

تحليل اتجاهات المحللين لمنهجية تقدير القيمة العادلة لتفسير تحركات القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على البورصة المصرية

د. أسامة وجدى وديع *

* د. أسامة وجدى وديع : حاصل على دكتوراه الفلسفة في ادارة الاعمال من جامعة عين شمس، ويعمل حالياً مدرس بقسم المؤسسات المالية - كلية الادارة - الجامعة الحديثة للتكنولوجيا والمعلومات، يتمثل اهتمامه البحثي في مجالات العلوم الادارية، خاصة التمويل والإستثمار .

E-mail: osamawagdi_ta@yahoo.com

المخلص:

تتناول الدراسة منهجية القيم العادلة للأسهم العادية ، خلال الفترة من يوليو ٢٠١٢ م الى يونيو ٢٠١٥ م ، حيث اصدرت (٢٨) مؤسسة مالية محلية ودولية (٩٠٩) تقدير للقيم العادلة للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية (EGX). وقد استخدمت الدراسة الأساليب الإحصائية المعلمية Parametric وغير المعلمية Non-Parametric، و خلصت من قياس اتجاهات (٥٢) محلل من (١٤) مؤسسة مالية نحو منهجية تقدير القيمة العادلة لتفسير تحركات القيمة السوقية الى تباين اتجاهات المحللين نحو تطبيق طريقة الخصم Discount method مقابل طريقة التسعير النسبي Relative Valuation method ، مع عدم تطبيق طريقة ايجاد القيمة Value Creation method خلال فترة الدراسة. اما عن القدرة التفسيرية للقيم العادلة المعلنة للأسهم العادية فقد فسرت (٩٣,٨%) من التغيرات في القيم السوقية بالبورصة المصرية.

الكلمات الدالة:

القيمة العادلة - القيمة السوقية - التقارير الاستثمارية - الأسهم العادية - قيمة المنشأة - البورصة المصرية.

Abstract

This study shows the methodology of the fair value for common shares; from July 2012 to June 2015; Where (28) domestic & international financial institutions have issued (909) reports to estimate the fair value of common shares which are listed at the Egyptian Exchange (EGX). The study used both Parametric and Non-Parametric statistical methods, in investigating the methodology employed by (52) Analysts working with (14) financial institutions to estimate the fair value; The study revealed that there is a significant difference in the analysts attitudes towards the application of discount method or the Relative Valuation method, and no application for the Value Creation method during the study period. Finally, the explanation of the fair value shares has interpreted as (93.8%) stated of the changes in market values changes.

Key Words:

Fair Value - Market Value - Investment Reports - Common Shares - Corporate Value - Egyptian Stock Exchange – EGX.

المبحث الأول الاطار المنهجي

١- مقدمة:

يزخر الفكر المالي بالعديد من النظريات والنماذج التي يمكن تصنيفها الى فرعين رئيسيين هما نظريات ونماذج خاصة بتمويل الشركات من جانب، بالإضافة الى نظريات ونماذج خاصة بالاستثمار من جانب آخر، وتعد القيمة العادلة هي الرابط بين فرعي الفكر المالي، وذلك من خلال التقييم الرشيد لتيار المنافع الناتجة من الأصل في ضوء مستوى المخاطر المصاحبة لتلك المنافع بنوعها المنتظمة وغير المنتظمة، أو بكلمات أخرى فإن القيمة العادلة هي تعبير عن العلاقة بين العائد والمخاطرة، والتي قد تسمى علاقة توازنه أو تعويضية أو تفضيلية (Risk Return Trade Off)، وهي بذلك جوهر الفكر المالي.

وبذلك تعد القيمة العادلة أحد أهم المحددات الأساسية عند اتخاذ المتداولين قراراتهم الخاصة بالبيع أو الشراء للأصول المالية، ويعد الهدف الرئيسي من تحديد تلك العوامل، تقدير مستويات العائد والمخاطر من الإستثمار في سوق المال، وذلك بغية الوصول إلى الأسهم ذات الخلل السعري لتحقيق أرباح غير عادية كنتيجة لإختلاف القيمة السوقية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك الخلل إلى زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية Undervalued فترتفع قيمتها السوقية وينخفض الطلب على الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية Overvalued وبالتالي تتجه إلى التوازن في ظل آليات السوق، ويعد مستوى كفاءته وهو المحدد لديناميكية وصول الأصول الى قيمتها الحقيقية، الى جانب مدى إنحراف قيمتها السوقية عن قيمتها العادلة.

وتعد المذكرات البحثية الصادرة من المؤسسات المالية سواء شركات السمسرة، شركات الإستشارات المالية، بنوك الإستثمار، أحد أبرز الأدوات الإستثمارية التي تنقل للمتداولين هذه القيمة، وعادة ما تقترن القيمة العادلة بتوصية إستثمارية.

٢- الدراسات السابقة:

يجد الباحث ندرة في الدراسات ذات الصلة مباشرة بالتقييم العادل للأسهم العادية والمذكرات البحثية ليس فقط في الدراسات العربية، ولكن أيضاً في الدراسات الأجنبية، إلا ان هناك تعدد في محاور الدراسات ذات الصلة، فهناك دراسات تناولت أساليب ونماذج تقدير القيمة العادلة والعوامل المؤثرة في تقديرها ومنها (Gabriel, 1936)، (الباز، ١٩٩٣)، (Barth, 1994)، (Stark, 1997)، (Bakshi & Chen 1998)، (Stickel, 1999) (عبد البديع، ٢٠٠٦)، (إبراهيم، ٢٠٠٨)، (Ball et. al., 2009)، (سلام، ٢٠٠٩)، (عواد، ٢٠٠٩)، (عبدالله، ٢٠٠٩)، (العبادي، ٢٠١٠)، (Penman, 2010)، (Riedl & Serafeim 2011)، (محمد، ٢٠١٢)، (Alexander et. al., 2012)، (فراج، ٢٠١٢)، (كرار واخرون، ٢٠١٣)، (إبراهيم، ٢٠١٣)، (ابوريشة، ٢٠١٣)، (Fernandez, 2015)، (حيث شملت أبرز أساليب تقدير القيم العادلة على كل من اساليب الميزانية Balance Sheet (كالقيمة الدفترية Book value، القيمة الدفترية المعدلة Adjusted book value، قيمة التصفية Liquidation value) اساليب

قائمة الدخل Income Statement (كمضاعف الربحية P/E، مضاعف المبيعات P/S)،
التدفقات النقدية المخصومة Cash Flow Discounting (كالتدفقات النقدية الحرة free Cash
EVA: Value Creation (كالقيمة الاقتصادية المضافة Flow)، اساليب ايجاد القيمة
Economic Value Added، عوائد التدفقات النقدية على الاستثمار Cash flow CFROI: Cash flow
(Return on Investment)، اما عن ابرز العوامل المؤثرة في تقديرها فشملت التوزيعات
النقدية Cash Dividends، تكلفة راس المال Cost of Capital، معدل النمو Growth Rate،
المخاطر Risk، السعر السوقي للمخاطرة Risk Premium.

الى جانب دراسات تناولت مدى وجود تضارب مصالح عند الاعلان عن القيم العادلة
بالمذكرات البحثية، ومنها (Fernando et. al., 2005)، (Ljungqvist et. al., 2006)،
(Agrawal & Chen, 2008)، (Asker & Ljungqvist, 2010) وقد أشارت دراسة
(Devos, 2014) الى وجود تضارب محتمل في المصالح من قبل محلي الأسهم .

الى جانب دراسات تناولت مدى وجود معلومات داخلية لمعد المذكرة البحثية، فدراسة
(Ottaviani, & Sorensen, 2006) تشير الى ان معد المذكرة البحثية عادة ما لا يشير الى
بعض البيانات والمعلومات الجوهرية غير المعلنة (المعلومات الداخلية Insider information)
ذات العلاقة بمصدر الأسهم المطع عليها.

أما عن محددات أثر القيم العادلة التي تتضمنها المذكرات البحثية على الأسهم العادية
فيشير (Stickel, 1992) الى وجود علاقة طردية بين سمعة المحلل ومدى تأثير القيمة العادلة
المعلنة على أداء السهم في سوق التداول، أما دراسة (Chung and Jo, 1996) فتشير الى ان
القيم العادلة بالمذكرات البحثية تضيف قيمة للأوراق المالية محل التغطية، أما دراسة (Aitken,
et al. 2008) فتشير الى أن هناك تفاعلاً من جانب السوق مع تلك القيم بالمذكرات وتقارير
شركات السمسرة، حيث يشير الى ارتفاع رد فعل السوق في ضوء عدد من المعايير أهمها أن
تحظى الشركة الخاضعة للتحليل بتغطية من ثلاثة محللين أو أكثر، إضافة إلى سمعة شركة
السمسرة المصدرة، وتشير دراسة (Jegadeesh et. al., 2004) الى ارتفاع أثر القيم العادلة
بالمذكرات البحثية في ضوء توافق التوصيات الإستثمارية المصدرة عن ذات الورقة المالية بين
المحللين، حيث يؤدي هذا التوافق الى زيادة التداولات في إتجاه التوصية الإستثمارية وهو أمر
ذات قدرة تنبؤية للعائد، وتشير دراسة (Mikhail et al., 2004) الى ان المتداولين يمكن لهم
تحقيق عوائد غير عادية في الأجل القصير في ضوء صدور تلك القيم.

أما عن مدى خضوع القيم العادلة الى المراجعة فتشير دراسة (Altınkılıç &
Hansen, 2009) الى خضوعها لذلك من قبل المؤسسات المصدرة لها في ضوء الاعلان عن
أخبار جديدة لمصدر الورقة المالية، فعادة ما ينخفض التقييم والسعر المستهدف مع ورود أخبار
سلبية، والعكس، ويضيف أيضاً ان هذه التقييمات تعنى بالأجل القصير على حساب الأجل
الطويل، أما عن مدى خضوع القيم العادلة الصادرة للرقابة من قبل ادارة الأسواق المالية فتشير

دراسة (Bonini, Zanetti, Bianchini & Salvi, 2010) الى عدم خضوع تلك المذكرات البحثية لذلك الأمر.

أما عن إتجاهات المحللين عند تقدير القيم العادلة نجد دراسة (Lai & Teo, 2008) تشير الى ارتفاع تفاؤل المحللين المحليين عن الأجانب، أما عند المقارنة مع السوق ككل فتشير دراسة (العلمي، ٢٠٠٩) الى ارتفاع تفاؤل معدى القيم العادلة بصورة تفوق تفاؤل السوق، أما دراسة (Chang, 2010) فتشير الى تباين أثر التوصيات الإستثمارية بين التوصيات المحلية والأجنبية، حيث يتفوق أثر الأخير عن الأول، الى جانب ذلك فتشير الدراسة الى ان المستثمر المؤسسي يهتم بصورة أكثر بالقيمة العادلة والتوصية الإستثمارية الصادرة عن المحلل الأجنبي، وهذا يتعارض الى حد ما مع ما تشير إليه دراسة (Malloy, 2005) بان المحلل المحلي عادة ما يكون أكثر دقة وتأثيراً على اسعار الأوراق المالية عند اصداره للقيم العادلة، في المقابل من ذلك تشير دراسة (Farooq, 2013) الى تباين مدى الإفصاح عن أسس ومبررات التوصية الإستثمارية بين "توصيات البيع" و "توصيات الشراء" لكل من المحللين المحليين من جانب والأجانب من جانب آخر.

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء ما سبق يتبين للباحث ما يلي:

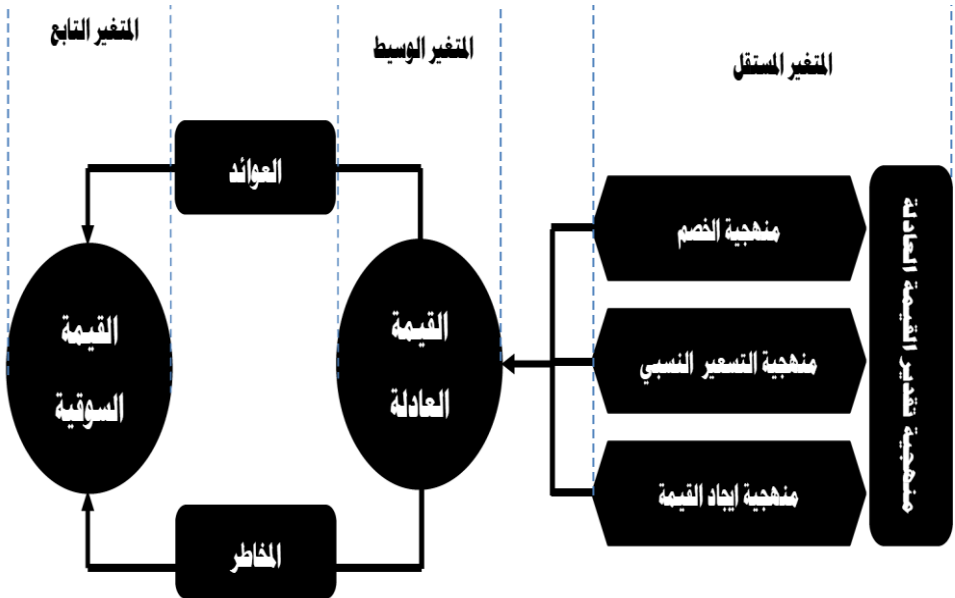
- هناك اهتمام كبير لمفهوم القيمة العادلة ونماذج قياسها، من جانب الباحثين سواء من الجانب المالي أو من الجانب المحاسبي، وقد كانت الكتابات العربية يغلب عليها الاتجاه الأخير.
- تشير الدراسات السابقة الى تعدد محددات تقدير القيمة العادلة.
- تشير الدراسات السابقة الى ان تأثير القيم العادلة الصادرة عن المؤسسات المالية على القيم السوقية للأوراق المالية محل التغطية يعتمد على عدد من المحددات منها سمعة المحلل والمؤسسة المالية المصدرة لها.
- تشير الدراسات السابقة الى ان هناك علاقات متداخلة بين مقيمي الاوراق المالية وباقي أطراف السوق، حيث عادة ما يكون هناك تضارب للمصالح في هذا الصدد، و يتجلى هذا التضارب في ظل وجود المعلومات الداخلية.
- تشير الدراسات السابقة الى عدم خضوع القيم العادلة المعلنة من قبل المحللين الى عمليات رقابة من قبل ادارة السوق المقيدة به الورقة المالية.
- تشير الدراسات السابقة الى تمكن المتداولين من تحقيق ارباح غير عادية في المدى القصير عند الاعلان عن القيم العادلة للاسهم وفي ضوء ما تشملها من تقييم عادل أو سعر مستهدف الى جانب التوصية الإستثمارية.
- تشير الدراسات السابقة الى تباين الدقة التقديرية وأثر الاعلان عن القيم العادلة ومدى الإفصاح تبعاً لكل من سمعة القائم بالتقييم وتصنيفه (محلي / أجنبي)، نوع التوصية (شراء / بيع).

٣- الفجوة البحثية ونموذج الدراسة:

في ضوء استعراض الدراسات السابقة يمكن للباحث تحديد الفجوة البحثية فيما يلي:

- لم تقوم الدراسات السابقة بتحليل اتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيم العادلة للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية.
- لم تقوم الدراسات السابقة بتحليل العلاقة بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية.
- لم تقوم الدراسات السابقة بتحليل مدى التجانس بين التغير في القيم العادلة مع التغير في القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية.

وفي ظل فرض كفاءة السوق، يتبين ان القيم السوقية يجب ان تعكس التقييم الرشيد لكافة البيانات و المعلومات المتاحة، و هو الامر الذى يقوم به المحللين من خلال تقديرهم للقيم العادلة للأسهم من خلال استخدام عدد من منهجيات التقييم، وهو الامر الذى يمكن استعراضه بالشكل التالي:

شكل رقم (١)
نموذج الدراسة

المصدر: من اعداد الباحث

من خلال استعراض نموذج الدراسة نجد تفسير القيمة السوقية (كمتغير تابع) يعتمد على منهجية التقييم Valuation method للقيمة العادلة (كمتغير مستقل) ، حيث تصنف الى ثلاثة منهجيات للتقييم تتضمن منهجية الخصم (Discount method)، منهجية التسعير النسبي

(Value Creation method)، واخيراً منهجية إيجاد القيمة (Relative Valuation method)، ولكل منهم فلسفته ونماذجه الخاصة، وهو ما ينتج القيمة العادلة (كمتغير وسيط)، حيث يمكن تفسير تحركات القيمة السوقية من خلال بعدين رئيسيين هما تفسير العوائد و تجانس المخاطر.

٤- الدراسة الاستطلاعية:

تعد الدراسة الاستطلاعية نوعاً من البحوث الاستكشافية التي تساعد الباحث في بناء الفروض الخاصة بالدراسة (إدريس، ٢٠٠٨)، وقد اعتمدت الدراسة على كل من أسلوب المقابلات الشخصية الفردية المتعمقة بواقع (١٢) مفردة من محلي الأوراق المالية وشمل الإطار عام لتلك المقابلات التعرف على المنهجية المطبقة لتقدير القيمة العادلة للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية بجانب مسح مستندى لـ (٣٥) تقرير من تقارير القيم العادلة عن المقيدة بالبورصة المصرية، و قد كشفت الدراسة الاستطلاعية عن ما يأتي:

- تفاوت اتجاهات محلي الأوراق المالية محل الدراسة نحو منهجيات تقدير القيمة العادلة.
- تفاوت إدراكات محلي الأوراق المالية محل الدراسة لقدرة القيم العادلة للأسهم العادية على تفسير التغير قيمتها السوقية .
- تباين منهجية تقدير القيم العادلة للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية.
- تباين القيم العادلة المعلنة من جانب المؤسسات المالية للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية.

٥- مشكلة الدراسة:

استناداً لنتائج الدراسات السابقة ذات الصلة ونتائج الدراسة الاستطلاعية، يتبين ان المشكلة تكمن في غموض اتجاهات المحللين نحو منهجيات تقدير القيم العادلة للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة الى غموض العلاقة بين قيمها السوقية وتلك القيم، وفي ضوء ذلك تظهر لنا التساؤلات البحثية التالية:

- ١/٥ ما هي اتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيم العادلة للأسهم العادية؟
- ٢/٥ هل هناك علاقة بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية؟
- ٣/٥ ما هي القدرة التفسيرية للقيم العادلة المعلنة لتحركات القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية؟
- ٤/٥ هل يوجد تجانس لتغيرات القيم العادلة مع تغيرات القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية؟

٦- أهداف الدراسة :

يمكن إيجاز الأهداف التي تسعى الدراسة الى تحقيقها في النقاط التالية:
١/٦ تفسير مفهوم القيمة العادلة للأسهم العادية وتحديد مبررات تقديرها.

- ٢/٦ تحديد المنهجيات المستخدمة فى تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية.
٣/٦ التوصل الى اهم المعوقات التي تواجه تطبيق منهجيات القيمة العادلة للأسهم العادية.
٤/٦ التحقق من المنهجيات المستخدمة فى تقدير القيم العادلة للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية .
٥/٦ تحليل اتجاهات المحللين نحو تطبيق منهجيات تقدير القيم العادلة للأسهم العادية المقيدة بالبورصة المصرية .
٦/٦ الكشف عن طبيعة وقوة العلاقة بين القيم العادلة المعلنة من قبل المؤسسات والقيم السوقية للأسهم العادية بسوق التداول.

٧- فروض الدراسة:

- فى ضوء مشكلة واهداف الدراسة ، تمكن للباحث تنمية فروض الدراسة فى صيغة العدم كما يلى:
- ١/٧ لا يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية.
٢/٧ لا يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية باختلاف القطاع.
٣/٧ لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية.
٤/٧ لا يوجد تجانس معنوي لتغيرات القيم العادلة مع تغيرات القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية.

٨- منهج ومدخل الدراسة:

اعتمد الباحث على المنهج الاستنباطي Deductive وذلك من خلال الاعتماد على المدخل الوصفي التحليلي Analytical Descriptive (Anol,2012) ، مع الاعتماد على أساليب البحث المكتبي، وذلك بهدف التوصل إلى التعريفات المختلفة لمفهوم القيمة العادلة وتحديد أهميتها ومنهجية تقديرها، بجانب البحث التطبيقي، وذلك من خلال الاطلاع على البيانات المحصلة من تداولات البورصة المصرية، بجانب تقارير المؤسسات المالية للأسهم المتداولة بها، بالإضافة الى قوائم الإنقضاء لتحليل اتجاهات تطبيق منهجية تقدير القيم العادلة، ومعالجة تلك البيانات بالأساليب الكمية المناسبة كإطار لتحديد مدى قبول أو رفض فروض الدراسة والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتاج عمليات الاستدلال الإحصائي .

٩- أساليب جمع البيانات:

- سوف يعتمد البحث على الأساليب التالية لجمع البيانات:
- قياس اتجاهات ، وذلك من خلال قائمة إستقصاء مباشرة و معلنة الغرض، بغايه الوقوف على اتجاهات مفردات مجتمع الدراسة نحو تطبيق منهجية تقدير القيم العادلة للأسهم العادية و القدرة التفسيرية للقيم العادلة المعلنة لتحركات

القيم السوقية للاسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية ، للحصول على البيانات الأولية المتصلة بمشكلة الدراسة اعتمادا على الأسئلة المغلقة سواء كانت من نمط ليكرت الخماسي أو الاختيار من متعدد.

▪ **المسح المستندي**، وذلك من خلال البيانات والتقارير الصادرة عن البورصة المصرية والمؤسسات المالية وبنوك المعلومات الإقتصادية التي بها بيانات ذات علاقة.

١٠- الأساليب الإحصائية :

أعتمدت الدراسة على تطبيق الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتصلة بمشكلة الدراسة وذلك بالاعتماد على الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive ، وهي تلك الأساليب التي تعنى بإعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل ومن أمثلة تلك الأساليب كل من : التكرارات، النسب، الوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، بجانب الاعتماد على الأساليب الإحصائية الاستدلالية Inferential، وهي تلك الأساليب التي تعنى بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض البحث ، إضافة إلى تحديد كلا من مستويات الثقة والمعنوية لنتائج الاختبار، بالاعتماد على الأساليب المعلمية Parametric وغير المعلمية Non-Parametric وذلك في ضوء حجم العينة ونمط توزيع المجتمع.

١١- مجتمع وعينة الدراسة:

اعتمدت الدراسة على نمط العينة العشوائية الميسرة حيث تم الحصول عليها من خلال عمليات المسح المستندي للفترة من الأول من يوليو ٢٠١٢ م الى الثامن عشر من يونيو ٢٠١٥ م ، حيث يمكن تصنيف مجتمع البحث الى مجموعتين هما:

▪ **مقيمي ومحلي الأوراق المالية**، من خلال عمليات المسح المستندي للفترة من الأول من يوليو ٢٠١٢ م الى الثامن عشر من يونيو ٢٠١٥ م تبين للباحث ٢٨ مؤسسة مالية قد اصدرت تقاريرها للقيم العادلة عبر (٥٩) محل، وقد تم تحديد حجم العينة على مرحلتين كما يلي (Lind et. al.,2008):

حجم العينة في ظل فرضية المجتمع غير المحدود:

$$n_1 = \frac{Z^2 PQ}{D^2}$$

حيث :

- n_1 : حجم العينة المبدئي في ظل المجتمع غير المحدود.
 Z : القيمة الجدولية لمنحني التوزيع الطبيعي لمستوى الثقة المستهدف للنتائج (عند مستوى ثقة ٩٥% تكون القيمة الجدولية ١,٩٦)
 P : نسبة المفردات التي تتوافر فيهم الخاصية أو الخصائص موضوع الدراسة (افتراض $p = 50\%$)
 Q : نسبة المفردات التي لا تتوافر فيهم الخاصية أو الخصائص موضوع الدراسة ($Q = 100 - 50 = 50\%$)
 D : مقدار الخطاء المسموح به (5%)

$$n_1 = \frac{1.96^2 \times 0.5 \times 0.5}{0.05^2} \square 384$$

بالتعويض في المعادلة السابقة نجد ان حجم العينة المبدئي في ظل المجتمع غير المحدود هو ٣٨٤ مفردة، وهو ما يتم استخدامه لتقدير حجم العينة لمجتمع محدود من خلال المعادلة التالية:

$$n_2 = \frac{n_1}{\frac{n_1}{N} + 1}$$

حيث :

- N : حجم مجتمع الدراسة
n₁ : حجم العينة المبدئي في ظل المجتمع غير المحدود.
n₂ : حجم العينة من مجتمع محدود

حيث يتحدد حجم مجتمع الدراسة في ضوء معدى تقارير القيم العادلة للأسهم المصرية (طبقاً لعمليات المسح المستندي بلغ عدد المحللين ٥٩ خلال فترة الدراسة)، و بتطبيق القانون :

$$n_2 = \frac{384.16}{\frac{384.16}{59} + 1} \square 51$$

في ضوء ذلك يكون الحد الأدنى لحجم مفردات العينة هو (٥١) مفردة من معدى تقارير القيم العادلة للأسهم المصرية ، ومن خلال قائمة الاستقصاء تم الحصول على آراء (٥٢) مفردة ، من (١٨) مؤسسة مالية تغطي سوق الأوراق المالية المصري، وقد كان معامل ألفا لكرونباخ و هو (٠,٧٩٢٨) الامر الذى يشير الى امكانية الاعتماد على النتائج التى تم التوصل اليها.

▪ **التقييمات العادلة للأسهم العادية، سواء الدورية أو غير الدورية، الصادرة عن المؤسسات المالية المحلية أو الاقليمية أو الدولية ، و من خلال عمليات المسح المستندي للفترة من الأول من يوليو ٢٠١٢ م الى الثامن عشر من يونيو ٢٠١٥ م تبين للباحث (٩٠٩) مذكرة بحثية ، تغطى (٦١) منشأة مصدرة لأسهم عادية مقيدة بالبورصة المصرية.**

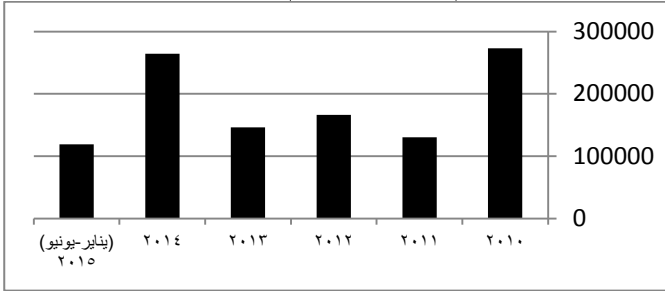
١٢ مبررات اختيار فترة الدراسة:

يمكن للباحث إيجاز مبررات اختيار فترة الدراسة كما يلي:

▪ تعليق الإجراءات الاحترافية التي تم اقرارها فى مارس ٢٠١١ من قبل كل من ادارة البورصة وهيئة الرقابة المالية، بعد ما تعرضت لها البورصة المصرية من مخاطر سياسية منذ يناير ٢٠١١، حيث تم تعليقها فى أغسطس ٢٠١٤.

- تحسن عمليات التداول، حيث يتبين ان البورصة المصرية حققت قيمة التداول (داخل المقصورة) في عام ٢٠١٤ (٢٦٤,٥) مليار جنية بما يعادل (٩٦.٨٩%) من قيمة التداول المحققة في عام ٢٠١٠ والبالغة (٢٧٣) مليار جنية، وذلك بالمقارنة بمستويات (٤٧,٨%) لعام ٢٠١١ ، (٦٠,٩٧%) لعام ٢٠١٢ ، (٥٣,٥%) لعام ٢٠١٣، ويمكن ايضاح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٢)
قيمة التداول (داخل المقصورة) للبورصة المصرية



المصدر: الباحث بناء على عمليات المسح المستندي لبيانات البورصة المصرية

- تحسن أداء مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) ، حيث حقق عوائد إيجابية مع مطلع عام ٢٠١٢ وهو ما يعنى إستيعاب المتداولين لمتغيرات بيئة الإستثمار المصرية خلال هذه الفترة، ويمكن ايضاح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٣)
أداء مؤشر مصر ٣٠ (EGX30) المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية



المصدر: الباحث بناء على عمليات المسح المستندي لبيانات البورصة المصرية

- من خلال الشكل السابق يتبين ان الإتجاه العام لمؤشر مصر ٣٠ منذ مطلع عام ٢٠١٢ هو إتجاه صاعد ، وفي نهاية يناير ٢٠١٥ دخل المؤشر في حركة تصحيحية، مما يعنى ان السوق خلال فترة الدراسة أخذ في إعادة تسعير الأسهم العادية، ولهذا تم اختيار فترة الدراسة باعتبارها تعبر عن إتجاهات المتداولين نحو إعادة تسعير الأسهم العادية، وهو الأمر الذى تلعب فيه القيمة العادلة دوراً محورياً به، من خلال تحليل تلك القيم سواء السوقية أو العادلة من خلال دورة سوق كاملة بها فترة صعود وفترة هبوط ، بالإضافة الى عودة حركة التداول النشط الى السوق لذات الفترة.

المبحث الثاني

الإطار الفكرى

يشمل هذا المبحث عرض موجز للإطار الفكرى للقيمة العادلة وذلك من خلال استعراض مفهوم القيمة العادلة، مع اشارته خاصة لأهمية هذه القيمة بالبورصة المصرية، بجانب استعراض لأهم النماذج المستخدمة في هذا الصدد، مع تحديد محددات العلاقة بين القيم العادلة والقيم السوقية.

١ - مفهوم القيمة العادلة

تقوم العديد من الجهات الإشرافية على الأسواق المالية مثل لجنة الأوراق المالية الأمريكية (U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)، الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية (Egyptian Financial Supervisory Authority)، بالإضافة الى المؤسسات المهنية كمجلس معايير المحاسبة المالية (Financial Accounting Standards Board: FASB)، مجلس معايير المحاسبة الدولية (International Accounting Standard Board)، بجهود متنامية لنشر مفهوم القيمة العادلة، إلا ان الطابع المحاسبي هو الغالب على هذه الجهود، حيث تعرف بأنها " المبلغ الذي يمكن أن يتم مبادلة الأصل به أو تسديد التزام بين أطراف مطلعة وراغبة في التعامل على أساس تجارى بحت أو في إطار متوازن أو في ظل ظروف طبيعية أو بين طرفين مستقلين" (IFRSs, 2006)، وهناك من يعرفها بأنها "السعر الذي ينبغي ان تتم فيه مبادلة الأسهم بين طرفين مطلعين وراغبين في سوق منظم" (كرار سليم واخرون، ٢٠١٣)، إلا انه لا يوجد اتفاق حول مفهوم القيمة العادلة Fair Value للأسهم العادية، وبذلك يتبين ان مفهوم القيمة العادلة للسهم العادي مفهوم معقد وغير واضح كما يتوقعه الكثير وذلك لأن تحديد مفهوم واضح للقيمة العادلة يعتمد على العديد من المفاهيم الأخرى كالظروف الإقتصادية العامة، التغيرات الحاصلة في الصناعة المنتمية لها الشركة.

و يمكن للباحث تعريف القيمة العادلة للأسهم العادية بانها القيمة الذاتية Intrinsic Value للأصل المالى في ضوء تيار المنافع الناتجة من الأصل فى ضوء مستوى المخاطر المصاحبة لتلك المنافع بنوعها المنتظمة وغير منتظمة.

٢ - أهمية القيمة العادلة

تحتل عملية تقييم الأسهم أهمية بالغة كونها حجر الأساس في اتخاذ القرارات الإستثمارية المتعلقة بالأسهم من قبل المستثمرين، وتستمد أهميتها من أهمية تعزيز رأس المال من خلال جذب الأموال وتوظيفها في الوحدات الإقتصادية (كرار سليم واخرون، ٢٠١٣)، تتضمن قيم الأسهم العادية على ستة قيم أساسية هى القيمة الأسمية Par Value، قيمة الإصدار Issue Value، القيمة السوقية Market Value، القيمة العادلة Fair Value، القيمة الدفترية Book Value وقيمة التصفية Liquidation Value، وعلى الرغم من أهمية علاقات التقييم Valuation Relationships، إلا ان العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية هى ذات أهمية عظيمة فى هذا الصدد، و يمكن إيضاح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول (١) العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية

القرار الإستثماري	الحالة الإستثمارية	القيمة العادلة مقابل القيمة السوقية
الرشيد		القيمة العادلة تعادل القيمة السوقية
احتفاظ	الأسهم العادية مسعرة بعدالة	القيمة العادلة تعادل القيمة السوقية
Hold	Fairly Priced	القيمة العادلة أقل من القيمة السوقية
بيع	الأسهم العادية مسعرة بأكبر من قيمتها	القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية
Sale	Overvalued (مبالغة)	القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية
شراء	الأسهم العادية مسعرة بأقل من قيمتها	القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية
Buy	Undervalued	القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية

المصدر : من اعداد الباحث في ضوء Fabozzi,2002,p.8

يمكن للباحث إيجاز أهمية القيمة العادلة للأسهم العادية في النقاط التالية:

- ١/٢ تعبر القيمة العادلة عن المركز المالي ونتائج الأعمال والتدفقات النقدية للمنشأة المصدرة وما ينتج عن ذلك من تغيرات في حقوق حملة الأسهم العادية.
- ٢/٢ تعد القيمة العادلة أحد أهم محددات قرارات الإستثمار المالي (الشراء - الاحتفاظ - البيع) للوحدات المالية ذات الفائض المالي.
- ٣/٢ تساعد القيمة العادلة على تحقيق أحد أهم الوظائف الرئيسية للأسواق المالية، وهي الوظيفة التخصصية.
- ٤/٢ تعد القيمة العادلة أحد المؤشرات المالية التي يستخدمها كل من المتداولين وادارة الشركات لتقييم أثر التغير في نشاط المصدر على قيمة المنشأة .
- ٥/٢ تعد القيمة العادلة أحد متطلبات القيد للأوراق المالية ، كما هو الحال بالبورصة المصرية ، وذلك طبقاً للمواد ارقام (٧) ، (٨) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة في (٢٢ يناير ٢٠١٤).
- ٦/٢ تعد القيمة العادلة أحد متطلبات الاستحواذ والتخارج للمنشآت المصدرة للأسهم المقيدة ، كما هو الحال بالبورصة المصرية ، وذلك طبقاً للمادة (٤٤) من قواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة في (٢٢ يناير ٢٠١٤) .

٣- منهجية تقييم الأسهم العادية

تعد عملية التقييم العادل للسهم العادي Common Stock أكثر صعوبة من عملية تقييم كل من السند Bond والسهم الممتاز Preferred Stock، نظراً لما يحيط بالأسهم العادية من حالة عدم التأكد ، وفي هذا الصدد يسعى الفكر المالي الى تقديم نماذج تعمل على إيجاد العلاقة التوازنية أو التعويضية أو التفضيلية بين العائد و المخاطرة (Risk Return Trade Off)، وقد كانت دراسة (Gabriel , 1936) من أوائل الدراسات في هذا الإتجاه، والأُن يتم تصنيف مناهج تقييم الأسهم العادية الى ما يلي: (Reilly & Brown, 2003)

٣/١ منهجية الخصم

تعتمد تلك المنهجية على خصم التدفقات النقدية Discounted Cash Flow ، ومن أهم نماذجها ما يلي:

- نموذج خصم التوزيعات النقدية (DDM : Dividends Discount Model) وهو ما يعرف أحياناً بنموذج القيمة الحالية للتوزيعات النقدية (Present Value of Dividends)
- نموذج خصم التدفقات النقدية التشغيلية الحرة، وهو ما يعرف أحياناً بنموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية التشغيلية الحرة (Present Value of Operating Free Cash Flow)
- نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة للملكية ، وهو ما يعرف أحياناً بنموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملكية (Present Value of Free Cash Flow to Equity)

٣/٢ منهجية التقييم النسبي

تعتمد منهجية التقييم النسبي Relative Valuation على متوسط التسعير لمؤشرات التقييم ، و من تلك المؤشرات ما يلي:

- مضاعف الربحية (Price/Earning Ratio:P/E)
- مضاعف التدفقات النقدية (Price/Cash Flow Ratio :P/CF)
- مضاعف القيمة الدفترية (Price/Book Value Ratio :P/BV)
- مضاعف مبيعات لسعر السهم (Price/Sales Ratio :P/S)

٣/٣ منهجية إيجاد القيمة

تعتمد منهجية إيجاد القيمة Value Creation على تقدير العوائد الإضافية المحققة من نشاط المنشأة المصدرة ، ومن أمثلة الأساليب التي تعتمد على هذه المنهجية ما يلي:

- القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added)
- الربح الاقتصادي (Economic profit)
- عوائد التدفقات النقدية على الاستثمار

(Cash flow Return on Investment)

وعلى الرغم من اتفاق نماذج المجموعة الأولى مع الأساس الفكري للتحليل الأساسي إلا ان هذه النماذج أعتمدت على مجموعة من الإفتراضات، التي تتسم بعدم الواقعية مع بيئة الأعمال، وهو الأمر الذى أدى الى ظهور عدد من النماذج الفرعية حتى تلائم تلك النماذج بيئة الأعمال، ومنها نموذج النمو المتعدد Multiple Growth Model ، أما عن المجموعة الثانية فتعد تعبير عن متوسط تقييم للأصل وليس تحديد لقيمتها الذاتية Intrinsic Value ، وعلى الرغم من القبول العام لتلك النماذج إلا انه يجب الاهتمام بتحسين تلك النماذج لتتلاءم مع الأسواق المالية والتي تتسم بتباين مستوى الكفاءة بالإضافة الى تباين ممارسات آليات الحوكمة.

٤ - معوقات التقييم العادل للأسهم العادية:

من خلال الاستعراض الموجز لمنهجيات التقييم سالفة الذكر، نجد ان منهجية الخصم تعتمد على عاملين رئيسيين لتقدير القيم العادلة للأسهم العادية، وهما معدل العائد المطلوب، ومعدل النمو، وكليهما يعاني من العديد من المعوقات، ومنها:

١/٤ يعد عدم استقرار معدلات نمو الشركات المصدرة الى جانب عدم استقرار نمو التوزيعات النقدية أحد أهم المعوقات التي تحد من فعالية وكفاءة عمليات التقييم العادل للأسهم العادية، وذلك على خلاف أصول الدخل الثابت، ويمكن ارجاع عدم الاستقرار الى العديد من الاسباب من أهمها تباين نمط دورة الحياة التي يمر بها المصدر (for more see: Jawahar& McLaughlin, 2001)

٢/٤ على الرغم من شيوع استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كأساس لتقدير معدل العائد المطلوب، إلا ان هناك العديد من الدراسات التي قدمت العديد من الإنتقادات له ، ومن تلك الدراسات دراسة (Blume and Husick 1973) ، ودراسة (Fama and MacBeth 1973)، حيث أوضحت نتائجها أنه على الرغم من وجود علاقة موجبة بين بيتا ومتوسط العائد إلا أن هذه العلاقة هي مجرد علاقة رياضية غير جوهرية ولا يعتد بها، كما أوضحت أيضاً أن تقاطع (Intercept) الانحدار أكبر من معدل العائد الخالي من الخطر، كما ظهر أيضاً أن معامل انحدار بيتا أقل من متوسط بدل المخاطر السوقية، بجانب ذلك أوضحت دراسة (Banz 1981) أن الحجم المقاس بالقيمة السوقية للمنشأة له تأثير على تفسير متوسط العائد، حيث أظهرت النتائج أن متوسط العائد للأسهم الصغيرة مرتفع، ومتوسط العائد للأسهم الكبيرة منخفض عن العائد التوازني بمعلومية بيتا المقدر، أما في الأسواق ضعيفة التداول فتشير دراسة (Elango and Pandey, 2009) الى عدم معنوية معامل بيتا بذلك النمط من الأسواق، وهو الأمر الذي يحد من الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كأساس لتقدير معدل العائد المطلوب.

٣/٤ في ضوء الإنتقادات الموجهة الى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ظهر إتجاهين، الأول نظرية المراجعة السعرية (APT) والتي تنبع من أرضية فكرية مختلفة تماماً عن تلك الخاصة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ولقد قدمها ستيفن روس (Ross, 1976) اعتماداً على عملية توليد عوائد الورقة المالية من النموذج المتعدد العوامل، إلا ان هذه النظرية لم تقدم تلك العوامل المولدة للعائد بصورة محددة، أما الإتجاه الثاني فيمكن في اضافة متغيرات جديدة الى نموذج التسعير (CAPM) و هو ما نتج عنه نموذج (Fama, and French, 1993) وما بعدها من نماذج اخرى، إلا ان الإتجاهين يعنى بتفسير تولد العائد و ليس تقدير العائد المطلوب وهو الأمر الذي حد من الاعتماد على تلك النماذج كأساس لتقدير معدل العائد المطلوب.

٤/٤ عدم إتاحة البيانات والمعلومات المالية والاقتصادية بصورة كافية وعادلة وشاملة مما يحد من قدرات المحللين عند تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية.

٥- محددات العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية

تكتسب نظرية كفاءة الأسواق أهميتها في ضوء اعتبارها حجر الزاوية لبناء باقي نظريات الفكر المالي، وتعددت الأبحاث والدراسات التي أهتمت بها، ويعد تحديد مستوى كفاءة سوق مال ما، هو الأساس الذي يعنى باختيار أنسب المداخل لإختيار وتسعير وتقييم الأوراق المالية، وذلك في ضوء دراسة العلاقة بين كلاً من أسعار الأوراق المالية - بصفة عامة والأسهم العادية بصفة خاصة - من جانب و بين البيانات والمعلومات من جانب آخر.

كفاءة السوق هي صفة السوق الذي تكون به أسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين (Chance, 2001)، أو بكلمات أخرى يكون السوق كفاء عندما تتعادل القيم السوقية للأصول المالية مع قيمتها العادلة، وفي هذا الصدد نجد ان حالة السوق تام الكفاءة هي حالة نظرية غير واقعية، حتى في أكثر الأسواق تقدماً ، ولكن هناك أسواق في مستوى شبة قوية الكفاءة، وأسواق في مستوى متوسط الكفاءة، وأسواق في مستوى ضعيف الكفاءة، ويعد السبب الرئيسي للتباين بين هذه المستويات هو تباين قدرة القيم السوقية على عكس البيانات والمعلومات التاريخية والحالية والداخلية Insider Information (الخاصة).

وفي هذا الصدد نجد مستوى كفاءة السوق محدد للعلاقة بين القيم السوقية والقيم العادلة للأسهم العادية، إلا ان مستوى الكفاءة لا يكون متماثل بين الأسهم التي تنتمي لذات السوق ، حيث يرجع هذا التباين الى مجموعتين من الخصائص الأولى خصائص الأصل المالي [تباين مستوى الإفصاح - تباين نسب التداول الحر - تباين مستوى نشاط الأدوات المالية المشتقة كالخيارات - تباين القيمة المطلقة لقيمة الأسهم التي تنتمي لذات السوق] ، أما الثانية هي خصائص المتداولين [تباين هيكل المتداولين - الاستخدام المتزايد لبرامج التحليل الكمي التي تعتمد على البيانات التاريخية كأساس لاتخاذ قرار الإستثمار - الاستخدام المتزايد من قبل بعض فئات المتداولين لمدخل التحليل الفني كأساس لاتخاذ قرار الإستثمار] (للمزيد انظر: وجدى ، ٢٠١٢).

المبحث الثالث

الإطار التطبيقي والميداني

يتضمن هذا المبحث عرض الأطار التطبيقي لاتجاهات المحللين لمنهجية تقدير القيمة العادلة لأغراض تفسير تحركات القيمة السوقية للأسهم للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية.

١- التحليل الوصفي للمذكرات البحثية المؤسسات المالية

من خلال عمليات المسح المستندي للفترة من الأول من يوليو ٢٠١٢ م الى الثامن عشر من يونيو ٢٠١٥ م ، وجد (٩٠٩) مذكرة بحثية، صادرة عن ٢٨ مؤسسة مالية، ويمكن استعراض الخصائص الوصفية لتقارير القيم العادلة كما يلي:

جدول رقم (٢)

المذكرات البحثية المصدرة طبقاً للقطاع محل التغطية وعدد الأسهم المغطاء

النسبة المئوية للمذكرات البحثية تبعاً لنوع القطاع (%)	عدد المذكرات البحثية	عدد الأسهم تحت التغطية	القطاع
19.80198	180	8	بنوك
15.18152	138	5	عقارات
12.10121	110	6	خدمات و منتجات صناعية و سيارات
10.89109	99	11	التشييد و مواد البناء
10.12101	92	3	اتصالات
9.020902	82	7	أغذية و مشروبات
6.820682	62	3	منتجات منزلية و شخصية
5.390539	49	5	كيمياويات
4.510451	41	5	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
2.310231	21	3	موارد أساسية
1.650165	15	3	سياحة و ترفيه
1.540154	14	1	رعاية صحية و ادوية
0.660066	6	1	غاز و بترول

المصدر: الباحث بناء على عمليات المسح المستندي.

يتبين من الجدول السابق ان هناك تباين في المذكرات البحثية الصادرة عن المؤسسات المالية طبقاً للقطاع الخاضع للتغطية، حيث نجد ان خلال فترة الدراسة كان قطاع "البنوك" صاحب أكبر عدد من المذكرات البحثية بنسبة (١٩,٨%) ويلي ذلك قطاع "العقارات" (١٥,١٨%) ، ثم قطاع " خدمات و منتجات صناعية و سيارات" بنسبة (١٢,١%) أما أكبر عدد من الأسهم المغطاء فقد كان لقطاع " التشييد و مواد البناء " من خلال تغطية (١١) سهم ، ثم قطاع "البنوك" من خلال تغطية (٨) أسهم، ثم قطاع " أغذية و مشروبات" من خلال تغطية (٧) أسهم.

وبصورة عامة نجد ان هذه التغطية تعبر الى حد كبير عن أهم القطاعات بالإقتصاد المصري، والتي تعد من القطاعات القائدة للنمو، إلا انه نجد من الضرورة الإشارة الى أهمية قطاعات أخرى ، وتعد من القطاعات الرئيسية و منها قطاع " سياحة و ترفيه " الى جانب قطاع " الغاز و البترول " حيث يعتمد القطاعين على الاستثمار الأجنبي المباشر بصورة رئيسية الى جانب التمويل المصرفي عوضاً عن التمويل من خلال البورصة المصرية ، أما قطاع " المنتجات المنزلية و الشخصية" و الذي يمثل جانب كبير من الإقتصاد المصري فعادة ما يكون من المؤسسات المتوسطة و الصغيرة .

أما عن المؤسسات المالية المصدرة للمذكرات فهناك تباين في المذكرات البحثية الصادرة عنهم ، حيث نجد ان أكثر من (٥٥%) من تلك المذكرات صادرة عن ثلاثة مؤسسات مالية وهي "المجموعة المالية هيرميس" (٢٨,٨٢%) ، "الوطني للإستثمار" (١٦,٣٩%)، وأخيراً "جولفتينر" ، و هذا ما يظهر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٣)
المذكرات البحثية الصادرة عن مؤسسة مالية

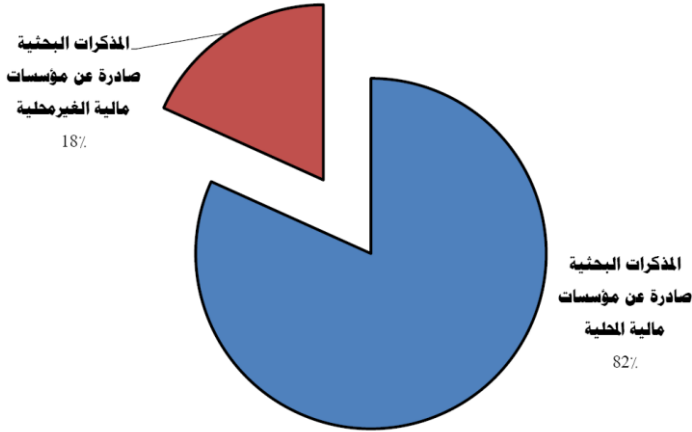
م	المؤسسة المالية	العدد	النسبة المئوية
١	انتش اس بي سي	٢٠	٢,٢
٢	انتش سي	٢٦	٢,٨٦
٣	أرقام كابيتال	٦	٠,٦٦
٤	الجزيرة كابيتال	٦	٠,٦٦
٥	الشركة الاردنية الدولية	٧	٠,٧٧
٦	الفا مينا	١٠	١,١
٧	النعيم القابضة	٦٧	٧,٣٧
٨	الوطني للإستثمار	١٤٩	١٦,٣٩
٩	ايه اس أي بي	١٩	٢,٠٩
١٠	برايم	٨	٠,٨٨
١١	بلتون المالية	٥٨	٦,٣٨
١٢	بلوم مصر	٢	٠,٢٢
١٣	عودة سرادار	٨	٠,٨٨
١٤	ثمار	٤	٠,٤٤
١٥	ج ب مورغان	١	٠,١١
١٦	جولدمان ساكس	٢	٠,٢٢
١٧	جولفتينر	٩٤	١٠,٣٤
١٨	دريم نت	٢	٠,٢٢
١٩	دويتشه بنك ايه جي	١	٠,١١
٢٠	رينيسانس كابيتال	٣	٠,٣٣
٢١	س اس ان اي تي	١	٠,١١
٢٢	سي اي كابيتال	٤٠	٤,٤
٢٣	سيجما كابيتال	٤	٠,٤٤
٢٤	عربية أون لاين	٢	٠,٢٢
٢٥	عكاظ للوساطة المالية والإستثمار	٣٤	٣,٧٤
٢٦	فاروس القابضة	٦٦	٧,٢٦
٢٧	مباشر تداول	٧	٠,٧٧
٢٨	المجموعة المالية هيرميس	٢٦٢	٢٨,٨٢

المصدر: الباحث بناء على عمليات المسح المستندي.

أما عن توزيع تلك المذكرات بين المؤسسات المحلية وغير المحلية فيمكن استعراضها من خلال الشكل التالي.

شكل رقم (٤)

المذكرات البحثية المصدرة عن مؤسسة مالية محلية وغير المحلية



المصدر: الباحث بناء على عمليات المسح المستندي

يتبين من الجدول السابق ان هناك تباين في المذكرات البحثية الصادرة عن المؤسسات المالية المحلية وغير المحلية، حيث نجد (٨١,٧٣٨%) من تلك المذكرات البحثية صادرة عن مؤسسات مالية محلية، مقابل (١٨,٢٦٢%) للمؤسسات المالية غير محلية، وفي هذا الصدد يمكن للباحث تبرير انخفاض التغطية الإستثمارية من جانب المؤسسات المالية غير المحلية الى ارتفاع مستوى المخاطر السياسية، انخفاض اهتمام المستثمرين غير المحليين في ضوء القيود على عمليات تحويل الأموال والصرف الأجنبي، انخفاض التداولات في السوق الثانوي، خروج شركات رئيسية من البورصة المصرية (كما هو الحال في بعض شركات مجموعة أوراسكوم) وانحصار الأسهم القائمة للسوق، وأخيراً انخفاض مستوى التنوع المتاح بالبورصة المصرية، في ضوء انخفاض التداولات الحرة و معدل دوران الأسهم.

٢- اختبار الفرض الاول

يمكن استعراض صياغة الفرض في صورة العدم بانه "لا يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية"، ويمكن استعراض الاحصاء الوصفي لإتجاهات المحللين نحو المنهجية المفضلة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

التحليل الوصفي لإتجاهات المحللين نحو المنهجية المفضلة لتقدير القيمة العادلة للأسهم العادية

معامل الإختلاف	الانحراف المعياري	المتوسط	العبارة
٥,٥٠٠	١,٥٠١	٢,٩١٥	افضل نماذج التقييم التي تعتمد على منهجية الخصم كأساس لتقدير القيمة العادلة للأسهم العادية (كنموذج خصم التوزيعات النقدية - نموذج خصم التدفقات النقدية التشغيلية الحرة - نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة للملكية)
٥,١٧٥	١,٣٨٨	٣,٤٣٤	افضل نماذج التقييم التي تعتمد على منهجية التسعير النسبي كأساس لتقدير القيمة العادلة للأسهم العادية (مضاعف الربحية - مضاعف التدفقات النقدية - مضاعف القيمة الدفترية - مضاعف مبيعات لسعر السهم)

المصدر : من اعداد الباحث في ضوء مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال جدول رقم (٤) يتبين ارتفاع مستوى الاتفاق بين مفردات العينة نحو استخدام منهجية التسعير النسبي حيث سجل هذا المعدل (٨٢,٥%) مقابل (٤٩,٠١%) لاستخدام أساليب تقييم تعتمد على منهجية الخصم لتقدير القيمة العادلة للأسهم العادية، و باستخدام اختبار اللامعلمى (Wilcoxon Signed Ranks Test) تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٥)

مخرجات اختبار Wilcoxon للفرق بين متوسط عينتين

Test Statistics^b

	RELATIVE - DISCOUNT
Z	-5.735 ^a
Asy mp. Sig. (2-tailed)	.000

- Based on negative ranks.
- Wilcoxon Signed Ranks Test

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال مخرجات التحليل الاستدلالي لإتجاهات مفردات العينة نجد ان قيمة (Z) المحسوبة هي (-٥,٧٣٥) مما يدل على وجود فرق لإتجاهات تفضيل منهجية التقييم ، هي معنوية عند مستوى (١%) ، و بذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ " يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية "

٣- اختبار الفرض الثاني

يمكن استعراض صياغة الفرض في صورة العدم بانه "لا يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية بإختلاف القطاع"، ويمكن استعراض الإحصاء الوصفي لإتجاهات المحللين نحو المنهجية المفضلة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

التحليل الوصفي لإتجاهات المحللين نحو المنهجية المفضلة في ضوء نوع القطاع

معامل الإختلاف	الإنحراف المعياري	المتوسط	القطاع
0.156356	0.297678	1.903846	بنوك
0.25878	0.447888	1.730769	العقارات
0.34979	0.437237316	1.25	خدمات و منتجات صناعية و سيارات
0.344419	0.503382	1.461538	التشييد و مواد البناء
0.197341	0.364321307	1.846154	اتصالات
0.355049	0.457466958	1.288462	أغذية و مشروبات
0.356385	0.466041382	1.307692	منتجات منزلية و شخصية
0.352881	0.447887618	1.269231	كيماويات
0.275388	0.466041382	1.692308	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
0.321954	0.501506028	1.557692	موارد أساسية
0.340704	0.504504595	1.480769	سياحة و ترفيه
0.290465	0.480384461	1.653846	رعاية صحية و ادوية
0.297462	0.486235889	1.634615	غاز و بترول

المصدر : من اعداد الباحث في ضوء مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال جدول رقم (٦) نجد تباين مستوى الاتفاق بين مفردات العينة نحو استخدام منهجية التقييم العادل للأسهم العادية ، حيث نجد اكبر معدلات الاتفاق لدى قطاع "البنوك" بمعدل اتفاق (٨٤,٣٦%) و يلي ذلك قطاع "الاتصالات" بمعدل اتفاق (٨٠,٢٧%) بينما يسجل قطاع "منتجات منزلية وشخصية" اقل معدل اتفاق بمقدار (٦٤,٣٤%)، و من خلال استخدام اختبار (Friedman Test) لاختبار الفرق بين اكثر من عينتين تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٧)

مخرجات اختبار Friedman للفرق بين متوسط أكثر من عينتين

Test Statistics^a

N	52
Chi-Square	151.737
df	12
Asymp. Sig.	.000

a. Friedman Test

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال مخرجات التحليل الاستدلالي لإتجاهات مفردات العينة نجد ان قيمة (كأ) المحسوبة هي (١٥١,٧٣٧) مما يدل على وجود تباين إتجاهات تفضيل منهجية التقييم في ضوء نوع القطاع ، هي معنوية عند مستوى (١%) ، وبذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ

"يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية بإختلاف القطاع"

٤- اختبار الفرض الثالث

يمكن استعراض صياغة الفرض في صورة العدم بأنه "لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية" ، وباستخدام اختبار الارتباط لبيرسون (Pearson Correlation) تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٨)

مصنوفة معامل الارتباط بيرسون Pearson بين القيم العادلة و القيم السوقية

Correlations

		FV	MV
Pearson	FV	1.000	.968**
Correlation	MV	.968**	1.000
Sig.	FV	.	.000
(2-tailed)	MV	.000	.
N	FV	909	909
	MV	909	909

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال جدول رقم (٨) يتبين ان مقدار معامل الارتباط بيرسون Pearson بين القيم العادلة و القيم السوقية للأسهم العادية هو (٠,٩٦٨) وهو معنوي عند مستوى (١%) و هو ما يعنى ان القيمة العادلة للأسهم العادية المعلنة من قبل المؤسسات المالية تفسر (٩٣,٨%) من

التغيرات في القيمة السوقية لتلك الأسهم، و يمكن التأكد من صحة هذه النتائج من خلال نتائج تحليل الانحدار (Regression) اعتمادا على معنوية النموذج من خلال قيمة (F) البالغة (١٣٧٠٧,٦٦٥) وهي قيمة معنوي عند مستوى (١%) مما يدل على معنوية نموذج الانحدار ككل ، اضافة الى قيمة (T) البالغة (١١٧,٠٧٩٧) وهي قيمة معنوي عند مستوى (١%) مما يدل على معنوية معلمة نموذج الانحدار الخاصة بالقيمة العادلة (للمزيد لنظر الملاحق)، و بذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ
توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين القيم العادلة و القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية

٥- اختبار الفرض الرابع

يمكن استعراض صياغة الفرض في صورة العدم بانه " لا يوجد تجانس معنوي لتغيرات القيم العادلة مع تغيرات القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية"، وباستخدام اختبار (Test of Homogeneity of Variances) تظهر لنا المخرجات التالية:

جدول رقم (٩)

اختبار التجانس للقيم العادلة مع القيم السوقية

Test of Homogeneity of Variances

	Levene Statistic	df 1	df 2	Sig.
V	3.066	1	1816	.080

المصدر: مخرجات حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS

من خلال جدول رقم (٩) يتبين ان مقدار معامل ليفين Levene لمدى التجانس بين القيم العادلة و القيم السوقية للأسهم العادية هو (٣,٠٦٦) وهو غير معنوي عند مستوى (٥%) وهو ما يعنى تجانس التغيرات بين كل من القيم العادلة و القيم السوقية للأسهم العادية ، و بذلك يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بـ
يوجد تجانس معنوي للتغيرات القيم العادلة مع تغيرات القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية

المبحث الرابع

النتائج و التوصيات

١ النتائج

١/١ يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية، حيث تبين ان مقدار (Z) المحسوبة من خلال اختبار (Wilcoxon Signed Ranks Test) للفرق بين متوسط عينتين هو (-٥,٧٣٥) ، وهو معنوي عند مستوى (٥%) ، وهو الأمر الذى يتوافق مع مؤشرات التحليل الوصفي خاصة معامل الاتفاق حيث نجد ارتفاع مستوى الاتفاق بين مفردات العينة نحو استخدام منهجية التسعير النسبي، حيث سجل

هذا المعدل (٨٢,٥%) مقابل (٤٩,٠١%) لاستخدام أساليب تقييم تعتمد على منهجية الخصم لتقدير القيمة العادلة للأسهم العادية، ويمكن للباحث ارجاع مبررات تفضيل أسلوب منهج التسعير النسبي Relative Valuation الى واحد أو اكثر من: سهولة وسرعة تطبيق منهجية التسعير النسبي بمقارنة مع منهجية الخصم، توافر بيانات المالية اللازمة لتطبيق منهجية التسعير النسبي بمقارنة مع منهجية الخصم، ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات بالسوق، انخفاض مستوى الإفصاح Disclosure بصفة عامة والاختياري بصفة خاصة، انخفاض مستوى تعاون مسؤولي علاقات المستثمرين Investor Relations، تباين المستوى التكنولوجي للشركة محل التغطية، تباين خصائص نشاط للشركة محل التغطية.

٢/١ يوجد إختلاف معنوي لإتجاهات المحللين الماليين نحو تطبيق منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية بإختلاف القطاع حيث تبين ان مقدار (كأ) المحسوبة المحسوبة من خلال اختبار (Friedman Test) للفرق بين متوسط اكثر من عينتين هو (١٥١,٧٣٧)، حيث كانت إتجاهات تفضيل منهجية الخصم هي الاغلب في قطاعات " الكيماويات " ، " خدمات و منتجات صناعية و سيارات " ، " أغذية و مشروبات "، " منتجات منزلية و شخصية " ، بينما كانت منهجية التسعير النسبي هي الاغلب في قطاعات " بنوك " ، " اتصالات "، " العقارات"، ويمكن ارجاع هذا التباين الى خصائص القطاع، وعلى الأخص مستوى المنافسة، الخصائص التكنولوجية، معدلات النمو.

٣/١ توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية حيث يتبين ان مقدار معامل الارتباط بيرسون Pearson بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية هو (٠,٩٦٨) وهو معنوي عند مستوى (١%) وهو ما يعنى ان القيم العادلة للأسهم العادية المعلنة من قبل المؤسسات المالية تفسر (٩٣,٨%) من التغيرات في القيم السوقية لتلك الأسهم، ويمكن التأكد من صحة هذه النتائج من خلال نتائج تحليل الانحدار (Regression) اعتماداً على معنوية النموذج من خلال قيمة (F) البالغة (١٣٧٠٧,٦٦٥) وهي قيمة معنوي عند مستوى (١%) مما يدل على معنوية نموذج الانحدار ككل ، اضافة الى قيمة (T) البالغة (١١٧,٠٧٩٧) وهي قيمة معنوي عند مستوى (١%) مما يدل على معنوية معلمة نموذج الانحدار الخاصة بالقيمة العادلة.

٤/١ يوجد تجانس معنوي لتغيرات القيم العادلة مع تغيرات القيم السوقية للأسهم العادية المتداولة بالبورصة المصرية، حيث تبين ان مقدار معامل ليفين Levene لمدى التجانس بين القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية هو (٣,٠٦٦) وهو غير معنوي عند مستوى (٥%) و هو ما يعنى تجانس التغيرات بين كل من القيم العادلة والقيم السوقية للأسهم العادية.

٢- التوصيات**١/٢ توصيات خاصة لإدارة السوق و الجهات الرقابية:**

- في ضوء ما تم التوصل اليه من نتائج ، توصى الدراسة إدارة البورصة المصرية بجانب الهيئة العامة للرقابة المالية بما يلي:
- ١/١/٢ ايجاد اطار تشريعي للرقابة على اصدار القيم العادلة للاسهم العادية ينضمن في حده الأدنى :
- القيمة العادلة الحالية و السابقة.
 - المنهجية المستخدمة لتقدير هذه القيمة.
 - مبررات التوصية الاستثمارية ان وجدت.
 - مبررات تغير التوصية الاستثمارية ان حدث ذلك.
 - الافصاح عن افتراضات التقييم (كثير التدفق النقدي المتوقع، معدل العائد المطلوب، معدل النمو).

٢/١/٢ تطوير الإطار التشريعي للبورصة المصرية لإستيعاب المتغيرات المستحدثة ببيئة الأعمال المعاصرة من خلال إستيعاب عدد من المفاهيم المستحدثة كالأصول غير الملموسة لما لها من أهمية وتأثير على القيمة العادلة للأسهم ويرى الباحث الإستفادة من تجربة لجنة تداول الأوراق المالية الأمريكية [SEC] في هذا الشأن.

٣/١/٢ على الرغم من التطور الكبير الذى شهدته البورصة المصرية عبر تحديث قواعد قيد وشطب الأوراق المالية الصادرة فى (٢٢ يناير ٢٠١٤)، إلا ان تلك القواعد لم ترقى لتلبية إحتياجات المتعاملين من المعلومات، لذلك يجب تطوير تلك القواعد لإستيعاب التقارير المالية والإفصاحات غير الدورية للشركات المقيدة للمتغيرات المستحدثة ببيئة الأعمال المعاصرة لما لها من تأثير على مستوى تماثل المعلومات بين أطراف السوق مما ينعكس على مستوى الكفاءة المعلوماتية.

٤/١/٢ تطوير اختبارات الرخص المهنية لوظائف شركات الأوراق المالية، وعلى الأخص "مدير حساب" لتتضمن تقييم مباشر لمدى إستيعاب المتقدم لمفهوم القيمة العادلة، لما لدور "مدير الحساب" من تأثير مباشر وغير مباشر على مستوى الكفاءة التخصصية .

٢/٢ توصيات خاصة بالجمعيات المهنية:

في ضوء ما توصلت اليه الدراسة من نتائج ، توصى الدراسة الجمعيات المهنية كجمعية الأوراق المالية المصرية ECMA ،الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار EGFIN بما يلي:

١/٢/٢ العمل على زيادة وعى العاملين في مجال الأوراق المالية بالمتغيرات المستحدثة في بيئة الأعمال المعاصرة من خلال توفير الدورات

التدريبية وإقامة الندوات الخاصة بأسس تحليل وتقدير القيمة العادلة
للأسهم العادية.

٢/٢/٢ تبنى لقاءات دورية بين العاملين بشركات الأوراق المالية والشركات
المصدرة للحد من عدم تماثل المعلومات بين أطراف السوق مما ينعكس
على مستوى الكفاءة المعلوماتية، وارتفاع القدرة التفسيرية لتحركات
القيمة السوقية للأسهم العادية.

٣/٢ توصيات خاصة بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية:

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج ، توصى الدراسة الشركات المصدرة بما
يلى:

١/٣/٢ تلبية إحتياجات مستخدمي التقارير المالية من المعلومات المالية وغير
المالية، مما يدعم مستوى الكفاءة المعلوماتية لسوق الأوراق المالية.
٢/٣/٢ التوسع في عمليات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وكذلك الأمر مع
المخاطر سواء كانت متعلقة بالنشاط الرئيسى أو الأنشطة غير الرئيسية،
مما يدعم مستوى الكفاءة التسعيرية لسوق الأوراق المالية.

٤/٢ توصيات خاصة بالدراسات المستقبلية:

في نهاية هذه الدراسة يمكن اقتراح بعض المجالات الخاصة ببحوث و الدراسات
المستقبلية والتي تتمثل في التالي:

١/٤/٢ محددات اختيار منهجية تقدير القيمة العادلة للأسهم العادية.
٢/٤/٢ اثر عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information على تقدير القيم
العادلة للأسهم العادية.

٣/٤/٢ استخدام القيمة العادلة المعلنة لاختبار مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية
باستخدام منهجية دراسة الحدث Event Study Method.

٤/٤/٢ تأثير القيم العادلة المعلنة على القرارات الاستثمارية للمتداول الفرد.
٥/٤/٢ استخدام القيم العادلة المعلنة في اختبار نظرية المحفظة السلوكية

Behavioral Portfolio

(for more see: Gulnur. et.al.,2005)

قائمة المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية:

- إبراهيم، الهادي آدم محمد (٢٠٠٨)، " تطبيق المحاسبة عن القيمة العادلة في سوق الخرطوم للأوراق المالية : دراسة حالة شركة الخدمات المالية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج ، المجلد ٢٢، العدد ١، ص ص ١٦٧-٢٤٢.
- إبراهيم، فريد محرم فريد(٢٠١٣)، " أثر الالتزام بقياس القيمة العادلة وفقاً لمتطلبات معايير المحاسبة IAS, IFRS على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية بهدف تحسين جودة التقارير المالية"، الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة ، جامعة بنها ، السنة ٣٣، العدد ١ ، ص ص ٢٩٩-٣٥٧.
- ابوريشة، خالد عريج عايد (٢٠١٣)، " أثر الالتزام بمعايير المحاسبة الدولية للقيمة العادلة على ملاءمة وموثوقية المعلومات المحاسبية : حالة الاردن دراسة تطبيقية"، مجلة العلوم التجارية ، العدد ١، الجزء ٣ ، ص ص ١٨٣-١٩٩.
- إدريس، ثابت عبد الرحمن (٢٠٠٨)، بحوث التسويق- أساليب القياس والتحليل واختبار الفروض، الإسكندرية: الدار الجامعية.
- الباز، مصطفى علي (١٩٩٣)، "معيار محاسبي مقترح للقياس والإفصاح عن القيمة السوقية العادلة لمنشأة الأعمال المستمرة"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعته المنصورة، العدد ١٧، مايو ، ص ص ١٨٧-٢٥٠.
- سلام، أسامة عزمي (٢٠٠٩)، "التركيبية المثلى للهيكال الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، دراسات : العلوم الادارية ، الجامعة الاردنية ، المجلد ٣٦، العدد ١، ص ص ١-١٩.
- العبادي، مصطفى راشد مصطفى(٢٠١٠)، " اطار مقترح لمراجعة القياس و الإفصاح علي اساس القيمة العادلة بالقوائم المالية: دراسة اختبارية"، المجلة العلمية التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول ، يناير ، ٢١٦-٣٢٦.
- عبد البديع، أشرف محمد (٢٠٠٦)، "مناهج التقييم المحاسبي للشركات الخاصة لأغراض الاندماج بالتطبيق على الشركة العقارية للبنوك الوطنية للتنمية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج ، المجلد ٢٠، العدد ٢ ، ص ص ٢-١١٨.
- عبدالله، محمد اسماعيل(٢٠٠٩)، "محددات استخدام عمل الخبير عند مراجعة قياس القيمة العادلة والإفصاح عنها في البيئة المصرية"، مجلة العلوم التجارية، العدد ٢، الجزء ١، ص ص ٦٩-١١٧.
- العلمي، محمد وهيب جمال (٢٠٠٩)، " أثر التقارير والتوصيات الصادرة عن المحللين الماليين على السوق المالي"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد ٣٣، العدد ١ ، عواد، هشام حسن(٢٠٠٩)، " فعالية القياس المحاسبي للقيمة العادلة في ضوء المعيار الأمريكي ١٥٧ بالإشارة إلى الأزمة المالية العالمية: دراسة ميدانية"، الدراسات والبحوث التجارية ، كلية التجارة ، جامعة بنها ، السنة ٢٩ ، العدد ١ ، يناير ، ص ص ٢٠٧-٢٥٣.

- فراج، منال حامد (٢٠١٢) "دراسة تحليلية لقياس القيمة العادلة في ظل المعايير المحاسبية: دراسة ميدانية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، جامعة المنصورة، المجلد ٣٦، العدد ١، ص ص ١٧٩-٢٠٨.
- كرار، سليم عبد الزهرة؛ حسنين كاظم عوجه؛ حسنين راغب طلب (٢٠١٣)، "قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، *مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية*، الكلية الإدارية والإقتصاد، جامعة الكوفة، المجلد ٩، العدد ٢٩، ص ص ١٨٩-٢١٨.
- محمد، إبراهيم عبدالحفيظ عبدالهادي (٢٠١٢)، "تطوير تأكيدات مراقبي الحسابات تجاه تقديرات القيمة العادلة في ظل ظروف عدم التأكد: دراسة نظرية ميدانية"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، جامعة المنصورة، المجلد ٣٦، العدد ٣، ص ص ٤٩١-٥٧٠.
- وجدى، أسامة (٢٠١٢)، "كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة وإدارة الأعمال-جامعة حلوان، ع ٢، ج ٢، ص ص ٣١٥-٣٥٤.

ثانيا: مراجع باللغة الأجنبية:

- Agrawal, A. and M. Chen (2008), "Do Analyst Conflicts Matter? Evidence from Stock Recommendations," **Journal of Law and Economics**, Vol. 51, pp.503-537.
- Aitken Michael, Almeida Niall, Harris Frederick H. (2008), "Financial Analysts and Price Discovery", **Accounting and Finance**, Vol. 48, pp. 1-24.
- Alexander, D., Bonaci, C. G., & Mustata, R. V. (2012), "Fair Value Measurement in Financial Reporting", **Procedia Economics and Finance**, Vol.3, pp.84-90.
- AltInkIIIç, Oya and Robert Hansen (2009), "On The Information Role of Stock Recommendation Revisions" , **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 48, No.1, pp. 17-36
- Anol Bhattacharjee (2012), "**Social Science Research: Principles, Methods, and Practices** ", Second Edition , USA: University of South Florida.
- Asker, J. and A. Ljungqvist (2010), "Competition and the Structure of Vertical Relationships in Capital Markets," **Journal of Political Economy** , Vol.118, pp.599-647.

- Bakshi, G. S., & Chen, Z. (1998)," Asset Pricing Without Consumption or Market Portfolio Data", **Yale ICF Working Paper** , No. 00-46, Available at SSRN:277008.
- Ball, R., Sadka, G., & Sadka, R. (2009)," Aggregate Earnings and Asset Prices", **Journal of Accounting Research**, Vol. 47 , No.5, pp. 1097-1133.
- Banz, R. (1981),"The Relationships Between Return and Market Value Of Common Stocks", **Journal of Finance**, Vol. 41,pp.3-18.
- Barth, M. E. (1994)," Fair Value Accounting: Evidence From Investment Securities and the Market Valuation of Banks", **Accounting Review**, Vol. 69, No. 1 ,pp.1-25.
- Blume, M. E. and Husick Frank (1973), "Price, Beta, and Exchange Listing", **Journal of Finance**, Vol. 28, No. 2, pp.1-16.
- Bonini, Stefano; Zanetti, Laura; Bianchini, Roberto; and Salvi, Antonio (2010) ,"Target Price Accuracy in Equity Research", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.37 , No.9 &10, pp.1177–1217,
- Chance, don M., (2001) "**Introduction to Derivative and Risk Management**", Fifth Edition, Harcutt College Publishers.
- Chang, C. (2010),"Information Footholds: Isolating Local Presence as a Factor in Analyst Performance and Trading", **Journal of International Money and Finance**, Vol.29, No.6, pp.1094-1107.
- Chung, K. H., and Jo H. (1996), "The Impact of Security Analysts' Monitoring and Marketing Functions on The Market Value Of Firms" , **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 31, pp.493–512.
- Devos, Erik (2014)," Are Analysts' Recommendations for Other Investment Banks Biased?", **Financial Management**, Summer, pp.327 – 353.
- Elango, Rengasamy and Pandey, Dayanand (2009), "Market Beta (β) and Stock Returns - An Analysis of Select Gulf Companies ", **Work Paper** , , SSRN: 1431923,Dubai July 9.
- Fabozzi, Frank J.(2002)," **Financial Instruments**" , New Jersey : John Wiley & Sons.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", **Journal of Financial Economics**, Vol. 33, pp. 3-56.

- Fama, E. F., and Macbeth, J. (1973), "Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests", **Journal of Political Economy**, Vol. 8, pp.607-636.
- Farooq, O. (2013), "Who was informative? Performance of foreign and local analysts' stock recommendations during the Asian financial crisis", **Research in International Business and Finance**, Vol.29, pp.61-76.
- Fernandez, Pablo (2015), Company Valuation Methods ", **Working Paper**, November, Available at SSRN: 274973, Spain.
- Fernando, C., Gatchev V., and Spindt P. (2005), "Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other", **The Journal of Finance** , Vol. 60, pp.2437-2469.
- Gabriel, A. D. Preinreich (1936)," The Fair Value and Yield of Common Stock", **The Accounting Review** , Vol. 11, No. 2, Jun., pp. 130-140.
- Gulnur Muradoglu, Y., Altay-Salih, A., & Mercan, M. (2005)," A Behavioral Approach to Efficient Portfolio Formation", **The Journal of Behavioral Finance**, Vol. 6, No.4, pp.202-212.
- Jawahar, I. M., & McLaughlin, G. L. (2001)," Toward a Descriptive Stakeholder Theory: an Organizational Life Cycle Approach", **Academy of Management Review**, Vol.26, No.3, pp.397-414.
- Jegadeesh, Narasimhan; Kim Joonghyuk; Krische Susan D.; & Lee Charles M. C. (2004)," Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?," **the Journal of Finance**, Vol. 59, No. 3, June ,pp. 1083–1124.
- Lai, S., & Teo, M. (2008)," Home-Biased Analysts In Emerging Markets", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.43, No.03,pp. 685-716.
- Lind, Douglas A., Marshal, William G., and Wathen Samuel A. (2008),"**Statistical Techniques in Business & Economics With Global Data Sets**",Thirteen Ed., New York : McGraw-Hill.
- Ljungqvist, A., F. Marston, and W. Wilhelm (2006), "Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analysts Recommendations," **The Journal of Finance**, Vol. 61, pp.301-340.
- Malloy, Christopher J. (2005)," The Geography of Equity Analysis", **the Journal of Finance**, Vol. 60, No. 2, April, Pp.719–755

- Mikhail, M., B. Walther, and R. Wills (2004), "Do Security Analysts Exhibit Persistent Differences in Stock Picking Ability? ", **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, pp. 67–91.
- Ottaviani, M. and P. Sorensen (2006), "Reputational Cheap Talk", **The Rand Journal of Economics**, Vol. 37, No. 1, pp. 155–75.
- Penman, S. H. (2010)," Financial Forecasting, Risk and Valuation: Accounting for the Future", **Abacus**, Vol. 46, No.2, pp. 211-228.
- Riedl, Edward J. & Serafeim, George (2011)," Information Risk and Fair Values: An Examination of Equity Betas", **Journal of Accounting Research**, Vol. 49, No. 4, September,pp. 1083–1122.
- Ross, Stephen (1976),"The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", **Journal of Economic Theory**, Vol. 13, pp. 341-360
- Stark, A. W. (1997),"Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and The Clean Surplus Relationship", **Accounting and Business Research**, Vol. 27, No.3, pp. 219-228.
- Stickel, S. E. (1992)," Reputation and performance among security analysts", **the Journal of Finance**, Vol. 47, pp.1811–1836.
- Stickel, S. E. (1999), "Analyst Incentives and the Financial Characteristics of Wall Street Darlings and Dogs", **Working Paper**, La Salle University, Philadelphia.

ملحق
مخرجات التحليل الإحصائي

Correlations

Correlations

		FV	MV
Pearson Correlation	FV	1.000	.968**
	MV	.968**	1.000
Sig. (2-tailed)	FV	.	.000
	MV	.000	.
N	FV	909	909
	MV	909	909

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FV ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: MV

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.968 ^a	.938	.938	14.7781

a. Predictors: (Constant), FV

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2993634	1	2993634	13707.665	.000 ^a
	Residual	198080.9	907	218.391		
	Total	3191715	908			

a. Predictors: (Constant), FV

b. Dependent Variable: MV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.078	.547		3.798	.000
	FV	.784	.007	.968	117.080	.000

a. Dependent Variable: MV

Oneway

Descriptives

	T	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
						Lower Bound	Upper Bound		
						V	1.00		
	2.00	909	30.5146	59.2883	1.9665	26.6553	34.3740	.00	623.27
	Total	1818	33.3971	66.6827	1.5639	30.3298	36.4643	.00	836.08

Test of Homogeneity of Variances

	Levene Statistic	df 1	df 2	Sig.
V	3.066	1	1816	.080

Reliability

**** Method 1 (space saver) will be used for this analysis ****

RELIABILITY ANALYSIS - SCALE (ALPHA)

Reliability Coefficients

N of Cases = 52.0

N of Items = 2

Alpha = .7485

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Variance
DISCOUNT	52	2.9615	1.5076	2.273
RELATIVE	52	4.4423	.7775	.604
Valid N (listwise)	52			

NPar Tests

Wilcoxon Signed Ranks Test

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
RELATIVE - DISCOUNT Negative Ranks	0 ^a	.00	.00
Positive Ranks	42 ^b	21.50	903.00
Ties	10 ^c		
Total	52		

a. RELATIVE < DISCOUNT

b. RELATIVE > DISCOUNT

c. DISCOUNT = RELATIVE

Test Statistics^b

	RELATIVE - DISCOUNT
Z	-5.735 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Reliability

***** Method 1 (space saver) will be used for this analysis

RELIABILITY ANALYSIS - SCALE
(ALPHA)

Reliability Coefficients

N of Cases = 52.0

N of Items = 13

Alpha = .7928

Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Variance
B_RESOUR	52	1.5577	.5015	.252
BANK	52	1.9038	.2977	8.861E-02
CHEMICAL	52	1.2692	.4479	.201
COMMUNIC	52	1.8462	.3643	.133
CONSTRUC	52	1.4615	.5034	.253
FINANCIA	52	1.6923	.4660	.217
FOOD	52	1.2885	.4575	.209
GAS	52	1.6346	.4862	.236
HEALTH	52	1.6538	.4804	.231
INDUSTRY	52	1.2500	.4372	.191
PERSONAL	52	1.2885	.4575	.209
REAL_EST	52	1.7308	.4479	.201
TOURS	52	1.4808	.5045	.255
Valid N (listwise)	52			

NPar Tests

Friedman Test

Ranks

	Mean Rank
B_RESOUR	7.10
BANK	9.35
CHEMICAL	5.22
COMMUNIC	8.97
CONSTRUC	6.47
FINANCIA	7.97
FOOD	5.35
GAS	7.60
HEALTH	7.72
INDUSTRY	5.10
PERSONAL	5.35
REAL_EST	8.22
TOURS	6.60

Test Statistics^a

N	52
Chi-Square	151.737
df	12
Asy mp. Sig.	.000

a. Friedman Test