً على معايير محددة: السوق الأول والسوق الرئيسي وسوق المزادات، تشمل هذه المعايير جوانب مختلفة تلتزم بها الشركات داخل كل سوق، ومن هذه المعايير على سبيل المثال: (معهد الدراسات المصرفية، 2021، صفحة 05)

- القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية القائمة (Shares outstanding)؛
- معدلات السيولة؛
- نسبة سعر الورقة المالية مقارنة بالقيمة الاسمية؛
- مدة مزاوله الشركة لأنشطتها؛
- عقد مؤتمرات للمحللين والإفصاحات ثنائية اللغة.

### أ. السوق الأول:

السوق الأول "Premier" هو أحد الأسواق الثلاثة التي تشكل سوق الكويت للأوراق المالية بموجب نظام التقسيم الجديد، يعتبر سوق النخبة وهو من أفضل الأسواق التي أنشأتها بورصة الكويت للأوراق المالية، ويهدف هذا السوق إلى تلبية احتياجات الشركات ذات الأداء العالي وذات السيولة الكبيرة والقيمة السوقية

المتوسطة إلى الكبيرة، ويتم تضمين الشركات المصنفة في السوق الأول في كل من مؤشر السوق الأول ومؤشر السوق العام.

يتم إجراء مراجعة سنوية للشركات في السوق الأولى، لتقييم أدائها ومستوى تداول أسهمها في سوق الكويت للأوراق المالية على مدار عام. بعد هذه المراجعة، يتم تحديد تصنيف كل شركة للسنة اللاحقة، بما في ذلك أهليتها للاحتفاظ بمنصبها في السوق الأولى أم أنه سيتم إعادة تصنيفها إلى السوق الرئيسي.

علاوة على ذلك، فإن الشركات المدرجة في السوق الأولى ملزمة بعقد اجتماعات فصلية للمحللين ومطلوب منها نشر إفصاحها باللغتين العربية والإنكليزية.

#### • متطلبات التأهيل للسوق الأول:

تتشرط بورصة الكويت على الشركات المدرجة جملة من المتطلبات التي لا بد من توفرها في الشركة حتى يتم تصنيفها في السوق الأول، وهي كالآتي:

- \_ أن تكون الشركة مدرجة في البورصة لمدة عامين على الأقل، وذلك مع مراعاة الاستثناءات التي وردت على هذا الشرط في الفصل السابع من كتاب قواعد البورصة.
- \_ أن يتم تداول الأوراق المالية المصدرة عنها وفق شروط السيولة المحددة والمعلنة من قبل البورصة، وذلك لكل سنة من السنتين المنتهيتين السابقتين لوقت المراجعة السنوية.
- \_ أن تبلغ القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المصدرة عنها 78 مليون دينار كويتي كحد أدنى للتأهل إلى السوق الأول، وذلك لكل سنة من السنتين المنتهيتين السابقتين لوقت المراجعة السنوية.
- \_ ألا يكون قد صدر ضد الشركة جزاءات تأديبية خلال السنتين السابقتين لوقت المراجعة السنوية تتعلق بوقف تداول الورقة المالية المصدرة عن الشركة أو وقف أو إلغاء ترخيصها أو عزل كل أو بعض أعضاء مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي.
- \_ ألا تقل سنوات ممارسة الشركة لأنشطتها عن سبع سنوات متتالية. (بورصة الكويت، السوق الأول، 2023)

#### • الالتزامات المستمرة للسوق الأول:

وبعد تلبية جميع المتطلبات وحصول الشركة على مكان في السوق الأول، فإن لوائح السوق المالي الكويتي تلزم الشركات بعدد من الإلتزامات المستمرة باستمرار وجود الشركة في السوق الأول، وأي إخلال بهذه الإلتزامات يعرض الشركة لإجراءات صارمة، ومن هذه الإلتزامات نذكر: (بورصة الكويت، السوق الأول، 2023)

- \_ ألا يقل متوسط القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المصدرة عنها 78 مليون دينار كويتي كحد أدنى للتأهل وذلك على مدار السنة المنتهية السابقة لحين المراجعة السنوية.
- \_ أن يتم تداول الأوراق المالية المصدرة عنها وفق شروط السيولة المحددة من قبل البورصة، وذلك على مدار السنة المنتهية السابقة لحين المراجعة السنوية.
- \_ تلتزم الشركات المدرجة في السوق الأول بتخصيص وحدة أو إدارة مسؤولة عن توعية المساهمين بشأن أنشطة الشركة وأدائها المالي وتوجهاتها الاستراتيجية، والتواصل مع مساهمي الشركة للرد على استفساراتهم وأسئلتهم، والتواصل مع المساهمين لتسهيل ممارسة حقوقهم في حضور الجمعيات العامة والتصويت فيها، وبناء روابط بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة من جانب، والمستثمرين الحاليين والمحتملين وكافة الأطراف المهمة من جانب آخر، وطرح التوصيات الملائمة من أجل تطوير الخدمات المقدمة للمستثمرين.
- \_ عقد مؤتمر بشكل ربع سنوي للمحللين خلال خمسة أيام بعد إصدار البيانات المالية المرحلية والسنوية، على أن يتضمن إعلان البيانات المالية موعد هذا المؤتمر، وتقوم الشركة بنشر محضر هذا المؤتمر على الموقع الإلكتروني للبورصة في موعد أقصاه 40 دقيقة قبل جلسة التداول التالية للمؤتمر.
- \_ ألا يكون قد صدر ضد الشركة جزاءات تأديبية خلال السنتين السابقتين لوقت المراجعة السنوية تتعلق بوقف تداول الورقة المالية المصدرة عن الشركة أو وقف أو إلغاء ترخيصها أو عزل كل أو بعض أعضاء مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي.
- \_ الإلتزام بنشر الإفصاحات والإعلانات باللغتين العربية والانجليزية.

تعد سوق الكويت للأوراق المالية واحدة من أكثر الأسواق المالية تقدماً في الشرق الأوسط، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى متطلباتها الصارمة المفروضة على الشركات، تعزز هذه الإلتزامات الشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتعزز ثقة السوق وتجذب مجموعة أكبر من المستثمرين. علاوة على ذلك، تعزز هذه

المعايير الاستقرار المالي والنمو المستدام للشركات، ما يؤثر إيجاباً في الاقتصاد الوطني، وبالتالي فإن الالتزام والتقيد بمعايير صارمة هو المحرك الرئيسي لنجاح وتطور سوق الكويت للأوراق المالية.

#### ب. السوق الرئيسي:

تعد السوق الرئيسية بمثابة منصة للشركات التي قد لا تستوفي معايير السوق الأولى ولم تتأهل لتكون ضمنه، ولكنها تمتلك سيولة كافية تمكنها من التداول بين غالبية الشركات المدرجة، وتكون مطابقة لكافة شروط الإدراج الأساسية. يتم أيضاً إدراج الشركات المصنفة في السوق الرئيسية في مؤشر السوق الرئيسية ومؤشر السوق العام.

كون الشركة مدرجة في السوق الرئيسي يوفر لها العديد من المزايا المهمة والقيمة، حيث أن إدراج أسهم الشركة في السوق يرفع ويعزز سمعة الشركة، كما يوفر لها أيضاً وسيلة لتوسيع رأس المال من خلال إصدار أسهم إضافية وتقديم أوراق مالية للاستحواذ على شركات أخرى، علاوة على ذلك، يمكن أن تجذب أسهمها انتباه الصناديق المشتركة وصناديق التحوط وصانعي السوق والمستثمرين المؤسسيين، كون الإدراج يعمل كأداة تسويق غير مباشرة للشركة. (بورصة الكويت، السوق الرئيسي، 2023)

#### ج. سوق المزادات:

يضم هذا السوق الشركات المدرجة في البورصة والتي لا تستوفي شروط السوق الأول والسوق الرئيسي ولا تلبى متطلباتهم، وتعتبر الشركات الموجودة في سوق المزادات ذات سيولة منخفضة بغض النظر عن قيمتها السوقية. ضمن مهامها وسعيها لدعم هذه الشركات، تقوم بورصة الكويت بعقد مزاديين يومياً للشركات المدرجة في سوق المزادات، على أن تكون مدة المزاد الواحد 15 دقيقة لتركيز العروض والطلبات، وتحدد فترة 45 دقيقة بين المزاديين، ونظراً لانخفاض مستوى السيولة في سوق المزادات فلن تطبق الحدود السعرية على الأسهم المدرجة بهذا السوق، ولا يتوفر لها مؤشر خاص بها، ولا توجد ضمن المؤشرات الأخرى. كما أن الشركات المدرجة في هذا السوق تخضع إلى مراجعة سنوية لتقييم مستوى أدائها في تداولات بورصة الكويت ففي حال ماستوفت متطلبات الأسواق الأخرى فإن ذلك سيؤهلها إلى إعادة تصنيفها في السوق الأول أو الرئيسي. (معهد الدراسات المصرفية، 2021، صفحة

(11)

#### • التزامات البورصة

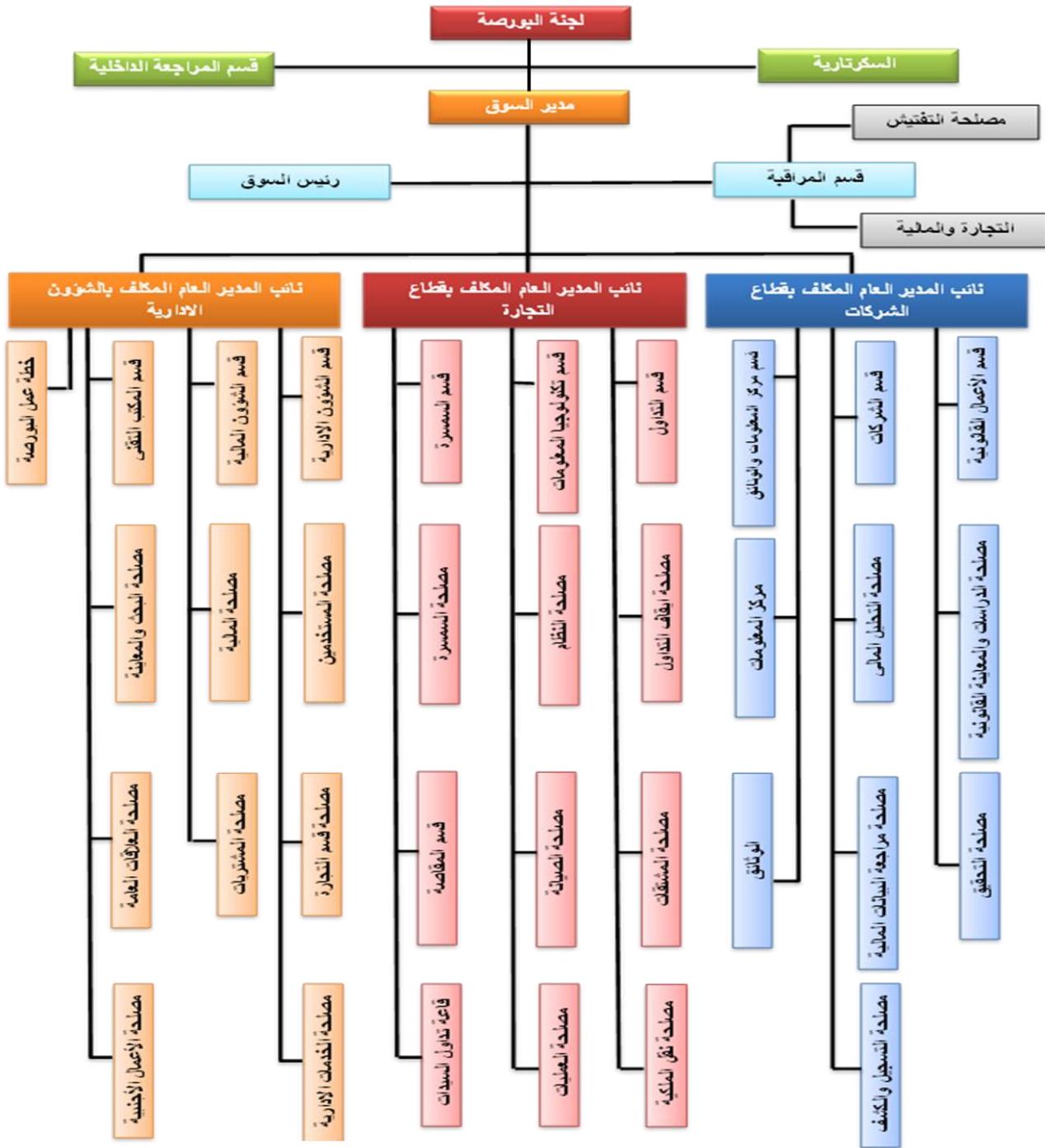
وفق ما نصت عليه المادة 2-2 من قواعد بورصة الكويت، فإن من التزامات هذه الأخيرة مايلي: (بورصة الكويت، 2018، صفحة 20)

- ضمان سوق أوراق مالية عادل وشفاف وفعال؛
- تنفيذ استراتيجيات إدارة المخاطر فعالة لعملياتها؛
- إعطاء الأولوية للمصلحة العامة، حتى عندما تتعارض مع مصالح البورصة أو أعضائها أو مساهميها أو إدارتها؛
- تقديم الخدمات وتشغيلها وفقا لقواعد وأنظمة الهيئة؛
- تنظيم عملياتها ومعايير ممارستها وسلوك الأعضاء بما يتماشى مع قواعد البورصة وسياساتها وإجراءاتها؛
- تنظيم العمليات ومعايير الممارسة للمؤسسات المدرجة في القائمة وموظفيها وفقا للوائح المنظمة؛
- تقديم خدمات تستفيد من أحدث التكنولوجيات والتطبيقات والنظم الآلية، بما يتماشى مع المعايير الدولية التي وضعتها السلطة أو وافقت عليها؛
- الحفاظ على سرية جميع المعلومات المتعلقة بأعضائها وزبائنها ومُصدريها، ما لم يكن الكشف عنها إلزاميا بموجب القانون أو اللائحة أو هذه القواعد؛ ولا يجوز الكشف عن هذه المعلومات إلا للسلطة أو بأمر من السلطة أو بأمر من المحكمة.

• الهيكل التنظيمي:

لبورصة الكويت هيكل تنظيمي يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت للأوراق المالية



المصدر: (علي، 2009، صفحة 170)

المطلب الثاني: عرض وتحليل أداء بورصة الكويت للأوراق المالية

سنقوم من خلال هذا المطلب بعرض وتحليل أداء بورصة الكويت عن طريق تحليل بعض المؤشرات الأساسية للفترة الزمنية الممتدة من 2019 إلى غاية 2023 بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي. والجدول التالي يوضح بيانات المؤشرات ويوفر نظرة على أداء السوق لهذه الفترة.

الجدول رقم (05): نظرة على أداء السوق للخمس سنوات الأخيرة

السنوات					المؤشر
2019	2020	2021	2022	2023	
6,282	5,546	7,043	7,292	6,817	مؤشر السوق العام
	11,70%↓	27,00%↑	3,50%↑	6,51%↓	نسبة التغير
250	242	245	244	242	عدد أيام التداول
	3,20%↓	1,20%↑	0,40%↓	0,82%↓	نسبة التغير
1 543 128	2 317 915	3 059 005	2 891 125	2 389 098	عدد الصفقات (بما يشمل حقوق الأولوية القابلة للتداول)
	50,20%↑	32,00%↑	5,50%↓	17,36%↓	نسبة التغير
7 938	10 752	13 614	14 741	10 380	قيمة الأسهم المتداولة (مليون د.ك)
	35,40%↑	26,60%↑	8,30%↑	29,58%↓	نسبة التغير
39 047	52 095	84 595	55 974	39 567	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)
	33,40%↑	62,40%↑	33,80%↓	29,31%↓	نسبة التغير
31,8	44,4	55,6	60,41	42,89	متوسط القيمة اليومية المتداولة (مليون د.ك)
	39,60%↑	25,20%↑	8,70%↑	29,00%↓	نسبة التغير
35 798	32 220	41 396	46 722	40 259	القيمة السوقية (مليون د.ك)
	10,00%↓	28,50%↑	12,90%↑	13,83%↓	نسبة التغير
175	171	167	155	159	عدد الشركات المدرجة
	2,30%↓	2,30%↓	7,20%↓	3,87%↓	نسبة التغير
11	10	10	10	10	عدد شركات الوساطة
	9,10%↓	0,00%	0,00%	0,00%	نسبة التغير
-	1	1	1	1	الصناديق العقارية المدرة للدخل
	-	0,00%	0,00%	0,00%	نسبة التغير

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات التقارير السنوية لبورصة الكويت

تقوم بورصة الكويت باحتساب مؤشرات ذات العائد السعري والكلي بناء على وزن قيمتها السوقية بالنسبة والتناسب مع إجمالي القيمة السوقية للمؤشر (Market Capitalization Weighted Price Return and Total Return Methodology) (بورصة الكويت، 2018، صفحة 56)

### 1. المؤشر الوزني ذو العائد السعري:

وهو مؤشر وزني يتبع تحركات الأسهم دون الأخذ بالإعتبار التوزيعات النقدية ويتم احتسابه وفق المعادلة التالية: (بورصة الكويت، 2019، صفحة 18)

$$\text{Price Return Index Value} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Price}_i \times \text{Quantity}_i}{\text{Index Divisor}}$$

$$\text{Index Divisor}_t = \frac{(\sum_{i=1}^n \text{Price}_i \times \text{Quantity}_i)_{t-1}}{\text{Index Value}_{t-1}}$$

حيث: (بورصة الكويت، 2018، صفحة 57)

- "Price" هو السعر: سعر السهم الحال؛
- "Quantity" هي الكمية: عدد الأسهم القائمة؛
- "Divisor index" مقسم المؤشر: عامل حسابي يساهم في استقرار دقة المؤشر عبر تغيير مكوناته دون التأثير بعامل الزمن.

### 2. المؤشر الوزني ذو العائد الكلي:

هو مؤشر وزني يتبع تحركات الأسهم المدرجة مع افتراض إعادة استثمار أية توزيعات نقدية أو استحقاقات مؤسسية مرة أخرى في المؤشر. (بورصة الكويت، 2019، صفحة 18)

ويتم احتسابه وفق المعادلة التالية: (بورصة الكويت، 2018، صفحة 57)

$$\text{Total Return Index}_t = \text{Total Return Index}_{t-1} \times \frac{(\text{Price Return Index}_t + \text{Index Dividend Points}_t)}{\text{Price Return Index}_{t-1}}$$

بالعودة إلى بيانات الجدول رقم (04)، نلاحظ أنه في نهاية عام 2019 بلغ مؤشر السوق العام 6,282 نقطة مقابل 5,079 في عام 2018 بنسبة ارتفاع بلغت 23.68%، ووفقاً للتقارير السنوية لبورصة الكويت، يعود هذا الأداء القوي إلى الإصلاحات التشغيلية والتنظيمية التي أجرتها الشركة بالتعاون مع هيئة الأسواق المالية والشركة الكويتية للمقاصة، ساعدت هذه الإصلاحات سوق الكويت على التحسن، وإدراجها كسوق «ناشئة» من قبل أكبر مزودي المؤشرات في العالم، مما ساهم في ارتفاع كافة المؤشرات.

في نهاية عام 2020، انخفض المؤشر العام للسوق بنسبة 11.72% ليصل إلى 5,546 نقطة، وهذا على الرغم من استمرار التقدم التنظيمي والتشغيلي الذي حققته بورصة الكويت، ويعزى هذا التراجع إلى التحديات والتعقيدات الاقتصادية الكبيرة التي شهدها العام بسبب جائحة كوفيد-19.

في عام 2021، كان مؤشر السوق العام قد ارتفع بنسبة 26.99% خلال العام ليصل إلى 7043.16 نقطة، وهذا راجع أساساً إلى التعافي الاقتصادي من جائحة كوفيد-19 والذي أدى إلى انتعاش ملحوظ في الأداء وزيادة التفاوض والثقة في أداء الشركات مما عزز من زيادة التدفقات النقدية نحو البورصة وتسجيل نمو قوي في جميع الأسواق في كافة دول مجلس التعاون الخليجي.

تواصل ارتفاع مؤشر السوق العام في سنة 2022 حيث حقق 7292.12 نقطة بزيادة قدرت بـ 3.53% خلال العام، وهذا راجع حسب التقارير السنوية للبورصة، إلى تواصل وتيرة تعافي الاقتصاد الكويتي من جائحة كوفيد-19، حيث شهد العام في السداسي الأول تلاه تقلبات أخرى خلال السداسي الثاني بسبب ارتفاع أسعار الطاقة في الأسواق العالمية وزيادة معدلات التضخم ورفع أسعار الفائدة، إضافة إلى توقعات صندوق النقد الدولي نمو الناتج المحلي الحقيقي للكويت بنسبة تتجاوز 8%، ومن أهم أسباب هذا الارتفاع هو زيادة معدلات إنتاج النفط وارتفاع أسعاره والطلب عليه نتيجة الحرب الروسية الأوكرانية.

مع نهاية عام 2023، شهدت بورصة الكويت تقلبات في مؤشراتهما، حيث تراجع المؤشر العام للسوق بنسبة 6.51% واستقر عند 6,817.29 نقطة، ويعود هذا التراجع إلى ما شهدته السوق الكويتي من تحديات مختلفة محلية وإقليمية، كزيادة ارتفاع أسعار الفائدة وكذا معدلات التضخم ما أثر على نشاط السوق، إضافة إلى التوترات الجيوسياسية والاضطرابات الاقتصادية، وخاصة في الربع الأخير من العام إثر ما حدث من عدم استقرار في المنطقة والحديث هنا عن معركة "طوفان الأقصى" والحرب الإسرائيلية الفلسطينية.

كما أن توقعات صندوق النقد الدولي بانخفاض الناتج المحلي الحقيقي للكويت، بسبب الالتزام بخفض إنتاج النفط المتفق عليه من خلال تحالف أوبك بلس، قد أثر أيضا على أداء السوق.

### ثانيا: إجمالي الصفقات

شهدت بورصة الكويت سنة 2019 ارتفاعا في عدد الصفقات المنفذة بنسبة حوالي 65% ليلعب نحو 1,543,128 صفقة مقابل 934,290 صفقة نفذت خلال عام 2018، وفي عام 2020، تم إجراء أكثر من 2.3 مليون صفقة في بورصة الكويت بزيادة قدرت بحوالي 50% بالمقارنة مع عدد الصفقات المسجلة في عام 2019، كما بلغ عدد الصفقات أكثر من 3 مليون صفقة في بورصة الكويت خلال سنة 2021 بزيادة تقارب 32% بالمقارنة مع عدد الصفقات المسجلة في عام 2020، لتكون سنة لأكبر عدد صفقات تم إجراؤها في الخمس سنوات الأخير منذ 2019، أما في سنة 2022 فقد شهدت السوق الكويتية إجراء حوالي 2.9 مليون صفقة بانخفاض قدره 5.5% مقارنة بسنة 2021، ليستمر هذا الانخفاض سنة 2023 حيث بلغ عدد الصفقات حوالي 2.39 مليون صفقة بانخفاض قدره بلغ 17.36% بالمقارنة مع سنة 2022.

### ثالثا: عدد وقيمة الأسهم المتداولة

بلغ عدد الأسهم المتداولة في سنة 2019 حوالي 39 مليار سهم مقابل 21.7 مليار سهم سنة 2018، أي بارتفاع كبير قدر بـ 80%، وكما بلغت قيمة الأسهم المتداولة 7.937 مليار دينار كويتي لسنة 2019، مقابل 4.138 مليار دينار كويتي سنة 2018، بنسبة ارتفاع قدرها 91.8%، وترجع هذه الارتفاعات الكبيرة إلى التأثير الإيجابي للتحسينات والتطورات المتواصلة للسوق خلال العام.

وفي نهاية سنة 2020، بلغ عدد الأسهم المتداولة أزيد من 52 مليار سهم بما قيمته 10.75 مليار دينار كويتي، بزيادة قدرها 33% و35.4% في عدد الأسهم وقيمتها على الترتيب مقارنة بسنة 2019. ويمثل هذا استمرارا للاتجاه الايجابي الذي بدأ في سنة 2018 وكنتيجة للتطور المتواصل للسوق وتصنيف أسهم شركات كويتية في مؤشرات "MSCI" للأسواق الناشئة.

تواصل هذا الارتفاع سنة 2021 ليلعب عدد الأسهم المتداولة أكثر من 84.5 مليار سهم بنسبة ارتفاع قدرها 62%، وبقيمة تجاوزت 13.6 مليار دينار كويتي بارتفاع قدره 26.6% مقارنة بسنة 2020. ويرجع هذا إلى نسق تطور السوق المستمر. وقد استمر هذا الارتفاع فس عدد الأسهم لسنة 2022 ولكن بحدّة أقل حيث

بلغت قيمة الأسهم المتداولة أكثر من 14.7 مليار دينار كويتي ما يمثل زيادة بنسبة 8.3%، وهذا رغم انخفاض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 34% مقارنة بسنة 2021 حيث بلغ أكثر من 55.9 مليار سهم.

ومع انخفاض الأداء الذي شهده السوق الكويتي سنة 2023، فقد انخفض عدد الأسهم المتداول خلال العام إلى حوالي 39.5 مليار سهم وبقيمة تداول قدرها 10.38 مليار دينار كويتي، أي بانخفاض قدره 29.31% و 29.58% على التوالي مقارنة بسنة 2022.

#### رابعاً: القيمة السوقية

شهدت بورصة الكويت تقلبات كبيرة في القيمة السوقية من 2019 إلى 2023، متأثرة بعوامل داخلية وخارجية مختلفة. حدث أهم تراجع في عام 2020 بسبب الجائحة العالمية، ومع ذلك، انتعش السوق بسرعة، مدفوعاً بزيادة أسعار النفط، والجهود الحكومية لتنشيط الاقتصاد، والاستثمارات الكبيرة في البنية التحتية.

يلاحظ من الجدول رقم (04) أن القيمة السوقية بلغت سنة 2019 بلغت حوالي 35.8 مليار دينار كويتي، بنسبة ارتفاع قاربت 24.7% مقارنة بسنة 2018، وهي أعلى قيمة سوقية سجلت خلال العشر سنوات الماضية، وقد بلغ معدل القيمة السوقية التاريخي 27.5 مليار دينار كويتي (هيئة أسواق المال، 2019، صفحة 143)، وحسب التقرير السنوي لشركة الاستثمارات الوطنية عن أداء بورصة الكويت خلال سنة 2019، فإن هذا الأداء القوي جاء نتيجة لترقية بورصة الكويت إلى "سوق ناشئ" من طرف كل مؤشر "FTSE" و "S&P DOW JONES" وكذلك مؤشر "MSCI"، ما أدى إلى زيادة التدفقات النقدية الأجنبية بشكل كبير. (إدارة البحوث والدراسات، 2019)

تراجعت القيمة السوقية في سنة 2020 للسوق المالي الكويتي إلى حوالي 32.2 مليار دينار كويتي، بنسبة انخفاض قدرت بـ 9.7% عن سنة 2019، وكان طبعاً لجائحة كوفيد-19 التأثير الأكبر على هذا التراجع حسب التقرير السنوي لبورصة الكويت 2020.

شهدت الفترة الممتدة لسنتي 2021 و2022 ارتفاعاً متواصلاً في القيمة السوقية لبورصة الكويت، حيث بلغت ما قيمته 41.4 مليار دينار كويتي بنسبة ارتفاع قدرها 28.5% لسنة 2021، حيث تعزز هذا الارتفاع حسب تقرير البورصة السنوي بتطورات إيجابية كإدراج أسهم شركات جديدة وزيادة كبيرة في قيمة التداولات، بالإضافة إلى تعافي الاقتصاد المتواصل من الجائحة، وكذا ارتفاع أسعار النفط. كما تواصل هذا الأداء الإيجابي في سنة 2022، حيث بلغت القيمة السوقية نحو 46.7 مليار دينار كويتي، بارتفاع قدره 12.9%،

وجاء هذا بدفع من قطاع البنوك وقطاع الاتصالات الذي حققا قيمة سوقية قوية حسب تقرير أداء بورصة الكويت الصادر عن الشركة الكويتية للاستثمار، بالإضافة لتواصل تعافي الاقتصاد الوطني وأسعار النفط. وخلال سنة 2023، شهد السوق تراجعاً في القيمة السوقية بنحو 13.83% ليبلغ حوالي 40.26 مليار دينار كويتي، وحسب التقرير السنوي لبورصة الكويت لسنة 2023، فقد جاء هذا الانخفاض نتيجة للتوترات الجيوسياسية بالإضافة إلى الاضطرابات الاقتصادية وارتفاع أسعار الفائدة.

#### خامساً: القطاعات المشكّلة لبورصة الكويت

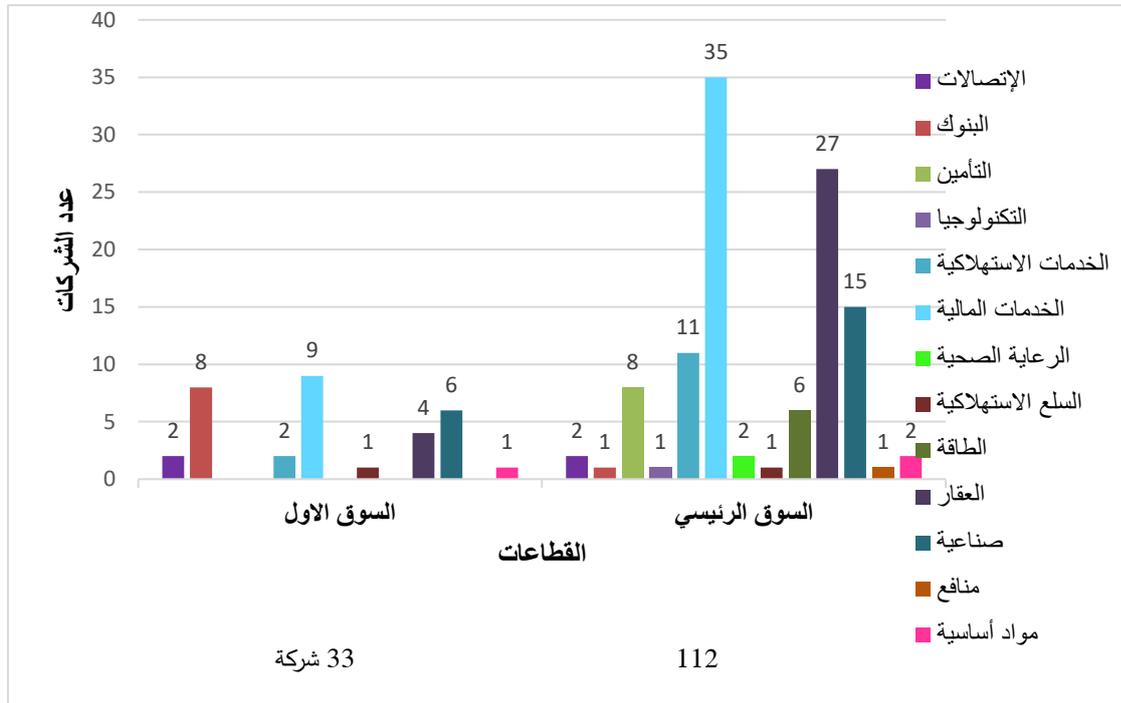
الجدول رقم (06): توزيع عدد الشركات على قطاعات بورصة الكويت

عدد الشركات	القطاع
03	مواد أساسية
01	منافع
21	صناعية
31	العقار
02	السلع الاستهلاكية
06	الطاقة
02	الرعاية الصحية
44	الخدمات المالية
13	الخدمات الاستهلاكية
01	التكنولوجيا
08	التأمين
04	الاتصالات
09	البنوك
145	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات موقع بورصة الكويت

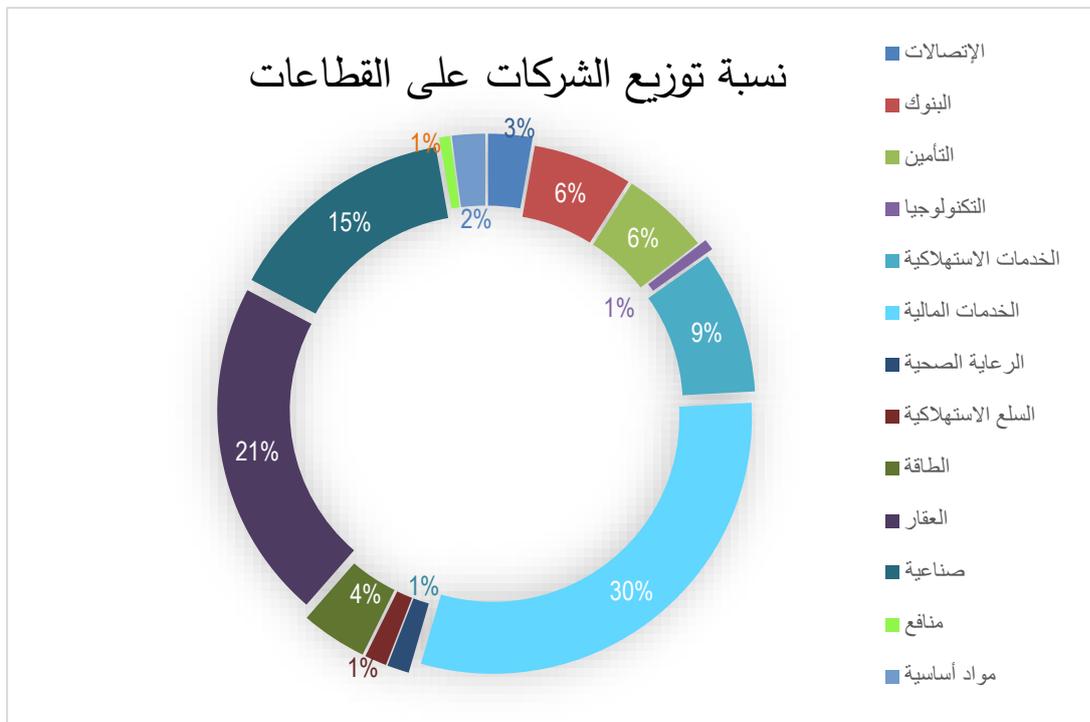
الشكل رقم (08): التمثيل البياني لعدد وتوزيع الشركات على القطاعات الناشطة في بورصة الكويت بأخر

تحديث



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (05) وبيانات بورصة الكويت

الشكل رقم (09): التوزيع النسبي للشركات على القطاعات الناشطة في بورصة الكويت بأخر تحديث



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (05) وبيانات بورصة الكويت

من خلال الجدول رقم (05) الذي يمثل القطاعات المتواجدة في بورصة الكويت وكذا الشركات الناشطة في كل قطاع وعددها، والشكل رقم (08) والذي يوضح تمثيلاً بيانياً لتوزيع الشركات على القطاعات وكذا تصنيفها على قسمي السوق "الرئيسي والأول"، إضافة إلى الشكل رقم (09) والذي يمثل التوزيع النسبي للشركات على القطاعات، نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في السوق في آخر تحديث لبيانات البورصة الرسمية، قد بلغ 145 شركة مدرجة، موزعة على 13 قطاعاً مختلفاً، ومصنفة إلى قسمين سوقيين هما السوق الرئيسي والسوق الأول، حيث ضم السوق الرئيسي الحصة الأكبر من عدد الشركات بـ 112 شركة مصنفة، بينما ضم السوق الأول 33 شركة.

يلاحظ أن القطاع الأكثر شيوعاً هو قطاع الخدمات المالية، حيث نجد 44 شركة ناشطة في هذا القطاع، ما يمثل نسبة 30% من السوق، يليه قطاع القمار والقطاع الصناعي بـ 31 و 21 شركة على الترتيب، وتباين عدد الشركات على باقي القطاعات الأخرى، بينما تبين أن هناك ضعف واضح في بعض القطاعات على غرار قطاع المنافع والتكنولوجيا بشركة واحدة لكل منهما، وكذا قطاعي الرعاية الصحية والسلع الاستهلاكية بشركتين لكل قطاع، وقطاع المواد الأساسية بثلاث شركات.

من خلال ما سبق من المعطيات والتحليلات، يتبين أن سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة 2023-2019، قد حقق أداءً جيداً عموماً، رغم بعض العثرات والمؤشرات السلبية، فقد شهد سوق الكويت تحولات هامة، ولعل أهمها انضمام بورصة الكويت إلى مؤشر "Morgan Stanley Capital (MSCI) International" للأسواق الناشئة سنة 2019، والذي يعتبر إنجازاً مهماً وكبيراً لبورصة الكويت، وقد ساهم هذا الانضمام بشكل كبير في زيادة التدفقات والاستثمارات الأجنبية في الكويت، بالإضافة إلى التحسينات والتطويرات المستمرة في مشاريع البنية التحتية والإصلاحات الاقتصادية الهامة التي بادرتها الحكومة من أجل تعزيز ودعم البيئة الاستثمارية، وهذا إضافة إلى العمل الكبير الذي قامت به شركة بورصة الكويت منذ توليها مهمة تسيير السوق المالي الموكل إليها من طرف هيئة أسواق المال. وقد شهد السوق المالي الكويتي أيضاً تذبذبات وتبايناً في الأداء وعلى غرار باقي أسواق المال العالمية كان قد تأثر بجائحة كوفيد-19، ولكن سرعان ما تعاف منها بسبب الإصلاحات الاقتصادية وكذا ارتفاع أسعار النفط، إضافة إلى التوترات الجيوسياسية الإقليمية وكذا العالمية التي يشهدها العالم.

أما إقليمياً ومقارنة بالبورصات العربية الأخرى، لم تكن بورصة الكويت الأكبر، ولكنها جاءت في مكانة مرموقة، فبحسب ماجاء به تقرير صندوق النقد العربي (صندوق النقد العربي، 2024) في العدد 43 للنشرة

الشهرية عن أداء أسواق الأوراق المالية العربية في يناير 2024، فقد بلغت القيمة السوقية لبورصة الكويت أكثر من 140 مليار دولار أمريكي، محققة ثالث أعلى نسبة ارتفاع بـ 6.61%.

### المبحث الثاني: عرض نموذج الدراسة

في هذا المبحث سنعرض الإطار العام للدراسة بدءاً من المنهج المتبع في قياس وتحليل ونمذجة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، إضافة إلى عرض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، بالإضافة إلى حدود الدراسة.

### المطلب الأول: المنهج القياسي المعتمد في الدراسة

سيتم التطرق إلى الأسس النظرية للمنهج القياسي المعتمد في الدراسة والمتمثل في نموذج بيانات البانل "Panel Data"، والتعرف على المبادئ والمفاهيم الأساسية التي يقوم عليها هذا المنهج، وذلك بتسليط الضوء على مفهومه وأهميته ومزاياه، وأهم نماذجه الأساسية الساكنة والديناميكية، وتقنيات النمذجة والتقدير المختلفة، وكذا الاختبارات التشخيصية الضرورية ومعايير اختيار النماذج.

### أولاً: تعريف بيانات بانل

نموذج بيانات البانل "Panel Data Models" أو كما تعرف بمجموعة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية التي توفر مجموعة البيانات والقياسات المتكررة لعدد معين من المتغيرات على مدى فترة زمنية معينة على وحدات مرصودة، مثل الأفراد والشركات والمدن...إلخ. وهي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما بيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترات زمنية معينة، بينما تتألف مجموعة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية من عدة متغيرات على مدى عدد من الفترات، وهي تعتبر بيانات مدمجة لكونها تجمع بين خاصيتين أو بعدين وهما البعد الزمني والبعد الفردي. (Xu, Hwan lee, & Tae, 2007, p. 572)

توفر بيانات بانل إمكانية التحكم في عدم التجانس الفردي، والاستفادة من أكبر قدر من التباين للحصول على تقديرات أكثر كفاءة، ودراسة ديناميكيات التعديل، والكشف عن الآثار التي لا يمكن اكتشافها في البيانات المقطعية العرضية. بالإضافة إلى ذلك، فهو يحسن دقة القياس باستخدام البيانات الجزئية بدلاً من البيانات المدمجة ويسمح بالاستدلال بين الأبعاد، كما هو الحال في تحليل السلاسل الزمنية للبانل. ومن منظور

النمذجة الإحصائية، تتمثل الفائدة الأساسية لتقنيات بيانات اللوحة في قدرتها على معالجة عدم التجانس غير الملحوظ، وبالتالي التحكم في المتغيرات غير الملحوظة التي يحتمل أن تكون متحيزة في عملية التقدير. (Croissant & Millo, 2019, p. 01)

### ثانياً: أنواع بيانات بانل

1. بيانات بانل متوازنة "Balanced Panel Data": تشير بيانات بانل المتوازنة إلى مجموعة

البيانات التي يتم فيها تسجيل قيم كل المشاهدات بنفس القدر من النسبة خلال نفس الفترة الزمنية.

2. بيانات بانل غير متوازنة "Unbalanced Panel Data": في بيانات بانل غير المتوازنة، تكون

بعض قيم المشاهدات مفقودة في نقاط زمنية محددة، ويتم قياس البيانات الخاصة بكل موضوع

بفترات وفواصل زمنية غير منتظمة. (Yeon, Son , & Jang, 2021, p. 02)

في حين عندما يكون عدد المقاطع "N" أقل من عدد الفترات الزمنية "T" يطلق عليها البيانات المقطعية

الطويلة "Long Panel Data"، أما إذا كان عدد المقاطع "N" أكبر من عدد الفترات الزمنية "T" يطلق

عليها البيانات المقطعية القصيرة (بن عمرة، 2021، صفحة 02).

### ثالثاً: أهمية نماذج بيانات بانل

يوفر التقدير حسب بيانات بانل مزايا كبيرة من خلال تقديم نتائج أكثر دقة، حيث أنه يدمج البعد الزمني

من بيانات السلاسل الزمنية والبعد المقطعي من الوحدات المختلفة. وبالتالي، تتمتع بيانات بانل ببعدين، مما

يعزز فعاليتها وديناميكيته في الدراسات الاقتصادية القياسية. وهذا ما يكسب نماذج بيانات بانل أهمية كبيرة،

ويمكن تلخيصها على النحو التالي:

- قدرة نماذج بيانات بانل في التحكم في عدم التجانس غير الملحوظ، حيث نجد في التحليل المقطعي

التقليدي، يمكن للسمات الخاصة بالفرد التي لا تختلف بمرور الوقت إلى التأثير السلبي على النتائج،

مما يؤدي إلى تقديرات متحيزة. تسمح نماذج بيانات بانل من خلال دمج كل من البيانات المقطعية

وبيانات السلاسل الزمنية بمراعاة هذه المتغيرات غير الملحوظة، ما يؤدي إلى تقديرات أكثر دقة

وموثوقية؛ (Baltagi, 2008)

- استنتاج أكثر دقة لخصائص وعوامل النموذج، عادة ما تحتوي بيانات البانل على عدد أكبر من

درجات الحرية والمزيد من التباين في العينة مقارنة بالبيانات المقطعية الشاملة لعدة قطاعات التي

يمكن اعتبارها مجموعة ذات "T = 1"، أو بيانات السلاسل الزمنية التي هي عبارة عن مجموعة ذات "N = 1"، وبالتالي تحسين كفاءة التقديرات الاقتصادية القياسية؛

• التحكم في تأثير المتغيرات والمشاهدات المفقودة، فقد يكون السبب الحقيقي وراء عدم تحديد بعض التأثيرات يعود إلى تجاهل تأثيرات بعض المتغيرات في مواصفات النموذج التي ترتبط بالمتغيرات التفسيرية الضمنية، وبيانات بانل تحتوي على معلومات عن كل من الديناميكيات بين الأزمنة وفردية الكيانات مما يتيح التحكم في آثار المتغيرات المفقودة أو غير الملحوظة؛ (Hsiao, 2007, pp. 3,5)

• تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابيا على دقة المقدرات؛

• تعتبر معطيات البانل الإطار الملائم لتطور تقنيات التقدير والنتائج النظرية؛

• إن استخدام معطيات البانل سيتيح لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي "Multicollinearity"؛

• نماذج البانل تسمح بدراسة مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية، بحيث تساعد في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ "Heteroscedasticity"، الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، فبخلاف السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي فإن نماذج البانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع ضبط انعدام التجانس بينها، لأن كل واحد من المصادر الهامة لانعدام ثبات التجانس لبيانات المقطع العرضي هو حذف معلومات ثابتة نسبيا من الوحدات الفردية، ومن هنا تظهر أهمية استخدام بيانات البانل بأنها تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى "بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ" الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، حيث يضع نموذج البانل في الاعتبار الاختلافات أو الآثار الفردية الخاصة بكل بعد مقطعي، ولكنها تكون ثابتة في الأجل القصير أو على الأقل خلال فترة الدراسة، كما يمكن الأخذ بالحسبان الآثار الزمنية المشتركة بين المقاطع والتي تتغير عبر الزمن؛ (بلدي، 2024، الصفحات 161,162)

• الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم مثل: تأثير الخصائص الاجتماعية، السياسة أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي، أي أن معطيات البانل ببعدها الثنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن؛

• يسمح هذا النوع من المعطيات للباحث بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين الأفراد، بحيث أن البعد المضاعف الذي تتمتع به بيانات البانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة

المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية. ( بدرابي، 2015، صفحة 202)

• بيانات بانل لا تتطلب سلاسل زمنية طويلة جداً، ففي تحليل السلاسل الزمنية الكلاسيكية تتطلب بعض الطرق سلاسل لا تقل عن 30 ملاحظة وهذا يمكن أن يكون عيباً لسببين: الأول هو توافر البيانات لفترات زمنية متتالية كثيرة جداً والثاني هو أنه من غير المعقول أحياناً استخدام نفس النموذج لوصف البيانات في فترة زمنية طويلة جداً. في بيانات بانل يمكن الاستدلال على النموذج بسهولة أكبر من خلال إجراء ملاحظات على السلسلة لجميع الأفراد. من خلال إيجاد ما هو مشترك بين الأفراد، يمكن بناء نموذج بدقة دون الحاجة إلى الاعتماد على سلاسل طويلة جداً. تعوض البيانات المتوفرة بين الأفراد عن السلاسل الأقصر. (Sheytanova, 2015, p. 06)

#### رابعاً: النموذج العام لبيانات بانل

تدمج بيانات بانل مجموعة من الملاحظات المقطعية المستعرضة، التي تمثلها الوحدات محل الدراسة، مثل الكيانات، البلدان، القطاعات أو الشركات... إلخ، ويشار إليها بالرمز "N"، على مدى فترات زمنية متعددة يشار إليها بالرمز "T". وبالتالي، تتكون عينة الدراسة من "N x T" ملاحظات. يسمح هذا الهيكل الشامل بإجراء تحليل مفصل يأخذ في الحسبان التباينات الفردية والزمنية على حد سواء، ويمكن التعبير عن الشكل العام لنموذج بيانات بانل على النحو التالي: ( عقون، 2020، صفحة 206)

$$y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^k \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \dots (01)$$

حيث:

- $i$ : تمثل الوحدة المقطعية بحيث:  $i=1, \dots, N$
- $t$ : تمثل الوحدة الزمنية بحيث:  $t= 1, \dots, T$
- $Y_{it}$ : المتغير التابع
- $X_{kit}$ : المتغير المستقل أو المفسر ذو الرتبة  $K$
- $\alpha_{it}, \beta_{kit}$ : معاملات النموذج

•  $U_{it}$ : يمثل الخطأ العشوائي، والذي يضم ثلاثة أنواع من الأخطاء العشوائية  $(uit = vi + nt + \mathcal{E}_{it})$

– الخطأ العشوائي الأول: " $v_i$ " وهو عنصر الخطأ بالنسبة للبيانات المقطعية والذي يقيس الأخطاء بين الأفراد.

– الخطأ العشوائي الثاني: " $n_t$ " يمثل مركبة الخطأ المتعلقة بالزمن

– الخطأ العشوائي الثالث: " $\mathcal{E}_{it}$ " يتعلق بالملاحظة في حد ذاتها.

والذي يكون مقيد بأربعة فرضيات تتمثل في:

○ فرضية التجانس:  $E[\mathcal{E}_{it}] = 0 ; E[\mathcal{E}_{it}^2] = \delta_{\mathcal{E}}^2$  ،  $\forall t = 1, \dots, T$  ،  $\forall i = 1, \dots, N$

○ فرضية عدم وجود الارتباط المتزامن بين أفراد العينة:  $E(\mathcal{E}_{it}, \mathcal{E}_{jt}) = 0$  ،  $\forall i \neq j$

○ فرضية عدم الارتباط الذاتي:  $E(\mathcal{E}_{it}, \mathcal{E}_{is}) = 0$  ،  $\forall t \neq s$

○ فرضية التعامد:  $E[\mathcal{E}_{it}] = 0 ; E(\mathcal{E}_{it}, X_{it}) = 0$  ،  $\forall t = 1, \dots, T$  ،  $\forall i = 1, \dots, N$

#### خامسا: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يتضمن تحليل بيانات بانل دراسة نوعين رئيسيين من النماذج: نماذج بانل الساكنة ونماذج بانل

الديناميكية، وهي كما يلي:

#### 1. نماذج بانل الساكنة:

يمكن تصنيف نماذج بانل الساكنة إلى ثلاثة نماذج أساسية:

#### أ. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS regression)

يتم استخدام نموذج الانحدار التجميعي بافتراض أن الوحدات يتصرفون بنفس الطريقة، حيث يوجد تماثل في المرونة وعدم وجود ارتباط ذاتي، عندها فقط يمكن استخدام "OLS" للحصول على تقديرات فعالة من النموذج في المعادلة (01). الافتراضات الخاصة بالنموذج المجمع هي نفسها الخاصة بنموذج الانحدار البسيط. ويعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_j$  و  $\beta_{0(j)}$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن)، والمعادلة (01) تعبر على نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة التالية: (Sheytanova, 2015, p. 07)

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (02)$$

يرتكز نموذج الانحدار التجميعي "OLS" على خمسة افتراضات أساسية: (Peter, 2008, pp. 41,42)

- الخطية تنص على أن المتغير التابع يصاغ كدالة خطية لمجموعة من المتغيرات المستقلة وحد الخطأ؛
- التجانس وينص على أن القيمة المتوقعة للاضطرابات تساوي صفراً أو أن الاضطرابات غير مرتبطة مع أي من عوامل الانحدار؛
- يكون للاضطرابات نفس التباين (homoskedasticity) ولا ترتبط مع بعضها البعض (nonautocorrelation)؛
- الملاحظات على المتغير المستقل ليست عشوائية ولكنها ثابتة في عينات متكررة بدون أخطاء قياس؛
- ينص افتراض الرتبة الكاملة على عدم وجود علاقة خطية دقيقة بين المتغيرات المستقلة (no multicollinearity).

أما في حال اختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات، فإن النموذج يتفرع إلى نموذجين أساسيين، هما نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، بالشكل التالي:

#### ب. نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (FEM):

يتم من خلال نموذج التأثيرات الثابتة تحديد سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع  $\alpha$  تختلف من مجموعة لأخرى، مع بقاء معاملات الميل  $\beta_i$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وبالتالي يأتي النموذج بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (03)$$

حيث:  $Var[\varepsilon_{it}] = \delta_\varepsilon^2$  و  $E[\varepsilon_{it}] = 0$  /  $t = 1, 2, \dots, T$  /  $i = 1, 2, \dots, n$

- $X_{it}$  و  $Y_{it}$ : المشاهدات الخاصة بكل وحدة مقطعية  $a_i$  خلال الفترة الزمنية  $t$ .
- $\varepsilon_{it}$ : تمثل بقية المتغيرات المهمة في النموذج التي تتغير بين الوحدات المقطعية وثابتة عبر الزمن.

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة  $\beta_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية. ( إبراهيم علي، 2023، صفحة 169)

يأخذ نموذج التأثيرات الثابتة بعين الاعتبار تغير الميل والمقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة. بحيث سيتم افتراض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي والزمني معا لنموذج بيانات بانل لذلك يمكن تقدير النموذج بمقارنة الأفراد مع الزمن. (بن عمرة، 2021، صفحة 03)

### ج. نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects Model :

يستخدم نموذج التأثير العشوائي عندما يُفترض أن التأثيرات الخاصة بالأفراد غير مرتبطة بالمتغيرات المتنبئة عبر جميع الفترات الزمنية، ومن ثم يتم تقدير تباين الخطأ الخاص بالمجموعات (أو الأزمنة). فإن  $u_i$  هو تباين عشوائي فردي محدد أو مكون من مكونات الخطأ المركب. هذا هو السبب في أن نموذج التأثير العشوائي يسمى أيضا نموذج مكون الخطأ. تكون المقطع والميل لمتغيرات الانحدار هي نفسها عبر الوحدات المختلفة. ويكمن الاختلاف بين الوحدات (أو الفترات الزمنية) في الأخطاء الخاصة بكل وحدة، وليس في المقاطع. (Park, 2011, p. 08)

صيغة نموذج التأثيرات العشوائية بالشكل التالي:

$$y_{it} = \mu + \nu_i + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad \dots(04)$$

حيث:  $t = 1, 2, \dots, T$  /  $i = 1, 2, \dots, n$

حيث أن:

$\nu_i$ : حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$ ؛

$\varepsilon_{it}$ : حد الخطأ العشوائي؛

إذ أن الخطأ العشوائي يضم ثلاث مركبات، تتمثل في الأثر الفردي  $\alpha_i$  وخصائص البعد الزمني  $U_t$  والمركبة الثالثة  $U_{it}$  تمثل بقية المتغيرات المهملة في النموذج التي تتغير بين الوحدات المقطعية وعبر الزمن، أي أن:  $\varepsilon_{it} = \alpha_i + U_t + U_{it}$ ، وكما هو ملاحظ يعد الأثر الفردي  $\alpha_i$  ضمن عنصر الخطأ العشوائي المركب.

يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (*Error Components Model*) بسبب أن النموذج في المعادلة (04). يضم مركبين للخطأ  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$ .

يمتلك هذا النموذج مجموعة من الخواص الرياضية تتمثل في:

$$Var(V_i) = \sigma_v^2$$

$$E(V_i) = 0 \quad var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

بافتراض حد الخطأ المركب الآتي:  $W_{i,t} = V_i + \varepsilon_{it}$

حيث أن:  $E(W_{i,t}) = 0$  و  $Var(W_{i,t}) = \sigma_v^2 + \sigma_\varepsilon^2$

طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) غير ملائمة لتقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية لأنها تنتج مقدرات غير كفؤة مع أخطاء قياسية غير صحيحة، ويؤثر عدم الدقة هذا على اختبار المعلمات بسبب أن التباين المشترك بين  $w_{it}$  و  $w_{is}$  لا يساوي الصفر بمعنى:

$$COV(W_{it}, W_{is}) = \sigma_v^2 \neq 0, t \neq s \dots (05)$$

ولغرض تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares (GLS)). ( بن سالم ف.، 2022، صفحة 160)

الجدول رقم (07): نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

نموذج الآثار العشوائية	نموذج الآثار الثابتة	
$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + (u_i + v_{it})$	$y_{it} = (\alpha + u_i) + X'_{it}\beta + v_{it}$	الصيغة الرياضية
لا يوجد ارتباط بين التأثيرات الفردية وعوامل الانحدار	يوجد ارتباط بين التأثيرات الفردية وعوامل الانحدار	الإفترض
ثابتة	مختلفة عبر المجموعة و/ أو الوقت	المقاطع
موزعة عشوائيا عبر المجموعة و/ أو الوقت	ثابتة	تباينات الخطأ
ثابتة	ثابتة	معاملات الانحدار "Slopes"
GLS, FGLS, EGLS	LSDV, within effect estimation	التقدير
Breusch-Pagan LM test	F-test	اختبار الفرضيات

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على (Park, 2011, p. 08)

يقارن الجدول رقم (06) بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية المستخدم في تحليل بيانات بانل، يفترض نموذج الآثار الثابتة وجود ارتباط بين التأثيرات الفردية وعوامل الانحدار، ومقاطع متغيرة عبر المجموعات و/أو الوقت، كما يتميز بثبات معاملات الانحدار وتباينات الخطأ. في المقابل، يفترض نموذج الآثار العشوائية أن التأثير الخاص بالفرد عشوائي وغير مرتبط بالمتغيرات المستقلة، ومقاطع ثابتة، وتباينات الخطأ الموزعة عشوائيا عبر المجموعات و/أو الوقت، مع ثبات معاملات الانحدار. أما بالنسبة لطريقة التقدير ففي حالة نموذج الآثار الثابتة، تتم الإستعانة بنماذج الإنحدار بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرة الصورية "LSDV"، واختبار الفرضية المستخدم هو اختبار "F-test"، أما في حالة نموذج الآثار العشوائية، فيتم التقدير باستخدام إما "GLS" أو "FGLS" أو "EGLS"، واختبار الفرضية المستخدم هو اختبار "Breusch-Pagan LM test".

سادسا: الاختبارات الإحصائية لتحديد النموذج المناسب

بعد أن يتم إيجاد النماذج الثلاثة السابقة سنقوم بتحديد النموذج الأكثر ملاءمة من بينها إذ سنجري اختبارين وعلى مرحلتين من خلال اختبارين إحصائيين.

### 1. اختبار إحصائية فيشر (Fisher) المقيدة أو "F-Test": (فهد و جراح، 2022،

الصفحات 236-237)

في المرحلة الأولية، نقارن النموذج التجميعي بنموذج التأثيرات الثابتة لتحديد أيهما أكثر ملاءمة، إذا كانت نتائج الاختبار الأول في صالح النموذج التجميعي، فإننا نعتبره الأنسب والأكثر ملائمة للبيانات ونتوقف عند هذه المرحلة. أما إذا أشارت النتائج إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو المفضل أو الأنسب، ننتقل إلى المرحلة الثانية، حيث وفي هذا الاختبار الثاني، نقارن نموذج التأثيرات الثابتة بنموذج التأثيرات العشوائية. يتضمن اختبار التقييم الأول بين النموذجين استخدام اختبار التأثيرات الثابتة المقيد "F-test"، وتكون الصيغة العامة كما يلي:

$$F(N - 1, NT - N - K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FEM}^2)/(NT - N - K)}$$

حيث أن:

- $N$ : عدد المقاطع؛
- $T$ : طول المدة الزمنية؛
- $K$ : عدد المتغيرات المستقلة؛
- $R_{FEM}$ : معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة؛
- $R_{PM}$ : معامل التحديد لنموذج الانحدار التجميعي.

مع وضع الفرضيتان الإحصائيتان كما يلي:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم؛

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

أما قاعدة اتخاذ القرار، فعند مقارنة قيمة "F" المحسوبة مع قيمة "F" الجدولية بمستوى معنوية 0.05 فإذا كانت النتيجة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، فأنا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة والعكس صحيح، فإذا ما تم رفض فرضية العدم فإنه يتم تطبيق

المرحلة الثانية أو الاختبار الثاني للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار هوسمان "Hausman Test"

## 2. اختبار "Hausman":

يستخدم الاختبار المتخصص لإمكانية اختيار التأثيرات العشوائية بدلا من التأثيرات الثابتة، والذي طوره هاوسمان عام 1978، لاختبار استقلالية التأثير العشوائي عن المتغيرات المستقلة. يعتمد هذا الاختبار على الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود ارتباط بين التأثير الفردي والمتغيرات المستقلة. واستنادا إلى قيمة  $X^2$ ، إما أن نرفض أو نقبل الفرضية الصفرية: (Amini, Delgado, Daniel J, & Parmeter, 2015)

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم؛

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

وكقاعدة لاتخاذ القرار؛ إذا كانت قيمة إحصائية هوسمان أكبر من القيمة الجدولية لإحصائية كاي مربع، بمعنى أن قيمة P-Value غير معنوية أي أكبر من مستوى المعنوية 5%، فإننا نقبل الفرضية الصفرية وبالتالي فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم، وفي حالة العكس فإننا نرفض الفرضية الصفرية وبالتالي فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم. (بلدي، 2024، صفحة 168)

## سابعا: اختبارات تشخيص المشاكل القياسية (تشخيص البواقي)

يوجد اختبارين ذو أهمية في تشخيص احتمال وجود المشاكل القياسية نذكرها بالشكل التالي:

### 1. اختبار عدم ثبات التباين: ( بن سالم ف.، 2022، صفحة 162)

قد تكون تكون عملية الخطأ متجانسة داخل وحدات المقطع العرضي، إلا أنه قد يختلف تباينها عبر الوحدات: وهذه الحالة تعرف باسم التغايرية الجماعية، إحصائية wald المعدلة للتغاير الجماعي في بقايا نموذج الانحدار ذو التأثير الثابت، حيث تنص الفرضية الصفرية

$$\delta^2 = \delta_i^2 \text{ for } i = 1, \dots, n. \text{ Let } \delta_i^2 = T_i^{-1} \sum_{t=1}^{T_i} \varepsilon_{it}^2 \text{ على:}$$

يكون مقدرًا لتباين الخطأ لوحدة المقطع العرضي، بناء على  $T_i$  البواقي  $\varepsilon_{it}$  متاح لتلك الوحدة، ثم حدد:

$$V_i = T_i^{-1} (T_i - 1)^{-1} \sum_{t=1}^{T_i} (\varepsilon_{it}^2 - \delta_i^2)^2$$

باعتباره التباين المقدر ل  $\delta_i^2$  إحصائيات اختبار Wald المعدلة، المعرفة على أنها:

$$W = \sum_{i=1}^n (\varepsilon_{it}^2 - \delta_i^2)^2 / V_i$$

تبين مناقشة Green لمضاعف لاغرانج ونسبة الاحتمالية وإحصاءات اختبار Wald القياسية إلى أن هذه الإحصائيات حساسة لافتراض الحالة الطبيعية للأخطاء، حيث تعمل إحصائية والد المعدلة المحسوبة هنا حينما يتم انتهاك افتراض الحالة الطبيعية على الأقل من حيث التقارب، وإذا كان الاختبار مهما  $(p < 0.05)$ ، فهنا يتم قبول أن بقايا نموذج التأثير الثابت غير متجانسة عبر الوحدات.

## 2. اختبار الارتباط التسلسلي:

عندما تكون مصطلحات الخطأ من فترات زمنية مختلفة أو الملاحظات المقطعية مترابطة، فإننا نصف مصطلح الخطأ بأنه مترابط تسلسليا. تنشأ هذه المشكلة عادة في دراسات السلاسل الزمنية، حيث تؤثر الأخطاء من فترة زمنية محددة على الفترات المستقبلية. أحد أنواع هذا الارتباط هو الارتباط التسلسلي من الدرجة الأولى، والذي يحدث عندما تؤثر الأخطاء من فترة ما بشكل مباشر على أخطاء الفترة اللاحقة. في نماذج اللوحة الخطية، يؤدي الارتباط المتسلسل إلى تحيز الأخطاء المعيارية ويقلل من كفاءة النتائج. ويُعد اختبار Wooldridge (2002) حلا شائعا للتعامل مع هذه المشكلة في النماذج ذات التأثيرات العشوائية أو الثابتة أحادية الاتجاه، نظرا لتطبيقه المباشر في ظل الظروف العامة.

يحسب (Drukker 2003) إحصائية الاختبار بالاعتماد على الخطأ القياسي المصحح (PCSE) المحدد

$$\Delta \varepsilon_{it} = \theta \Delta \varepsilon_{i,t-1} + e_{it} \quad \text{على أنه:}$$

وبافتراض الفرضية الآتية:

$H_0$ : لا يوجد ارتباط تلقائي من الدرجة الأولى.

تشير  $\theta$  إلى مقدر المربعات الصغرى في الانحدار:  $\Delta \varepsilon_{it} = \theta \Delta \varepsilon_{i,t-1} + e_{it}$

$\delta\theta^2$  هو مقدر PCSE للخطأ المعياري.

وإذا كان الاختبار مهما ( $p < 0.05$ )، فإننا نقبل وجود ارتباط تسلسلي من الدرجة الأولى. (بن التومي، 2021، صفحة 154)

ثامنا: نماذج بانل الديناميكي ( بن سالم ف.، 2022، الصفحات 163,164)

يعد نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل من أحسن النماذج المستخدمة في إطار دراسة ديناميكية العلاقة بين المتغيرات وتحديد الآثار قصيرة وطويلة الأجل، وهنا تكون نماذج البانل الساكنة غير قادرة على تحقيق ذلك، فالدراسات الاقتصادية تقتضي توفر نماذج بيانات البانل التي تسمح بمزيد من التفاوت في معلمات النموذج، وخاصة في نماذج البانل الديناميكية، من أجل الحصول على تقديرات أكثر اتساقاً، وتعكس بالمقابل السلوكيات المتباينة لمفردات العينة.

حيث قدم كل من (Pesaran, Shin and Smith)، طريقتين تسمحان بالتعامل مع مشكلة التحيز الناتج عن عدم تجانس الميول في نماذج البانل الديناميكية، الأولى تسمى طريقة وسط المجموعة (MG: Mean Group)، والثانية تسمى طريقة وسط المجموعة التجمعية (PMG: Pooled Mean Group).

يتميز النموذج الديناميكي بتأخير المتغير التابع بفترة زمنية أو أكثر ويدخل هذا المتغير في النموذج كمتغيرة مستقلة، وذلك باعتبار أن هذا النوع من النماذج يستند بشكل أساسي إلى نماذج الانحدار الذاتي، وتتطلب نماذج بانل ضرورة الأخذ بعين الاعتبار أهمية وقوة عدم التجانس الفردي غير الملاحظ، وتأخذ كذلك هذه النماذج بعين الاعتبار المدى القصير والطويل، حيث تسمح بقياس التأثيرات على المدى الطويل والقصير، وتكتب الصيغة العامة لهذا النموذج على النحو الآتي:

$$y_{it} = \alpha y_{it-1} + \sum_{k=1}^k \beta_k x_{kit} + \mu_{it}$$

ويوجد نوعين من النماذج الديناميكية تتمثل في:

### 1. نموذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ:

تتميز نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ بوجود بين المتغيرات التفسيرية الإندارية "regresseurs" المتغيرة الداخلية المبطأة وعند وجود تأخير واحد على المتغيرة الداخلية، يأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$y_{it} = \phi y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k b_j x_{j,i,t} + \varepsilon_{it}$$

## 2. نموذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة

يأخذ نموذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة للنموذج الديناميكي الصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \delta y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^k \beta_k x_{k,it} + \varepsilon_{it} \quad \varepsilon_{it} \sim i, i, D(0, \delta_\varepsilon^2)$$

يتم تقدير النموذج الديناميكي للتأثيرات الثابتة باستخدام المقدر within وذلك حسب طريقة Frisch-Waugh-Lovell، ففي هذه الحالة يتم التعبير عن متغيرات بالانحراف عن المتوسطات.

### المطلب الثاني: مجتمع ومتغيرات الدراسة

#### أولاً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية، وتتمثل عينة الدراسة في الشركات المدرجة الناشطة في القطاع الصناعي، وللإشارة فقد تم إضافة شركات تعتبر صناعية ولكنها مصنفة في قطاع الخدمات الأساسية وقطاع الطاقة حيث نعتقد أن لها نفس طبيعة الشركات المدرجة في القطاع الصناعي حسب التصنيف المتواجد في موقع البورصة، وذلك من خلال الاطلاع على أنشطتها، وهذا بهدف انتقاء أكبر عدد ممكن من الشركات لتمثيل مجتمع الدراسة أفضل تمثيل والحصول على نتائج أكثر كفاءة. وقد بلغ عدد الشركات عينة الدراسة 28 شركة. وقد تم اختيار العينة من القطاع الصناعي لعدة أسباب منها؛ أهمية القطاع الصناعي في الاقتصاد مقارنة بباقي القطاعات والدور الأساسي الذي يلعبه في التنمية الاقتصادية وكذا طبيعة الاستثمارات الضخمة التي يستقطبها هذا القطاع، إضافة إلى كون القطاع الصناعي أكثر عرضة للتفاعل مع التطورات الاقتصادية ما يوفر نظرة أشمل تحول التفاعلات الاقتصادية الكلية والجزئية، بالإضافة إلى احتواء القطاع الصناعي على أنشطة متنوعة ومختلفة.

#### ثانياً: مصادر البيانات:

تم جمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة على أساس سنوي اعتماداً على مجموعة متنوعة من المصادر تتمثل في:

- قاعدة بيانات بورصة الكويت للأوراق المالية حيث يتم نشر بيانات وافصاحات متاحة للجمهور حول الشركات المدرجة وكذا حول مؤشرات أداء الأسهم والسوق ككل؛
- التقارير المالية السنوية المنشورة من طرف لشركات عينة الدراسة سواء في مواقعها الرسمية أو في موقع بورصة الكويت؛
- موقع TradingView العالمي الرائد في مجال التداول الإلكتروني الذي يضم قاعدة بيانات ضخمة عن أغلب الأسواق المالية العالمية والذي يوفر بيانات مالية موثوقة من احصائيات ونسب وتحليلات ومؤشرات مالية عن الأسواق والشركات.

### ثالثاً: متغيرات الدراسة:

انطلاقاً من أهداف الدراسة ولتحقيق النتائج المرجوة، وبالاعتماد على الدراسات السابقة، فقد تمثلت متغيرات الدراسة في المتغير التابع وهو ربحية السهم Earnings Per Share، والمتغيرات المستقلة ممثلة بالمؤشرات المالية كما يلي:

#### 1. المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في مؤشر ربحية السهم الواحد Earnings Per Share، وهو من أكثر المقاييس استخداماً لقياس عائد حامل السهم العادي، حيث يعتبر مؤشراً مالياً يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للشركات، ويمثل نصيب السهم العادي الواحد EPS من صافي الدخل الذي يؤول إلى حملة الأسهم العادية المصدرة من طرف الشركة وذلك بعد خصم الفوائد والضرائب وحقوق حملة الأسهم الممتازة. ويتم حسابه كما يلي: (مصطفى، 2017، صفحة 158)

$$\text{ربحية السهم العادي: EPS} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}}$$

#### 2. المتغيرات المستقلة:

تمثلت المتغيرات المستقلة فيما يلي:

#### أ. العائد على حقوق الملكية Return On Equity:

العائد على حقوق الملكية ROE هو مقياس للعائد السنوي للشركة (صافي الدخل) مقسوماً على قيمة إجمالي حقوق المساهمين، معبراً عنه كنسبة مئوية. يقيس العائد على حقوق المساهمين ربحية الشركة وكفاءتها في تحقيق عوائد لاستثمارات حقوق المساهمين، وهو يظهر مدى فعالية الشركة في استخدام رأس مال مساهميها لتوليد الأرباح. يشير ارتفاع العائد على حقوق المساهمين بشكل عام إلى أداء مالي أفضل، فهو يشير إلى أن الشركة تحقق أرباحاً أعلى مقارنة باستثمارات المساهمين في حقوق المساهمين. وغالباً ما يفضل ارتفاع العائد على حقوق المساهمين لأنه يدل على كفاءة استخدام رأس المال. ويتم حسابه كما يلي:

(Powell, McKeen, & Schmidt, p. 14)

$$\text{ROE} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{حقوق الملكية}}$$

#### ب. هامش الربح الصافي Net Profit Margin:

هامش الربح الصافي يعرف أيضاً باسم "هامش الربح" أو "نسبة هامش الربح الصافي" هو نسبة مالية تستخدم لحساب النسبة المئوية للربح الذي تحققه الشركة من إجمالي إيراداتها، وهو يقيس مقدار الربح المتبقي للمساهمين بعد جميع النفقات، هامش الربح الصافي يساوي صافي الربح المعروف أيضاً باسم "صافي الدخل" مقسوماً على إجمالي الإيرادات، معبراً عنه كنسبة مئوية. ويحسب بالعلاقة التالية: (Powell, McKeen, & Schmidt, p. 19)

$$\text{NPM} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الإيرادات}}$$

#### ج. نسبة الدين إلى حقوق الملكية Debt to Equity Ratio:

نسبة الدين إلى حقوق الملكية هي مؤشر يصف مدى قدرة رأس المال المساهم أو حقوق المساهمين رأس مال في تغطية الديون، (Nasution, Putri, & Dunga, 2018, p. 182) وتركز هذه النسبة على الخصوم المدرة للفائدة، والتي تستثنى الخصوم مثل الحسابات المستحقة الدفع والإيرادات غير المكتسبة أو المؤجلة، سواءً جارية أو غير جارية أو كليهما، وينبغي إدراج جميع الالتزامات المدرة للفوائد عند حساب هذه النسبة. تعتبر نسبة الدين إلى حقوق الملكية من بين المؤشرات الأكثر شيوعاً من قبل المحللين الماليين لقياس

الرافعة المالية لأنها تسمح بمقارنة تمويل الديون والأسهم بدقة. وتحسب كما يلي: (Powell, McKeen, & Schmidt, p. 33)

$$\frac{\text{الخصوم المدرة للفوائد}}{\text{إجمالي حقوق المساهمين}} = D/E$$

د. معدل دوران الأصول **Assets Turnover**:

يستخدم معدل دوران الأصول لقياس مدى فعالية الشركة في استخدام أصولها لتوليد الدخل، فكلما كانت النسبة أعلى، كلما كانت الشركة أكثر كفاءة، لأن ارتفاع النسبة يعني أن الشركة تولد دخلاً أكبر لكل دولار من أصولها، وعلى العكس من ذلك، إذا كان معدل دوران الأصول لدى الشركة منخفضاً، فهذا يشير إلى أنها تستخدم أصولها بشكل غير فعال، كما يمكن أن تختلف هذه النسبة حسب الصناعة أو القطاع. ويمكن حساب هذه النسبة كما يلي: (Nasution, Putri, & Dunga, 2018, p. 182)

$$\frac{\text{الإيرادات}}{\text{إجمالي الأصول}} = AT$$

هـ. قيمة الشركة **Company Value**:

قيمة المؤسسة هي مقياس يستخدم لتقييم القيمة الإجمالية للشركة من خلال احتساب الديون والنقد، حيث بإمكانه إعطاء صورة أكثر وضوحاً للقيمة الحقيقية للشركة. ويتم حسابها كما يلي:

قيمة المؤسسة = سعر الإغلاق x الأسهم عادية + الأسهم الممتازة + إجمالي الديون + فوائد الأقلية المتراكمة - النقد والاستثمارات قصيرة الأجل. (tradingview.com, n.d.)

و. هامش الربح التشغيلي **Operating Profit Margin**:

هامش الربح التشغيلي أو الهامش التشغيلي هو نسبة ربحية تستخدم لحساب النسبة المئوية للربح الذي تحققه الشركة من عملياتها التشغيلية قبل طرح الضرائب ومصاريف الفائدة، ويتم حسابه بقسمة الربح التشغيلي على إجمالي الإيرادات ويتم التعبير عنه كنسبة مئوية، تعرف نسبة الهامش هذه أيضاً باسم هامش الربح قبل احتساب الفائدة والضريبة EBIT. ويحسب بالصيغة التالية: (Powell, McKeen, & Schmidt, p. 18)

$$\frac{\text{الربح التشغيلي EBIT}}{\text{إجمالي الإيرادات}} = \text{OPM}$$

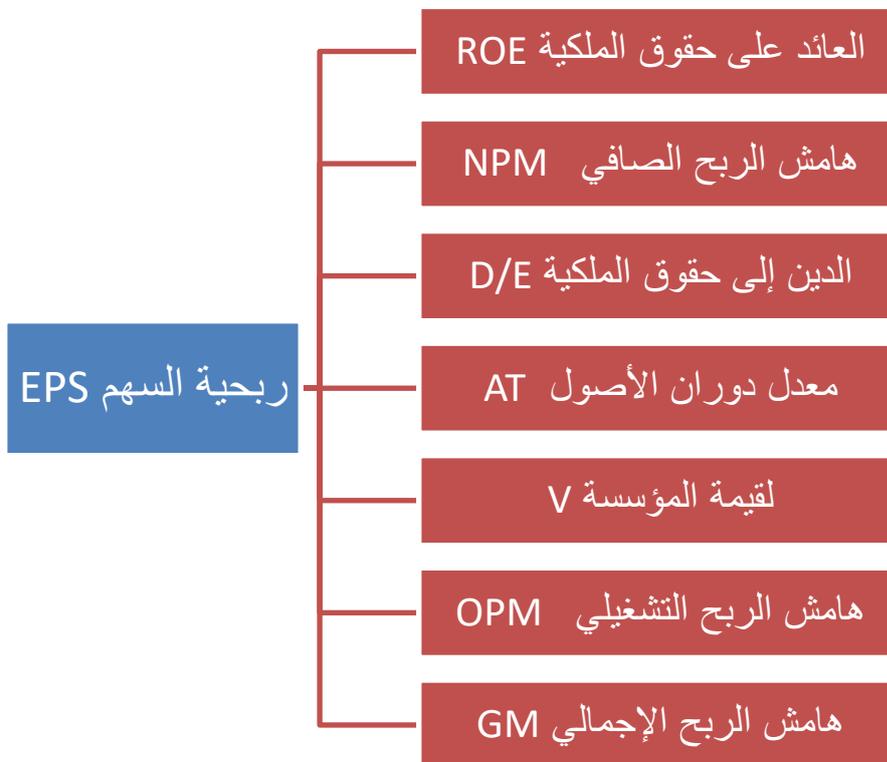
ز. هامش الربح الإجمالي Gross Profit Margin:

نسبة هامش الربح الإجمالي هي نسبة ربحية تقارن إجمالي ربح الشركة بإيراداتها، وهي توضح مقدار الربح الذي تحققه الشركة بعد سداد تكلفة البضائع المباعة (COGS). وتشير هذه النسبة إلى النسبة المئوية للإيرادات التي تحتفظ بها الشركة كإجمالي ربح، لذلك من الطبيعي أن يكون الهامش الإجمالي المرتفع هو الأفضل. وتحسب بالصيغة التالية: (Powell, McKeen, & Schmidt, p. 17)

$$\frac{\text{إجمالي الأرباح}}{\text{إجمالي الإيرادات}} = \text{GM}$$

ويمكن عرض متغيرات الدراسة كمايلي:

الشكل رقم (10): متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب

### المبحث الثالث: الدراسة القياسية لمتغيرات الدراسة

قبل تحديد النموذج القياسي الأنسب لدراستنا، من الضروري مراجعة البيانات المرتبطة بالمتغيرات التي تم استخدامها في هذه الدراسة، وسيتم تحقيق ذلك من خلال عرض البيانات وتحليلها باستخدام مجموعة متنوعة من الأساليب الإحصائية.

### المطلب الأول: نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

تقدم التحاليل الوصفية لمحة عامة أولية وتوضح أهم خصائص البيانات المستخدمة في الدراسة والمتعلقة بالنماذج قيد البحث، والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): توصيف متغيرات الدراسة

EPS	ROE	NPM	D/E	AT	V	OPM	GM	
0,022	8,98	198,79	0,014	0,05	7,40	13,619	41,302	السكب الكويتية
0,036	7,51	28,77	0,410	0,11	8,80	15,917	27,575	بوبيان للبتر وكيمياويات ش.م.ك.ع
0,054	17,56	17,44	0,104	0,76	7,81	29,364	34,431	الكويت للمشاريع الصناعية
0,003	0,97	-1,32	0,397	0,24	8,40	1,528	6,931	أسمنت الكويت ش.م.ك.ع
0,052	5,74	13,48	0,139	0,36	8,19	14,136	13,200	شركة مجموعة الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية
0,044	13,05	5,08	0,549	0,88	8,05	17,886	9,124	الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن
0,067	9,41	6,77	0,006	1,08	7,81	28,502	6,809	أسمنت بورتلاند كويت
0,012	6,43	8,36	0,081	0,61	7,21	7,768	17,631	الشعبية الصناعية
-0,010	-8,57	-4,83	0,764	0,72	6,97	-4,807	10,559	المعادن والصناعات التحويلية
-0,027	-17,78	-18,06	4,413	0,15	8,48	-15,221	25,923	أسيكو للصناعات
0,010	4,58	8,36	0,031	0,40	7,72	5,188	18,941	الصناعات الوطنية ش.م.ك
-0,014	-20,79	-234,95	1,114	0,16	6,89	-16,255	- 68,979	المعدات القابضة
0,101	5,19	5,94	0,434	0,51	9,27	16,133	40,080	أجيبتي للمخازن العمومية
-0,002	-1,68	-1,50	1,269	0,39	7,68	-1,356	6,839	الشركة الوطنية للتوظيف ش.م.ك.ع
-0,013	-10,12	-2,28	2,206	0,44	8,00	-4,742	12,463	رابطة الكويت والخليج للنقل
0,036	14,35	8,70	0,071	0,83	7,36	17,038	12,329	الكويتية لبناء المعامل والمقاولات
0,333	44,44	53,34	0,173	0,59	8,58	76,276	74,866	هيومن سوفت القابضة
0,028	9,62	2,50	1,037	0,82	7,87	13,999	7,133	المجموعة المشتركة للمقاولات ش.م.ك.ع
0,034	9,05	27,72	0,157	0,12	7,91	21,471	50,737	المشاريع المتحدة للخدمات الجوية

-0,001	-0,96	-0,73	2,731	0,08	8,97	18,548	42,130	ألفكو لتمويل شراء و تأجير الطائرات ش,م,ك
0,008	6,97	65,42	0,101	0,09	7,03	18,843	72,061	شركة مبرد القابضة (ش,م,ك,ع)
0,029	10,58	17,96	0,314	0,32	8,12	16,961	30,633	الشركة المتكاملة القابضة
0,038	12,75	23,03	0,093	0,45	7,74	24,098	32,984	شركة جاسم للنقلات والمناولة ش,م,ك,(عامة)
0,005	3,50	7,53	0,079	0,47	6,75	2,600	8,850	مجموعة الخصوصية القابضة
-0,004	-7,37	-32,12	0,036	0,19	6,83	-16,294	12,174	سنرجي القابضة
0,039	7,07	0,89	1,774	2,39	8,12	12,716	1,110	المجموعة البترولية المستقلة ش,م,ك,ع
0,088	23,79	26,00	0,007	0,70	7,86	42,384	31,729	الوطنية للخدمات البترولية
0,010	3,80	4,93	1,501	0,25	8,09	7,343	12,8	برقان لحفر الآبار
<b>0,033</b>	<b>5,06</b>	<b>8,4</b>	<b>0,71</b>	<b>0,51</b>	<b>7,82</b>	<b>12,99</b>	<b>21,16</b>	Mean
<b>-0,027</b>	<b>-20,79</b>	<b>-234,95</b>	<b>0,006</b>	<b>0,05</b>	<b>6,75</b>	<b>-16,29</b>	<b>-68,97</b>	Min
<b>0,333</b>	<b>44,44</b>	<b>198,79</b>	<b>4,413</b>	<b>2,39</b>	<b>9,27</b>	<b>76,28</b>	<b>74,86</b>	Max
<b>0,076</b>	<b>15,96</b>	<b>43,36</b>	<b>1,14</b>	<b>0,49</b>	<b>15,31</b>	<b>25,83</b>	<b>28,08</b>	Std. Dev.

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Stata 15.0

من خلال الجدول رقم (07) والذي يوضح نتائج الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، نلاحظ أن:

#### - ربحية السهم "EPS":

نلاحظ أن قيم متوسطات EPS خلال فترة الدراسة (7 سنوات) انحصرت بين أقل متوسط بقيمة -0.027 لشركة أسيكو للصناعات، وأكبر متوسط بقيمة 0.333 لشركة هيومن سوفت القابضة، وبمتوسط عام بلغ 0.033، وانحراف معياري قدره 0.076. يشير المدى الواسع بين متوسطات EPS إلى التنوع الكبير لربحية السهم بين الشركات، كما يشير المتوسط البالغ 0.033 فلس إلى انخفاض EPS نسبيا للشركات محل الدراسة، بينما يشير الانحراف المعياري البالغ 0.076 إلى وجود تباين كبير نسبيا في ربحية السهم بين

الشركات، ما يرجح تحقيق بعض الشركات أرباحاً أعلى بكثير من المتوسط بينما تحقق شركات أخرى أرباحاً أقل أو خسائر.

#### - العائد على حقوق الملكية ROE:

يتضح أن قيم متوسطات ROE خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أقل متوسط بقيمة %20.79- لشركة المعدات القابضة، وأكبر متوسط بقيمة %44.44 لشركة هيومن سوفت القابضة، وبمتوسط عام بلغ %5.06، وانحراف معياري قدره 15.96. ويتضح وجود مدى واسع بين المتوسطات ما يشير إلى الاختلاف الكبير للعائد على حقوق الملكية بين الشركات ويظهر هذا اختلاف الكفاءة في استخدام حقوق الملكية لتحقيق الأرباح.

#### - هامش الربح الصافي Net Profit Margin:

نلاحظ أن قيم متوسطات هامش الربح الصافي NPM خلال فترة الدراسة تراوحت بين أقل قيمة %234.95- والمحقة من طرف شركة المعدات القابضة، وأقصى قيمة والبالغة %198.7 لشركة السكب الكويتية، وبلغ المتوسط العام %8.4، وانحراف معياري قدره 43.36. ومن الواضح وجود تفاوت كبير بين هامش الربح الصافي بين الشركات، كما نلاحظ حالات تحقيق خسائر كبيرة من طرف بعض الشركات، بالإضافة إلى قيمة الانحراف المعياري التي تشير إلى التباين الكبير، وهذا ما يوضح وجود تحديات كبيرة ومعقدة في تحقيق الربحية لشركات على حساب شركات أخرى.

#### - نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E:

من خلال النتائج نلاحظ أن قيم متوسطات نسبة الدين إلى حقوق الملكية أخذت قيم تتراوح بين أقل قيمة 0.006 لشركة اسمنت بورتلاند الكويت، وأقصى قيمة بلغت 4.41 لشركة أسيكو للصناعات، بينما بلغ لمتوسط العام 0.71، بانحراف معياري قدره 1.14، وتشير هذه النتائج إلى وجود شركات تعتمد بشكل أكبر على حقوق الملكية وتمتلك نسبة دين ضئيلة نوعاً ما بالنظر إلى أقل قيمة 0.006، بينما توجد شركات تعتمد بشكل كبير على الدين بدلاً من حقوق الملكية ما أشارت إليه أقصى قيمة 4.41، كما نلاحظ أن المتوسط العام البالغ 0.71 عبر كل الشركات يشير إلى أن أغلب الشركات تميل لاستخدام حقوق الملكية بدلاً من الديون. كما نلاحظ وجود تباين كبير في نسبة الدين إلى حقوق الملكية بين الشركات وهذا ما أشارت إليه قيمة الانحراف المعياري.

- معدل دوران الأصول **Asset Turnover**:

تشير النتائج إلى أن أدنى قيمة لمتوسط معدل دوران الأصول بين الشركات بلغت 0.05 والتي تعود لشركة السكب الكويتية، وأقصى قيمة لمتوسط معدل دوران الأصول والبالغة 2.39 والتي تعود لشركة المجموعة البترولية المستقلة، بينما بلغ المتوسط العام 0.51 وانحراف معياري قدره 0.49، وتشير هذه النتائج إلى أن فعالية بعض الشركات في توليد دخل من خلال استعمال أصولها منخفضة نوعاً ما حيث نلاحظ أن أدنى قيمة وصلت إلى 0.05، بينما توجد شركات تملك فعالية كبيرة في توليد الدخل من خلال استعمال أصولها وهو ما أشارت إليه أقصى نسبة للمتوسطات بقيمة 2.39، كما تشير نتائج الانحراف المعياري والبالغ 0.49 إلى وجود تباين معتدل في معدل دوران الأصول بين الشركات بالنظر إلى قيمة المتوسط العام والبالغ 0.51.

- قيمة الشركة **Enterprise value**:

بعد إدخال دالة اللوغاريتم العشري على مؤشر قيم الشركات، نلاحظ أن قيم متوسطات قيمة الشركات خلال فترة الدراسة انحصرت بين أقل متوسط بقيمة 6.75 لشركة مجموعة الخصوصية القابضة، وأكبر متوسط بقيمة 9.27 لشركة أجيليتي للمخازن العمومية، وبمتوسط عام بلغ 7.82، وانحراف معياري قدره 0.68. كما أن أصغر قيمة للشركات كانت قد بلغت 423,045 دينار كويتي وكانت لشركة بيت الطاقة القابضة، بينما أكبر قيمة لشركة كانت 2,890,000,000 دينار كويتي، وكانت لشركة أجيليتي للمخازن العمومية.

- هامش الربح التشغيلي **Operating Profit Margin**:

نلاحظ أن قيم متوسطات هامش الربح التشغيلي OPM تراوحت خلال فترة الدراسة بين أدنى متوسط بقيمة %16.29- لشركة سنرجي القابضة، وأقصى متوسط بقيمة %76.28 لشركة هيومن سوفت القابضة، وبلغ المتوسط العام %12.99-، وانحراف معياري قدره 25.83. ويتضح من خلال هذه النتائج أن الشركات تواجه نوعاً ما تحديات في تحقيق معدلات هامش تشغيل عالية.

- هامش الربح الإجمالي **Gross Margin**:

يتضح من خلال النتائج أن قيم متوسطات GM خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أقل متوسط بقيمة %68.97- لشركة المعدات القابضة، وأكبر متوسط بقيمة %74.86 لشركة هيومن سوفت القابضة،

وبمتوسط عام بلغ %21.16، وانحراف معياري قدره 28.08. يشير هذا المدى الواسع بين المتوسطات إلى وجود اختلافات كبيرة لهامش الربح الإجمالي GM بين الشركات ما يوضح وجود اختلافات في كفاءة الإدارة في تحقيق معدلات جيدة للدخل والايردات.

### المطلب الثاني: تحديد نموذج الدراسة القياسي الملائم:

سيتم من خلال هذا المطلب تحديد النموذج القياسي المناسب لهذه الدراسة للتعرف على تأثير العوامل المختارة في دراستنا على ربحية السهم.

### أولاً: الشكل المبدئي لنموذج أثر المتغيرات المستقلة على ربحية السهم EPS:

لغرض التعرف على أثر العوامل المستقلة على ربحية السهم EPS للشركات محل الدراسة والمتمثلة في: العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT، قيمة الشركة، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM، تم استخدام نماذج بانل "Panel Data Models" في الدراسة القياسية، حيث كانت صيغة النموذج كما يلي:

$$EPS_{it} = \alpha_0 + \beta_{it}ROE_{it} + \beta_{it}NM_{it} + \beta_{it}D/E_{it} + \beta_{it}AT_{it} + \beta_{it}V_{it} + \beta_{it}OM_{it} + \beta_{it}GM_{it} \sum_{n=1}^{\infty} \epsilon_{it}$$

بحيث:

$EPS_{it}$ : ربحية السهم وهو المتغير التابع لنموذج الدراسة؛

$\alpha_0$ : يمثل الثابت؛

$\beta_{it}$ : يمثل المعامل الخاص المرتبط بالشركة  $i$  للفترة  $t$ ؛

$ROE_{it}$ : العائد على حقوق الملكية؛

$NM_{it}$ : هامش الربح الصافي ؛

$D/E_{it}$ : الديون إلى حقوق الملكية؛

$AT_{it}$ : معدل دوران الأصول؛

$V_{it}$ : قيمة الشركة؛

$OM_{it}$ : هامش الربح التشغيلي ؛

$GM_{it}$ : هامش الربح الإجمالي؛

$\varepsilon_{it}$ : المتغير العشوائي، حيث يرمز  $i$  إلى الشركة، و  $t$  للفترة الزمنية.

ثانياً: تقدير نماذج بانل الساكنة:

### 1. تعريف المتغيرات كبيانات بانل وتقديم النموذج:

تعتبر أول مرحلة في تحليل بيانات بانل على برنامج Stata 15.0، حيث يجب تعريف البيانات على أنها بيانات نماذج بانل Panel Data Models، ليقوم البرنامج من التقق منها، والجدول الموالي يوضح المعلومات المتعلقة بالنموذج:

الجدول رقم (09): التعريف بالنموذج كبيانات بانل

```
. xtset company year
      panel variable:  company (strongly balanced)
      time variable:  year, 2017 to 2023
      delta: 1 unit
```

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.0

يتضح من خلال الجدول أن بيانات البانل للنموذج متوازنة بشكل قوي، بحيث أن جميع بيانات الشركات محل الدراسة متوفرة لجميع السنوات.

من خصائص النموذج لدراستنا هذه أنها بيانات بانل قصيرة، بحيث أن عدد الفترات  $T=7$ ، بينما عدد المقاطع وهو الشركات في حالتنا  $N=28$ ، وبالتالي عدد المقاطع أكبر من عدد السنوات، ومنه فإن البيانات هي بيانات بانل قصيرة.

$N$ : 28 شركة؛

$T$ : 7 سنوات (2017-2023)؛

$n$ : حجم العينة هو  $N \times T = 196$ .

كما يوضح الجدول متغيرات النموذج:

- Company: تشير إلى الوحدات المقطعية أو "cross section units" وهي الشركات محل الدراسة.
- 1 year: تمثل وحدة فترة الدراسة وهي سنة واحدة، أي أنها بيانات سنوية، وتمتد من 2017 إلى 2023.

## 2. تقدير النماذج الساكنة لنموذج الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والوصول الى أفضل النتائج لتقدير النموذج الأنسب لدراستنا، نقوم بالاعتماد على منهجية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية وتطبيق نماذج البانل الساكنة، حيث يتم تقدير نماذج بانل الثلاث والمفاضلة بينهم عن طريق اختبارات معينة، من أجل اختيار النموذج الملائم الذي يفسر ويحجب على إشكالية الدراسة بكفاءة. والنماذج الثلاث هي:

- نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)؛
- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)؛
- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model).

أ. نموذج الانحدار التجميعي "PRM"

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج السلاسل الزمنية المقطعية "Panel Data Models"، حيث يفترض أن جميع المعاملات " $\alpha_i$  و  $\beta_i$ " ثابتة لجميع الفترات الزمنية، أي يهمل تأثير الزمن. إذ يتم فيه تجميع البيانات والملاحظات ويفترض أن التباينات بين الوحدات عبر الفترات الزمنية لا تؤثر على العلاقة بين المتغيرات. (إبراهيم علي، 2023، صفحة 169). ويتم فيه تقدير نموذج المربعات الصغرى المجمعـة "Pooled Ordinary Least Squares" بتطبيق منهجية المربعات الصغرى العادية "OLS" لبيانات بانل، حيث يفترض هذا النموذج عدم وجود تأثيرات غير قابلة للرصد خاصة بالوحدات، مما يعني أن جميع الوحدات في مجموعة البيانات -الشركات في حالتنا- لها نفس الخصائص الأساسية. (Tilburg Science Hub, n.d.)

لتقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM، نقوم بتجميع كل المشاهدات والبالغة 194 مشاهدة لتطبيق انحدار المربعات الصغرى العادية OLS، مع إهمال الطبيعة المقطعية والسلاسل الزمنية للبيانات، وتم تجميع الشركات محل الدراسة والبالغ عددها 28 شركة من خلال تجميع البيانات لمدة 7 سنوات، وبافتراض أن جميع الشركات متطابقة من حيث خصائص البيانات مع نفي عدم التجانس الذي يقوم عليه هذا النموذج، نتحصل على النموذج التالي من مخرجات برنامج Stata:

الجدول رقم (10): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	194
Model	.609126889	7	.087018127	F(7, 186)	=	31.06
Residual	.521173451	186	.002802008	Prob > F	=	0.0000
Total	1.13030034	193	.005856478	R-squared	=	0.5389
				Adj R-squared	=	0.5216
				Root MSE	=	.05293

eps	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe	.0027917	.0005288	5.28	0.000	.0017485	.0038349
nm	-.0003395	.0001485	-2.29	0.023	-.0006326	-.0000465
de	.0009043	.0038515	0.23	0.815	-.0066939	.0085025
at	.006192	.0087753	0.71	0.481	-.0111199	.0235039
v	-.0002797	.0003681	-0.76	0.448	-.0010058	.0004465
om	.000672	.000222	3.03	0.003	.000234	.0011099
gm	.0005489	.0002149	2.55	0.011	.000125	.0009728
_cons	.0004893	.0080682	0.06	0.952	-.0154276	.0164063

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

وبالتالي نتحصل على النموذج التالي:

$$EPS = 0.0005 + 0.0028 ROE - 0.0003 NPM + 0.0009 D/E + 0.006 AT - 0.0003 V + 0.0007 OPM + 0.0005 GM$$

يوضح الجدول رقم (09) أعلاه نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي PRM باستخدام Pooled OLS، وتظهر النتائج أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في كل من العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الاجمالي GM ذات علاقة طردية ولها أثر إيجابي دال إحصائياً على المتغير التابع ربحية السهم EPS، كما أظهرت النتائج وجود علاقة طردية وأثر إيجابي ولكن غير دال إحصائياً لكل من نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E ومعدل دوران الأصول AT، في حين نلاحظ وجود علاقة عكسية وأثر سلبي دال إحصائياً لمتغير هامش الربح الصافي NPM، بينما يوجد أثر سلبي لقيمة الشركة V ولكن دون دلالة إحصائية. كما تظهر النتائج أن معامل التحديد  $R^2$  يساوي 53.9%، ما يعني أن

النموذج يفسر 53.9% من التباين الحاصل في المتغير التابع ربحية السهم EPS بناء على المتغيرات المستقلة المدمجة في النموذج، في حين تبقى نسبة 46.1% من التباين في المتغير التابع ربحية السهم لا يتم تفسيرها بواسطة النموذج وهي تعود لعوامل أخرى لم يتم ادراجها في النموذج قد تكون لها أثر مفسر. وتعتبر جودة هذا النموذج بقيمة 53.9% جيدة نسبياً، حيث تؤكد أن النموذج يفسر نسبة جيدة من المتغير التابع ربحية السهم.

### ب. نموذج التأثيرات الثابتة "FEM"

يستند نموذج التأثيرات الثابتة على معرفة وتحديد سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع  $\alpha$  مختلفة من مجموعة لأخرى، مع افتراض بقاء معاملات الميل  $\beta$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، ( إبراهيم علي، 2023، صفحة 169)، وبالتالي فإن نموذج التأثيرات الثابتة FEM يعمل على مراعات خصوصية المتغيرات المفسرة لكل شركة، مع افتراض ثبات معاملات الانحدار، وفيما يلي نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة:

الجدول رقم (11): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM

eps	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe	.0019496	.000435	4.48	0.000	.0010904	.0028088
nm	.0001111	.0001328	0.84	0.404	-.0001512	.0003733
de	-.0035768	.0054336	-0.66	0.511	-.0143082	.0071545
at	-.0081719	.0156124	-0.52	0.601	-.0390063	.0226625
v	-.0007001	.0002795	-2.50	0.013	-.0012521	-.0001481
om	.0001044	.0001729	0.60	0.547	-.000237	.0004458
gm	.0003257	.0002934	1.11	0.269	-.0002537	.0009052
_cons	.0269906	.0109339	2.47	0.015	.0053963	.0485849
sigma_u	.04858661					
sigma_e	.037843					
rho	.62241322	(fraction of variance due to u_i)				

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: company  
Number of obs = 194  
Number of groups = 28  
R-sq: within = 0.2737  
between = 0.5299  
overall = 0.4454  
Obs per group: min = 5  
avg = 6.9  
max = 7  
corr(u\_i, Xb) = 0.3198  
F(7, 159) = 8.56  
Prob > F = 0.0000

F test that all u\_i=0: F(27, 159) = 7.59 Prob > F = 0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

يوضح الجدول رقم (10) أعلاه مخرجات برنامج Stata 15.0 لنتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM، حيث يقوم بتقدير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بافتراض أن التأثيرات الفردية للشركات ثابتة عبر الزمن، وبقراءة الجدول، نتحصل على النموذج التالي:

$$EPS = 0.027 + 0.0019 ROE + 0.0001 NPM - 0.0036 D/E - 0.0081 AT - 0.0007 V + 0.0001 OPM + 0.0003 GM$$

ج. تقدير نموذج التأثيرات الثابتة بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية Least Squares

### :Dummy Variables (LSDV)

بما أن هذا النموذج يفترض ثبات التأثيرات الفردية بين الوحدات المقطعية أي الشركات، فهو لا يبين الاختلافات الموجودة بين هذه الشركات محل الدراسة. ومن أجل تقدير معاملات النموذج مع السماح للثابت المفترض  $\beta$  بالتغير بين الوحدات المقطعية وإظهار اختلافات خصوصية الشركات، يتم عادة تقدير نموذج آخر باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية Least Squares Dummy Variables (LSDV)، حيث يتم ذلك باستخدام متغيرات وهمية بقدر (N-1) لتجنب حالة التعددية الخطية التامة، وفهم أفضل لنموذج التأثيرات الثابتة، وإظهار الخصائص التي من الممكن أن تميز كل شركة عن الأخرى، وبالتالي يصبح النموذج يسمى نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية LSDV Model بعد إضافة المتغيرات الوهمية Dummy Variables. (رتيبة، 2014، صفحة 155) ويتم التقدير بعد أخذ إحدى الشركات كشركة مرجعية، وقد تم أخذ الشركة الأولى شركة السكب الكويتية كشركة مرجعية في حالتنا، وقد تحصلنا على النتائج المبينة في الجدول رقم (11). حيث تحصلنا على النموذج التالي:

$$EPS = -0.013 + 0.0019 ROE + 0.0001 NPM - 0.0036 D/E - 0.0081 AT - 0.0007 V + 0.0001 OPM + 0.0003 GM + 0.033 company2 + 0.035 company3 + 0.02 company4 + 0.059 company5 + 0.046 company6 + 0.072 company7 + 0.015 company8 + 0.023 company9 + 0.03 company10 + 0.013 company11 + 0.068 company12 + 0.105 company13 + 0.025 company14 + 0.024 company15 + 0.033 company16 + 0.251 company17 + 0.036 company18 + 0.019 company19 + 0.008 company20 - 0.019 company21 + 0.021 company22 + 0.022 company23 + 0.014 company24 + 0.027 company25 + 0.068 company26 + 0.063 company27 + 0.023 company28$$

الجدول رقم (12): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية LSDV

. regress EPS ROE NM DE AT V OM GM i. company

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	194
				F(34, 159)	=	18.54
Model	.90260806	34	.026547296	Prob > F	=	0.0000
Residual	.227655914	159	.001431798	R-squared	=	0.7986
				Adj R-squared	=	0.7555
Total	1.13026397	193	.00585629	Root MSE	=	.03784

EPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ROE	.0019494	.000435	4.48	0.000	.0010903 .0028085
NM	.0001111	.0001328	0.84	0.404	-.0001511 .0003733
DE	-.0035664	.005433	-0.66	0.512	-.0142967 .0071638
AT	-.0081997	.0156108	-0.53	0.600	-.039031 .0226315
V	-.0007	.0002795	-2.50	0.013	-.0012519 -.0001481
OM	.0001044	.0001728	0.60	0.547	-.000237 .0004458
GM	.0003263	.0002934	1.11	0.268	-.0002531 .0009057
company					
2	.0332338	.0216845	1.53	0.127	-.0095931 .0760606
3	.0350613	.0252352	1.39	0.167	-.0147781 .0849007
4	.0204421	.0235089	0.87	0.386	-.0259879 .0668721
5	.0592187	.0231554	2.56	0.011	.0134869 .1049505
6	.0464125	.027199	1.71	0.090	-.0073055 .1001305
7	.0724748	.0288929	2.51	0.013	.0154114 .1295381
8	.0146023	.0241916	0.60	0.547	-.0331759 .0623806
9	.023204	.0251764	0.92	0.358	-.0265193 .0729273
10	.0309934	.0315738	0.98	0.328	-.0313647 .0933515
11	.0130015	.0230237	0.56	0.573	-.0324701 .0584732
12	.0680897	.0336642	2.02	0.045	.0016029 .1345764
13	.1053671	.0237477	4.44	0.000	.0584655 .1522688
14	.0252332	.0243358	1.04	0.301	-.0228298 .0732963
15	.024681	.0251557	0.98	0.328	-.0250015 .0743634
16	.0328189	.0264863	1.24	0.217	-.0194914 .0851292
17	.2516706	.0287405	8.76	0.000	.1949081 .308433
18	.036516	.027013	1.35	0.178	-.0168346 .0898666
19	.0191103	.0222319	0.86	0.391	-.0247976 .0630183
20	.0081758	.0273238	0.30	0.765	-.0457886 .0621402
21	-.0194007	.0226124	-0.86	0.392	-.0640602 .0252587
22	.0211612	.0225404	0.94	0.349	-.023356 .0656784
23	.0222362	.0229042	0.97	0.333	-.0229996 .067472
24	.0144535	.0238838	0.61	0.546	-.0327168 .0616239
25	.0272913	.0236361	1.15	0.250	-.0193898 .0739725
26	.068321	.0437802	1.56	0.121	-.0181447 .1547866
27	.0637337	.0254264	2.51	0.013	.0135167 .1139508
28	.0226837	.02422	0.94	0.350	-.0251507 .070518
_cons	-.0134781	.0190522	-0.71	0.480	-.051106 .0241498

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

تعتمد طريقة تقدير النموذج باستخدام المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية على إضافة المتغيرات الوهمية ومراعات الاختلافات بين المقاطع (Okoroafor, Okechukwu, Anuonye, & Uka, 2020, p. 36)، تم استخدام متغيرات وهمية في نموذجنا وعددها 27 حيث يتم استخدام إحدى الشركات كشركة مرجعية وهي الشركة رقم 01، وتستخدم المتغيرات الوهمية لتمثيل الـ 27 شركة المتبقية من أجل تجنب الارتباط الخطي المتعدد، وهذا لغرض إظهار مدى تباين معامل التقاطع لكل شركة عن الشركة المرجعية.

نلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج وكذا مخرجات برنامج Stata 15.0 في الجدول (11) في ما يخص نتائج انحدار النموذج أن معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة متماثلة مع النموذج المتحصل عليه من خلال تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM، بينما يتضح الاختلاف والفروقات الاحصائية الجوهرية لمعاملات الأثر الثابت لكل شركة على حدى، وهذا يوضح أن المتغيرات المستقلة غير متجانسة ولها تأثير على ربحية السهم EPS للشركات محل الدراسة، وتختلف طبيعة وقوة هذا التأثير بالنسبة لكل بنك على حدى.

#### ❖ القدرة التفسيرية للنموذج:

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (11) يتضح أن القدرة التفسيرية للنموذج قد بلغت 79.9% وهو ما أظهرته قيمة معامل التحديد  $R^2$ ، ما يعني أن حوالي 80% من التغيرات الحاصلة في ربحية السهم يفسرها النموذج من خلال المتغيرات المستقلة المفسرة، وهي نسبة عالية تعكس القدرة التفسيرية الجدية للنموذج، ونلاحظ تحسن القدرة التفسيرية وهذا راجع للمتغيرات الوهمية التي يعتمد عليها نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية LSDV.

وبالنظر إلى نتائج الجدول رقم (10) الذي يوضح نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة FEM نلاحظ أن قيمة  $Rho = 0.662$  (وهو يعبر عن نسبة التباين في المتغير التابع التي ترجع إلى الفروق بين الوحدات) ما يعني أن 66% من التباين في المتغير التابع ربحية السهم EPS مصدره الفروق والاختلافات بين الشركات، وهذا يعني أن التباين بين الشركات أكبر بكثير من التباين داخل الشركة ذاتها على مر الزمن.

وتوضح نتائج الجدول أيضا من خلال قيمة الاختبار الإحصائي F-Statistic أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية حيث أن  $Prob > F = 0.000$ .

كما يظهر جليا من خلال النتائج أن عدم تجانس المقطع العرضي (Company) معنوي وواضح، لهذا نجد لكل شركة قيمة الثابت الخاص بها، ويرجع هذا إلى الاختلافات الكبيرة بين الشركات وانفراد كل شركة بخصائص تميزها عن باقي الشركات.

د. نموذج التأثيرات العشوائية "REM"

كمرحلة ثالثة نقوم بتقدير نموذج التأثيرات العشوائية REM، قبل الانتقال إلى المفاضلة بين النماذج وتحديد أنسب نموذج للدراسة، وفيما يلي نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية REM:

الجدول رقم (13): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية REM

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	194	
Group variable: company		Number of groups	=	28	
R-sq:		Obs per group:			
within	= 0.2619	min	=	5	
between	= 0.6286	avg	=	6.9	
overall	= 0.5121	max	=	7	
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Wald chi2(7)	=	100.97	
		Prob > chi2	=	0.0000	
eps	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
roe	.0022901	.0004393	5.21	0.000	.0014291 .0031512
nm	-.0000341	.0001316	-0.26	0.795	-.0002921 .0002238
de	-.002214	.0045735	-0.48	0.628	-.0111779 .00675
at	.0046501	.0114192	0.41	0.684	-.0177311 .0270314
v	-.0006253	.000289	-2.16	0.031	-.0011919 -.0000588
om	.0002648	.0001775	1.49	0.136	-.0000832 .0006127
gm	.0004698	.0002378	1.98	0.048	3.59e-06 .0009359
_cons	.0135367	.0109564	1.24	0.217	-.0079375 .035011
sigma_u	.03182467				
sigma_e	.037843				
rho	.4142536	(fraction of variance due to u_i)			

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

من خلال نتائج الجدول رقم (12) نلاحظ أن قيمة التقاطع المشتركة والتي تمثل القيمة المتوسطة لمكون الخطأ العشوائي والقيمة المتوسطة لتقاطع وحدات المقطع العرضي وهي 27 شركة تساوي (0.0135)، كما يظهر أن القدرة التفسيرية للنموذج بلغت من خلال قيمة معامل التحديد 26.19%.

تظهر النتائج المبينة في الجدول أيضا أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية حسب نتائج اختبار الدلالة الاحصائية المبينة في القيمة الاحتمالية المصاحبة لاختبار Wald Chi2 والتي تساوي:

.Prob > chi2 = 0.0000

من خلال مخرجات برنامج Stata 15.0 لتقدير نموذج التأثيرات العشوائية المبينة في الجدول رقم (12) أعلاه: نتحصل على النموذج التالي:

$$EPS = 0.0135 + 0.0022 ROE - 0.0003 NPM - 0.0022 D/E + 0.0046 AT - 0.0006 V + 0.0002 OPM + 0.0004 GM$$

### 3. المفاضلة بين نماذج ربحية السهم EPS:

يهدف المفاضلة بين النماذج الثلاثة المبينة سابقاً؛ نموذج الانحدار التجميعي "PRM"، نموذج التأثيرات الثابتة "FEM"، ونموذج التأثيرات العشوائية "REM"، نقوم بإجراء مجموعة من الاختبارات والتي على أساسها يتم الاختيار بين النماذج:

#### أ. المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

للمفاضلة بين كل من نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة نقوم بإجراء اختبار فيشر "F-Test"، حيث يتم اختيار النموذج الأنسب للدراسة عن طريق نتائج F-statistics، وذلك حسب الفرضيات التالية:

**H0:** النموذج الملائم هو النموذج التجميعي؛

**H1:** النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول رقم (14): نتائج اختبار فيشر F-Test

Effects test	Statistic	d.f	Prob
Cross section F	7.59	(27 , 159)	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الملحق رقم (02)

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (13) أعلاه، نلاحظ أن قيمة إحصائية اختبار فيشر بلغت 7.59 بمستوى معنوية (0.0000)، وبالتالي يتم رفض الفرضية المعدومة وقبول الفرضية البديلة، ومنه نؤكد وجود اختلافات جوهرية بين الشركات عينة الدراسة، ونستنتج أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم مبدئياً.

#### ب. المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية:

بغرض المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية نقوم بإجراء اختبار Breusch-pagan، حيث يتم تطبيقه لاختبار وجود آثار عشوائية في النموذج، من خلال النظر الى إحصائية Breusch-pagan، ولأجل ذلك يتم بناء الفرضيات التالية:

H0: النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي؛

H1: النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (15): نتائج اختبار فيشر F-Test

Effects test	Chibar2 (1)	Prob
Cross section F	75.38	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (05)

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (14) أعلاه، نلاحظ أن قيمة إحصائية الاختبار  $Chibar2 = 75.38$  بمستوى معنوية  $Prob > chibar2 = 0.0000$  وهي أقل من 5%، وبالتالي يتم رفض الفرضية المعدومة وقبول الفرضية البديلة، وبالتالي النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

### ج. المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة FEM ونموذج التأثيرات العشوائية REM، نقوم بإجراء اختبار آخر وهو اختبار هوسمان (Hausman test)، ويتم تحديد النتيجة بناء على الفرضيات التالية:

H0: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم؛

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (16): نتائج اختبار هوسمان Haussman

Test : H0 : difference in coefficients not systematic	
Chi2(7)	49.64
Prob>Chi2	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الملحق رقم (06)

من خلال نتائج اختبار هوسمان Hausman Test المبينة في الجدول رقم (15) أعلاه، نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لاحصائية هوسمان المحسوبة تساوي  $Prob > Chi2 = 0.0000$  وهي أصغر من 5%، وبالتالي نرفض الفرضية المعدومة ونقبل الفرضية البديلة، ومنه يمكننا القول أن النموذج الملائم لدراستنا هو نموذج التأثيرات الثابتة FEM.

وعليه، فإن نموذج الدراسة هو كالاتي:

$$FEM: EPS = 0.027 + 0.0019 ROE + 0.0001 NPM - 0.0036 D/E - 0.0081 AT - 0.0007 V + 0.0001 OPM + 0.0003 GM$$

#### 4. دراسة المشاكل القياسية للنموذج:

بعد تحديد النموذج الأنسب للدراسة وهو نموذج التأثيرات الثابتة "Fixed Effects Model" كأكثر نموذج ملائم بدلا من نموذج التأثيرات المجمعة ونموذج التأثيرات العشوائية، من الضروري إجراء اختبارات تشخيصية للتأكد من مدى فعالية النموذج في تفسير وشرح الحالة المدروسة، حيث تعتبر هذه الاختبارات ضرورية من أجل تحديد ومعالجة المشاكل القياسية المحتمل وجودها في النموذج، ومن أهم هذه الاختبارات مشكلة عدم ثبات التباين ومشكلة الارتباط الذاتي.

##### أ. اختبار عدم ثبات التباين:

وهو اختبار والد المعدل "Modified Wald" ويستخدم للتحقق من وجود تجانس أو عدم تجانس في الأخطاء للشركات محل الدراسة عبر الوحدات الزمنية، ولأجل ذلك يتم اختبار الفرضيات التالية:

$$H_0: \delta^2 = \delta^2$$

وجود تباين ثابت لكافة أفراد العينة: وجود تجانس؛

$$H_1: \delta^2 \neq \delta^2$$

عدم وجود تباين ثابت لكافة أفراد العينة: عدم وجود تجانس.

وبعد إجراء الاختبار حصلنا على النتائج المبينة فيما يلي:

#### الجدول رقم (17): نتائج اختبار عدم ثبات التباين Modified Wald test

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity in fixed effect regression model	
H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i	
chi2 (28)	= 6.5e+06
Prob>chi2	= 0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

نلاحظ من خلال الجدول رقم (16) أعلاه، والذي يمثل نتائج اختبار Wald المعدل لعدم ثبات التباين، أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$  وهي أصغر من 5%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم وجود تباين ثابت أو عدم وجود تجانس، وبالتالي فإن بواقي نموذج التأثيرات الثابتة غير متجانسة بين الشركات محل الدراسة، ما يعني أن نموذج الدراسة يعاني من مشكل عدم ثبات التباين.

#### ب. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

يعتبر الارتباط الذاتي من المشاكل التي تسبب غياب الدقة في قياس معاملات العلاقات الاقتصادية عند استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث أن هذا الارتباط يؤثر سلباً على جودة النتائج ويؤدي إلى ظهور نتائج أقل كفاءة، وعليه يجب التحقق من احتمال وجود ارتباط تسلسلي لنموذج ربحية السهم EPS وذلك من خلال الاعتماد على اختبار Wooldridge 2002، وتتمثل فرضيات هذا الاختبار فيما يلي:

$H_0: \rho = 0$ ، لا يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء؛

$H_1$ : يوجد ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء.

والجدول التالي يوضح نتائج اختبار Wooldridge:

#### الجدول رقم (18): نتائج اختبار الارتباط الذاتي Wooldridge test

Wooldridge test for autocorrelation in panel data			
H0: no first-order autocorrelation			
F(	1,	27)	= 0.482
Prob > F	=		0.4935

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

يتضح من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (17) أعلاه، أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} > F = 0.4935$  وهي أكبر تماماً من 5%، ما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء، ومنه نستنتج أن النموذج المقدر لا يحتوي على مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء المقدر.

ونظرا لاحتواء النموذج على مشكل عدم ثبات التباين، سنقوم بمعالجة هذا المشكل عن طريق إعادة تقدير النموذج بالاعتماد على نموذج بانل المصحح "Panel Corrected Standard Errors"، بهدف إيجاد النموذج الأنسب بعد معالجة مشكل عدم ثبات التباين ( بن سالم ف.، 2022، صفحة 176)، وفيما يلي نتائج تقدير النموذج المصحح باستخدام برنامج Stata 15.0:

### الجدول رقم (19): نموذج بانل المصحح Corrected Panel Model

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable:	company	Number of obs	=	194	
Time variable:	year	Number of groups	=	28	
Panels:	correlated (unbalanced)	Obs per group:			
Autocorrelation:	no autocorrelation	min	=	5	
Sigma computed by casewise selection		avg	=	6.9285714	
		max	=	7	
Estimated covariances	=	406	R-squared	=	0.5389
Estimated autocorrelations	=	0	Wald chi2(7)	=	337.99
Estimated coefficients	=	8	Prob > chi2	=	0.0000

eps	Panel-corrected				
	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
roe	.0027917	.0007639	3.65	0.000	.0012944 .0042889
nm	-.0003395	.0001529	-2.22	0.026	-.0006392 -.0000398
de	.0009043	.0017124	0.53	0.597	-.002452 .0042606
at	.006192	.0056558	1.09	0.274	-.0048932 .0172771
v	-.0002797	.0008957	-0.31	0.755	-.0020351 .0014758
om	.000672	.0004668	1.44	0.150	-.0002429 .0015868
gm	.0005489	.0002603	2.11	0.035	.0000388 .001059
_cons	.0004893	.0074807	0.07	0.948	-.0141727 .0151513

المصدر: مخرجات برنامج Stata 15.0

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (18) لنموذج بانل المصحح، يتبين أن كل من العائد على حقوق الملكية ROE وهامش الربح الإجمالي GM لهما تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة في الفترة 2023-2017، في حين أن كلا من نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT وهامش الربح التشغيلي OPM، لهم أثر إيجابي ولكن دون دلالة إحصائية. بينما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS ذو دلالة إحصائية، في حين أن متغير قيمة المؤسسة V له أثر سلبي على ربحية السهم ولكن بدون دلالة إحصائية.

أما القدرة التفسيرية للنموذج ككل فقد كانت جيدة نسبياً حيث بلغت قيمة معامل التحديد  $R^2 = 53.9\%$ ، أي أن النموذج بمتغيراته المستقلة يفسر  $53.9\%$  من التباين في ربحية السهم EPS للشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2023-2017، بينما هناك عوامل أخرى تفسر ربحية السهم ربما لم يتم إدراجها في النموذج.

وعليه، فإنه يمكن إعادة صياغة معادلة النموذج الجديد كما يلي:

$$EPS = 0.0004 + 0.0027 ROE - 0.0003 NPM + 0.0009 D/E + 0.0062 AT - 0.0002 V + 0.0006 OPM + 0.0005 GM$$

### المطلب الثالث: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات

سنقوم من خلال هذا المطلب بمناقشة فرضيات ونتائج الدراسة النظرية والقياسية لنموذج أثر كل من العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT، قيمة المؤسسة V، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة 2023-2017. فمن خلال ماتم تضمينه في الفصلين النظريين، وكذا النتائج المحصل عليها المبينة في النموذج وكذا الجدول رقم (18) نستنتج:

**أولاً: الفرضية الأولى:** تلعب سوق الأوراق المالية دوراً محورياً في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الاستثمارات عن طريق جذب الادخارات وتعبئة رؤوس الأموال، وتسهيل توجيهها، وتحسين مستويات الكفاءة الاقتصادية:

من خلال ما تم التطرق إليه في الفصل الأول من الدراسة وما تم تضمينه من خلال مباحث ومطالب الفصل، تبين أن سوق الأوراق المالية، من خلال أهدافها ووظائفها، تلعب دوراً محورياً وحيوياً في رفع أداء الاستثمار ودفع عجلة الاقتصاد لما تقدمه من حلول ومساهمات في تعبئة رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات، ما يعني صحة الفرضية الأولى.

**ثانياً: الفرضية الثانية:** تعد ربحية السهم "EPS" من أهم مؤشرات التحليل المستخدمة في عملية الاستثمار في الأسهم؛

من خلال ما تم التطرق إليه في الفصل الثاني من الدراسة وما شملته مباحث ومطالب الفصل، تتضح مدى أهمية مؤشر ربحية السهم "EPS" في عملية الاستثمار في الأسهم من خلال ما يقدمه من دلالات ومعلومات حاسمة للمستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

**ثالثاً: الفرضية الثالثة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق الملكية ROE على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة والمدرجة في بورصة الكويت:**

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية بين العائد على حقوق الملكية ROE وربحية السهم EPS، حيث نلاحظ أن قيمة معامل ROE هي (0.0027) بقيمة احتمالية قدرها (0.000) وهي أقل من 5%، ما يعني إثبات صحة الفرضية.

وهو ما يتماشى مع النظريتين الاقتصاديتين: نظرية الوكالة Agency Theory والتي تتناول العلاقة بين المدراء والمساهمين، حيث أن ارتفاع ROE وتأثيره الإحصائي الإيجابي على ربحية السهم يعكس الكفاءة في استخدام رأس المال في تحقيق الأرباح وبالتالي تحسين ربحية السهم، ويتماشى أيضاً مع نظرية القيمة للمساهمين Shareholder Value Theory التي تهدف إلى تعظيم عائد المساهمين، ما يؤدي إلى تعزيز ثقتهم في قدرة الشركة على توليد الأرباح الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الطلب على أسهمها وبالتالي ارتفاع قيمتها وارتفاع ربحية السهم.

**رابعاً: الفرضية الرابعة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة:**

توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين هامش الربح الصافي NPM وربحية السهم EPS، حيث نلاحظ أن قيمة معامل NPM هي (-0.0003) بقيمة احتمالية قدرها (0.026) وهي أقل من 5%، ما يعني إثبات صحة الفرضية.

هذا التأثير السلبي قد يتماشى والنظرية الاقتصادية التي تقترض أن معدلات هامش الربح الصافي قد تكون مرتفعة بسبب التركيز على الربحية الحالية على حساب الاستثمارات الآجلة، وبالتالي إهمال الإستدامة في الأرباح، كما قد يرجع ذلك إلى ما تنص عليه نظرية توازن السوق التي تنص على أن ارتفاع هامش الربح

الصافي قد يرجع إلى الصناعات التي تتصف بالتقلبات أو المنافسة الكبيرة، ما قد يؤدي إلى زيادة التكاليف ما يؤثر سلبا على ربحية السهم وخاصة بسبب توقعات المستثمرين.

**خامسا: الفرضية الخامسة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة:**

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ولكن بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية غير دالة إحصائيا بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E و ربحية السهم EPS، حيث نلاحظ أن قيمة معامل D/E هي (0.0009) بقيمة احتمالية قدرها (0.597) وهي أكبر من 5%، ما يعني نفي صحة الفرضية.

إن التأثير الإيجابي لنسبة الدين إلى حقوق الملكية يمكن إرجاعه إلى نظرية الضرائب والوفرات الضريبية، حيث أن ارتفاع نسب الدين إلى حقوق الملكية يعني الاعتماد أكثر على الديون وبالتالي الاستفادة من وفرات ضريبية وتحقيق ارتفاع نسبي في الربحية. بينما يشير التأثير غير الدال إحصائيا إلى وجود عوامل أخرى تؤثر على الربحية و ربحية السهم ، كما أن التباين الكبير بين الشركات في كيفية إدارة واستخدام الدين والتحكم في نسبة الدين إلى حقوق الملكية، أدى إلى عدم إمكانية معرفة التأثير المحتمل.

**سادسا: الفرضية السادسة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الأصول AT على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية عينة الدراسة:**

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ولكن بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لمعدل دوران الأصول AT على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية غير دالة إحصائيا بين معدل دوران الأصول AT و ربحية السهم EPS، حيث نلاحظ أن قيمة معامل AT هي (0.0061) بقيمة احتمالية قدرها (0.274) وهي أكبر من 5%، ما يعني نفي صحة الفرضية.

ويمكن تفسير هذا الأثر الإيجابي تماشيا ونظرية الكفاءة التشغيلية التي تفترض أن معدل دوران الأصول يشير إلى كفاءة استخدام الشركة لأصولها لتوليد المبيعات، حيث أن تحقيق معدلات مرتفعة لمعدل دوران الأصول يدل على فعالية الشركة في استغلال أصولها لتوليد إيرادات أعلى، ولكن يغيب التأثير الدال إحصائيا في حال لم تكن الشركات قادرة على تحويل المبيعات إلى أرباح، بالإضافة إلى وجود تباين كبير في قدرة الشركات محل الدراسة على التحكم في هذا المؤشر بفعالية.

سابعاً: الفرضية السابعة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لقيمة المؤسسة  $V$  على ربحية السهم  $EPS$  للشركات الصناعية عينة الدراسة:

توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لقيمة المؤسسة  $V$  على ربحية السهم  $EPS$ ، ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة  $V$  و ربحية السهم  $EPS$ ، حيث نلاحظ أن قيمة معامل  $V$  هي (-0.0002) بقيمة احتمالية قدرها (0.755) وهي أكبر من 5%، ما يعني نفي صحة الفرضية.

وتبعاً للنظرية الاقتصادية المتعلقة بالنمو والتشتت المؤسسي، والتي مفادها أن الشركات ذات الحجم الكبير أو تلك التي تسعى لمحاولات النمو قد يزيد من التشتت الإداري والتشغيلي ويسبب تحديات تنظيمية تتعلق بالربحية، وكذا مواجهة زيادات غير مماثلة لمستويات الربحية، ما يؤدي إلى التأثير السلبي على ربحية السهم، كما أن عدم وجود دلالة إحصائية قد يعود للتباينات الكبيرة في خطط نمو الشركات وقدرتها على تحقيق الربحية.

ثامناً: الفرضية الثامنة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح التشغيلي  $OPM$  على ربحية السهم  $EPS$  للشركات الصناعية عينة الدراسة:

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ولكن بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة هامش الربح التشغيلي  $OPM$  على ربحية السهم  $EPS$ ، ما يشير إلى وجود علاقة طردية غير دالة إحصائياً بين هامش الربح التشغيلي  $OPM$  و ربحية السهم  $EPS$ ، حيث نلاحظ أن قيمة معامل  $OPM$  هي (0.0006) بقيمة احتمالية قدرها (0.150) وهي أكبر من 5%، ما يعني نفي صحة الفرضية.

يمكن تحليل هذه النتيجة وفقاً للنظرية الاقتصادية المتعلقة بالربحية والكفاءة التشغيلية، حيث تشير إلى أن الشركات التي تدير عملياتها بكفاءة تحقق مستويات هامش ربح تشغيلي مرتفعة ما يؤثر بالإيجاب على ربحية السهم، ولكن عدم الدلالة الإحصائية في دراستنا يمكن إرجاعه دوماً إلى التباينات الكبيرة بين الشركات في مستويات الكفاءة التشغيلية.

تاسعاً: الفرضية التاسعة: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهامش الربح الإجمالي  $GM$  على ربحية السهم  $EPS$  للشركات الصناعية عينة الدراسة:

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة هامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين هامش الربح الإجمالي GM و ربحية السهم EPS، حيث نلاحظ أن قيمة معامل GM هي (0.0005) بقيمة احتمالية قدرها (0.035) وهي أصغر من 5%، ما يعني إثبات صحة الفرضية.

وهو ما يتوافق ونظرية الربحية والكفاءة التشغيلية، حيث أن تحقيق معدلات مرتفعة لهامش الربح الإجمالي يشير إلى كفاءة الشركة في تحويل المبيعات إلى ربحية مرتفعة، وكذلك قدرة عالية في إدارة التكاليف ما يمكن الشركة من تحقيق مستويات جيدة من الربحية وتحسين الأداء المالي والذي بدوره يؤثر إيجاباً في ربحية السهم.

#### ❖ القدرة التفسيرية للنموذج:

كما أشرنا سابقاً، من خلال النتائج المتوصل إليها في تقدير النموذج، نلاحظ في الجدول رقم (18) أن قيمة معامل التحديد بلغت  $R^2 = 53.9\%$ ، أي أن النموذج بمتغيراته المستقلة يفسر 53.9% من التباين في ربحية السهم EPS للشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2017-2023، بينما النسبة المتبقية فتعود لعوامل أخرى تفسر ربحية السهم لم يتم إدراجها في النموذج. وتشير هذه النسبة إلى قوة تفسيرية جيدة نسبياً للنموذج، مما يعني أن العوامل المدروسة تفسر بشكل جيد نسبياً تباين ربحية السهم EPS للشركات محل الدراسة. كما أن النموذج ذو معنوية إحصائية وهو ما تظهره القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ ، وهذا ما يدل على وجود أثر دال إحصائياً للعوامل المدروسة مجتمعة على ربحية السهم للشركات عينة الدراسة.

#### خلاصة

تناول هذا الفصل الدراسة القياسية لتحديد العوامل المؤثرة على ربحية السهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للاوراق المالية للفترة من 2017 الى 2023، بداية تم التطرق الى التعريف ببورصة الكويت من نشأتها مروراً بالاصلاحات والتطورات التي شهدتها والتي اعطتها نقلة نوعية واضحة ضمن الاسواق المالية الاقليمية والعالمية. كما تم التطرق الى تحليل أدائها وبعض مؤشرات الاساسية خلال فترة الدراسة، كما تناول هذا الفصل الإطار العام للمنهج المتبع من أجل دراسة وتحديد أثر العوامل المختارة على ربحية السهم EPS وهو منهج تحليل بيانات بانل "Panel Data Models"، والتعرف على أهم ركائزه ومميزاته ونماذجه، وذلك بالاعتماد على برنامج STATA 15.0، إضافة الى عرض وتحليل الدراسات السابقة التي لها علاقة مباشرة وغير مباشرة مع دراستنا. وأخيراً تمت دراسة وتحديد أثر المتغيرات المستقلة

التمثلة في: العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT، قيمة المؤسسة V، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS، وذلك من خلال تقدير نماذج بانل الثلاثة المتمثلة في: نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج التأثيرات الثابتة FEM، نموذج التأثيرات العشوائية REM، وهذا بغرض بناء نموذج يعكس أثر المتغيرات المستقلة على ربحية السهم حيث توصلنا خلال الدراسة وبالمفاضلة بين النماذج باستخدام اختبارات معينة، إلى تحديد النموذج الأنسب للدراسة والذي تمثل في نموذج التأثيرات الثابتة FEM، كنموذج ملائم لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة على ربحية السهم EPS. ومن خلال الدراسة التشخيصية للنموذج تبين انه يعاني من بعض المشاكل القياسية والتي تمثلت في مشكل عدم ثبات التباين، لهذا تم تقدير نموذج آخر من أجل تحسين جودة النموذج وهو نموذج بانل المصحح.

ومن خلال النتائج المتحصل عليها من الدراسة القياسية تبين أن كل من العائد على حقوق الملكية ROE وهامش الربح الإجمالي GM لهما تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على ربحية السهم EPS، في حين أن كلا من نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT وهامش الربح التشغيلي OPM، لهم أثر إيجابي ولكن دون دلالة إحصائية. بينما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS ذو دلالة إحصائية، في حين أن متغير قيمة المؤسسة V له أثر سلبي على ربحية السهم ولكن بدون دلالة إحصائية. أما بخصوص أثر المتغيرات المستقلة مجتمعة، فقد كانت القدرة التفسيرية للنموذج ككل جيدة نسبياً حيث بلغت قيمة معامل التحديد  $R^2 = 53.9\%$ ، أي أن النموذج بمتغيراته المستقلة يفسر 53.9% من التباين في ربحية السهم EPS للشركات عينة الدراسة خلال الفترة 2023-2017، كما أن النموذج ذو معنوية إحصائية وهو ما تظهره القيمة الاحتمالية  $Prob > chi2 = 0.0000$ .

---

خاتمة

---

انطلاقاً من الدور الريادي الذي تلعبه البورصات في دعم وتطوير الاقتصاديات والأنشطة الاقتصادية، تتجلى أهميتها بموقعها الهام والفعال في خريطة أنظمة التمويل والاستثمار لما توفره من حلول ومزايا للفاعلين الاقتصاديين بكل أنواعهم وفئاتهم وما تخلقه من ميكانيزمات في تعبئة وحشد رؤوس الأموال التي تعتبر من أهم ركائز وتحديات الاستثمار وتوجيهها عبر قنوات سلسلة ومنظمة إلى استخدامها الكفء والفعال من أجل تحقيق الاستثمار وخلق الثروة، والمضي قدماً بمستويات الاقتصاد. كل هذا بفضل ما توفره من أدوات مالية كثيرة ومتنوعة تناسب جميع فئات المستثمرين، ويعتبر السهم العادي أحد أهم أنواع هذه الأدوات لخصوصيته ومزاياه التي تميزه عن غيره من الأدوات.

يسعى المستثمر الذي يجذب إلى الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة في الأسواق المالية إلى تحقيق أهدافه من تشغيل للفوائض المالية وتحقيق الفوائد والأرباح، حيث تعتبر الربحية هدفاً جوهرياً في العملية كلها، ولا يمكن أن يتحقق ذلك إلا بتوفر القدرة على إدارة الإستثمارات والتحليل وخاصة من خلال الموازنة بين عنصري العائد والمخاطرة، ويعتبر التحليل والفهم العميق للسوق أهم أداة في العملية نظراً لكمية المعلومات والتفاعلات التي تحدث في السوق والتي من شأنها لعب دوري جوهري في صياغة قرار الاستثمار وتداول الأسهم.

تعتبر ربحية السهم من أهم هذه المعلومات التحليلية في الأسواق المالية، فهو مؤشر هام ذو دلالة عن أداء السهم والشركة ككل، وهو يحظى باهتمام كل الأطراف الفاعلة في السوق، لهذا جاءت دراستنا هذه لمحاولة تحليل وفهم وتحديد أهم العوامل والمتغيرات التي من شأنها التأثير في هذا المؤشر المهم من خلال إجراء دراسة قياسية لمعالجة الإشكالية المطروحة والمتمثلة في معرفة العوامل المؤثرة على ربحية السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للفترة 2017-2023. ولإجابة عن هذه الإشكالية وتحقيق الأهداف المرجوة، تم هيكلة الدراسة يتقسيمها إلى ثلاث فصول، حيث خصصنا فصلين للأطر والمفاهيم النظرية المهمة للموضوع، وفصل ثالث للدراسة التطبيقية، أين اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بالجانب النظري، واعتمدنا على المنهج الإحصائي القياسي والتحليلي للفصل التطبيقي، حيث تم استخدام الأسلوب القياسي الملائم لهذه الدراسة والمتمثل في النمذجة القياسية باستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية "Panel Data Models" لاختبار الفرضيات والإجابة عن الإشكالية المطروحة، حيث قمنا بدراسة تأثير العوامل المتمثلة في العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT، قيمة المؤسسة V، هامش الربح التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2017-2023. وقد توصلنا إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية نذكرها فيما يلي:

## ❖ النتائج النظرية:

- تلعب الأسواق المالية دورا حيويا في تطوير ودعم الاقتصاد؛
- تعد الأسواق المالية وسطا مثاليا لإلتقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال؛
- من بين أهم وظائف الأسواق المالية تعبئة وتحويل المدخرات المالية ورؤوس الأموال عبر مختلف القنوات بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفوائض؛
- ينقسم السوق المالي إلى العديد من المكونات والمستويات ومن أهمها بورصة الأوراق المالية؛
- يتم التعامل في البورصة بمختلف الأدوات والأوراق المالية بيعا وشراء باختلاف أهداف المتعاملين؛
- تعتبر السندات والأسهم من أهم الأدوات المالية في السوق المالي؛
- يتطلب قيام سوق مالي كفى توفر العديد من الشروط والمقومات والهيئات المنظمة؛
- نجد في السوق المالي العديد من المتعاملين والفاعلين يختلفون باختلاف الأدوار والأهداف والصلاحيات؛
- من الأساليب المعتمدة في تحليل الأوراق المالية نجد منهج التحليل الأساسي ومنهج التحليل الفني وتختلف طرق وتقنيات التحليل حسب كل منهج؛
- تحمل ميكانيزمات السوق المالي العديد من المعلومات والبيانات المهمة والضرورية لعملية التحليل واتخاذ القرار؛
- تعتبر مؤشرات البورصة من أهم المعلومات والأدوات التحليلية في عملية التداول؛
- إن عملية الاستثمار في البورصة يتطلب معرفة عميقة بالسوق وقدرة وكفاءة في بناء المحافظ المالية وتسييرها والموازنة بين العائد والمخاطرة؛
- تعتبر كفاءة السوق المالي من بين أهم الشروط لضمان سير كفاء للسوق؛
- يعتبر اتخاذ قرار الاستثمار من أهم المراحل في عمليات البورصة؛
- إن الاستثمار في السهم العادي يتطلب تحليلا عميقا لعوائد وربحية السهم العادي؛
- من بين أهم المؤشرات الأساسية في عملية تحليل السهم العادي هو مؤشر ربحية السهم " Earnings Per Share"؛
- يتعرض مؤشر ربحية السهم EPS للعديد من العوامل والمتغيرات التي تؤثر فيه بطرق مختلفة.

## ❖ النتائج التطبيقية:

من خلال الدراسة القياسية التي قمنا بها، توصلنا إلى العديد من النتائج التطبيقية نذكرها فيما يلي:

- تعتبر بورصة الكويت للأوراق المالية فاعلا مهما في الاقتصاد الكويتي وتساهم في تعزيزه بشكل فعال؛
- إن السوق المالي الكويتي يعتبر سوقا عريقا له تاريخ طويل وقد مر بالكثير من المحطات والتطورات، حيث شهد الكثير من الإصلاحات والتغييرات التي جعلت منه سوقا مهما اقليميا وحتى عالميا، وحقق نتائج جيدة ونوعية في مؤشراتته،
- يعتبر السوق المالي الكويتي سوقا ناشئا وذلك بعد تحقيقه العديد من الانجازات والتي تم الاعتراف بها من طرف الكثير من الهيئات العالمية على غرار إدراجه وترقيته إلى سوق ناشئ من طرف كل من مؤشر "Russell FTSE" سنة 2017، مؤشر "DJI P&S" سنة 2018؛ ومؤسسة "MSCI" سنة 2019؛
- أظهر تحليل أداء سوق الكويت للأوراق المالية للخمس سنوات الأخيرة نتائج جيدة في ما يخص العديد من مؤشرات الأداء؛ إلا أنه تضرر كغيره من الأسواق بسبب تفشي جائحة COVID 19 2020، ورغم ذلك فقد تخطى تلك المرحلة تم تسجيل معدلات تعافي جيدة بفضل التسيير الكفء للهيئة القائمة عليه وكذلك الإجراءات والسياسات المطبقة من طرف الدولة؛
- من خلال الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة، جاءت النتائج متباينة ومختلفة، حيث حققت شركة هيومن سوفت القابضة أكبر قيمة متوسطة لربحية السهم بلغ 0.333، بينما عادت أدنى قيمة متوسطة لشركة أسيكو للصناعات بقيمة -0.027؛
- بالنسبة للعائد على حقوق الملكية ROE حققت شركة هيومن سوفت القابضة أعلى قيمة متوسطة بلغت %44.44 بينما حققت شركة المعدات القابضة أدنى قيمة بلغت %20.73-؛
- حققت شركة السكب الكويتية أعلى قيمة متوسطة بلغت %198.7 لنسبة هامش الربح الصافي NPM بينما كانت أدنى قيمة لشركة المعدات القابضة بقيمة بلغت %234.95-؛
- فيما يخص متغير نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E فقد كانت أعلى قيمة متوسطة لشركة أسيكو للصناعات بقيمة بلغت 4.41، بينما حققت شركة اسمنت بورتلاند الكويت أدنى قدرها 0.006؛
- بالنسبة لمعدل دوران الأصول AT، فقد بلغت أكبر قيمة متوسطة 2.39 لشركة المجموعة البترولية المستقلة، بينما حققت شركة السكب الكويتية أدنى متوسط قيمته 0.05؛
- كان لشركة أجيليتي للمخازن العمومية أكبر قيمة متوسطة بالنسبة لقيمة الشركة حيث بلغت 9.27، بينما كانت أدنى قيمة لشركة مجموعة الخصوصية القابضة 6.75.

- حققت شركة هيومن سوفت القابضة أكبر قيمة متوسط بالنسبة لهامش الربح التشغيلي OPM بلغت 76.28% بينما حققت شركة سنرجي القابضة أدنى قيمة بلغت 16.29% -؛
- بالنسبة لهامش الربح الإجمالي GM، فقد كانت أكبر قيمة متوسط لشركة هيومن سوفت القابضة وبلغت 74.86%، بينما أدنى قيمة بلغت 68.97% - وتعود لشركة المعدات القابضة؛
- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة العائد على حقوق الملكية ROE على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية بين العائد على حقوق الملكية ROE و ربحية السهم EPS؛
- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لهامش الربح الصافي NPM على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين هامش الربح الصافي NPM و ربحية السهم EPS؛
- وجود أثر إيجابي ولكن بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية غير دالة إحصائياً بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E و ربحية السهم EPS؛
- وجود أثر إيجابي ولكن بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لمعدل دوران الأصول AT على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية غير دالة إحصائياً بين معدل دوران الأصول AT و ربحية السهم EPS؛
- وجود أثر سلبي بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لقيمة المؤسسة V على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة V و ربحية السهم EPS؛
- وجود أثر إيجابي ولكن بدون دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة هامش الربح التشغيلي OPM على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية غير دالة إحصائياً بين هامش الربح التشغيلي OPM و ربحية السهم EPS؛
- وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لنسبة هامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS، ما يشير إلى وجود علاقة طردية دالة إحصائياً بين هامش الربح الإجمالي GM و ربحية السهم EPS؛
- توصلنا من خلال النتائج إلى أن النموذج الأنسب للدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة FEM؛

- أظهرت نتائج الاختبارات وجود بعض المشاكل القياسية، ما أدى إلى إعادة تقدير النموذج باستعمال نموذج بانل المصحح لمعالجة المشاكل القياسية؛
- أظهر النموذج قدرة تفسيرية جيدة حيث بلغ معامل التحديد  $R^2 = 53.9\%$ ، ما يعني أن النموذج يفسر ما نسبته  $53.9\%$  من المتغير التابع ربحية السهم EPS؛
- النموذج ذو معنوية إحصائية وهو ما أظهرته القيمة الاحتمالية  $Prob > chi2 = 0.0000$ ، وهذا ما يدل على وجود أثر دال إحصائياً للعوامل المدروسة مجتمعة على ربحية السهم للشركات عينة الدراسة.

#### ❖ التوصيات:

في ضوء النتائج المتوصل إليها في الدراسة، يمكن تقديم التوصيات التالية:

- ضرورة التركيز على تحليل المؤشرات المالية المختلفة وخاصة العائد على حقوق الملكية كونه أظهر ارتباطاً معنوياً واضحاً مع ربحية السهم EPS، وذلك من أجل فهم أفضل لهذا المؤشر؛
- ينبغي على الشركات الإهتمام بدراسة وتحليل وتفسير مختلف مؤشرات الأداء التي من شأنها التأثير في ربحية السهم؛
- ينبغي على إدارة الشركات الإهتمام بتحسين الأداء من خلال تحسين مستوى المؤشرات المالية المختلفة لاسيما تلك التي تناولناها في دراستنا من أجل تحسين سلسلة النتائج والأداء؛
- ضرورة العمل على تحسين كفاءة السوق المالي باستمرار من أجل ضمان السير الكفء والفعال للعمليات والاستفادة القصوى من المزايا التي توفرها الأسواق؛
- ضرورة الإهتمام بالسوق المالي في الجزائر ووضع خطط واستراتيجيات من أجل الارتقاء بيه إلى المكانة اللازمة وتمكينه من لعب الدور الفعال الذي ينبغي أن يكون في الاقتصاد؛
- توفير الدعم من الجامعات ومراكز البحث من أجل التوجه نحو إجراء هذه الدراسة في أسواق أكثر تقدماً وتطوراً للحصول على نتائج أفضل.

#### ❖ آفاق الدراسة:

من خلال دراستنا لتأثير العوامل المتمثلة في العائد على حقوق الملكية ROE، هامش الربح الصافي NPM، نسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E، معدل دوران الأصول AT، قيمة المؤسسة V، هامش الربح

التشغيلي OPM، وهامش الربح الإجمالي GM على ربحية السهم EPS للشركات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية، نرى أن لهذا الموضوع آفاقا مستقبلية يمكن إيجازها في:

- إجراء دراسات أوسع وذات سلاسل زمنية أطول للحصول على نتائج أكثر دقة وشمولية، تعكس التأثيرات طويلة المدى للعوامل المالية على ربحية السهم؛
- إجراء مثل هذه الدراسات باستخدام عوامل أخرى يفترض أن يكون لها أثر على ربحية السهم؛
- استخدام نماذج زمنية ديناميكية (Dynamic Panel Models) لتحليل تأثير الفرضيات بمرور الوقت، والتأكد من وجود تأثيرات طويلة الأجل وقصيرة الأجل؛
- توظيف تقنيات الذكاء الاصطناعي وأدوات التعلم الآلي لتحليل البيانات المالية والتنبؤ بأداء ربحية السهم بناءً على أنماط العوامل المؤثرة؛
- دراسة أثر العوامل غير الكمية على ربحية السهم؛
- دراسة تأثير التحول نحو منصات التداول الإلكتروني على سلوك المستثمرين واهتمامهم بالمؤشرات المالية وغير المالية، وما يترتب عليه من تغييرات في استراتيجيات الاستثمار.

---

## قائمة المراجع

---

## أولاً: المراجع باللغة العربية:

## أ. الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي. (2010). الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات. عمان \_ الأردن : دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
2. أسماء كسري. (2016). الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية (الإصدار الطبعة الأولى). عمان-الأردن: مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح).
3. الأسرج حسين عبد المطلب. (2005). آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة. سلسلة كتاب الأهرام الاقتصادي مطابع الأهرام المصرية.
4. الحاج طارق. (2016). مبادئ التمويل. عمان - الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
5. الحمزة عبد القادر. (2010). أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية. عمان-الأردن : دار الكتاب الحديث.
6. الغالي بن ابراهيم، و بن ضيف محمد عدنان. (2019). الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم والسندات (الطبعة الأولى). بسكرة، الجزائر: دار علي بن زيد للطباعة والنشر - بسكرة.
7. إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2011). التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات (الطبعة الثانية). عمان-الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
8. بن سالم، أ & محمد الأمين، ق. (2016). التحليل المالي .
9. بورصة الكويت. (2018). قواعد بورصة الكويت، الإصدار الأول. الكويت: بورصة الكويت.
10. بورصة الكويت. (2019). قواعد بورصة الكويت، الإصدار الثاني. الكويت: بورصة الكويت.
11. جبار محفوظ. (2002). تنظيم وإدارة البورصة. الجزائر: دار هومة للنشر.
12. حسن السيسي صلاح الدين. (2003). بورصات الأوراق المالية، الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح. القاهرة: عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة.
13. حيدر حردان طاهر . (2009). أساسيات الاستثمار (الطبعة الأولى). دار المستقبل للنشر والتوزيع.
14. حيدر يونس الموسوي. (2011). المصارف الإسلامية أداءها وأثرها في سوق الأوراق المالية. عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
15. دريد كامل آل شبيب. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
16. رفيق شرياق. (2018). أسواق مالية. الجزائر: جامعة قلمة.
17. رمضان زياد، و شموط مروان. (2007). الأسواق المالية. القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.

18. سالم صلال راهي الحساوي. (2017). *الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية ( الطبعة الأولى)*. القاهرة، مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
19. سمير عبد الحميد رضوان. (2009). *أسواق الأوراق المالية، بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحليل الأسواق (دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية) (الطبعة الأولى)*. القاهرة: دار النشر للجامعات.
20. سويلم محمد. (1992). *إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية*. مصر: الشركة العربية للنشر والتوزيع.
21. صالح الحناوي محمد، و وآخرون. (2006). *مبادئ وأساسيات الاستثمار*. مصر: المكتب الجامعي الحديث.
22. عبد الغفار حنفي، و رسمية قرياقص. (2011). *سوق المال وتمويل المشاريع*. القاهرة: الدار الجامعية.
23. عبد الغفار حنفي، و قرياقص رسمية. (2000). *أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
24. عبد القادر السيد متولي. (2010). *الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير*. عمان - الأردن: دار الفكر.
25. عبد الكريم أحمد قندوز. (2021). *الأسواق المالية*. أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة: صندوق النقد العربي.
26. عبده محمد، و محمد مصطفى. (1998). *تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة*. مصر: الدار الجامعية.
27. عقل مفلح محمد . (2011). *الادارة المالية والتحليل المالي (الطبعة 01)*. عمان - الأردن: مكتبة المجمع العربي.
28. عنايات النجار. (2006). *دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية*. القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الادارية.
29. فايز سليم حداد. (2010). *الإدارة المالية (الطبعة 03)*. عمان-الأردن: دار الحامد النشر والتوزيع.
30. فهد بن عبد الله الحويماني. (2006). *المال والاستثمار في الأسواق المالية*. الرياض: دار الهلال للأوفست.
31. فؤاد أرشد التميمي. (بلا تاريخ). *الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة*. دار المسيرة جامعة الاسراء.
32. فيصل محمود الشواورة. (2008). *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية (الإصدار الطبعة الأولى)*. عمان - الأردن، عمان - الأردن: دار وائل للنشر.
33. فيصل محمود الشواورة. (2013). *مبادئ الادارة المالية (الطبعة 01)*. عمان - الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
34. كامل آل شبيب دريد. (2008). *الاستثمار والتحليل الاستثماري*. الأردن: دار اليازوري العلمية.
35. كريم، ك. (2023). *الأسواق المالية*. برج يوعيريج، الجزائر: دار هومة.

36. كسري أسماء . (2016). الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية (الطبعة الأولى). عمان، المملكة الاردنية الهاشمية: مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رمح).
- 37.
38. محفوظ جبار . (2011). أسواق روس الأموال، الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات جزء 02. الجزائر: دار الهدي للنشر والطباعة والتوزيع.
39. محمد مطر. (2006). إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العملية". عمان - الأردن: دار وائل للنشر.
40. محمد صالح الحناوي ، سلطان إبراهيم، و ابراهيم العبد جلال. (2005). بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. الاسكندرية: الدارالجامعية.
41. محمد صالح الحناوي. (2008). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
42. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، و جلال العبد. (2007). تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية. الاسكندرية: المكتب الجامعي الحديث.
43. محمد محمود الخطيب. (2009). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة. عمان: دار حامد.
44. محمد محمود الداغر . (2005). الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات. عمان- الأردن: دار الشروق.
45. محمد مطر . (1993). إدارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العملية. عمان - الأردن.
46. محمد مطر . (2003). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الطبعة 01). الأردن: دار وائل للنشر.
47. محمد مطر. (2015). إدارة الاستثمارات ؛ الإطار النظري والتطبيقات العملية. عمان: دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع.
48. محمود فيصل الشواور. (2008). الإستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية (الطبعة الأولى). عمان-الأردن: دار وائل للنشر.
49. مطاوع سعيد عبد الحميد. (2002). الأسواق المالية المعاصرة. القاهرة: مكتبة أم القرى .
50. معروف هوشيار . (2003). الاستثمارات والأسواق المالية. عمان - الأردن: دار صفاء.
51. معهد الدراسات المصرفية. (2017). إضاءات مالية ومصرفية، "نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي. (05)09. معهد الدراسات المصرفية. تاريخ الاسترداد 02, 2024، من <https://kibs.edu.kw/wp-content/uploads/2021/10/May-2017-Capital-Markets-Authority-HT10.pdf>

52. منير إبراهيم هندي . (2008). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات - مصر: منشأة المعارف.
53. منير ابراهيم هندي. (1999). أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية. الاسكندرية: منشأة المعارف الاسكندرية.
54. مونية سلطان . (2019). السندات والاسهم والأوراق المالية. عمان-الأردن: دار الأيام للنشر والتوزيع.
55. نسرين, ب . (2022, 10 25). التحليل المالي مجلة الباحث.
56. هندي منير ابراهيم. (1993). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الاسكندرية: منشأة المعارف الاسكندرية.
57. هيئة أسواق المال. (2017). المؤتمر السنوي الثاني: "تطوير أسواق المال في دولة الكويت" . الكويت.
58. هيئة أسواق المال. (2019). التقرير السنوي التاسع. الكويت: هيئة أسواق المال.
59. وسام ملاك. (2003). البورصات والأسواق المالية العالمية. بيروت-لبنان: دار المنهل اللبناني.
60. ولش سيارن . (2010). أهم النسب والمؤشرات في عالم المال والأعمال، ترجمة وإعداد محمود فتوح. (محمود فتوح، المترجمون) سوريا: شعاع للنشر والعلوم.

## ب. المقالات:

1. ابراهيم زكرياء عرفات. (2019). المحتوى المعلوماتي لقائمة الدخل الشامل دراسة تطبيقية لمدى جدوى تعديل المعيار المحاسبي المصري رقم 01. مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، 06، 457-497.
2. أحمد مداني، و نورين بومدين. (2013). دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار غي سوق الاوراق المالية دراسة حالة سوق الاوراق المالية في ماليزيا. دفاثر البحوث العلمية، 01(03)، 53-69. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/112670>
3. إدارة البحوث والدراسات. (2019). التقرير السنوي لعام 2019، أداء بورصة الكويت خلال السنة 2019. الكويت: شركة الاستثمارات الوطنية.
4. الحسين جليل الغالبي، و حسن شاكر الشمري. (2015). التحليل الاقتصادي لكفاءة الاسواق المالية دليل تجريبي لبعض الاسواق العربية. مجلة الغري، 09(02)، الصفحات 20-01.
5. أنس البكري، و وليد صافي. (2010). الأسواق المالية والدولية. عمان-الأردن: دار المستقبل.
6. أيمن جدوع فيصل الشمري، شذى عبد الحسين جبر، و عباس هاشم مهلهل. (2023). تقييم الأسهم العادية باستخدام أنموذج خصم الأرباح (DDM) دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية التراث الجامعة (35)، 313-325.

7. بشير هادي عودة، زهرة حسن عباس، و مصطفى مهدي حسين. (2008). الأسواق المالية: الإطار العام ومقومات النجاح. *دراسات إدارية*، الصفحات 149-194.
8. جيزة الله خضيرة . (نوفمبر , 2006). مؤشر سوق الأوراق المالية، دلالاته تكوينه أهميته. *مجلة السوق*(العدد 13).
9. حافظ إبراهيم بورقعة. (2022). البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية. *مجلة العلوم وآفاق المعارف*، 2(2)، الصفحات 332-358.
10. حامد رضوان مصطفى أحمد . (2022). الأسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية. *المجلة الدولية للعلوم الادارية والاقتصادية والمالية*، 01(01)، الصفحات 01-43.
11. رشيد بوكساني، و نسيم أوكيل. (2019). قراءة في تطورات أدوات السياسة النقدية للدول المغاربية خلال سنة 2017. *المجلة الدولية للأداء الاقتصادي*، 02(02)، الصفحات 51-62.
12. شنافة، ج & ,حركاتي, ن . (2023). التحليل الفني كدليل لاتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم-دراسة تطبيقية على أسهم بعض الشركات المدرجة في مؤشر S&P 500 *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا* , 19(33), pp. 66-43.
13. صالح مفتاح، و فريدة معارفي. (2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها. *مجلة الباحث*، 07، الصفحات 194-181. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/763>
14. صورية شواحي، و المهدي ناصر. (2017). دور سوق الاوراق المالية في جذب الادخار - واقع وآفاق بورصة الجزائر-. *مجلة الاقتصاد الجديد*، 02(17)، الصفحات 203-2012.
15. طارق عبد العال حماد. (2006). *التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية*. الاسكندرية: الدار الجامعية. طواهرية الشيخ. (2005). فعالية الوساطة المالية و الأسواق المالية كضرورة لإنجاح تمويل النشاط الاقتصادي. *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا*(08).
16. عبد العزيز شويش عبد الحميد، و أسو بهاء الدين قادر عمر. (2015). إدارة محفظة الأوراق المالية وفقاً لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية*، 05(01)، 92-111.
17. عبد القادر لحسين، و جميلة الجوزي. (2017). حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية -مدخل تحليلي للفترة 2009-2013-. *مجلة الاقتصاد الجديد*، 01(16)، الصفحات 165-184.
18. عبو عمر، عبو ربيعة، و بوفليح نبيل. (2017, 03). مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية -دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي-. *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي*(01)، الصفحات 99-112

19. عماد الدين إبراهيم علي. (2023). استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية panel data في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية. *المجلة العربية للإدارة، 02(43)*.
20. فاطمة الزهراء شعوفي. (2020, 12). أثر سياسة التنويع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية، دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية. *مجلة البشائر الاقتصادية، 06(2)*، الصفحات 201-217.
21. محمد رتيعة. (2014, 09). استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية. *المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، 02*، الصفحات 152-171.
22. محمد عبد فهد، و نعيم صباح جراح. (2022). قياس أثر هيكل رأس المال في المخاطر الائتمانية لعينة من المصارف التجارية الخاصة. *مجلة دراسات إدارية، 17(34)*.
23. مقدم عبد الإله، و قдал زين الدين. (2019). تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة بين 2005 و 2017. *مجلة المالية والأسواق(10)*، الصفحات 166-182.
24. هيمان أحمد ميكائيل، و سعد فاضل عباس المحمود. (2022). تنويع الاستثمار في الأدوات المالية وأثره على أداء المحفظة الاستثمارية، دراسة تحليلية مقارنة لعينة من شركات في الأسواق المالية الأمريكية للفترة 1990-2020. *مجلة جامعة دهوك، 25(02)*، الصفحات 944-970. تم الاسترداد من <https://doi.org/10.26682/hjuod.2022.25.2.49>
25. ياسمينه ابراهيم سالم، و هاجر يحي. (2014, 12 21). أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية. *مجلة التكامل الاقتصادي، 02(03)*، 166-193. تم الاسترداد من <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/75111>
26. حسن محروس. (بلا تاريخ). *الأسواق المالية والاستثمارات المالية*. جامعة عين الشمس.
27. معهد الدراسات المصرفية. (2021). إضاءات "إعادة هيكلة بورصة الكويت، وأنواع الأسواق"، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي. *13(03)*. الكويت: معهد الدراسات المصرفية. تاريخ الاسترداد 03, 2024، من [https://kibs.edu.kw/wpcontent/uploads/2021/10/Edaat\\_JAN\\_2021.pdf](https://kibs.edu.kw/wpcontent/uploads/2021/10/Edaat_JAN_2021.pdf)

### ج. الرسائل والأطروحات:

1. أحمد عبد الله الفريخ. (2018). موقع التحليل الفني ضمن عملية اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الاوراق المالية السعودي، أطروحة دكتوراه منشورة. الجزائر: جامعة الجزائر 03.
2. أواديس سركيسيان تاتول. (2010). العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (رسالة ماجستير). الأردن: كلية الأعمال جامعة الشرق الأوسط.

3. ايت بشير ليندة . (2018). التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية. الجزائر: جامعة الجزائر 03.
4. إيمان بن التومي. (2021). أثر رأس المال البشري على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص مانجمنت واقتصاد تطبيقي. برج بوعرييج-الجزائر: جامعة محمد البشير الإبراهيمي.
5. بلال شيخي. (2011). تطور أداء سوق الأوراق المالية المغربية الواقع والآفاق (أطروحة دكتوراه). الجزائر: جامعة الجزائر.
6. بلجبلية سمية. (2010). أثر التضخم على عوائد الأسهم-دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة ماجستير. جامعة منتوري. قسنطينة.
7. بن الضب علي. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، (غير منشورة). الجزائر: جامعة ورقلة.
8. بن فريحة حسام. (2021). بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال-أطروحة دكتوراه منشورة. سيدي بلعباس: جامعة الجبالي اليايس.
9. بودريوة أمينة. (2021). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لاسعار الاسهم في بورصة الاوراق المالية-دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية- (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، بومرداس -الجزائر-: جامعة أمحمد بوقرة.
10. تيسير عبد الحليم الغول أسيل. (2018). أثر التدفقات النقدية على ربحية السهم في البنوك التجارية الأردنية (دراسة تطبيقية )، رسالة ماجستير في المحاسبة. عمان: جامعة الإسرء.
11. حياة زيد. (2015). دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير. بسكرة: جامعة محمد خيضر.
12. خالد زرموت. (2016). تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال فترة 2010-2015 (أطروحة دكتوراه). الجزائر: جامعة الجزائر 03.
13. سارة لعبني. (2017). دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في ترقية الاستثمار -دراسة مقارنة- (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.
14. شهيناز بدرابي. (2015). تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، (أطروحة دكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي والمالي). الجزائر: جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.

15. صايم مصطفى. (2017). العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد السهم، دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات مجلس التعاون الخليجي (أطروحة دكتوراه). تلمسان: جامعة أبو بكر بلقايد.
16. عبد الجبار عقون. (2020). أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض دول الخليج العربي، أطروحة العلوم الاقتصادية. الجلفة- الجزائر: جامعة زيان عاشور.
17. عبد الجليل جميل. (2015). اقتصاديات التكامل وإشكالية التكتل الاقتصادي الإفريقي: حالة مبادرة الشراكة الجديدة من أجل تنمية إفريقيا NEPAD، (أطروحة دكتوراه تخصص تحليل اقتصادي). سيدي بلعباس: جامعة جيلالي اليابس.
18. عوادي منير. (2015). دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مجمع صيدال . كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير ، بسكرة: جامعة محمد خيضر .
19. غنية الجوزي. (2012). أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال. (مذكرة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.
20. فاطمة قادم. (2017). طرق تحليل وتقييم حركة أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، (دراسة حالة الأوراق المالية المتداولة في بورصتي الجزائر والمغرب من 2004 الى 2014) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.
21. فرح بن سالم. (2022). أثر كفاية رأس المال وفقا لمقررات بازل على ربحية البنوك التجارية-دراسة عينة من البنوك التجارية-، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد النقدي والبنكي. برج بوعرييج-الجزائر: جامعة محمد البشير الإبراهيمي.
22. قوقي فاتح. (2019). استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، بسكرة -الجزائر: جامعة محمد خيضر .
23. ليندة آيت بشير. (2018). التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة الجزائر 03.
24. محمد حجاج. (2022). أثر المؤشرات المالية للمؤسسة على القيمة السوقية لسهمها، دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر. (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، المدية: جامعة يحي فارس.

25. مروة بلدي. (2024). استخدام أدوات التحليل المالي في تقييم أداء البنوك التجارية دراسة عينة من البنوك التجارية (أطروحة دكتوراه تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي). الجزائر: جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعرييج -.
26. مونية سلطان. (2015). كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا" (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير ، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

#### د. المطبوعات:

1. عبد الرزاق بن عمرة. (2021). خطوات تطبيق تقنية Panel Data Model باستخدام برنامج Eviews 10. جامعة فرحات عباس.
2. حنان العمرابي. (2018). إدارة المحافظ المالية - مطبوعة منشورة-. الجزائر: جامعة الجزائر 3. صندوق النقد العربي. (2024). أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الشهرية العدد الثالث والأربعون. صندوق النقد العربي. تم الاسترداد من [https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2024-02/%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%B4%D8%B1%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D8%B4%D9%87%D8%B1%D9%8A%D8%A9\\_%20%D9%8A%D9%86%D8%A7%D9%8A%D8%B1%20%2024\\_%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%AF%D8%AF%2043.pdf](https://www.amf.org.ae/sites/default/files/publications/2024-02/%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%B4%D8%B1%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D8%B4%D9%87%D8%B1%D9%8A%D8%A9_%20%D9%8A%D9%86%D8%A7%D9%8A%D8%B1%20%2024_%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%AF%D8%AF%2043.pdf)

#### ه. مواقع الكترونية:

1. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05, 2024، من <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#514>
2. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05, 2024، من <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#517>
3. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05, 2024، من <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#503>
4. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05, 2024، من <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#505>

5. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#506>
6. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 04, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#509>
7. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 04, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#510>
8. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 04, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#508>
9. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 04, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#520>
10. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#609>
11. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#618>
12. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#623>
13. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 03, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#640>
14. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 05, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/stock/profile#608>
15. بورصة الكويت. (2023). *التقرير السنوي*. الكويت: بورصة الكويت. تاريخ الاسترداد 02, 2024، من  
<https://www.boursakuwait.com.kw/api/documents/boursa/1710400835615.pdf>
16. بورصة الكويت. (2023). *السوق الأول*. تاريخ الاسترداد 02, 2024، من بورصة الكويت:  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/securities/premier-market/premier-market>
17. بورصة الكويت. (2023). *السوق الرئيسي*. تاريخ الاسترداد 02, 2024، من بورصة الكويت:  
<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/securities/main-market/overview---main-market>

18. بورصة الكويت. (2019). *التقرير السنوي*. الكويت: بورصة الكويت. تاريخ الاسترداد 02, 2024، من [https://docs.boursakuwait.com.kw/BursaReports/BK\\_PR\\_2020\\_A\\_96202015\\_4156240.pdf](https://docs.boursakuwait.com.kw/BursaReports/BK_PR_2020_A_96202015_4156240.pdf)

19. بورصة الكويت. (2021). *التقرير السنوي 2021*. الكويت: بورصة الكويت. تاريخ الاسترداد 02, 2023، من <https://www.boursakuwait.com.kw/api/documents/bursa/1649054886786.pdf>

20. هيئة أسواق المال. (2018). *التقرير السنوي السابع للسنة المالية 2017-2018*. الكويت: هيئة أسواق المال. تاريخ الاسترداد 02, 2024، من <https://www.cma.gov.kw/pdfviewer/?file=/documents/55799/58659/6th+Annual+Report.pdf/b2e5729a-a05b-ebff-2cd8-zoom=page-fit,-22,849&93d72d9a84a8?t=1586347260585#page=1>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

#### A- BOOKS :

1. Achelis, S. (2000). *Technical Analysis from A to Z* (2nd ed.). McGraw-Hill.
2. Amini, S., Delgado, M., Daniel J, D., & Parmeter, C. (2015). "Fixed vs Random: The Hausman Test Four Decades Later, Essays in Honor of Jerry Hausman. In B. Baltagi, H. Carter, W. Newey, & H. White (Eds.). Emerald Group Publishing Limited.
3. Anthony, S., & Marcia , M. (2012). *Financial Markets and Institutions* (5th ed.). New York, USA: Douglas Reiner, McGraw-Hill / Irwin.
4. Baker, H., Filbeck, G., & Ricciardi, V. (2017). *Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets*. New York: Oxford University Press.
5. Baltagi, B. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data* (4th ed.). John Wiley & Sons.
6. Chance, D., & Brooks, R. (2010). *Introduction to derivatives and risk management* (8th ed.). USA: South western cengage learning.
7. Chen, J. (2010). *Essentials of Technical Analysis For Financial Markets*. Canada: John Wiley & Sons.
8. Chisholm, A. (2009). *An Introduction to International Capital Markets; Products, Strategies, Particiants* (Second Edition ed.). United Kingdom: John Wiley and Sons.

9. CHRISTOPHER, V., & PETER, P. (2019). *Financial institutions, instruments and markets* (9th ed.). Australia: McGraw-Hill Education .
10. Croissant, Y., & Millo, G. (2019). *Panel data econometrics with R*. UK: John Wiley & Sons.
11. Drake, P. P., & Fabozzi, F. (2010). *The basics of finance, An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and portfolio management*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
12. Edwards, R., & Magee, J. (2001). *Technical Analysis of Stock Trends* (8th ed.). USA: CRC Press LLC.
13. Frank J, F., & Pamela , P. (2009). *Finance; capital markets, financial management, and investment management*. Canada: John Wiley & Sons .
14. Frank k, R., & Keith C, B. (2012). *Investment Analysis and Portfolio Management* (10th ed.). USA: Cengage Learning.
15. Frederic S, M., & Stanley G, E. (2012). *Financial Markets and Institutions* (7 ed.). USA: Pearson Education.
16. Grinblatt, M., & Titman, S. (2002). *Financial Markets and corporate strategy*. The McGraw-Hill Companies .
17. Harris, L. (2003). *Trading and Exchanges, Market microstructure for practitioners*. USA: Oxford university Press.
18. James, M., & Mark, W. (n.d.). Introduction to future markets. Texas: Agrilife extension Texas A&M System.
19. Johnson, O. (n.d.). Capital market and portfolio theory. National open university of Nigeria, Abuja, Nigeria.
20. Kahn, M. (2010). *Technical Analysis Plain And Simple* (Third ed.). New Jersey: Pearson Education.
21. Madura, J. (2010). *Financial Markets and institutions* (9TH ed.). Canada: South-Western Cengage Learning.
22. Mauboussin, M., & Callahan, D. (2023). Total Shareholder Return Linking The Drivers of Total Returns to Fundamentals. *Morgan Stanely Investment Management* , 10.
23. Melicher , R., & Norton , E. (2016). *Introduction to Finance: markets, investments, and financial management* (16 th ed.). USA: John Wiley & sons inc.
24. Mendelsohn, L. (2000). *Trend Forecasting with Technical Analysis*. USA: Marketplace Books.
25. Murphy, J. (1999). *Technical Analysis Of The Financial Mrkets*. USA: New York Institute Of Finance.

26. Parameswaran, S. (2011). *Fundamentals of financial instruments; An introduction to stocks, bonds, foreign exchange, and derivatives*. Singapore: John Wiley & Sons.
27. Park, H. (2011). *Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step-by-step Analysis Using Stata*. Tutorial Working Paper. Japan: Graduate School of International Relations, International University of Japan.
28. Peter, K. (2008). *A Guide to Econometrics* (6th ed.). MA: Blackwell Publishing.
29. Pring, M. (2014). *Technical Analysis Explained* (5th ed.). McGraw Hill Education.
30. Quiry, P., Dallochio, M., Yann, L., & Salvi, A. (2018). *Corporate Finance, Theory and Practice* (Fifth ed.). United Kingdom: John Wiley & Sons.
31. Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2013). *FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE* (10th ed.). New York: McGraw-Hill Irwin.
32. Schwager, J., & Etzkorn, M. (2017). *A Complete Guide to the Futures Market: fundamental analysis, technical analysis, trading, spreads and options* (2nd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
33. SCOTT, A. (2005). *Stock valuation an essential guide to Wall Street's most popular valuation models*. USA: McGraw-Hill.
34. Valdine, D. (2010). *Financial Markets*. Lituanie: Vytautas Magnus University.
35. Williams, R. (2011). *An Introduction to Trading in the Financial Markets: Trading, Markets, Instruments, and Processes*. USA: Elsevier.

## **B- Articles:**

1. Ahmed, E.-M., & Nahla, K. (2013). Shareholder Rights. In S. Idowu, N. Capaldi, L. Zu, & A. Gupta (Eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility* (pp. 2127-2136). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.
2. Austin, M., Alex, C. K., & Muganhu, M. (2022, 11 19). Explaining The Fundamentals of Financial Markets: A Theoretical Review. *Research Journal of Finance and Accounting*, 13(20), pp. 67-74. doi:DOI: 10.7176/RJFA/13-20-08
3. bagri, s., Sharman, G., Wahdwa, A., Ramakara, J., & Palanivel, A. (2007). *Introduction to financial markets*. India: central board of secondary education.

4. Diandra, D., & Azmy, A. (2020, August). Understanding Definition of Entrepreneurship. *Journal of Management Accounting and Economics*, 07, pp. 234-241.
5. Egbunike, C., & Udeh, F. (2015). The Effect of Earnings Management on Earnings and Book-Value per Share: A Study of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting*, 06.
6. Figurska, M., & Wisniewski, R. (2016). Fundamental Analysis – Possibility of Application on the Real Estate Market. *Real Estate Management and Valuation*, 24(04), 35-46.
7. FRANKLIN, M., GRAYBEAL, P., & COOPER, D. (2019). *Principles of Accounting, Volume 1: Financial Accounting*. Texas: OpenStax.
8. Hsiao, C. (2007). Panel Data Analysis — Advantages and Challenges. *TEST*, 16(01), 1-22. Retrieved from <https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>
9. Ichسانی, S., & Suhardi, A. (2015). The Effect of Return on Equity (ROE) and Return on Investment (ROI) on Trading Volume. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 896-902. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042815054580>
10. Javed, M., & Irfan, M. (2019). Comprehensive income disclosure (the case of US companies). *Cogent Economics & Finance*, 07(01), 01-14. doi:doi.org/10.1080/23322039.2019.1674587
11. Kumar, S., Venoor, A., & Sannor, N. (2018). ANALYSIS OF IMPACT OF EARNING PER SHARE, DIVIDEND PER SHARE AND PRICE EARNINGS RATIO ON STOCK PERFORMANCE. *International Journal of Research in Economics and Social Sciences (IJRESS)*, 08(03), 187-214. Retrieved from <https://www.researchgate.net/publication/348575324>
12. Kwinto, P., & Voss, G. (2017, 08). Earning Per Share Under International Accounting Regulations and Based on the Example of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange. *European Journal of Economics and Business Studies*, 03(02), 57-64.
13. Liugita, P., Salsabilla, S., & Meythi, M. (2024). FUNDAMENTAL ANALYSIS AND TECHNICAL ANALYSIS IN INVESTMENT DECISION MAKING. *International Journal of Innovative Technologies in Economy*, RS Global Sp. z O.O.
14. Mirzaldi, M., Sadalia, I., & Irawati, N. (2021). Analysis of Earning Per Share on Stock Prices with Dividend Yield as an Intervening Variable in LQ45 Companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Research and Review*, 08(01), 235-242.

15. Nasution, A., Putri, L., & Dungga, S. (2018). The Effect of Debt to Equity Ratio and Total Asset Turnover on Return on Equity in Automotive Companies and Components in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 92.
16. Neel, A. (2022, 01 12). *Importance of Financial Markets in the Global Economy*. Retrieved 06 16, 2023, from businessnewsthisweek: <http://businessnewsthisweek.com/business/importance-of-financial-markets-in-the-global-economy/>
17. Okoroafor, I., Okechukwu, C., Anuonye, R., & Uka, C. (2020, November). APPLICATION OF LEAST SQUARE DUMMY VARIABLE (LSDV) IN ESTIMATION OF COMPENSATION OF EMPLOYEE. *European Journal of Statistics and Probability*, 08(03).
18. Powell, S., McKeen, D., & Schmidt, J. (n.d.). *Definitive Guide to Financial Ratios*. Corporate Finance Institute. Retrieved from <https://corporatefinanceinstitute.com/assets/financial-ratios-definitive-guide.pdf>
19. Reschiwati, R., Syahdina, A., & Handayani, S. (2020). Effect of Liquidity, Profitability, and Size of Companies on Firm Value. *Utopia and Praxis Latin American*, 25(06), 325-331.
20. Ritter, J. (1998). Initial public Offering. *Contemporary Finance Digest*, 02(01), 5-30.
21. Sunthornwat, R., & Areepong, Y. (2021, 10). Forecasting Cyclical and Non-cyclical Stock Prices on the Stock Exchange of Thailand. *Malaysian Journal of Fundamental and Applied Sciences*, 17, pp. 550-565. doi:DOI: 10.11113/mjfas.v17n5.2175
22. Surtee, T., & Alagidede, I. (2023). A novel approach to using modern portfolio theory. *Borsa Istanbul Review*, 23(3), 527-540. doi:<https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.12.005>
23. Tokas, N. (2020, 07). AN OVERVIEW OF BLUE CHIP COMPANIES LISTED ON INDIAN STOCK EXCHANGE. *Journal of Emerging Technologies and Innovative Research (JETIR)*, 07(07).
24. Vishwanath, S., & Krishnamurti, C. (2009). *Investment Management, A Modern Guide to Security Analysis and Stock selection*. Berlin: Springer.
25. Xu, D., Hwan lee, S., & Tae, E. (2007). Introduction to Panel Data Analysis. In *Handbook of Research Methods in Public Administration*. doi:10.1201/9781420013276.ch32

26. Yannick, C. (2020). *Rational Investing with Ratios Implementing Ratios with Enterprise Value and Behavioral Finance*. Switzerland: Springer International Publishing; Palgrave Pivot.
27. Yeon, H., Son, H., & Jang, Y. (2021). Visual performance improvement analytics of predictive model for unbalanced panel data. *Journal of Visualization*, 24(03). doi:10.1007/s12650-020-00716-0

### C-Thesis and Dissertations :

1. Gereltuya, D. (2021). Fundamental analysis of top operating companies in the information technology sector, Master Thesis in Finance. Masaryk university.
2. Meshaal, A. J. (2014). An investigation of the Relationship between Capital Market Development and Economic Growth: The Case of Saudi Arabia (PhD Thesis). Victoria university, Melbourne, Australia: Victoria university.
3. Robbetez, N. (2015). The effect of earnings per share categories on the share prices of the top 40 JSE listed companies-Phd thesis-. South Africa: North-West University.
4. Sheytanova, T. (2015). The Accuracy of the Hausman Test in Panel Data: a Monte Carlo Study. Advanced level thesis I, "Applied Statistics". Sweden: Örebro University School of Business.
5. Silberstein, S. (2023, 09 24). *How Beta measures Systematic Risk*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/031715/how-does-beta-reflect-systematic-risk.asp>
6. SMITH, T. (2023, 06 01). Understanding different stock types can benefit your portfolio. *Types of stocks*. Investopedia. Retrieved 08 15, 2023, from <https://www.investopedia.com/types-of-stocks-5215684>
7. YADAV, P. (2010). RISK AND RETURN ANALYSIS ON COMMON STOCK INVESTMENT OF LISTED COMMERCIAL BANKS IN NEPAL-Thesis Master's Degree in Business Studies. Faculty of Management, Tribhuvan University.

### D- Websites and electronic sources:

1. Adam, H. (2022, 05 05). *Stocks*. Retrieved 02 06, 2023, from investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/priceweightindex.asp>
2. Adam, H. (2022, 04 12). *What Are the Different Types of Preference Shares?* Retrieved 10 2022, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/ask/answers/033015/what-are-different-types-preference->

- shares.asp#:~:text=The%20four%20main%20types%20of,the%20sharehold er%20or%20the%20issuer.
3. Akhilesh, G. (2021, 03 04). Open Orders: Definitions, how they work, and causes. Retrieved 04 16, 2022, from <https://www.investopedia.com/terms/o/openorder.asp>
  4. CFI . (2022, December 09). *corporatefinanceinstitute*. Retrieved December 28, 2022, from corporatefinanceinstitute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/derivatives/forward-contract/>
  5. EQUIPMENT HOLDING. (n.d.). Retrieved 03 2024, from <https://www.tradingview.com/symbols/KSE-EQUIPMENT/>
  6. FasterCapital. (n.d.). *Factors Affecting Earnings Per Share*. Retrieved from FasterCapital: <https://fastercapital.com/startup-topic/Factors-Affecting-Earnings-Per-Share.html#factors-affecting-earnings-per-share-with-ordinary-shares1>
  7. human-soft.com. (n.d.). Retrieved 03 2024, from <https://www.human-soft.com/about/>
  8. James, c., & Thomas J, C. (2022, 05). Noncallable: what it means, how it works. Retrieved 02 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/n/noncallable.asp>
  9. Mitchel, C. (2022, 07 07). What is an order? Definition, How it works, Types, and example. Retrieved 06 14, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/o/order.asp#toc-understanding-orders>
  10. napesco.com. (n.d.). Retrieved 03 2024, from <http://www.napesco.com/company-profile.html>
  11. Smith, T. (2021, September 29). *Trading skills*. Retrieved 01 15, 2022, from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/s/spotmarket.asp>
  12. Team, C. (n.d.). *price weighted index*. Retrieved 02 12, 2023, from corporatefinanceinstitute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/price-weighted-index/>
  13. Tilburg Science Hub. (n.d.). *The Pooled OLS Model*. Retrieved 04 2024, from Tilburg University: <https://tilburgsciencehub.com/topics/analyze/causal-inference/panel-data/pooled-ols/>
  14. tradingview.com. (n.d.). *Help center*. Retrieved 05 29, 2024, from tradingview.com;: <https://www.tradingview.com/symbols/KSE-ABAR/financials-statistics-and-ratios/?statistics->

period=FY&selected=price\_earnings%2Cprice\_cash\_flow%2Cgross\_margin%2Coperating\_margin

---

## قائمة الملاحق

---

## الملحق رقم 1: نموذج الانحدار التجميعي PRM

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	194
Model	.609126889	7	.087018127	F(7, 186)	=	31.06
Residual	.521173451	186	.002802008	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.5389
				Adj R-squared	=	0.5216
Total	1.13030034	193	.005856478	Root MSE	=	.05293

eps	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe	.0027917	.0005288	5.28	0.000	.0017485	.0038349
nm	-.0003395	.0001485	-2.29	0.023	-.0006326	-.0000465
de	.0009043	.0038515	0.23	0.815	-.0066939	.0085025
at	.006192	.0087753	0.71	0.481	-.0111199	.0235039
v	-.0002797	.0003681	-0.76	0.448	-.0010058	.0004465
om	.000672	.000222	3.03	0.003	.000234	.0011099
gm	.0005489	.0002149	2.55	0.011	.000125	.0009728
_cons	.0004893	.0080682	0.06	0.952	-.0154276	.0164063

## الملحق رقم 2: نموذج التأثيرات الثابتة FEM

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	194
Group variable: company	Number of groups	=	28
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.2737	min =		5
between = 0.5299	avg =		6.9
overall = 0.4454	max =		7
	F(7, 159)	=	8.56
corr(u_i, Xb) = 0.3198	Prob > F	=	0.0000

eps	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roe	.0019496	.000435	4.48	0.000	.0010904	.0028088
nm	.0001111	.0001328	0.84	0.404	-.0001512	.0003733
de	-.0035768	.0054336	-0.66	0.511	-.0143082	.0071545
at	-.0081719	.0156124	-0.52	0.601	-.0390063	.0226625
v	-.0007001	.0002795	-2.50	0.013	-.0012521	-.0001481
om	.0001044	.0001729	0.60	0.547	-.000237	.0004458
gm	.0003257	.0002934	1.11	0.269	-.0002537	.0009052
_cons	.0269906	.0109339	2.47	0.015	.0053963	.0485849
sigma_u	.04858661					
sigma_e	.037843					
rho	.62241322	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u\_i=0: F(27, 159) = 7.59 Prob > F = 0.0000

## الملحق رقم 3: نموذج التأثيرات الثابتة FEM بطريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية LSDV

. regress EPS ROE NM DE AT V OM GM i. company

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	194
				F(34, 159)	=	18.54
Model	.90260806	34	.026547296	Prob > F	=	0.0000
Residual	.227655914	159	.001431798	R-squared	=	0.7986
				Adj R-squared	=	0.7555
Total	1.13026397	193	.00585629	Root MSE	=	.03784

EPS	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ROE	.0019494	.000435	4.48	0.000	.0010903 .0028085
NM	.0001111	.0001328	0.84	0.404	-.0001511 .0003733
DE	-.0035664	.005433	-0.66	0.512	-.0142967 .0071638
AT	-.0081997	.0156108	-0.53	0.600	-.039031 .0226315
V	-.0007	.0002795	-2.50	0.013	-.0012519 -.0001481
OM	.0001044	.0001728	0.60	0.547	-.000237 .0004458
GM	.0003263	.0002934	1.11	0.268	-.0002531 .0009057
company					
2	.0332338	.0216845	1.53	0.127	-.0095931 .0760606
3	.0350613	.0252352	1.39	0.167	-.0147781 .0849007
4	.0204421	.0235089	0.87	0.386	-.0259879 .0668721
5	.0592187	.0231554	2.56	0.011	.0134869 .1049505
6	.0464125	.027199	1.71	0.090	-.0073055 .1001305
7	.0724748	.0288929	2.51	0.013	.0154114 .1295381
8	.0146023	.0241916	0.60	0.547	-.0331759 .0623806
9	.023204	.0251764	0.92	0.358	-.0265193 .0729273
10	.0309934	.0315738	0.98	0.328	-.0313647 .0933515
11	.0130015	.0230237	0.56	0.573	-.0324701 .0584732
12	.0680897	.0336642	2.02	0.045	.0016029 .1345764
13	.1053671	.0237477	4.44	0.000	.0584655 .1522688
14	.0252332	.0243358	1.04	0.301	-.0228298 .0732963
15	.024681	.0251557	0.98	0.328	-.0250015 .0743634
16	.0328189	.0264863	1.24	0.217	-.0194914 .0851292
17	.2516706	.0287405	8.76	0.000	.1949081 .308433
18	.036516	.027013	1.35	0.178	-.0168346 .0898666
19	.0191103	.0222319	0.86	0.391	-.0247976 .0630183
20	.0081758	.0273238	0.30	0.765	-.0457886 .0621402
21	-.0194007	.0226124	-0.86	0.392	-.0640602 .0252587
22	.0211612	.0225404	0.94	0.349	-.023356 .0656784
23	.0222362	.0229042	0.97	0.333	-.0229996 .067472
24	.0144535	.0238838	0.61	0.546	-.0327168 .0616239
25	.0272913	.0236361	1.15	0.250	-.0193898 .0739725
26	.068321	.0437802	1.56	0.121	-.0181447 .1547866
27	.0637337	.0254264	2.51	0.013	.0135167 .1139508
28	.0226837	.02422	0.94	0.350	-.0251507 .070518
_cons	-.0134781	.0190522	-0.71	0.480	-.051106 .0241498



## الملحق رقم 6: اختبار Haussman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
roe	.0019496	.0022901	-.0003405	.
nm	.0001111	-.0000341	.0001452	.0000177
de	-.0035768	-.002214	-.0013629	.0029338
at	-.0081719	.0046501	-.012822	.0106465
v	-.0007001	-.0006253	-.0000747	.
om	.0001044	.0002648	-.0001603	.
gm	.0003257	.0004698	-.000144	.0001718

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(7) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
        = 49.64
Prob>chi2 = 0.0000
```

## الملحق رقم 7: اختبار عدم ثبات التباين Modified Wald test

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity  
 in fixed effect regression model

H0:  $\sigma(i)^2 = \sigma^2$  for all i

```
chi2 (28) = 6.5e+06
Prob>chi2 = 0.0000
```

## الملحق رقم 8: اختبار الارتباط الذاتي Wooldridge test

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

```
F( 1, 27) = 0.482
Prob > F = 0.4935
```

## الملحق رقم 9: نموذج بانل المصحح Corrected Panel Model

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

```

Group variable:    company                Number of obs    =        194
Time variable:    year                    Number of groups =         28
Panels:           correlated (unbalanced)  Obs per group:
Autocorrelation: no autocorrelation        min =           5
Sigma computed by casewise selection       avg =  6.9285714
                                              max =           7
Estimated covariances =          406        R-squared        =        0.5389
Estimated autocorrelations =            0    Wald chi2(7)    =        337.99
Estimated coefficients =            8        Prob > chi2     =        0.0000
  
```

eps	Panel-corrected					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	z	P> z			
roe	.0027917	.0007639	3.65	0.000	.0012944	.0042889	
nm	-.0003395	.0001529	-2.22	0.026	-.0006392	-.0000398	
de	.0009043	.0017124	0.53	0.597	-.002452	.0042606	
at	.006192	.0056558	1.09	0.274	-.0048932	.0172771	
v	-.0002797	.0008957	-0.31	0.755	-.0020351	.0014758	
om	.000672	.0004668	1.44	0.150	-.0002429	.0015868	
gm	.0005489	.0002603	2.11	0.035	.0000388	.001059	
_cons	.0004893	.0074807	0.07	0.948	-.0141727	.0151513	