مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: أثر دقة الإفصاح في نشرات الإصدار على سعر الورقة المالية في السوق الأولي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
اسم الكاتب: د. سمير شرف، روان صقر
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4806
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 18:32 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (1) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (1) 2016

أثر دقة الإفصاح في نشرات الإصدار على سعر الورقة المالية في السوق الأولي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

الدكتور سمير شرف*
روان صقر**

(تاريخ الإيداع 5 / 7 / 2015. قُبِل للنشر في 21 / 1 / 2016)

□ ملخّص □

تهدف هذه الدراسة لتفسير وشرح العوامل التي من الممكن أن يكون لها تأثير على التغير في أسعار الأسهم المطروحة للاكتتاب وبالتالي تسعيرها بسعرها العادل ليس بأقل أو أكثر مما يجب، وذلك بسبب عدم تطابق المعلومات الموجود بين المستثمرين داخل الأسواق المالية. إن عدم تطابق المعلومات يولد ردّ فعل عكسي لدى المستثمرين عن القيمة الحقيقية للشركة و للأوراق المالية المصدرة، وبالتالي إحجام عن الاستثمار في هذه الأوراق المالية. حيث يقوم البحث بدراسة الإشارات المتعددة والتي من الممكن أن تستخدمها الشركة للتقليل من عدم تطابق المعلومات، بالإضافة إلى إبراز قيمة الشركة الحقيقية و جودتها في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية (2009– 2011) والإشارات التي تمت دراستها في هذه الدراسة :مستوى دقة الإفصاح المالي وغير المالي للشركات في نشرات إصدارها .

وقد توصلت الباحثة إلى العديد من النتائج مفادها: أن مستوى دقة الإفصاح المالي لا يؤثر أبداً على قيمة أسعار الإصدارات في سوق الإصدار السورية وبالتالي لا تستطيع الشركة استخدامه لتوضيح قيمتها الحقيقية، على عكس الإفصاح غير المالي حيث وجدت الباحثة علاقة بين دقة الإفصاحات غير المالية وبين انخفاض تسعير الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب، أي من الممكن أن يستخدم كإشارة لتحسين صورة الشركة أمام جمهور المستثمرين وإرسال إشارات ايجابية عنها، وبالتالي القدرة على تسعير الأسهم بشكل عادل وتقليل الانخفاض في التسعير على هذه الأسهم.

هذه النتائج من الممكن أن تساعد على تطوير الأسواق المالية، واعتماد العديد من الإشارات لإرسال صورة عن جودة الشركة وتقليل الانخفاض في تسعير الإصدار التي تعاني منه الشركة عند اعتمادها على الطرح الأولي للحصول على التمويل اللازم لأعمالها، خصوصاً في ظل سوقٍ مالي ناشئ كسوق دمشق للأوراق المالية، حيث صعوبة توفر المعلومات من أكثر التحديات التي تواجه المستثمر.

الكلمات المفتاحية :عدم تطابق المعلومات – مبدأ الإشارة – رد الفعل العكسي – دقة الإفصاح – الإصدار.

* أستاذ مساعد – قسم علوم مالية ومصرفية – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.
** ماجستير في العلوم المالية والمصرفية – المعهد العالي لإدارة الأعمال – قسم علوم مالية ومصرفية – دمشق – سورية.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (1) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (1) 2016

The effect of Disclosure accuracy in Prospectus on Security price in primary market: An Empirical Study on the Listed companies in Damascus Securities Exchange

Dr. Samer Sharaf *
Rawan Saker **

(Received 5 / 7 / 2015. Accepted 21 / 1 / 2016)

□ ABSTRACT □

The purpose of this study, is to explain the factors that may be able to affect the prices of stocks in the IPO. So it could be priced at it's fair price, not less or more than it. Which caused by the existence of asymmetric information between the investors in the financial market. Whereas, the asymmetric information generates adverse selection with the investors, about the real values of the company and it's stocks in the IPO market.

This research aims to study the multiple signals, which could be used by the firm to reduce the asymmetric information and highlight the real value of the firm and it's quality, in Damascus Securities Exchange between (2009-2011). Some of these signals, which has been considered in this research are: the standards of Financial and Non Financial disclosure in it's prospectus.

The researcher reached to several results:

The Financial disclosure standards has no relation to the stock price in the Syrian IPO market, and cannot be used as a signal to show the real value of the firm. On the other hand Non-Financial disclosure standards could be used as a good signal to show the real and fair price of the firms and their stocks in the IPO process.

This result could help the financial market and the firms who want to go public to use this factors as a signal about it's quality, and for reduce the underpricing in their IPOs.

Key words: asymmetric information-signaling- Adverse Selection-IPO-disclosure **.**

*** Professor- Financial and Banking Department- Faculty of Economy- Tishreen University- Lattakia-Syria.**

**** Master degree- Higher Institute of Business Administration - Financial and Banking Department- Damascus University- Syria.**

مقدمة:

عندما ترغب أي شركة في طرح أسهمها للاكتتاب العام ,فإنها تواجه خطر انخفاض تسعير وتقييم أسهمها عن القيمة الحقيقية لها .وبشكل عام فإن نماذج انخفاض التسعير تقوم على مبدأ عدم تطابق المعلومات (Asymmetric information) والذي يعتمد على طرق مشاركة الأطراف المختلفة في عملية الطرح الأولي للأسهم ,حيث تكون المعلومات التي بحوزتهم مختلفة، فالمدراء أو المستثمرين الداخليين يكونون عادةً على إطلاع على معلومات خاصة حول التوقعات المستقبلية للشركة سواء أكانت مالية أم غير مالية .وهذه المعلومات لا تكون معروفة إما كلياً أو جزئياً من قبل المستثمرين الخارجيين ,والذي بدوره يولدّ ردّ فعل عكسي (Adverse selection) من قبل هؤلاء المستثمرين وذلك بسبب عدم تأكدهم من أن الأسهم المطروحة للاكتتاب مقيمة كما أو بأقل أو بأكثر مما يجب.

ولكن تستطيع الشركة التي ترغب في طرح أسهمها للاكتتاب العام أن ترسل إشارات مختلفة للمشاركين في السوق المالية تظهر فيها القيمة الحقيقية لأسهمها .حيث أنها تقلل من أثر عدم التأكد من خلال بثّ نوعية وجودة الشركة والأسهم التي تطرحها للاكتتاب، و تقلل من ردّ الفعل العكسي وبالتالي من الانخفاض في تسعير هذه الأسهم . ويتم ذلك من خلال عدة آليات أهمها نشرة إصدارها

أهمية البحث وأهدافه:

يستمد هذا البحث أهميته من خلال أهمية إظهار القيمة الحقيقية للأوراق المالية بالنسبة للمستثمرين والشركات على حد سواء، وقدرة الشركات المصدرة من خلال المعلومات والإفصاحات المقدمة في نشرات اكتتابها على إرسال إشارات تقلص من فجوة عدم تطابق المعلومات في السوق المالية، لكي تستطيع تسعير إصدارها بالقيمة الحقيقية لمستوى وجودة الشركة.

ويهدف هذا البحث إلى:

- قياس مدى التزام الشركات بمعايير الإفصاح في نشرات إصدارها.
- تقييم مدى تأثير الإفصاح الذي تقدمه الشركة على إظهار قيمتها الحقيقية.
- قياس دور الإفصاح في تعزيز الثقة بين الشركة و المستثمر وبالتالي رفع سعر الإصدار.
- إيجاد حلول مساعدة لتخفيف الآثار السلبية لحالة عدم التأكد من قبل المستثمرين على الإقبال للاكتتاب العام لأسهم الشركات وبالتالي على تسعير الأسهم في الطروحات الأولية.

مشكلة البحث:

إن تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح في السوق المالية من قبل الشركات المساهمة يقلص من عدم تطابق المعلومات الموجود وبالتالي من ردود الفعل العكسية للمستثمرين، والذي يؤدي إلى امتناعهم عن الاكتتاب في أي طرح أولي للأسهم، فتضطر بعض الشركات مقابل حصولها على التمويل اللازم لتخفيض أسعار أسهمها المطروحة للاكتتاب لجذب هؤلاء المستثمرين، حيث تعتبر الفرق بين سعر الإصدار والسعر الحقيقي للورقة المالية هو رأس مال ضائع كان من الممكن أن تحصل عليه الشركة وبدلاً من ذلك حصل عليه المستثمرون كعوائد أولية.

ويمكن طرح مشكلة البحث من خلال التساؤلات التالية:

- هل من الممكن تقليص فجوة عدم تطابق المعلومات بين الشركة والمستثمرين من خلال بث إشارات عن مستوى الشركة وقيمتها الحقيقية؟

• هل من الممكن عن طريق المعلومات والإفصاحات المقدمة في نشراتالمالية،تسعير الإصدار بالسعر الحقيقي له؟

منهجية البحث:

• مجتمع الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، حيث تأسس السوق بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ بتاريخ 2006/10/1 ، حيث توجد /24/ شركة مدرجة من مختلف القطاعات وهي الخدمات، القطاع الصناعي، المصرفي، الزراعي والتأمين

• عينة الدراسة: تتكون عينة الدراسة من الطروحات الأولية التي تمت في الفترة الممتدة بين (2009– 2011) حيث تألفت من /10/ طروحات أولية، وتم الحصول على معلومات من نشرات إصدارها لدراسة مستوى دقة الإفصاح المالي وغير المالي المتوقع، وبما أن معظم الشركات كانت موجودة قبل إحداث السوق وعند إنشاء السوق تمت الموافقة على إدراجها عند تلبية شروط الإدراج المنصوص عليها، لذلك فإن جميع الطروحات الأولية والتي من الممكن أن تشكل عينة الدراسة هي طروحات أولية هدفها زيادة رأس المال فقط.

• أسلوب الدراسة:

1 -اعتمدت الباحثة في دراستها على المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة مجموعة من المفاهيم والقواعد والأسس المتعلقة بالإفصاح .

2 -تحليل هذه المعلومات من خلال ربطها بتكلفة التمويل المحسوبة في اليوم الأول للتداول.

3 -دراسة العلاقات بين هذه المتغيرات والتوصل إلى النتائج عن طريق برنامج الـ SPSS الإحصائي للحصول على المعلومات المطلوبة من خلال حساب إحصاءات المتغيرات موضوع الدراسة، حيث تتضمن هذه الإحصاءات : الوسط والوسيط والمويئينيات ومعاملات ارتباط بيرسون والجداول التكرارية لدراسة الارتباطات بين المتغيرات .

4 -توصيف الظواهر وسرد النتائج وتحليلها من خلال استخدام أسلوب التحليل الإحصائي.

• أداة الدراسة: اعتمدت الباحثة في حصولها على المعلومات اللازمة للدراسة على :

1 -المصادر الثانوية: من كتب ومراجع ومقالات محكمة ودوريات ومن البيانات والقوائم والنشرات الصادرة عن هيئة سوق دمشق للأوراق المالية .

2 –المصادر الأولية للبحث تم الحصول عليها كالتالي:

• نموذج لقياس دقة الإفصاح المالي المتوقع للشركة في نشرة إصدارها.

• نموذج لقياس دقة الإفصاح غير المالي المتوقع للشركة في نشرة إصدارها.

فرضيات البحث:

• يوجد انخفاض في تسعير أسهم الطرح الأولي عن القيمة الحقيقية في سوق دمشق للأوراق المالية.

• توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين دقة الإفصاح المالي المتوقع وبين مقدار الانخفاض في سعر الإصدار.

• توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين دقة الإفصاح غير المالي المتوقع و بين مقدار الانخفاض في سعر الإصدار.

متغيرات البحث:

- المتغير التابع : – مقدار الانخفاض في سعر الإصدار.
- المتغيرات المستقلة: – دقة الإفصاح المالي المتوقع للشركة.
  – دقة الإفصاح غير المالي المتوقع للشركة.

الدراسات السابقة:

الدراسات العربية السابقة:

1. **دراسة لـ (لطيف زيود وآخرون، 2007) بعنوان** : دور الافصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار. حيث اهتمت هذه الدراسة بأثر الافصاح في القوائم والتقارير المالية على عملية اتخاذ قرار الاستثمار وما يلزمه من معلومات دقيقة وموضوعية في سوق عمان المالي في الفترة الممتدة ما بين (2005-2006)، ووجدوا أن هناك علاقة طردية بين الافصاح في التقارير المالية وتعددها خلال السنة المالية من جهة وفعالية ترشيد القرارات من جهة أخرى. وتختلف هذه الدراسة عن الدراسة الحالية بأنها تدرس قرارات الاستثمار في السوق الثانوية ومن وجهة نظر محاسبية فقط أما الدراسة الحالية فتبحث في سبل ترشيد قرار الاستثمار في السهم الأولية في السوق الأولية من خلال الإفصاحات المالية وغير المالية في نشرات الاصدار للطرح الأولي للأسهم.

الدراسات الأجنبية السابقة:

1. **دراسة(Rock,1986) بعنوان** : أسباب تسعير الإصدارات الجديدة بأقل من قيمتها الحقيقية. حيث قسمت هذه الدراسة المستثمرين إلى فئتين حسب إمكانية وصولهم إلى المعلومات وهم : الفئة الأولى وهي الفئة المالكة للمعلومات و الفئة الثانية هي غير المالكة لهذه المعلومات .وقد لاحظ بأن الفئة الأولى لا تكتتب بالإصدارات التي تتوقعها بأنها مقيمة بأقل مما يجب تاركين الاكتتاب عليها للفئة الثانية، مسببين رد فعل عكسي يجعل الفئة الثانية لا تستثمر في الإصدارات الجديدة لعدم معرفتهم للقيمة الحقيقية للأسهم والذي من الممكن في حال تفاقمت هذه المشكلة أن يسبب ما يدعى بفشل السوق(Market Failure) و الذي قد يؤدي إلى فشل الاقتصاد ككل.

2. **دراسة (Grinblott and Hwang, 1989) بعنوان** : مبدأ الإشارة وتسعير الإصدارات الجديدة. وقد طورت هذه الدراسة نموذجين للإشارة لتوضيح وتقليص فجوة عدم تطابق المعلومات بين الشركات المصدرة للأوراق المالية – الذين يمتلكون المعلومات الأفضل عن القيمة الحقيقية للشركة –وبين المستثمرين الخارجيين – الذين لا يمتلكون المعلومات الكافية .– وقد استخلصت الدراسة أن هناك إشارتان رئيسيتان تظهران قيمة الشركة وهما :الإفصاح عن متوسط التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للشركة وتباينها خلال الفترات السابقة واللاحقة .وهاتان الإشارتان ستؤديان بدورهما لتقليص العوائد الأولية وتسعير الإصدار بالسعر الحقيقي.

3. **دراسة (Koh e*t.al,* 1992) بعنوان** : دور مبدأ الإشارة في عملية الطرح الأولي للأسهم. تمت هذه الدراسة باستخدام عينة من الطروحات الأولية في سنغافورا لاختبار قدرة الشركة على تقليص الانخفاض في التسعير، وكان من أهم نتائجها وجود علاقة طردية بين مقدار الانخفاض في سعر الإصدار و بين الإفصاح عن المخاطر المستقبلية للشركة والتي تعد جزأ من الإفصاحات غير المالية.

4. **دراسة (Bozzolan and Ipino, 2007) بعنوان** :عدم تطابق المعلومات وانخفاض سعر الطرح الأولي للأسهم. الهدف الأساسي من هذا البحث هو دراسة العلاقة بين مكونات الإفصاح في نشرة الإصدار و الانخفاض في سعر الإصدار باستخدام عينة من /85/ طرحاً أولياً في سوق الأوراق المالية الإيطالية خلال الفترة ما بين (1999-2005) وقد أظهرت النتائج بأن عدد عوامل الخطورة المعرفة من قبل الإدارة ومن التفصيل في نشرة الإصدار يساهم في خفض سعر الإصدار والتي هي محدودة جزئياً من قبل الإجراءات وأساليب الوقاية التي تعتمدها الشركة.

5. **دراسة (Fishe and North, 2010) بعنوان** : أثر غموض المعلومات على العوائد الأولية والعوائد الثانوية للطرح الأولي للأسهم. تمت الدراسة على عينة من الطروحات الأولية /1398/خلال الفترة ما بين (1998-2005) في السوق البريطانية . حيث درس تأثير قرارات محفظة المستثمر بغموض المعلومات وعدم وضوحها، وقد تمت الدراسة على مجموعة كبيرة من بيانات نشرات الإصدار لقياس ردة فعل المستثمرين على غموض المعلومات، حيث نشرة الإصدار تؤمن معلومات واضحة وغير واضحة من مخاطر وخطط وتوقعات مالية وغير مالية . إن المعلومات غير الواضحة هي التي تقود آلية الغموض في النظرة لقيمة الشركة و المستثمرون يطالبون بعلاوة أكبر من الشركات التي تعرضهم لمخاطر غموض أكثر .ووجد بأن العوائد الأولية في الطروحات الأولية ترتبط بشدة مع مقياس الغموض في المعلومات والإفصاحات المقدمة في نشرات الإصدار.

6. **دراسة لـ (chemmanur, 1993) بعنوان** : تسعير الطرح الأولي للأسهم : نموذج ديناميكي لإنتاج المعلومات. حيث وضع نموذج إصدار لسوق الطرح الأولي للأسهم اقترح فيه أن شركات الطروحات الأولية تستطيع تقليل مدى الخطأ في تقييم أسهمها من قبل السوق عن طريق تقديم إفصاح شامل في نشرة الإصدار لشركات بورصة نيويورك.

7. **دراسة لـ (Beatty and Ritter, 1986) بعنوان** : تأثير سمعة بنوك الاستثمار على انخفاض سعر الإصدار للطروحات الأولية. وجد أنه كلما كان الإفصاح أدق وأشمل في نشرة الإفصاح كان سعر العرض للاكتتاب العام أقرب إلى السعر الحقيقي للسهم، وكنتيجة لذلك تترافق مثل هذه الطروحات الأولية بانخفاض أقل في اليوم الأول للتداول ، وقد استخدم عينة من / 1028/ طرحاً أولياً خلال الفترة ما بين(1977-1982) في أمريكا.

أما هذا البحث فيتميز بقياس قيمة الإصدارات في سوق دمشق للأوراق المالية، وعلاقته ببنود الإفصاح بنوعيها المالي وغير المالي، بالإضافة إلى قياس مدى دقة الإفصاح بنوعيه تفصيلاً عبر مقاييس محددة يمكن الاعتماد عليها من قبل المستثمر وتحليلها لمعرفة مستوى دقة إفصاح الشركة، والتي من الممكن أن تساهم في تعزيز ثقتهم بالشركات والاستثمار بالأوراق المالية أو العكس في حال تدني مستوى الإفصاح.

مصطلحات البحث:

- الإصدار :عملية طرح أوراق مالية جديدة في السوق المالية.
- الإفصاح :المعلومات المقدمة من قبل الشركات عن أعمالها.
- عدم تطابق المعلومات :الحصول على معلومات متفاوتة من حيث الكمية والدقة من قبل المستثمرين المختلفين.
- مبدأ الإشارة : القدرة على إيصال مستوى الشركة وجودتها في السوق المالي عن طريق عدة آليات.

الإطار النظري:

أولاً :الطرح الأولي للأسهم (IPO) (Initial Public Offering) :

- **سوق الإصدار (Primary Market) :**

تلعب الأسواق المالية الدور الأهم في تجميع المدخرات وتوجيهها باتجاه الاستثمارات المناسبة والتي لكل منها أدواته وخصائصه، حيث أن هذه الدراسة ضمن سوق الإصدار والتي هي جزء من أسواق الأوراق المالية الذي ينقسم عادة إلى:

• السوق الأولية (Primary Market): حيث يتم التعامل بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها عن طريق الاكتتاب العام إما عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها، وتقوم الشركات بطرح أسهمها بقيمة اسمية تحددها وفق معايير معينة تتبعها الشركة.

• السوق الثانوية(Secondary Market): يتم تداول الأوراق المالية بين مالكيها(إما المؤسسين أو مستثمرين آخرين) والمستثمرين الجدد الراغبين بشراء هذه الأوراق، وفيها السوق النظامية و الأسواق غير النظامية.

• أسواق العقود المستقبلية :هي سوق حديثة وأصبحت الأكثر انتشارا في دول الاقتصاديات المتقدمة وتتعامل من خلال عقود واتفاقيات مستقبلية حيث يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة.

• تعريف الطرح الأولي للأسهم:

هناك العديد من التعاريف للطرح الأولي للأسهم :

فقد عرف (Ritter, 1998) الطرح الأولي للأسهم بأنه العملية التي تحدث عند تباع الأسهم للعامة للمرة الأولى، مع وجود توقعات بأن سوق الأسهم سوف تتطور لسوق ذات سيولة عالية.

كما عرف نظام إصدار وطرح الأوراق المالية السوري كلاً من:

• الإصدار :عملية إصدار أوراق مالية بقصد طرحها في السوق ودعوة الجمهور للاكتتاب عليها.

• طرح الأوراق المالية :عملية دعوة الجمهور للاكتتاب في أوراق مالية تمت الموافقة على إصدارها . ومن منظور أخر يعد الاكتتاب العام كمرحلة من مراحل دورة حياة التمويل الخارجي للشركة.

• آلية الاكتتاب العام (The Mechanics Of Going Public):

للتحضير للاكتتاب العام يجب على الشركة تقديم افصاحات مالية مدققة، ومستوى المعلومات المطلوب يعتمد على حجم الشركة، حجم الأموال التي تجمع وعلى القوانين و الأنظمة النافذة . عادة ما تكون الإفصاحات المطلوبة هي الإفصاحات الضرورية عن أعمال الشركة وعن الوضع المالي للشركة.

تقوم الشركة بكتابة نشرة إصدار تحتوي على كافة الإفصاحات والمعلومات التي ترغب بإيصالها للمستثمرين والتي تحتوي عادةً على سعر الإصدار، حيث يحتسب رأس المال اللازم للشركة على أساس سعر الإصدار مضروباً بعدد الأسهم المطروحة للاكتتاب العام . وقد اعتبر (Ragupathy,2011) أن الطرح الأولي للأسهم يكون ناجحاً عندما يراكم أقصى العائدات الصافية للشركة المصدرة للأسهم.

• الانخفاض في سعر الإصدار (Underpricing):

تميز سوق الطرح الأولي على نطاق العالم بنجاحات وإخفاقات كبيرة، وعلاج بسيط لمتطلبات المستثمر الرئيسية تحول عرضاً ضعيفاً إلى عرض ضخم يكتتب عليه بالزيادة حيث أن المستثمرين يطالبون بتعويض عن مخاطر عدم تطابق المعلومات الذي يواجهونه بسبب عدم التأكد من القيمة الحقيقية للشركة، وبهذا تظهر أكبر وأهم المشاكل التي تعترض الطرح الأولي للأسهم وهو تسعير الإصدار الجديد .تقوم الشركة بالاشتراك مع مدير الإصدار بوضع السعر الذي يعتبر ملائماً . الدليل الأول لبيانات الانخفاض في التسعير في الطروحات الأولية تعود إلى هيئة الأوراق المالية الأمريكية عام /1963/ ومن ثم أكدت عدة دراسات أن الطروحات الأولية في أمريكا تعاني من انخفاض في التسعير بالإضافة إلى دلائل على حدوث انتشار هذه الظاهرة عالمياً.

والانخفاض في التسعير يتمثل في العوائد الأولية في اليوم الأول للتداول وهو الفارق بين سعر الإغلاق وسعر الإصدار في أول يوم تداول، ويعتبر خسارة للشركة أو تمويل إضافي كان من الممكن أن تحصل عليه الشركة لو

سعرت إصدارها بالقيمة الحقيقية ، واستطاعت إرسال إشارات عن طريق افصاحاتها للمستثمرين . وهذه الظاهرة موجودة في جميع البلدان وفي كل سوق للأوراق المالية ولكن بنسب متفاوتة حسب ظروف السوق، حيث أن وسطي الانخفاض في التسعير في الولايات المتحدة الأمريكية بلغ (10%) وفقاً لـ(Loughran and Ritter,1995) ، أما في المانيا فقد وجد (Ljungqvist, 1997) أن متوسط العوائد الأولية هو (10.9%)، في حين سجل أكبر انخفاضات في التسعير في الصين بمعدل مابين (150%-100) وذلك لكل من (Pei and Prince, 2009) (Yu & Tse, 2006).

ومن الأمثلة المتطرفة لانخفاض سعر الإصدارات هو ما حصل عام /1995/ في طرح أولي لشركة (Netscape)حيث بيع /5,75/مليون سهم بسعر $/28/ دولار لكل سهم .وقد كان سعر الإغلاق للسهم في اليوم الأول من التداول هو $/58,25/دولار مما يعني ترك/174/ مليون دولار للمستثمرين حيث يستخدم للتعبير عنه أيضاً بمصطلح الأموال المتروكة على الطاولة للمستثمرين (left on the table) لو أن نفس كمية الأسهم بيعت بسعر $ /58,25/دولار للسهم الواحد، لكان الوضع المالي للمستثمرين الداخليين أفضل بـ /174/مليون دولار (قبل أجور مدير الإصدار) ولكن بدلاً من ذلك فإن ثروة أولئك الذين خُصصت لهم الأسهم بسعر الإصدار أفضل بهذا القدر من الزيادة.

وبما أن عدم تطابق المعلومات يعد من الأسباب الرئيسية لانخفاض تسعير الطروحات الأولية، فقد بحثت العديد من الدراسات عن آليات إرسال إشارات للمستثمرين عن مستواها ومستقبلها وكان من أهم هذه الإشارات هي المعلومات المفصح عنها في نشرات إصدارها.

ثانياً :الإفصاح في نشرات الإصدار : (Disclosure)

ولذلك أصبح مُلزماً على أي شركة تقرر طرح أسهمها للاكتتاب العام بالانسجام مع قوانين السوق المالية أن تلتزم بالإفصاح عن العديد من المعلومات المالية وغير المالية في نشرة إصدارها، وأي معلومة من الممكن أن تضلل المستثمر يعاقب عليها القانون .إن معظم الشركات تلتزم بأن عليها أن تفصح عن بعض المعلومات التي تهم المستثمر. ولكن مدى دقة هذه الإفصاحات تختلف من شركة لأخرى فمن الممكن أن تلبي متطلبات الإفصاح عن طريق التزويد بتفاصيل محددة، نظرة عامة غير واضحة أو ما بين غير الواضح والواضح .وبسبب تميز الطروحات الأولية بعدم تطابق المعلومات بشكل كبير بين المؤسسين الذين يمتلكون معلومات مستقبلية متوقعة للشركة أو حالية وبين المستثمرين الذين يرغبون بمشاركة الشركة المخاطر والملكية.

خلال الفترة بين(1929-1933) مرّ العالم بالأزمة الاقتصادية الكبرى والتي كانت نتيجتها إفلاس العديد من الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم، الأمر الذي جعل الكثير من الشركات تلجأ للاقتراض في محاولة منها لتجنب الإفلاس وخوفاً من الانخفاض الحاد في أسعار أسهمها .غالباً ما تم ذلك عن طريق الإفصاح عن الأرباح أو الأصول بقيم مغايرة للواقع، فكانت نتيجة اكتشاف هذه التلاعبات إنشاء هيئة أوراق مالية (SEC) في أميركا عام /1934/ التي تتولى مراقبة تداول الأوراق المالية مع تمتعها بحق فرض أي قيود على الشركات المتداولة أسهمها .وكذلك صدور نظام الأوراق المالية عام /1933/ والتي من أهم بنوده الإفصاح وما يتعلق به من متطلبات نشر معلومات دورية تقدم لهيئة الأوراق المالية وتصبح متاحة لجميع من يريد الاطلاع عليها، حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرارات السليمة بدون خداع أو معلومات مغلوطة تقدمها الشركة بدون رقابة.

وكما أوضح (آكبارو و شولتز، 1994) بأنه لا بد للشركة أن تفصح فيما يتعلق بعملياتها، مبيعاتها، كافة البيانات المالية، الاستراتيجيات المتبعة، المنافسة والأرباح .وعلى الرغم من أن بعض الشركات قد تعتبر مثل هذا

الإفصاح كفقدان كبير للسرية والخصوصية، فإن معظم الشركات المنافسة والمحللين والمستثمرين وكافة أطراف السوق المالية سوف يبذلون الوقت والجهد لمعرفة وتحليل هذه المعلومات.ومن الملاحظ بأنه نادراً ما يؤدي الإفصاح عن هذه الحقائق المالية و غير المالية إلى نتائج ضارة بعمليات الشركة.

إن السبب الرئيسي لعمليات الإفصاح هو تأكيد التزام الإدارة بمسؤولياتها المبنية على الثقة تجاه المساهمين والمستثمرين المحتملين .ففي الشركة الخاصة تكون الأموال المخاطر بها ملك لأصحابها، ولكن في الشركة العامة تكون الأموال المستثمرة والمجازف بها هي أموال المستثمرين .وهذا هو السبب أيضاً في تقديم تقارير سنوية وربع سنوية.

• مفهوم وتعريف الإفصاح:

اعتبر(لطيف زيود وآخرون، 2007) بأن مفهوم الإفصاح نسبي فهو ينطلق من فكرة عامة تتمثل في التعبير الصادق عن الحقيقة لكنه يتأرجح بين كفتي التكلفة والمنفعة المرجوة فنلاحظ تفاوتاً في تحديد المعنى الدقيق المقصود وذلك تبعاً لظروف المنشأة، والذي أبرز عدة أنواع للإفصاح.

كما حددت المادة /7/ من نظام الممارسة السليمة لإدارة الشركات وقواعد حوكمة الشركات المساهمة في سورية القرار رقم (31)/م مفهوم الإفصاح بأنه : " يعد الإفصاح أداة فعالة للتأثير على سلوك الشركات لحماية مصالح المستثمرين، وعلى جذب رؤوس الأموال وتلبية متطلبات المساهمين والمستثمرين المرتقبين بالحصول على المعلومات كافية ومنظمة تتسم بدرجة عالية من المصداقية والشفافية والقابلة للمقارنة مع البيانات والمعلومات الأخرى المتناظرة ، بما يمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم."

وبذلك يصعب الوصول إلى مفهوم محدد و واضح ,وشامل للإفصاح يضمن توفير مستوى الإفصاح الذي يحقق لكل طرف من هذه الأطراف رغباته واحتياجاته الكاملة في هذا المجال .وهنا تلعب القوانين والأنظمة للسوق المالية الدور الأكبر في تحديد وتوضيح ماهية ومتطلبات الإفصاح.

بالإضافة إلى قانون الأوراق المالية السوري رقم (55) عام/2006/ الذي عرف الإفصاح بأنه: "الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمر وتتضمنها البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية ذات العلاقة أو بصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة."

• معلومات نشرة الإصدار(Prospectus) :

يتم الإفصاح في الطروحات الأولية عن طريق نشرة الإصدار والتي تحتوي معلومات متعددة حالية (إن وجدت) ومستقبلية ومالية وغير مالية، بحيث تعطي صورة واضحة وكافية عن أعمال الشركة ، تطلعاتها، خططتها المستقبلية، الحصة السوقية، الأرباح المتوقعة، التدفقات النقدية .... الخ، حيث تهدف نشرة الإصدار من خلال المعلومات المفصح عنها إلى حماية المستثمرين والمساهمين المستقبليين من المخاطر التي قد تواجه الشركة المصدرة خلال فترة الاستثمار فيها.

نص نظام إصدار وطرح الأوراق المالية السوري على أنه" لا يجوز عرض الأوراق المالية بدون وجود نشرة إصدار معتمدة من قبل الهيئة مرفقة بجميع الوثائق والمعلومات والبيانات المنصوص عليها في هذا النظام"

حيث يعتبر إعداد نشرة إصدار من الشروط الأساسية للشركات التي تلجأ للاكتتاب العام، حيث يشترط في نشرة الإصدار أن تكون مقدمة وفقاً للنموذج المعتمد من الهيئة لهذا الغرض على أن تكون شاملة جميع البيانات المالية والمعلومات المتعلقة بالجهة المصدرة، وتهدف هذه الإجراءات التي من شأنها تحديد معايير الإفصاح عن المعلومات

لضمان سلامة أداء سوق المال وتطوير عمله وهو أحد أهداف السوق المالي وهو ضمان سلامة وسهولة التعامل في سوق المال لحماية المستثمرين.

لا شك أن الإفصاح عن مثل تلك المعلومات سوف يمّكن المستثمر من إجراء التحليلات وعمل المقارنات والتنبوءات اللازمة التي تدفع إلى الاستثمار لذلك من المهم إلزام الشركات بالالتزام بالإيضاحات المطلوبة في سوق المال لزيادة الثقة في السوق.

• الإفصاح عن العوائد والتوقعات المالية المستقبلية:(Financial Disclosure)

بما أن سعر السهم يعتمد أساساً على التوقعات المستقبلية لأداء الشركة فتستطيع الشركة استخدام المعلومات في نشرة الإصدار لتخفيف مشكلة عدم تطابق المعلومات. وبالمقابل أظهرت نتائج (Bozzolan and Ipino, 2007) بأنه إن كان الإفصاح فقط عن العوائد، فهو لا يقلل الانخفاض في التسعير ولكن عندما تختار الشركة أن تفصح أكثر فإن ذلك يقلل من الانخفاض في التسعير. بالإضافة إلى (Neil *et.al*, 1995) حيث اختبر الإفصاح الطوعي عن توقعات الأرباح، وقد لاحظ أن لديه تأثيراً واضحاً وملحوظاً في تقليل الانخفاض في التسعير.

(Chen and Firth, 1999) في دراسة أجراها على خصخصة الشركات المملوكة من قبل الدولة الصينية حيث عدم التطابق موجود بشكل كبير، استنتج أن الإفصاح عن العوائد المتوقعة يساعد وبشكل ملحوظ في تقليل فجوة المعلومات وبالتالي يقلل من أخطاء التسعير. وقد قام (Clarkson et.al, 1992) بالبحث عن سبب تضمين بعض الشركات تنبؤات طوعية عن العوائد في نشرات إصدارها بينما البعض الآخر لا .بالإضافة إلى دراسة دور الإفصاح المباشر على تقييم الطرح الأولي للأسهم. وقد دعمت النتائج فكرة أن الطرح الأولي للأسهم سيسعى لإيصال معلوماته الخاصة حول التدفقات النقدية المستقبلية من خلال إشارات متعددة ومن أهم هذه الإشارات هي الإفصاح عن التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.

• الإفصاح عن المعلومات غير المالية (Non-Financial Disclosure) :

إن الإفصاح عن المعلومات المالية المتوقعة ليس السبيل الوحيد أمام المدراء لتقليل عدم تطابق المعلومات خلال وقبل الطرح للاكتتاب العام .في الحقيقية، بالإضافة إلى تنبؤات الإدارة وتوقعاتها عن القيمة المستقبلية للشركة يستطيع المدراء تقليل حدة عدم تطابق المعلومات من خلال الإفصاح عن معلومات مستقبلية وحالية غير مالية.

فمن الممكن أن تزود الإدارة معلومات مستقبلية غير مالية بعدة طرق، حيث من الممكن أن تكون المعلومات عن الاستراتيجيات التي ستتبعها الشركة، الاتجاهات والحصص السوقية، السياسات الاقتصادية المطبقة، القوانين والأنظمة النافذة، نشاطات الشركة، المخاطر التي تتعرض لها وإجراءات الوقاية والحد من المخاطر .وذلك من خلال معلومات تفصيلية دقيقة أو من خلال معلومات عامة غير واضحة أو محددة .وقد أظهرت دراسة (Bozzolan & Ipino,2007) أن الشركات التي تفصح أكثر عن معلومات مفيدة عن إستراتيجيتها، الصناعة والقوانين التي تنظمها، نشاطاتهم قيد التطوير ومنتجاتهم قيد التطوير والإنتاج، وخططتهم المستقبلية من منتجات ومشاريع واستثمارات، يحافظون على درجة أقل من الانخفاض في التسعير .بالإضافة إلى (Hutton *et.al*, 2003) الذي بحث في سياق الإفصاح عن العوائد المتوقعة بأن المدراء يزيدون من مصداقية توقعاتهم المالية المُفصح عنها بدعمها بمعلومات غير مالية .ولذلك فإن المعلومات غير المالية تتكامل مع التنبؤات المالية للإدارة.

أيضاً (Barron *et.al*, 1999) وجد أن الإفصاح عن المعلومات غير المالية عند التوسع في رأس المال والنشاطات مرتبط بانحراف أقل وتوزيع أقل في تحليل التنبؤات المالية.

النتائج والمناقشة:

• قياس مقدار الانخفاض في تسعير الإصدارات الجديدة:

قامت الباحثة باحتساب قيمة الانخفاض كالتالي:

الانخفاض في التسعير =سعر الإغلاق للورقة المالية في اليوم الأول للتداول – سعر الإصدار للورقة المالية

وكانت النتائج وفق الجدول رقم (1) كالأتي:

جدول رقم :(1) مقدار الانخفاض في التسعير للورقة المالية المطروحة للاكتتاب العام وفقاً لهيئة الأوراق المالية

اسم الشركة	سعر الإصدار بالليرة السورية	سعر الإغلاق لأول يوم تداول بالليرة السورية	مقدار الانخفاض في التسعير
بنك عودة	1000	1626	626
البنك الدولي للتجارة والتمويل	500	1446.24	946.24
بنك بيبلوس	500	786	286
بنك الأردن سوريا	500	690	190
بنك قطر	500	806	306
البنك العربي	500	916	416
البنك الدولي الإسلامي	500	703	203
بنك بيمو السعودي الفرنسي	500	752.5	252.5
بنك بيبلوس	500	522.5	22.5
فرنسبنك	500	539	39

مما سبق نجد: أن جميع الطروحات الأولية مسعرة بأقل مما يجب، حيث أن وسطي معدل الانخفاض في التسعير هو/59.48%/ ، وتتراوح معدلات الانخفاض في التسعير ما بين / 4.5% – 189.248%/ .

• احتساب دقة الإفصاح المالي:

قامت الباحثة باحتساب مستوى الإفصاح المالي عن طريق نموذج (Baginsk *et.al*, 1993) للإفصاح المالي وجمع البيانات عن طريق نشرات الإفصاح للطروحات الأولية الموجودة ضمن العينة السابقة الذكر.

حيث أن بنود النموذج كالآتي:

أولاً: وجب تحديد محددات الدقة في نشرة الإصدار والتي تقيس الإفصاح المالي المستقبلي المتوقع للشركة، وبالتالي لكل تصريح مالي مستقبلي متوقع، تم تحديد متغير الدقة ورمز له:

- العوائد المتوقعةEPS–P
- المبيعات المتوقعةSAL–P
- العوائد المتوقعة قبل الفوائد والضرائبEBIT–P

- التدفقات النقدية المتوقعةCF–P
- الرفع الماليLEV–P
- الاستثماراتINV–P

ثانياً: لقياس دقة الإفصاح عن الحالة المالية المتوقعة، فرق النموذج المتبع بين التصريحات المالية المتوقعة كما يلي:

- نقطة تقدير محدد (قيمة مقدرة محددة) .
- مجال محدود ومقدر (حد أدنى وأعلى للقيم) .
- مجال مفتوح مقدر (حد أدنى أو حد أعلى) .
- إفصاح نوعي بسيط.
- لا يوجد إفصاح أبداً

ثالثاً: وضعت الباحثة مقياس خماسي على شكل نقاط مختلفة لكل من هذه المستويات في الدقة كما يلي:

- /4/ نقاط إن كان هناك نقطة تقدير محدد.
- /3/ نقاط إن كان هناك مجال محدود للتقدير.
- /2/ نقطتان إن كان التقدير كمجال مفتوح.
- /1/ نقطة إن كان الإفصاح بسيط.
- /0/ ولا نقطة إن كان لا يوجد إفصاح أبداً.
- حيث يتم احتساب وسطي مجموع الدرجات لكل طرح ويتم التصنيف على أساس الجدول رقم (2) :

جدول رقم (2) محددات درجات تقييم الإفصاح المالي

أساس التقييم	تقييم الإفصاح
إن كان وسطي مجموع يساوي/4/	إفصاح الشركة جيد جداً
إن كان وسطي مجموع النقاط أكبر من /3/ وأقل من/4/	إفصاح الشركة جيد
إن كان وسطي مجموع النقاط أكبر من /2/ وأقل من/3/	إفصاح مقبول
إن كان وسطي مجموع النقاط أكبر من /1/ وأقل من/2/	إفصاح ضعيف
إن كان وسطي مجموع النقاط أقل من/1/	إفصاح ضعيف جداً

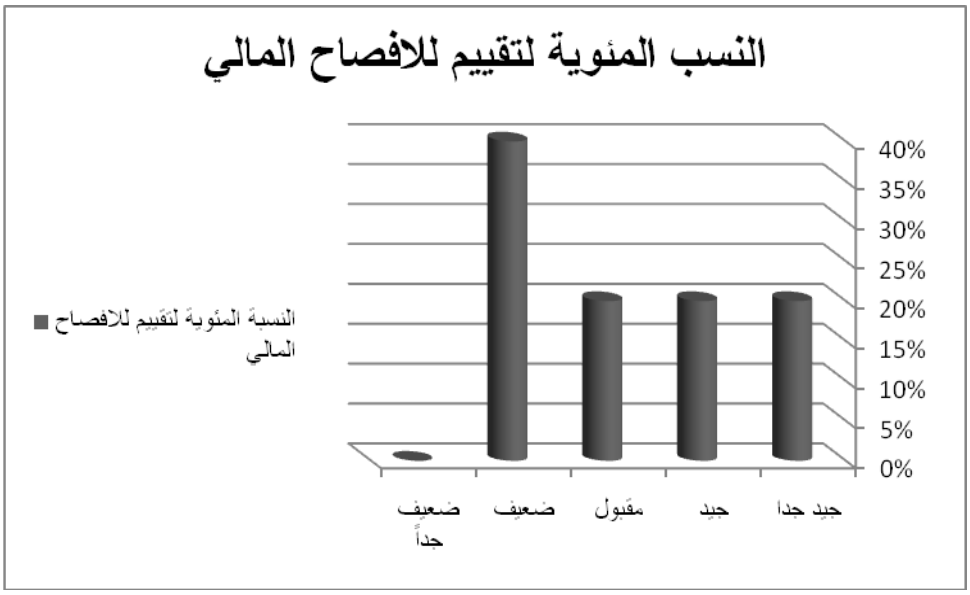
العينة عبارة عن /10/ نشرات إصدار للطروحات الأولية المدروسة وقد كانت نتائج تصنيف مستوى الإفصاح المالي لها كما هي موضحة بالجدول رقم (3)

جدول رقم (3) نتائج تصنيف الشركات حسب الإفصاح المالي في نشرة الإصدار وفقاً لنموذج (Baginsk *et.al,* 1993)

التسلسل	البيـان	درجة الإفصاح المالي	التقييم
1	بنك عودة2009	4	جيد جدا
2	بنك الأردن سوريا2009	4	جيد جدا
3	بنك التجارة والتمويل2010	3.67	جيد

4	بنك قطر2010	2	ضعيف
5	بنك بيبلوس2010	3.33	جيد
6	البنك الاسلامي2011	2	ضعيف
7	فرنسبنك2011	2.67	مقبول
8	بنك بيمو2011	2.17	مقبول
9	بنك بيبلوس2011	2	ضعيف
10	البنك العربي2011	1.67	ضعيف

حيث كانت النتائج أن (20%) من الشركات أفصحت إفصاحا جيداً جداً عن التوقعات المالية المستقبلية وبنفس النسبة السابقة (20%) كانت افصاحاتها جيدة، بالإضافة إلى (20%) من الشركات كانت افصاحاتها مقبولة، و (40%)منها كانت افصاحاتها ضعيفة.



الشكل رقم (1) النسب المئوية لنتائج تقييم الإفصاح المالي

• احتساب دقة الإفصاح غير المالي:

اعتمدت الباحثة في احتساب المتغير المستقل الثاني والذي هو مستوى الإفصاح غير المالي على نموذج (Bozzolan&Ipino,2007) والذي استخرجت مفرداته من المعلومات الموجودة في نشرة إصدار الطروحات الأولية المدروسة لقياس الإفصاح غير المالي في نشرات الإصدار للطروحات الأولية، قامت الباحثة بتطبيق النموذج كالتالي:

كل جملة في نشرة الإصدار رمزت ك : لا تحتوي على معلومات إن كانت لا تحتوي على توقعات مستقبلية، وإلا فإنها تصنف حسب محتواها كما يلي:

• المحيط (البيئة) (environment).

- الصناعة (لقطاع /الصناعة) (industry) .
- الاستراتيجية (strategy).
- منتجات جديدة (استثمارات) (new products).
- نشاطات للبحث والتطوير research& development activities (Rand D) .
- عوامل المخاطرة (risk factors).
- الإجراءات للتخفيف والوقاية من المخاطر (strengths).

كل شركة تحصل على علامة للإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية المذكورة مسبقاً والدرجة النهائية تتألف من مجموع الإفصاح لكل مما سبق حسب المقياس الخماسي للدقة كما يلي:

- /4/نقاط إن كان هناك نقطة تقدير محدد.
- /3/ نقاط إن كان هناك مجال محدود للتقدير.
- /2/ نقطتان إن كان التقدير كمحال مفتوح.
- /1/ نقطة إن كان الإفصاح بسيط.
- /0/ ولا نقطة إن كان لا يوجد إفصاح أبداً.

ثانياً :محددات عناصر الإفصاح غير المالي:

قامت الباحثة بوضع نموذج لتحديد عناصر الإفصاح غير المالي بدقة أكثر، على أساس أن الإفصاح غير المالي غير محدد بدقة مثل الإفصاح المالي فهو لا يعتمد على أرقام محددة ونتائج وفق معادلات أو نماذج رياضية .

بعد الاطلاع على نشرات الإصدار للعينة المدروسة، وبعد البحث في المقاييس المعترف بها من قبل المكتب المركزي الإحصائي السوري، قامت الباحثة بالبحث عن محددات أدق لكل عنصر من عناصر تقييم الإفصاح غير المالي، وبعد الاستعانة بنشرات الإصدار المدروسة والمطابقة بين افصاحاتها ودراسة أكثر النشرات إفصاحاً، بالإضافة للاستعانة بالمركز الإحصائي السوري، حيث تم وضع ثلاث محددات لكل عنصر من عناصر تقييم الإفصاح المالي، ومن ثم احتساب الوسطي لها لاستخلاص النتائج.

وقامت الباحثة كما هو موضح بالجدول التالي رقم(4) ، بوضع معيار للدرجات على الأساس التالي:

- الإفصاح عن ثلاثة من محددات الموجودة في المقياس، تكون درجة المقياس لهذا العنصر تساوي/4/ .
- الإفصاح عن اثنين من محددات الموجودة في المقياس، تكون درجة المقياس لهذا العنصر تساوي/3/ .
- الإفصاح عن محدد واحد من محددات الموجودة في المقياس، تكون درجة المقياس لهذا العنصر تساوي /2/.
- التحدث بشكل عام غير محدد أو دون ذكر معلومات رقمية محددة، تكون درجة المقياس لهذا العنصر تساوي /1/.
- عدم ذكر العامل نهائياً أو التطرق له، تكون درجة المقياس لهذا العنصر تساوي/0/ .

ومن ثم يتم احتساب الوسطي لكل العناصر المحددة للإفصاح غير المالي، لاستنتاج مستوى الإفصاح غير المالي لكل نشرة إصدار لطرح أولي ضمن العينة المدروسة.

الجدول رقم (4) محددات مقياس الإفصاح غير المالي وفقاً لنموذج (Bozzolan & Ipino, 2007) ومعلومات المركز الاحصائي السوري ونشرات الاصدار

العوامل	محددات القياس	درجات القياس

الواجب قياسها		التحدث عن محددات/3/	التحدث عن محددين فقط	التحدث عن محدد واحد فقط	التحدث بشكل عام عن المحدد	عدم التطرق للمحدد ابداً
المحيط	• القوانين والأطر التنظيمية للاقتصاد السوري • التغيرات والتطورات في الناتج المحلي والدخل القومي • التغيرات والتطورات في نمو الاقتصاد	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة
الصناعة	• القوانين والأنظمة للعمل في الصناعة في سوريا • المنافسة والحصص السوقية • معدلات النمو والتطورات في سوق الصناعة	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة
عوامل المخاطر	• المخاطر المتعلقة بالاقتصاد السوري • المخاطر المتعلقة بقطاع الشركة • المخاطر المتعلقة بنشاط الشركة	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة
الحد من المخاطر	• أساليب الحد والتخفيف من مخاطر الاقتصاد • أساليب الحد والتخفيف من مخاطر القطاع • أساليب الحد والتخفيف من مخاطر النشاط	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة
الاستراتيجيات	• تحديد الاستراتيجيات المقرر إتباعها • أساليب تطبيق هذه الاستراتيجيات وأدواتها • تحديد إطار زمني ومكاني لتطبيق هذه الاستراتيجيات	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة
منتجات /استثمارات	• التطرق للمنتجات الجديدة التي ستطرح في السوق	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة

جديدة	• التحدث عن المزايا المتوقعة والقيمة المضافة لطرح هذه المنتجات • تحديد إطار زمني ومكاني لطرح هذه المنتجات					
نشاطات / منتجات للتطوير	• التحدث عن النشاطات أو المنتجات المُراد تطويرها • التحدث عن الفوائد والنتائج المتوقعة والقيمة المضافة للتطوير • تحديد إطار زمني ومكاني لتطوير هذه الانشة والمنتجات	/4/ درجات	/3/ درجات	/2/ درجتين	/1/ درجة واحدة	/0/ ولا درجة

• الاعتماد على ما سبق، كانت نتائج تصنيف الطروحات الأولية حسب الإفصاح غير المالي في نشرات إصدارهم كما يلي:

الجدول رقم (5) درجات تقييم الإفصاح غير المالي

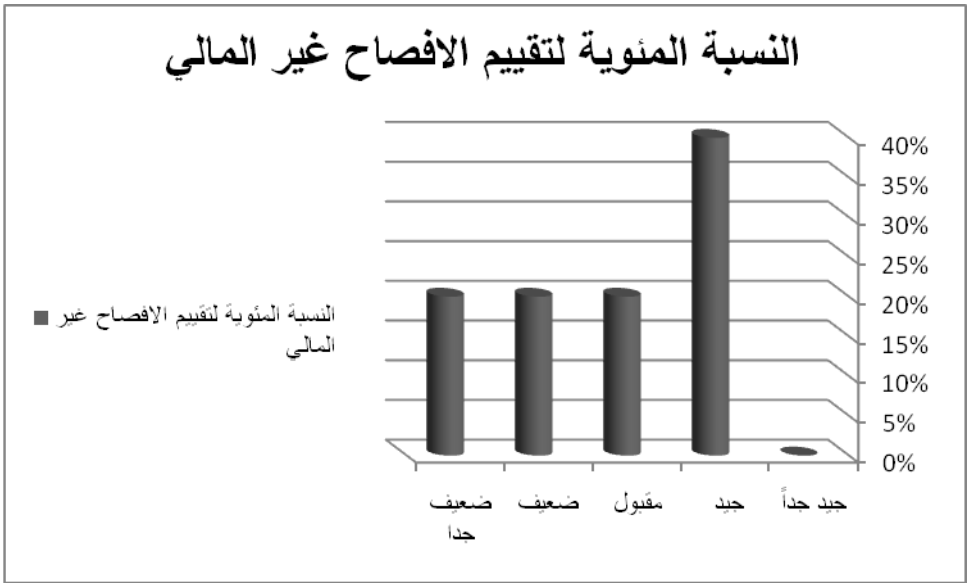
التسلسل	البيـان	درجة الإفصاح غير المالي	التقييم
1	بنك عودة2009	3.56	جيد
2	بنك الأردن سوريا2009	3.14	جيد
3	بنك التجارة والتمويل2010	3.14	جيد
4	بنك قطر2010	2.57	مقبول
5	بنك بيبلوس2010	3.57	جيد
6	البنك الإسلامي2011	2.43	مقبول
7	فرنسبنك2011	0.57	ضعيف جدا
8	بنك بيمو2011	1.14	ضعيف
9	بنك بيبلوس2011	0.86	ضعيف جدا
10	البنك العربي2011	1.14	ضعيف

حيث كان التقييم على أساس ماهو موضح في الجدول رقم (6) أدناه:

الجدول رقم (6) معايير تقييم الإفصاح غير المالي

أساس التقييم	تقييم الإفصاح
إن كان وسطي مجموع النقاط يساوي/4/	إفصاح الشركة جيد جداً
إن كان وسطي مجموع النقاط أكبر من /3/ وأقل من/4/	إفصاح الشركة جيد
إن كان وسطي مجموع النقاط أكبر من /2/ وأقل من/3/	إفصاح مقبول
إن كان وسطي مجموع النقاط أكبر من /1/ وأقل من/2/	إفصاح ضعيف
إن كان وسطي مجموع النقاط أقل من/1/	إفصاح ضعيف جداً

كما هو واضح من الشكل رقم (2) بأن أكبر نسبة لتصنيف الإفصاح غير المالي هي /40%/ وهي تمثل الإفصاح غير المالي الجيد، في حين لم تصل أي شركة إلى مستوى جيد جداً للإفصاح غير المالي في نشرة إصدارها، مع وجود نسبة /40%/ من الشركات افصاحات غير المالية في نشرات إصدارها كان مستواها ضعيف أو ضعيف جداً.



الشكل رقم (2) النسب المئوية لتقييم الإفصاح غير المالي

اختبار الفرضيات:

<u>أولاً : الفرضية الأولى :</u>

ومن خلال احتساب الفرق بين سعر الإغلاق وسعر الإصدار في أول يوم تداول وجدت الباحثة بأن جميع الطروحات الأولية محل الدراسة مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية والتي تراوحت ما بين /4.5% – 189.248%/ .

فقد بلغ وسطي الانخفاض في التسعير في سوق الأوراق المالية السورية (59.48%) و الذي يعد نسبة مرتفعة بالمقارنة مع وسطيات الدول الأخرى .وهذا دليل على وجود حالة من عدم تطابق المعلومات في سوق دمشق للأوراق المالية.

<u>ثانياً :الفرضية الثانية:</u>

من خلال ربط نتائج الانخفاض بالتسعير للشركات مع مستوى الإفصاح المالي حسب النموذج السابق، حيث استخدمت الباحثة اختبار بيرسون وقد أظهر (Sig = 0.875) وهي أكبر من مستوى الدلالة المفروض (5%) وبالتالي

نقبل فرضية العدم التي تنص على أنه لا يوجد أي تأثير للإفصاحات المالية على الانخفاض في التسعير ولا تستطيع الشركات المساهمة في سوق دمشق للأوراق المالية أن تستخدمها كإشارة للتأثير على قرار المستثمرين فيما يتعلق بالاستثمار في اكتتابها الجديد ، كما هي موضحة في الجدول رقم (7) .

جدول رقم (7) الثانية للفرضية بيرسون ارتباط معامل Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error[a]	Approx. T[b]	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.057	.342	.163	.875[c]
N of Valid Cases		10			

ثالثاً :الفرضية الثالثة:

قامت الباحثة لاختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح غير المالي و مقدار الانخفاض في التسعير للطروحات الأولية للأسهم، بحساب معامل الارتباط بيرسون حيث كانت الـ (Sig =0.207) وبما أنها أصغر من مستوى الدلالة (0.5)، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح المالي و مقدار الانخفاض في التسعير لأسهم الطروحات الأولية وهذه العلاقة هي علاقة طردية غير قوية بما أن قيمة معامل بيرسون هي /43.6%/ كما هو موضح في الجدول رقم (8) ولذلك فإن الإفصاحات غير المالية في نشرة الإصدار من الممكن أن تشكل إشارة لكنها ضعيفة عن القيمة الحقيقية للشركة.

جدول رقم (8) الثالثة للفرضية بيرسون ارتباط معامل Symmetric Measures

		Value	Asymp. Std. Error[a]	Approx. T[b]	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.436	.240	1.371	.207[c]
N of Valid Cases		10			

الاستنتاجات والتوصيات:

الاستنتاجات:

من التحليلات السابقة توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- وجدت الباحثة بأن السوق المالية السورية تعاني من عدم تطابق معلومات واضح بين المستثمرين أنفسهم، وبين المستثمرين والشركات ذات الطروحات الأولية.
- يوجد حالة من عدم التأكد يعاني منها المستثمرون حول القيمة الحقيقية للأسهم المطروحة للاكتتاب العام، والقيمة الحقيقية للشركة ذات الطرح الأولي جعلتهم غير مدركين لأهمية الإفصاحات المالية في نشرات الإصدار.
- لا يؤثر مستوى الإفصاحات المالية للشركة في نشرة إصدارها على تقييم المستثمرين لأسهم الشركة.

• استنتجت الباحثة بأن هناك قصور واضح وكبير في الإفصاح المالي في نشرات الإصدار لشركات الطرح الأولي، حيث كانت النسبة الأكبر لنتائج مستوى الإفصاح المالي هو ضعيف.

• يؤثر مستوى الإفصاحات غير المالية لنشرات الإصدار في الطروحات الأولية للأسهم على الفرق بين سعر الإغلاق وسعر الإصدار لأول يوم تداول للأسهم المطروحة للاكتتاب، وبالتالي تستطيع الشركة استخدامها لإرسال إشارات عن قيمتها الحقيقية لتسعير إصداراتها.

• هناك ضعف في الإفصاحات غير المالية لشركات الطرح الأولي، إذ أن نسبة الإفصاحات الجيدة جداً كانت صفر بالمائة، فلم ترتق أي نشرة إصدار لهذا المستوى من الإفصاح.

التوصيات والمقترحات:

استنادا إلى النتائج السابقة:

• السوق المالية السورية سوق ناشئة، ولذلك تحتاج لضوابط ومحددات أكثر دقة من المطبقة حالياً، وشفافية أكثر في عرض البيانات والمعلومات، وتوفر قاعدة بيانات أشمل وأدق من الموجودة حالياً .حيث عانت الباحثة خلال جمعها للبيانات من عدم توفر بعضها وعدم دقتها، حيث اضطرت إلى حذف طروحات أولية ضمن العينة المدروسة وضمن الفترة الزمنية المحددة للدراسة بسبب عدم توفر أي بيانات أو معلومات عن تواريخ طرحها للتداول العام.

• ترى الباحثة أنه من المفيد وضع محددات واضحة لإفصاحات الشركات في نشرات إصدارها مالية أو غير مالية تضمن للمستثمر عدم التضليل أو إخفاء أي معلومات جوهرية، وزيادة متطلبات الإفصاح لهذه الشركات، إذ لاحظت الباحثة بأن هناك تفاوتاً نسبياً بين مستويات الإفصاحات لهذه الشركات.

• من المفيد وضع مقياس متعارف عليه لاختبار افصاحات الشركات لدى لجوئها للاكتتاب العام، ومن الممكن أن يشكل النموذج الذي استخدمته الباحثة النواة لنموذج إفصاح أشمل.

• تطوير سوق دمشق للأوراق المالية، والعمل على جذب رؤوس أموال المستثمرين إليها، وزيادة التوعية فيما يتعلق بقرارات الاستثمار والتداول فيها، حيث كان عدد الطروحات الأولية في السوق خلال ثلاثة أعوام–2009/ /2011هي /12/ طرحاً أولياً ومعظمها كان لتلبية متطلبات هيئة سوق دمشق للأوراق المالية لحجم رأس المال.

المراجع:

الكتب والدوريات العربية:

1. آركبارو. جيمس بي و شولتز. رون/ 1994 ، ترجمة ليلى زيدان، 1999، الطبعة الاولى، الاكتتاب دليل رجال الاعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام، الدار الدولية للنشر، القاهرة، مصر.

2. لطيف زيود ، حسان قيطيم و نغم أحمد فؤاد مكية / 2007، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (29) العدد (1) .

3. نظام إصدار وطرح الأوراق المالية في سورية ، القرار رقم /3945/، لعام 2006.

4. قانون سوق الأوراق المالية السورية، المرسوم التشريعي رقم / 55 / للعام 2006 وتعديلاته .

5. التعليمات التنفيذية لقانون الأوراق والأسواق المالية السورية القرار رقم / 3946/.

6. نظام الممارسة السليمة لإدارة الشركات و قواعد حوكمة الشركات المساهمة في سورية القرار رقم (31) / م.

المراجع الأجنبية:

1. BAGINSKI S. P., CONRAD E. J. and HASSELL J. M., 1993. *The effects of management forecast precision on equity pricing and on the assessment of earnings uncertainty*. The Accounting Review,VOL.68, NO.4 , PP:913-927.

2. BARRON O.E., KILE C.O. and O'KEEFE T.B, MD&A *Quality as a Measure by the SEC and Analysts' Earnings Forecasts*, Contemporary Accounting Research, VOL.16, No.1,1999, PP: 75–109.

3. BEATTY R. P. and RITTER J. R., *Investment Banking Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Financial Economics, VOL.15, NO. 1/2, 1986, PP: 213 - 232.

4. BOZZOLAN .S and IPINO .E, *Information asymmetries and IPO underpricing: The role of voluntary disclosure of forward-looking information in the prospectus*, University of Padova, Italy, 2007, Working Paper.

5. CHEN .G and FIRTH .M, *The Accuracy of Profit Forecasts and Their Roles and Associations with IPO Firm Valuations*, Journal of International Financial Management and Accounting, VOL.10, NO.3, 1999, PP:202-226.

6. CHEMMANOR .TJ, THOMAS .J, *The pricing of initial public offerings: A dynamic model with information production*, Journal of Finance, VOL.48, NO.1, 1993, PP: 285-304.

7. CLARKSON M.P, DONTAH .A, RICHARDSON.G and SEFCIK E.S, *The voluntary inclusion earnings forecasts in IPO prospectuses*, Contemporary Accounting Research, VOL.8, NO. 2, 1992, PP: 601-626.

8. FISHE .P.H.R, ARMOND .T and NORTH .D, *The Effects of Ambiguous Information on Initial and Subsequent IPO Returns*, Financial Management Association, VOL.39, NO.4, 2010, PP:1497–1519.

9. GRINBALTT MARK and CHUAN YANG HWANG, *Signalling and the Pricing of New Issues*, Journal of Finance, VOL.44, NO.2, 1989, PP:393-420.

10. HUTTON A.P, MILLER G.S and SKINNER D.J, *The role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts*, Journal of Accounting Research, VOL.41, No.5, 2003, PP: 867 – 890.

11. KOH .F, LIM .J and CHIN .N, *The signalling process in initial public offerings*, Asia Pacific Journal of Management, VOL.9, NO.2, 1992, PP:151-165.

12. LJUNGQVIST A.P, *Pricing initial public offerings: further evidence from Germany*, European Economic Review, VOL.41, NO.7,1997, PP: 1309-1320.

13. LOUGHRAN .T and RITTER J.R, *The New Issues Puzzle*, Journal of Finance, VOL.50, NO.1, 1995, PP:23-51.

14. NEILL J.D, POURCIAU S.G and SCHAEFER T.F, *Accounting Method Choice and IPO Valuation*, Accounting Horizons, VOL.9, NO.3, 1995, PP:68-80.

15. SECURITIES and EXCHANGE COMMISSION, Report of Special Study on Security Markets, U.S. Government Printing Office, Washington, D.C ,1963.

16. PEI . Sh and PRINCE .G, *Adverse selection, irrationality and underpricing of IPOs in China*, Review of Business Research, VOL.9, NO.5, 2009, PP: 32- 34.

17. RAGUPATHY M.B, *Initial Public Offering: A Critical Review of Literature*, The IUP Journal of Behavioral Finance, VOL.8, No.1, 2011, PP: 41- 50.

18. RITTER J.R, *Initial Public Offerings*, Contemporary Finance Digest, VOL.2, No.1, 1998, PP. 5-30.

19. ROCK .k, *Why new issues are underpriced*, journal of financial economics, VOL.15, NO.1/2, 1986, PP: 187-212.

20. YU .T, and TSE .Y, *An Empirical Examination of IPO Underpricing in the Chinese A-Share Market*, China Economic Review, VOL.17, NO.4, 2006, PP:363-382.

21. www.dse.sy : 13/4/2015

22. www.scfms : 14/4/2015

23. www.cbssyr.org : 16/5/2015