



## 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/library/4806>

تاريخ الاسترداد: 2025/06/15 17:26 +03

الموسوعة السياسية هي مبادرة أكademie 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 لاغناء المحتوى العربي على الانترنت. لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على

[info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – 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 السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.



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

\*الدكتور سمير شرف

\*\*روان صقر

(تاریخ الإیادع 5 / 7 / 2015. قبلاً للنشر في 21 / 1 / 2016)

### □ ملخص □

تهدف هذه الدراسة لنفسير 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 الموجودة بين المستثمرين داخل الأسواق المالية. إن عدم تطابق المعلومات يولد رد 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 إصداراتها . وقد توصلت الباحثة إلى العديد من النتائج مفادها: أن مستوى دقة الإفصاح المالي لا يؤثر أبداً على قيمة أسعار الإصدارات في سوق الإصدار السوري 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 الإصدارات 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.

## 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 its 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 its 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 its 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 its 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 its 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 وتقدير 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 الأولى 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 يولد رد فعل عكسي (Adverse selection) من قبل هؤلاء المستثمرين وذلك بسبب عدم تأكدهم من أن الأسهم المطروحة للاكتتاب مقدمة 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 التأكيد من خلال بث نوعية وجودة الشركة والأسهم التي تطرحها للاكتتاب، و تقلل من رد 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 والمستثمر وبالتالي رفع سعر الإصدار.
- إيجاد حلول معاودة لتخفيف الآثار السلبية لحالة عدم التأكيد من قبل المستثمرين على الإقبال للاكتتاب العام لأسهم الشركات وبالتالي على تسعير الأسهم في الظروف 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 العكسي للمستثمرين، والذي يؤدي إلى امتناعهم عن الاكتتاب في أي طرح أولي لأسهم، 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 تقليل 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 نشرات المالية، تغير 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 1/10/2006 ، حيث توجد 24 شركة مدرجة من مختلف القطاعات وهي الخدمات، القطاع الصناعي، المصرفي، الزراعي والتأمين
- عينة الدراسة: تتكون عينة الدراسة من الطرóحات الأولية التي تمت في الفترة الممتدة بين (2009-2011) حيث تألفت من 10 طرóحات 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 الطرóحات الأولية والتي من الممكن أن تشكل عينة الدراسة هي طرóحات أولية هدفها زيادة رأس المال فقط.

### **أسلوب الدراسة:**

- اعتمدت الباحثة في دراستها على المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة مجموعة من المفاهيم والقواعد والأسس المتعلقة بالإفصاح .
  - تحليل هذه المعلومات من خلال ربطها بتكلفة التمويل المحسوبة في اليوم الأول للتداول.
  - دراسة العلاقات بين هذه المتغيرات والتوصيل إلى النتائج عن طريق برنامج SPSS الإحصائي للحصول على المعلومات المطلوبة من خلال حساب إحصاءات المتغيرات موضوع الدراسة، حيث تتضمن هذه الإحصاءات : الوسط والوسيط والموبيئيات ومعاملات ارتباط بيرسون والجداول التكرارية لدراسة الارتباطات بين المتغيرات .
  - توضيف الظواهر وسرد النتائج وتحليلها من خلال استخدام أسلوب التحليل الإحصائي.
  - أداة الدراسة: اعتمدت الباحثة في حصولها على المعلومات الازمة للدراسة على :
- المصادر الثانوية: من كتب ومراجع ومقالات محكمة ودوريات ومن البيانات والقواعد والنشرات الصادرة عن هيئة سوق دمشق للأوراق المالية .
  - 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 تغير أسهم الطرح الأولى عن القيمة الحقيقة 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 وبين 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 وأخرون، 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 يلزمها 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. وتخالف 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 الحقيقة. 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 لقيمة الحقيقة 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 للتوضيح وتقليل فجوة عدم تطابق المعلومات بين الشركات المصدرة للأوراق المالية - الذين يمتلكون المعلومات الأفضل عن القيمة الحقيقة 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 وتبينها خلال الفترات السابقة واللاحقة . وهاتان الإشارتان ستؤديان بدورهما لتقليل العوائد الأولية وتسعير الإصدار بالسعر الحقيقي.

3. دراسة (Koh et.al, 1992) بعنوان : دور مبدأ الإشارة في عملية الطرح الأولي للأسهم. تمت هذه الدراسة باستخدام عينة من الطروحات الأولية في سنغافورة لاختبار قدرة الشركة على تقليل الانخفاض في التسعير، وكان من أهم نتائجها وجود علاقة طردية بين مقدار الانخفاض في سعر الإصدار وبين الإفصاح عن المخاطر المستقبلية للشركة والتي تعد جزءاً 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 تعتمدتها الشركة.

5. دراسة (Fiske and North, 2010) بعنوان : أثر غموض المعلومات على العوائد الأولية والعوائد الثانية 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 تومن 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 يطالعون بعلاقة أكبر من الشركات التي تعرض لهم مخاطر غموض أكثر . وووجد بأن العوائد الأولية ترتبط بشدة مع مقياس الغموض في المعلومات والإفصاحات المقدمة في نشرات الإصدار.

6. دراسة لـ (chemmanur, 1993) بعنوان : تعزيز 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، و كنتيجة لذلك تتفاوت مثل هذه الطروحات الأولية باختلاف 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، وعلاقتها بنمود 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 متقاومة من حيث الكمية والدقة من قبل المستثمرين المختلفين.

• مبدأ الإشارة : القدرة على إيصال مستوى الشركة ووجودها في السوق المالي عن طريق عدة آليات.

#### الإطار النظري:

- أولاً: الطرح الأولي للأسهم (IPO) :
- سوق الإصدار ( Primary Market ) :

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً 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 الثانية(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 وتعامل 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 كلاماً من:

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

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

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

لتحضير 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 يحسب رئيس المال اللازم للشركة على أساس سعر الإصدار مضروباً بعدد الأسهم المطروحة للاكتتاب العام . وقد اعتبر (Ragupathy, 2011) أن الطرح الأولي للأسهم يكون ناجحاً عندما يرافق 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 يكتب 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 تعرّض 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

سرعت إصداراتها بالقيمة الحقيقة ، واستطاعت إرسال إشارات عن طريق افصاحاتها للمستثمرين . وهذه الظاهرة موجودة في جميع البلدان وفي كل سوق للأوراق المالية ولكن بحسب مقاواة 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 ما بين (100-150%) 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 حُصّلت لهم الأسهم بسعر الإصدار أفضل بهذا القدر من الزيادة.

وبما أن عدم تطابق المعلومات يعد من الأسباب الرئيسية لانخفاض تسعير الطرôرات 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 إصداراتها.

### **ثانياً : الإفصاح في نشرات الإصدار : ( Disclosure )**

ولذلك أصبح ملزماً 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 إصداراتها، وأي معلومة من الممكن أن تضل المستثمر يعاقب عليها القانون . إن معظم الشركات تلتزم بأن عليها أن تقصص عن بعض المعلومات التي تهم المستثمر . ولكن مدى دقة هذه الإفاحات 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 الطرôرات 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) مز 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 مغایرة ل الواقع، وكانت نتيجة اكتشاف هذه التلاعبات إنشاء هيئة أوراق مالية (SEC) في أمريكا عام 1934/ التي تتولى مراقبة تداول الأوراق المالية مع تمنعها 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 يتتمكن 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 تقصص فيما يتعلق بعملياتها، مبيعاتها، كافة البيانات المالية، الاستراتيجيات المتتبعة، 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 .في الشركة الخاصة تكون الأموال المخاطر بها ملك لأصحابها ، ولكن في الشركة العامة تكون الأموال المستثمرة والمحاذف بها هي أموال المستثمرين .وهذا هو السبب أيضاً في تقديم تقارير سنوية وربع سنوية.

#### • مفهوم وتعريف الإفصاح:

اعتبر( لطيف زيد وآخرون، 2007 ) بأن مفهوم الإفصاح نسيبي فهو ينطلق من فكرة عامة تتمثل في التعبير الصادق عن الحقيقة لكنه يتدرج بين كفتى التكالفة والمنفعة المرجوة فنلاحظ تقاوياً في تحديد المعنى الدقيق المقصود وذلك تبعاً لظروف المنشأة، والذي أبرز عدة أنواع للإفصاح.

كما حددت المادة /7/ من نظام الممارسة السليمية لإدارة الشركات وقواعد حوكمة الشركات المساهمة في سوريا 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 المرتفعين بالحصول على المعلومات كافية ومنظمة تتس بدرجة عالية من المصداقية والشفافية والقابلة للمقارنة مع البيانات والمعلومات الأخرى المتاظرة ، 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 وتنص عليها 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 على 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 المفصحة 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 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 يمكن المستثمر من إجراء التحليلات وعمل المقارنات والتنبؤات 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 فستستطيع 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 التسعيير ولكن عندما تختار الشركة أن تفصح أكثر فإن ذلك يقلل من الانخفاض في التسعيير. بالإضافة إلى (Neil et.al, 1995) حيث اختبر الإفصاح الطوعي عن توقعات الأرباح، وقد لاحظ أن لديه تأثيراً واضحاً وملحوظاً في تقليل الانخفاض في التسعيير.

(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 التسعيير. وقد قام (Clarkson et.al, 1992) بالبحث عن سبب تضمين بعض الشركات تنبؤات طوعية عن العوائد في نشرات إصداراتها بينما البعض الآخر لا . بالإضافة إلى دراسة دور الإفصاح المباشر على تقييم الطرح الأولي للأسماء. وقد دعمت النتائج فكرة أن الطرح الأولي للأسماء 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 لاكتتاب العام . في الحقيقة، 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 والمحاصص 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 واسئتمارات، يحافظون على درجة أقل من الانخفاض في التسعيير . بالإضافة إلى (Hutton et.al, 2003) الذي بحث في سياق الإفصاح عن العوائد المتوقعة بأن المدراء يزيدون من مصداقية توقعاتهم المالية المفصح 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 التوسيع 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

وكان النتائج وفق الجدول رقم (1) كالتالي:

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 السعير
بنك عودة	1000	1626	626
البنك الدولي للتجارة والتمويل	500	1446.24	946.24
بنك بيلوس	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 بيبيو السعودي الفرنسي	500	752.5	252.5
بنك بيلوس	500	522.5	22.5
فرنسبنك	500	539	39

ما سبق نجد: أن جميع الطرادات الأولية مسيرة بأقل مما يجب، حيث أن وسطي معدل الانخفاض في التسعير هو 59.48% ، وتتراوح معدلات الانخفاض في التسعير ما بين 189.248% - 4.5% .

#### • احتساب دقة الإفصاح المالي:

قامت الباحثة باحتساب مستوى الإفصاح المالي عن طريق نموذج (Baginski et.al, 1993) للإفصاح المالي وجمع البيانات عن طريق نشرات الإفصاح للطرادات الأولية الموجودة ضمن العينة السابقة الذكر. حيث أن بنود النموذج كالتالي:

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 المتوقعة-P-EPS

• المبيعات المتوقعة-P-SAL

• العوائد المتوقعة قبل الفوائد والضرائب-P-EBIT

## • التدفقات النقدية المتوقعة CF-P

## • الرفع المالي LEV-P

## • الاستثمارات INV-P

ثانياً: لقياس دقة الإفصاح عن الحالة المالية المتوقعة، فرق النموذج المتبوع 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 مقاييس 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

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

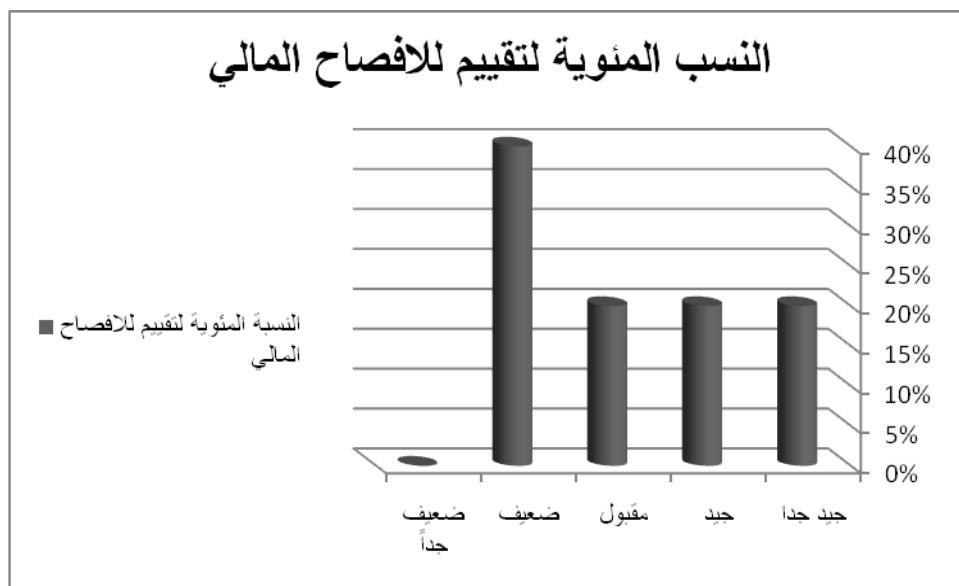
العينة عبارة عن 10/ نشرات إصدار للطروحات الأولية المدروسة وقد كانت نتائج تصنيف مستوى الإفصاح المالي لها كما هي موضحة بالجدول رقم (3)

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

التقييم	درجة الإفصاح المالي	البيان	الترتيب
جيد جداً	4	بنك عودة 2009	1
جيد جداً	4	بنك الأردن سوريا 2009	2
جيد	3.67	بنك التجارة والتمويل 2010	3

ضعيف	2	بنك قطر 2010	4
جيد	3.33	بنك بيبلوس 2010	5
ضعيف	2	البنك الاسلامي 2011	6
مقبول	2.67	فرنسبنك 2011	7
مقبول	2.17	بنك بيبلوس 2011	8
ضعيف	2	بنك بيبلوس 2011	9
ضعيف	1.67	البنك العربي 2011	10

حيث كانت النتائج أن (20%) من الشركات أفصحت إفاصحاً 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 الطرôرات الأولى المدرôسة لقياس الإفصاح غير المالي في نشرات الإصدار للطôرات الأولى، قامت الباحثة بتطبيق النموذج كالتالي: كل جملة في نشرة الإصدار رمزت كـ: لا تحتوي على معلومات إن كانت لا تحتوي على توقعات مستقبلية، وإنما فإنها تصنف حسب محتواها كما يلي:

- المحيط (البيئة) (environment).

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

كل شركة تحصل على علامة للافصاح 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 تقييم الإفصاح غير المالي ، وبعد الاستعانة بنشرات الإصدار المدروسة والمطابقة بين افصاحاتها ودراسة أكثر النشرات إفصاحاً، بالإضافة للاستعانة بالمركز الإحصائي السوري، حيث تم وضع ثلث محددات لكل عنصر من عناصر تقييم الإفصاح المالي، ومن ثم احتساب الوسطي لها لاستخلاص النتائج.

وقد قالت 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 للافصاح 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 الإحصائي السوري ونشرات الإصدار

العوامل	محددات القياس	درجات القياس
---------	---------------	--------------

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

					<ul style="list-style-type: none"> <li>• التحدث عن المزايا المتوقعة والقيمة المضافة لطرح هذه المنتجات</li> <li>• تحديد إطار زمني ومكانى لطرح هذه المنتجات</li> </ul>	جديدة
0/ ولا درجة	1/ درجة واحدة	2/ درجتين	3/ درجات	4/ درجات	<ul style="list-style-type: none"> <li>• التحدث عن النشاطات أو المنتجات المراد تطويرها</li> <li>• التحدث عن الفوائد والنتائج المتوقعة والقيمة المضافة للتطوير</li> <li>• تحديد إطار زمني ومكانى لتطوير هذه الأنشطة والمنتجات</li> </ul>	نشاطات / منتجات لتطوير

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

الجدول رقم (5) درجات تقييم الإفصاح غير المالي

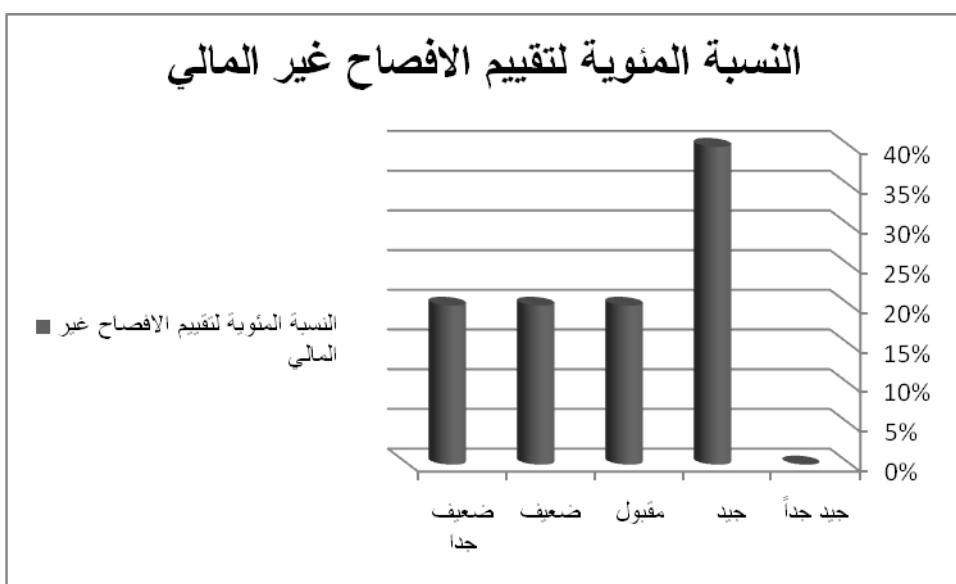
التقييم	درجة الإفصاح غير المالي	البيان	الترتيب
جيد	3.56	بنك عودة 2009	1
جيد	3.14	بنك الأردن سوريا 2009	2
جيد	3.14	بنك التجارة والتمويل 2010	3
مقبول	2.57	بنك قطر 2010	4
جيد	3.57	بنك بيبلوس 2010	5
مقبول	2.43	البنك الإسلامي 2011	6
ضعيف جداً	0.57	فرنسبنك 2011	7
ضعيف	1.14	بنك بيبيو 2011	8
ضعيف جداً	0.86	بنك بيبلوس 2011	9
ضعيف	1.14	البنك العربي 2011	10

حيث كان التقييم على أساس ما هو 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 افصالات غير المالية في نشرات إصدارها كان مستواها ضعيف أو ضعيف جداً.



الشكل رقم (2) النسب المئوية لتقييم الإفصاح غير المالي

## اختبار الفرضيات:

أولاً : الفرضية الأولى :

ومن خلال احتساب الفرق بين سعر الإغلاق وسعر الإصدار في أول يوم تداول وجدت الباحثة بأن جميع الطرادات الأولية محل الدراسة مسيرة بأقل من قيمتها الحقيقة والتي تراوحت ما بين 189.248 - 45.0% .

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.

ثانياً: الفرضية الثانية:

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

قبل 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) .

الثانية لفرضية بيرسون ارتباط معامل (7) رقم جدول Symmetric Measures					
		Value	Asymp. Std. Error <sup>a</sup>	Approx. T <sup>b</sup>	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.057	.342	.163	.875 <sup>c</sup>
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 الا ( $Sig = 0.207$ ) 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.

الثالثة لفرضية بيرسون ارتباط معامل (8) رقم جدول Symmetric Measures					
		Value	Asymp. Std. Error <sup>a</sup>	Approx. T <sup>b</sup>	Approx. Sig.
Interval by Interval	Pearson's R	.436	.240	1.371	.207 <sup>c</sup>
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 التأكيد يعاني منها المستثمرون حول القيمة الحقيقية للأسهم المطروحة لاكتتاب العام، والقيمة الحقيقة للشركة ذات الطرح الأولى 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 الأولى، حيث كانت النسبة الأكبر لنتائج مستوى الإفصاح المالي هو ضعيف.
- يؤثر مستوى الإفصاحات غير المالية لنشرات الإصدار في الطروحات الأولى للأسماء على الفرق بين سعر الإغلاق وسعر الإصدار لأول يوم تداول للأسماء المطروحة للاكتتاب، وبالتالي تستطيع الشركة استخدامها لإرسال إشارات عن قيمتها الحقيقية لتشجيع إصداراتها.
- هناك ضعف في الإفصاحات غير المالية لشركات الطرح الأولى، إذ أن نسبة الإفصاحات الجيدة جداً كانت صفر بالمائة، فلم ترتفع أي نشرة إصدار لها المستوى من الإفصاح.

#### النوصيات والمقترحات:

استناداً إلى النتائج السابقة:

- السوق المالية السورية سوق ناشئة، ولذلك تحتاج لضوابط ومحددات أكثر دقة من المطبقة حالياً، وشفافية أكثر في عرض البيانات والمعلومات، وتتوفر قاعدة بيانات أشمل وأدق من الموجودة حالياً. حيث عانت الباحثة خلال جمعها للبيانات من عدم توفر بعضها وعدم دقتها، حيث اضطررت إلى حذف طروحات أولية ضمن العينة المدروسة وضمن الفترة الزمنية المحددة للدراسة بسبب عدم توفر أي بيانات أو معلومات عن تاريخ طرحها للتداول العام.
- ترى الباحثة أنه من المفيد وضع محددات واضحة لإفصاحات الشركات في نشرات إصداراتها المالية أو غير المالية 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 الأولى في السوق خلال ثلاثة أعوام 2009-2011 هي 12 طرحاً أولياً ومعظمها كان لتنمية متطلبات هيئة سوق دمشق للأوراق المالية لحجم رأس المال.

#### المراجع:

##### الكتب والدوريات العربية:

1. آركارو. جيمس بي و شولتز. رون / 1994 ، ترجمة ليلى زيدان، 1999، الطبعة الأولى، 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. LOUGHREN .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](http://www.dse.sy) : 13/4/2015
22. [www.scfms](http://www.scfms) : 14/4/2015
23. [www.cbssyr.org](http://www.cbssyr.org) : 16/5/2015