

استخدام المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية
بناء مؤشرات أسعار الأسهم بالتطبيق علي
مؤشر البورصة المصرية (EGX 30)

شيماء فكرى مهني خليل
مدرس مساعد- قسم المحاسبة
كلية التجارة- جامعة الزقازيق

ملخص البحث

يتناول البحث دور المعلومات المحاسبية والنسب المالية التحليلية المشتقة منها في تطوير منهجية بناء مؤشرات أسعار الأسهم، وذلك من خلال دراسة تحليلية للمنهجية المتبعة في بناء مؤشرات أسعار الأسهم من قبل كبرى الجهات المتخصصة في هذا المجال، وذلك بهدف تطوير مؤشر الأسعار العام لسوق الأسهم المصرية ، وذلك بعد تقييم منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في ضوء المعايير الدولية المتعارف عليها وفي الواقع العملي، وقد اعتمدت المنهجية المقترحة لتطوير منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية علي التالي: إدخال بعض معايير الاختيار الإضافية مع تطوير المقاييس المستخدمة في معايير الاختيار الحالية لأسهم المؤشر، وذلك بجانب الاهتمام بقياس معدل العائد الإجمالي، وتقييم الأداء المالي لأسهم المؤشر الأساسي، وبناء المؤشرات الفرعية، وتقييم الأداء المالي لأسهمها.

Abstract

This study investigates the role of the accounting information and the analytic financial ratios derived from them in the development of the equity indexes' methodology, through an analytic study for the followed equity indexes' methodology from the greatest specialized institutions in this field in order to develop the Egyptian stock exchange's index, and that was after it has been evaluated in light of the followed methodology from the greatest specialized enterprises in this field and a field study for in the practical reality.

The suggested methodology for the development of the Egyptian stock exchange's index approves on the next elements: introducing some additional choice criteria with the development of measures used in the current choice criteria. Besides paying more attention for the measurement of the total return of the index, the evaluation of the financial performance to the shares of the main index and constructing subsidiary indexes, and the evaluation to their shares.

تقديم

تعتبر مؤشرات أسعار الأسهم حديثة العهد في سوق الأوراق المالية المصرية، فكانت البداية في عام "1993" مع صدور مؤشر الهيئة العامة لسوق المال، تلاها قيام بورصتي القاهرة والإسكندرية بإصدار مؤشر "CASE-50" للسعر ولإجمالي العائد، وقد كانت فترة حساب كل منهما من "يناير 2000" حتى "يناير 2003"، وأخيراً قيام بورصتي القاهرة والإسكندرية بإصدار مؤشر "ECX-30" للسعر في "فبراير 2003" (المعروف بمؤشر CASE-30 سابقاً)، وهو يعد المؤشر العام الرئيسي للبورصة المصرية حالياً. أما علي مستوي العالم الخارجي فإن لمؤشرات أسعار الأسهم تاريخاً طويلاً نمت وتطورت من خلاله خاصة في الولايات المتحدة، والتي تعتبر أول سوق للأوراق المالية أنشئت فيها مؤشرات لأسعار الأسهم، وذلك من خلال مؤسسة "داو جونز" الأمريكية في عام "1896"، تلتها مؤسسة "ستاندرد أند بورز" الأمريكية في عام "1926"، ثم انتشرت في بقية أسواق المال الأوروبية (Dow Jones, 2007)، الأمر الذي يوضح أن التجربة المصرية سبقتها تجارب قوية علي مراحل زمنية متعاقبة تحتم علينا الاستفادة منها خاصة في ظل النمو السريع والمتلاحق لنشاط سوق الأوراق المالية المصرية.

مشكلة البحث

تعد النسب المالية الخاصة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي للأسهم تحتل الأولوية في اهتمامات المستثمرين عند تحليلهم للقوائم المالية بغرض اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم، وعليه فقد اعتمدت كبري المؤسسات المتخصصة في بناء مؤشرات أسعار الأسهم على استخدام المعلومات المحاسبية والنسب المالية التحليلية المشتقة منها خاصة المتعلقة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي للأسهم في تطوير منهجية بناء هذه المؤشرات (هويدي، 1993؛ الطحان، 1995). وهو الأمر الذي ترتب عليه إمكانية الاستفادة من هذه المؤشرات في التحليل الأساسي بجانب التحليل الفني حيث لم تعد المؤشرات مجرد أداة لتتبع مستوي الأسعار بسوق الأسهم، بل أصبحت نظاماً يصمم لإمداد المتعاملين في سوق الأسهم بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن الأداء العام لسوق الأسهم، وهو التطوير الذي مازال يفتقد إليه سوق الأسهم المصرية حتى مع صدور مؤشر "EGX-30" والذي يعد المؤشر الرئيسي للبورصة.

ويمكن التعبير عن مشكلة البحث في التساولين التاليين:

ما هو دور المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناء مؤشرات أسعار الأسهم؟

كيفية استخدام المعلومات المحاسبية والنسب المالية التحليلية المشتقة منها في تطوير منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية؟

هدف البحث:

يهدف البحث إلى تطوير منهجية بناء مؤشر الأسعار العام لسوق الأسهم المصرية، وذلك بهدف رفع كفاءة الاستدلال به في تدعيم قرارات الاستثمار في الأسهم، وسيتم الوصول إلي الهدف الرئيسي للبحث من خلال التعرف علي الضوابط والمعايير المتبعة في بناء مؤشرات أسعار الأسهم بواسطة كبرى المؤسسات المتخصصة في هذا المجال، وبيان كيف استفادت تلك المؤسسات من المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناء المؤشرات الصادرة عنها.

منهجية البحث: تعتمد منهجية البحث علي ما يلي:

دراسة تحليلية: للمنهجية المتبعة في بناء مؤشرات أسعار الأسهم من قبل كبرى الجهات المتخصصة في هذا المجال، بهدف التعرف علي الضوابط والمعايير المتبعة في بناء المؤشرات، وكذلك بيان دور المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناءها.

دراسة مقارنة: لتقييم منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في ضوء المنهجية المتبعة من قبل كبرى المؤسسات المتخصصة في هذا المجال.

دراسة ميدانية: لتقييم منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في الواقع العملي، وذلك من خلال قائمة الاستقصاء توجه إلى عينة من شركات الوساطة المالية الأكثر نشاطاً من حيث إجمالي القيمة المتداولة من خلال كل شركة طبقاً للتقرير الصادر عن بورصة الأوراق المالية المصرية خلال عام "2007".

خطة البحث: تنقسم خطة البحث إلى ثلاثة مباحث :

المبحث الأول: المنهجية التقليدية لبناء مؤشرات أسعار الأسهم

المبحث الثاني: دور المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناء مؤشرات الأسهم.

المبحث الثالث: تقييم منهجية بناء مؤشر البورصة المصرية وإمكانية تطويرها.

المبحث الأول

المنهجية التقليدية لبناء مؤشرات أسعار الأسهم

يتناول هذا المبحث الإطار العام لمؤشرات أسعار الأسهم، ودراسة تحليلية للمنهجية التقليدية لبناء هذه المؤشرات، وتتضمن ثلاثة مراحل رئيسية تبدأ باختيار عينة أسهم المؤشر، يليها حساب معدل العائد المؤشر، وأخيراً تعديلات قاسم المؤشر، وذلك على النحو التالي:

أولاً: الإطار العام لمؤشرات أسعار الأسهم

تمثل مؤشرات أسعار الأسهم قيمة عددية تقاس بها التغيرات في أسواق الأسهم، ويعبر عنها كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمتها في فترة الأساس أو نقطة البداية، وتكشف المؤشرات عن الاتجاه العام للأسعار بأسواق الأسهم، حيث تقيس تحركات أسعار الأسهم ارتفاعاً وانخفاضاً الأمر الذي يعكس الاتجاه العام لسوق الأسهم، (Cairo & Alex .Stock Exchange, 2006; Standard and Poor's, 2003).

ثانياً: المراحل الرئيسية للمنهجية التقليدية لبناء مؤشرات أسعار الأسهم.

تقتصر المنهجية التقليدية لبناء مؤشرات أسعار الأسهم على بناء المؤشرات الأساسية، والتي تمر بعدة مراحل تبدأ باختيار عينة أسهم المؤشر، يليها قياس معدل عائد المؤشر، وأخيراً إجراء التعديلات اللازمة لقاسم المؤشر (Standard and Poor's, 2006).

اختيار عينة أسهم المؤشر الأساسي

تبدأ عملية اختيار عينة الأسهم بتمهيد سوق الأسهم لبناء مؤشر الأسعار الخاص به أولاً، وذلك قبل دراسة وتقييم الشركات المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية طبقاً لمجموعة من المعايير الخاصة بتحديد عينة أسهم المؤشر نستعرضها على النحو التالي:

1/1) تمهيد سوق الأسهم لبناء مؤشر الأسعار الخاص به

تتضمن الخطوات التمهيدية تحديد مجتمع أسهم المؤشر والتصنيف القطاعي للشركات (Morgan Stanly Capital International, 2006). ويرتبط تحديد مجتمع الأسهم بالهدف من بناء المؤشر نفسه، فإذا استهدف المؤشر قياس أداء قطاع ما، فإن مجتمع الأسهم لذلك المؤشر يقتصر على شركات ذلك القطاع وهكذا. أما التصنيف القطاعي فيقصد به إعادة تصنيف الشركات طبقاً لأحدى التصنيفات القطاعية المعتمدة. وذلك بهدف وضع قواعد منظمة تساعد في تحديد الوزن النسبي لكل قطاع داخل سوق المال وتحقيق التمثيل القطاعي العادل.

2/1) دراسة وتقييم الشركات المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية.

يتم دراسة وتقييم الشركات المتداول أسهمها بكل قطاع رئيسي من قطاعات السوق طبقاً لمجموعة من المعايير تتضمن: الحجم، ونسب التداول الحر، والسيولة، والربحية، والتمثيل القطاعي العادل (Standard and Poor's, 2006) علي النحو التالي:

أ- الحجم:

يقصد به حجم رأس المال السوقي للشركة، والتي تتحدد على أساس القيمة السوقية لإجمالي الأسهم العادية المصدرة للشركة، ويشير المفهوم السابق لرأس المال السوقي إلي رأس المال السوقي غير المعدل بنسبة أسهم الشركة العادية المتاحة للتداول الحر (Standard and Poor's, 2006)، كما أن هناك مفهوم آخر لحجم رأس المال السوقي، وهو رأس المال المعدل بنسبة التداول الحر، والذي يتحدد على أساس القيمة السوقية للأسهم المتاحة للتداول الحر.

ب- نسبة التداول الحر:

تعرف نسبة التداول الحر للسهم بنسبة المتاحة للتداول الحر للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، وغير المملوكة لأي من المجموعات التالية (Standard and Poor's, 2004): المؤسسون، وأعضاء مجلس الإدارة، والعاملون بالشركة، والوحدات الحكومية والجهات التابعة لها، أسهم الخزانة، المساهمون الرئيسيون، والشركات المساهمة الأخرى.

ج- سيولة الأسهم:

تنقسم مقاييس السيولة إلي مقاييس السيولة المطلقة، ومقاييس السيولة النسبية. المقاييس المطلقة هي تلك المقاييس التي تعطي قيم مطلقة تستخدم في تقدير سيولة الأسهم المنضمة للمؤشر، حيث تتضمن مقارنات لأرقام مطلقة لأحجام وكميات التداول الخاصة بأسهم الشركة. أما المقاييس النسبية فهي تلك المقاييس التي تعطي قيم للسيولة ليس لها دلالة في حد ذاتها إلا إذا تمت مقارنتها بمعايير مرجعية تمكن من تحليل وتقييم مستوى السيولة الذي يتمتع به السهم، وذلك بمقارنة بمستويات السيولة لباقي أسهم القطاع التابع له، أو بمستوي سيولة القطاع ككل، أو بمستوي سيولة السوق ككل (Morgan Stanly Capital International, 2006).

د- الربحية:

وتقدر ربحية الشركة بالإيرادات من المبيعات، وأرباح الشركة من النشاط الجاري، وصافي أرباح الشركة (Standard and Poor's, 2006; Dow Jones, 2007).

هـ- التمثيل القطاعي العادل:

ويقصد به التمثيل العادل لمختلف القطاعات داخل عينة أسهم المؤشر العام، فينبغي للمؤشر الذي يستهدف قياس الأداء العام لسوق الأسهم ألا يكون قاصراً على قطاعات دون أخرى، بل يتضمن أسهماً لشركات في كل قطاع حسب وزنه النسبي (Standard and Poor's and Morgan Stanly Capital International, 2006;Dow Jones and FTSE, 2004).

قياس معدل العائد لأسهم المؤشر الأساسي

يتضمن قياس معدل العائد عدة خطوات تبدأ بحساب القيمة المطلقة للمؤشر، ثم يتم تحويلها إلى مستوي المؤشر، وأخيراً حساب التغير في مستوي المؤشر "معدل العائد" (Standard and Poor's, 2006). وتتوقف القيمة المطلقة للمؤشر ومن ثم كل من مستوي المؤشر ومعدل العائد علي المدخل المستخدم في تحديد الوزن النسبي لعينة أسهم المؤشر. وهناك أربعة مداخل المستخدمة في تحديد الوزن النسبي هي: مدخل سعر الإقفال، ومدخل رأس المال السوقي الكلي "غير المعدل"، ومدخل رأس المال السوقي المعدل، ومدخل الأوزان النسبية المتساوية (Standard and Poor's, 2004; المعهد العربي للتخطيط، 2003).

(1/2) مدخل سعر الإقفال:

يقصد بسعر الإقفال السعر الذي تنتهي به المبادلات اليومية في سوق ما، إلا إنه في بعض الأسواق التي تشهد تعاملات ضعيفة فقد يتم تفضيل اتخاذ المتوسط المرجح بكميات التداول الخاصة بكل ورقة مالية سعراً للإقفال (المهيلمى، 2004). ووفقاً لهذا المدخل تعتبر التغيرات في أسعار الأسهم بمثابة المحدد للوزن النسبي، حيث يتحدد الوزن النسبي لكل سهم على أساس نسبة سعر إقفال السهم إلى مجموع أسعار إقفال الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، ولقياس معدل العائد لهذه المؤشرات يتم حساب القيمة المطلقة للمؤشر، وتقدر بحاصل جمع أسعار إقفال الأسهم المدرجة بالمؤشر، ثم يتم تحويلها إلى مستوي المؤشر بواسطة قاسم المؤشر، والقاسم في صورته البسيطة لا يعدو كونه إجمالي عدد أسهم الشركات التي يضمها المؤشر (Dow Jones, 2004). وأخيراً حساب التغير في مستوي المؤشر "معدل العائد اليومي/الإجمالي"، وذلك بقسمة مستوي المؤشر لليوم الحالي علي "مستوي المؤشر لليوم السابق/في تاريخ الأساس".

(2/2) مدخل رأس المال السوقي "غير المعدل":

يتحدد الوزن النسبي لأسهم المؤشرات المرجحة بإجمالي رأس المال السوقي وفقاً لرأس المال السوقي غير المعدل بنسبة التداول الحر لأسهم المؤشر (هندي، 1997) ، وبذلك لم تعد تغييرات سعر السهم هي المحدد الوحيد للوزن النسبي، بل تم إضافة محدد آخر للوزن النسبي يتمثل في إجمالي عدد الأسهم العادية المتداولة للشركة، وهو ما يميزه عن المدخل السابق.

وعلي عكس المؤشرات المرجحة سعرياً ، لا تعتبر هذه المؤشرات متوسطاً بل رقماً قياسياً، حيث يعطي للمؤشر في فترة الأساس قيمة تقديرية لتكون نقطة البداية للمؤشر، ويتم قياس معدل العائد لهذه المؤشرات (Standard and Poor's, 2006) بحساب القيمة المطلقة للمؤشر، وتقدر بإجمالي رأس المال السوقي "غير المعدل" لشركات المؤشر، والتي يتم تحويلها إلي مستوى المؤشر بواسطة قاسم المؤشر، والذي يشتق من نقطة البداية في المؤشر "التاريخ الأساسي" بقسمة إجمالي رأس المال السوقي "غير المعدل" على رقم يختار ليكون نقطة البداية للمؤشر. ثم يتم حساب التغير في مستوى المؤشر "معدل العائد اليومي/ الإجمالي" بقسمة مستوى المؤشر لليوم الحالي علي مستوى المؤشر "اليوم السابق/ في تاريخ الأساس".

(3/2) مدخل رأس المال السوقي المعدل:

وفقاً لمدخل رأس المال السوقي المعدل ليضاف محدد ثالث للوزن النسبي لأسهم المؤشر يتمثل في نسبة التداول الحر، وعليه فإن الوزن النسبي لأسهم المؤشرات المرجحة برأس المال السوقي المعدل يتحدد على أساس رأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر لأسهم المؤشر، ويتم قياس معدل العائد لهذه المؤشرات (Standard and Poor's, 2006) بحساب القيمة المطلقة للمؤشر، وتقدر برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر لشركات المؤشر، ثم يتم تحويلها إلى مستوى المؤشر بواسطة قاسم المؤشر. وأخيراً يتم حساب التغير في مستوى المؤشر "معدل العائد" بنفس الطريقة السابقة (Morgan Stanly Capital International, 2006).

(4/2) مدخل الأوزان النسبية المتساوية

يعتمد مدخل الأوزان النسبية المتساوية على إعطاء وزن نسبي متساوي لكل سهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر (المعهد القومي للتخطيط بالكويت، 2003)، وفي ظل تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر فإن مدخل تساوي الأوزان النسبية يتطلب حساب كمية تقدر بـ "جزء من السهم" تتحدد بقيمة مقلوب السعر وذلك حتى تكون القيمة متساوية (السعر

السوقي (كمية × السعر) (الكمية × السعر) داخل المؤشر مساوية للواحد الصحيح (هندي، 1997).

وتبدأ عملية قياس معدل العائد لهذه المؤشرات (Standard and Poor's, 2006) بحساب القيمة المطلقة للمؤشر: وتقدر بإجمال يرأس المال السوقي لشركات المؤشر، غير أن رأس المال السوقي لأسهم المؤشرات متساوية الوزن النسبي ليست هي القيمة السوقية الفعلية، بل هي قيمة سوقية اسمية، ويرجع ذلك إلي أن كمية الأسهم المستخدمة ليست الكمية الفعلية وإنما كمية تقدر بمقلوب السعر الخاص بكل سهم. ثم يتم تحويل القيمة المطلقة للمؤشر إلي مستوي المؤشر بقسمة رأس المال السوقي الأسمى للشركات التي يتكون منها المؤشر علي القاسم، وأخيراً يتم حساب التغير في مستوي المؤشر "معدل العائد".

3) تعديلات قاسم المؤشر

تصمم مؤشرات أسعار الأسهم كي تعكس تغييرات القيمة السوقية لشركات المؤشر الناتجة عن قوى السوق فقط "العرض والطلب" غير أن هناك تغييرات أخرى تحدث للقيمة السوقية لشركات المؤشر كالحذف والإضافة، وبعض أعمال الشركات (مثل طرح أسهم الشركة للتداول العام، وإعادة شراء الشركة لأسهما، وتوزيعات الأسهم) التي تؤثر على القيمة السوقية لشركات المؤشر، حيث يتطلب كل هذه التغييرات إجراء تعديلات لقاسم المؤشر للاحتفاظ بمستوي ثابت له.

المبحث الثاني

دور المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناء

مؤشرات أسعار الأسهم

يتناول هذا المبحث دراسة وتحليل المنهجية الحديثة المتبعة في بناء مؤشرات أسعار الأسهم، والتي تعتمد بشكل رئيسي علي استخدام المعلومات المحاسبية والنسب المالية التحليلية المشتقة منها في استحداث ثلاثة مراحل إضافية للمراحل السابقة للمنهجية التقليدية، تتضمن الأولى منها تقييم بعض جوانب الأداء المالي لأسهم المؤشر الأساسي من خلال إعداد مجموعة من النسب المالية التحليلية المجمع، وتتضمن الثانية إعداد مجموعة من مؤشرات أسعار الأسهم الفرعية، وتتضمن المرحلة الأخيرة تقييم بعض جوانب الأداء المالي لأسهم المؤشرات الفرعية، (Morgan Stanly Capital International, 2005; 2006; Standard and Poor's, 2006) ويبدأ المبحث باستعراض المعلومات المحاسبية المرتبطة بتطوير منهجية بناء مؤشرات الأسهم، وبيان كيفية الاستفادة منها

في تطوير منهجية بناء المؤشرات، وكذلك أهم الآثار المترتبة علي استخدامها في بناء مؤشرات أسعار الأسهم.

أولاً: المعلومات المحاسبية المرتبطة بتطوير منهجية بناء مؤشرات أسعار الأسهم وتنقسم إلي معلومات محاسبية خاصة بالفترة المالية الحالية، ومعلومات محاسبية تاريخية،

بالإضافة إلي تنبؤات المحللين الماليين بالنسبة لبعض العناصر كما يلي:

معلومات محاسبية خاصة بالفترة المالية الحالية:

الإيرادات من المبيعات

صافى أرباح الشركة عن الفترة المالية الحالية، ونصيب السهم من الأرباح.

نصيب السهم العادي من التوزيعات، وكذلك التوزيعات المقررة لحملة الأسهم الممتازة.

اهلاكات الأصول الملموسة وغير الملموسة.

رأس مال الأسهم العادية، وما يحتويه من الإفصاح اللازم عن البيانات الخاصة بعدد الأسهم

العادية المصرح بها، والمصدرة، والمتداولة، والقيمة الاسمية للسهم.

رأس المال الإضافي الخاص بالأسهم العادية.

الأرباح المقرر احتجازها، والاحتياطيات.

معلومات محاسبية تاريخية:

1) صافى أرباح الشركة عن فترة زمنية تتراوح ما بين ثلاثة إلى خمس سنوات مالية سابقة،

حيث تستخدم في تقدير معدل النمو التاريخي في ربحية الشركة.

الإيرادات من المبيعات عن فترة زمنية تتراوح ما بين ثلاثة إلى خمس سنوات مالية سابقة، حيث

تستخدم في تقدير معدل النمو التاريخي في المبيعات في المدى الطويل.

نصيب السهم العادي من الأرباح في نهاية السنة المالية الماضية، وذلك لتقدير معدل النمو في

ربحية السهم في المدى القصير.

التوزيعات النقدية لحملة الأسهم العادية عن فترة زمنية تتراوح ما بين ثلاثة إلى خمس سنوات

سابقة، وذلك لتقدير معدل نمو التوزيعات التاريخي في المدى الطويل.

تنبؤات المحللين الماليين لكل من:

نصيب السهم من الأرباح في نهاية السنة المالية الحالية والسنة المالية القادمة، وذلك لتقدير معدل

نمو ربحية السهم في المدى القصير.

صافي أرباح الشركة عن فترة زمنية تتراوح ما بين ثلاثة إلى خمس سنوات مالية قادمة، وذلك لتقدير معدل النمو المستقبلي في الربحية في المدى الطويل.

ثانياً: دور المعلومات المحاسبية في منهجية بناء مؤشرات الأسهم:

تستخدم المعلومات المحاسبية السابقة والنسب المالية التحليلية المشتقة منها في منهجية بناء مؤشرات الأسهم في الجوانب التالية (Morgan Stanly Capital International, 2005; 2006):

تقييم بعض جوانب الأداء المالي لشركات المؤشر الأساسي، حيث تستخدم المعلومات المحاسبية في إعداد مجموعة من النسب المالية التحليلية المجموعة الخاصة بالتقييم السوقي وقياس معدلات النمو والربحية⁽¹⁾ لأسهم المؤشر الأساسي.

إعداد مؤشرات أسعار الأسهم الفرعية، والتي تتضمن مؤشرات النمو والقيمة ومعدل عائد التوزيعات، حيث تستخدم المعلومات المحاسبية في جميع مراحل إعداد تلك المؤشر ابتداءً من اختيار عينة أسهم المؤشر، ثم قياس معدل العائد، وانتهاءً بتقييم الأداء المالي لشركات المؤشرات الفرعية، وذلك علي النحو التالي:

أ) مرحلة اختيار وتحديد عينة أسهم المؤشرات الفرعية:

تستخدم المعلومات المحاسبية في تحديد عينة الأسهم التي سيتم إدراجها بكل مؤشر من المؤشرات الفرعية، وذلك علي النحو التالي:

مؤشري النمو والقيمة⁽²⁾: تستخدم المعلومات المحاسبية في إعداد مجموعة من النسب المالية التحليلية الخاصة بالتقييم السوقي وقياس معدلات النمو والربحية، حيث تستخدم تلك النسب في

1-ومن أبرز نسب التقييم السوقي (Dow Jones, 2007; Morgan Stanly Capital International, 2006; Morningstar

Incorporation, 2004 ; Standard and Poor's, 2006):نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم ، نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم

المستقبلية/المتوقعة، نسبة سعر السهم إلى التدفقات النقدية للسهم، نسبة سعر السهم إلى المبيعات للسهم، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

للسهم معدل عائد التوزيعات. بينما من أبرز نسب قياس معدلات النمو والربحية ما يلي: معدل العائد على حقوق الملكية، معدل النمو الداخلي لربحية

السهم، معدل نمو ربحية السهم المستقبلية في المدى القصير، معدل النمو المستقبلي في ربحية السهم في المدى الطويل، معدل النمو التاريخي

لربحية السهم في المدى الطويل، معدل النمو التاريخي للمبيعات في المدى الطويل.

2- ومن أبرز نسب أسهم القيمة (Morgan Stanly Capital International, 2005; Standard and Poor's,2006): نسبة

القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، نسبة ربحية السهم المستقبلية إلى سعر السهم، معدل عائد التوزيعات. بينما تتضمن نسب تصنيف الأسهم

تصنيف الأسهم المدرجة بالمؤشر الأساسي إلى مجموعتين من الأسهم، الأولى تمثل الأسهم المتنامية، أما الثانية فتتمثل أسهم القيمة.

مؤشر معدل عائد التوزيعات: تستخدم المعلومات المحاسبية في قياس معدل عائد التوزيعات، وتحديد الأسهم التي تنسم بارتفاع معدل عائد التوزيعات لها مقارنة بباقي الأسهم لإدراجها في مؤشر معدل عائد التوزيعات.

(2) قياس معدل العائد على أسهم المؤشرات الفرعية:

تعد المؤشرات الفرعية من المؤشرات المرجحة بالأداء المالي لعينة الأسهم التي تقوم عليها، فالنسب المالية التي استخدمت في تصنيف الأسهم المدرجة بتلك المؤشرات تدخل كمحدد للوزن النسبي ضمن محددات الوزن النسبي الأخرى في معادلة حساب قيمة المؤشر.

(3) تقييم الأداء المالي لشركات المؤشرات الفرعية:

تستخدم المعلومات المحاسبية في تقييم بعض جوانب الأداء المالي لأسهم المؤشرات الفرعية ، حيث يتم إعداد مجموعة من النسب المالية المجمع الخاصة بالتقييم السوقي لأسهم المؤشرات القيمة، بينما يهتم بإعداد مجموعة النسب المالية الخاصة بقياس معدلات النمو والربحية لأسهم مؤشرات النمو.

ثالثاً: أهم الآثار المترتبة على استخدام المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناء مؤشرات أسعار الأسهم:

ترتب على استخدام المعلومات المحاسبية في تطوير منهجية بناء مؤشرات الأسهم إلى إمكانية الاعتماد عليها في التحليل الأساسي للأوراق المالية بجانب التحليل الفني، ويمتد التحليل الأساسي لدراسة أثر الظروف الاقتصادية علي كافة القطاعات المتداولة حيث يتم دراسة وتحليل الظروف الخاصة بكل قطاع لتقدير مدى تأثيره بالأوضاع الاقتصادية السائدة، ومعرفة القطاعات التي تتميز بدرجة عالية نسبياً من النمو والعائد عن باقي القطاعات في ظل الأوضاع الاقتصادية السائدة (علي، 2007؛ هندي، 1997؛ صبح، 2007)، ويتم ذلك من خلال مقارنة معدلات العائد لمؤشرات القطاعات المختلفة مع المؤشر العام، وهو ما يساهم في توجيه الاستثمارات المالية نحوها وتركيز الاهتمام في المرحلة التالية علي تحليل أداء هذه القطاعات والشركات التابعة لها،

المتنامية ما يلي: معدل نمو ربحية السهم المستقبلية في المدى الطويل، معدل نمو ربحية السهم المستقبلية في المدى القصير، معدل النمو الداخلي

لربحية السهم، معدل نمو ربحية السهم التاريخية في المدى الطويل، معدل نمو المبيعات التاريخية للسهم في المدى الطويل.

والتي عادة ما يكون أداءها متميز نسبياً عن أداء شركات القطاعات الأخرى، ويتم ذلك بمقارنة النسب المالية الخاصة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي لإحدى شركات القطاع بكل المعايير المرجعية كمتوسطات الصناعة ممثلة بالنسب المالية المجمعة للأسهم المؤشر القطاعي، وكذلك متوسطات السوق من خلال المقارنة بالنسب المالية التحليلية المجمعة لأسهم المؤشر العام (الدهراوي، 2006؛ صبح، 2007). وبذلك لم تعد تلك المؤشرات يقتصر دورها علي التحليل الفني للأوراق المالية، بل أصبحت مؤشرات الأسهم نظاماً يصمم لإمداد مختلف المتعاملين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن الأداء العام لسوق الأسهم وقطاعاته.

المبحث الثالث

تقييم منهجية بناء مؤشر البورصة المصرية وإمكانية تطويرها
يتناول هذا المبحث تحليل وتقييم منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في ضوء المعايير الدولية المتعارف عليها وذلك لمعرفة جوانب القوة في منهجية بناء المؤشر ومحاولة تنميتها، وكذلك الوقوف علي جوانب الضعف ومحاولة وضع المعالجات المناسبة لها:

أولاً: تحليل منهجية بناء مؤشر البورصة المصرية "EGX-30".

تبدأ المرحلة الأولى من مراحل بناء المؤشر بدراسة وتقييم الشركات المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية تمهيداً لاختيار عينة الأسهم التي سيتم إدراجها بالمؤشر، حيث تتم عملية الدراسة والتقييم من قبل لجنة بناء المؤشر ببورصتي القاهرة والإسكندرية طبقاً لمعايير

التقييم التالية:

سيولة الأسهم: تعتمد لجنة بناء المؤشر علي مقاييس السيولة المطلقة لقياس وتقدير سيولة الأسهم المنضمة للمؤشر، والتي تتضمن قيم التداول وعدد أيام التداول.

نسبة التداول الحر: يمثل التداول الحر بأسهم الشركة المتاحة للتداول الحر لجمهور المستثمرين وغير المملوكة للمساهمين الرئيسيين أو الاستراتيجيين (المساهمين الاستراتيجيين يمتلكون أكثر من "5% من أسهم شركة ومن ثم تستبعد ملكيتهم).

ويتم تصنيف جميع الشركات التي تمتد أو لأسهمها خلالا لستة أشهر الأخيرة حسب إجمالي القيمة المتداولة لكل شركة، ويتم اختيار أعلى ثلاثون شركة باعتبارهم الأكثر سيولة ونشاطاً على ألا تقل نسبة الأسهم المتاحة للتداول الحر عن 15% كحد أدنى للإدراج بالمؤشر. ويتم قياس معدل العائد للمؤشر بحساب القيمة المطلقة للمؤشر (إجمالي رأس المال السوقي لأسهم التداول الحر للشركات

المدرجة بالمؤشر)، ومن ثم يتم تحويلها إلى مستوي المؤشر باستخدام قاسم المؤشر. ويتم قياس معدل العائد اليومي بقسمة مستوي المؤشر لليوم الحالي علي مستوي المؤشر لليوم السابق. قد يتم إجراء تعديلاً علي قاسم المؤشر للاحتفاظ بمستوي ثابت له، وذلك إما بسبب بعض أعمال الشركات التي قد تؤثر على القيمة السوقية للمؤشر، أو بسبب إضافة بعض الشركات إلى المؤشر أو حذفها منه أثناء المراجعة الدورية لشركات المؤشر.

ثانياً: تقييم منهجية بناء مؤشر البورصة المصرية "EGX-30"
وتكشف الدراسة المقارنة عن جوانب القوة والضعف التالية:

أ- جوانب القوة:

كشفت الدراسة المقارنة لتقييم منهجية بناء المؤشر عن جوانب القوة التالية:

- (1) اعتمادها علي مدخل رأس المال السوقي المعدل في تحديد الوزن النسبي للأسهم المدرجة به وحساب القيمة المطلقة للمؤشر، غير أن الاستفادة من الاعتماد علي المدخل السابق لم تكن بالشكل الأمثل، ويرجع ذلك إلي تجاهل حجم رأس المال السوقي للشركات كمعيار رئيسي من معايير اختيار العينة.
- (2) اتفاق المعايير المتبعة في التصنيف القطاعي وتخصيص الشركات المتداول أسهمها في السوق المصرية إلي قطاعات السوق المختلفة مع المعايير الدولية المتعارف عليها.
- (3) اتفاق المرحلة الخاصة بتعديلات قاسم المؤشر والمراجعة الدورية لشركات المؤشر مع المعايير الدولية المتعارف عليها.

ب- جوانب الضعف:

كشفت الدراسة المقارنة لتقييم منهجية بناء المؤشر عن جوانب الضعف التالية:

- (1) المرحلة الأولى: تبينت نواحي القصور التالية في مرحلة اختيار عينة أسهم المؤشر:
 - (1/1) الحاجة إلي تطوير المقاييس المستخدمة في بعض معايير الاختيار الحالية لأسهم المؤشر والتي تتضمن السيولة والربحية.
 - (2/1) إغفال معايير اختيار الأسهم الأخرى التي لا تقل أهمية عن السيولة والنشاط مثل حجم رأس المال السوقي، ومراعاة التمثيل القطاعي العادل لعينة أسهم المؤشر.
 - (3/1) الخلل في تطبيق آلية دمج معايير الاختيار لتحديد عينة أسهم المؤشر.
- (2) المرحلة الثانية: تجاهل حساب العائد الإجمالي لأسهم المؤشر.

3) وفيما يتعلق بالبعد المحاسبي، يلاحظ تجاهلاً واضحاً للمعلومات المحاسبية والنسب المالية التحليلية المشتقة منها في منهجية بناء المؤشر، وإتباعه للمنهج التقليدي لبناء مؤشرات أسعار الأسهم، ويبدو ذلك واضحاً في ظل إغفال لجنة بناء المؤشر عن استكمال منهجية بناء المؤشر بكل مما يلي:

1/3) تقييم الأداء المالي لأسهم المؤشر بإعداد النسب المالية التحليلية المجمعة.

2/3) بناء المؤشرات الفرعية المشتقة من المؤشر الأساسي، وتقييم الأداء المالي لأسهم المؤشرات الفرعية من خلال إعداد النسب المالية المجمعة لأسهمها.

ثالثاً: التقييم الميداني لمؤشر البورصة المصرية "EGX-30"

يتم تقييم منهجية بناء المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية من خلال توجيه قائمتي الاستقصاء إلي شركات الوساطة المالية المصرية، حيث توجه القائمة الأولى إلي عينة من المحللين الفنيين بشركات الوساطة المالية التي لا تصدر مؤشرات لأسعار الأسهم خاصة بها، بينما توجه القائمة الثانية إلي عينة من المحللين الفنيين بالشركات التي تصدر مؤشرات خاصة بها لسوق الأسهم المصرية، وتهدف إلي التعرف علي المنهجية المتبعة في بناء المؤشرات الصادرة عنها، حيث تشير الاختلافات بين المنهجين بشكل غير مباشر إلي بعض جوانب القصور في منهجية بناء مؤشر "EGX-30".

وتتلخص نتائج قائمة الاستقصاء الأولى الموجه إلي شركات الوساطة المالية التي لا تصدر مؤشرات لأسعار الأسهم إلي ما يلي:

1) تعتمد هذه الشركات علي المؤشر الرئيسي للبورصة بشكل رئيسي في متابعة الأداء العام لسوق الأسهم المصرية وتقديم خدمات الدعم الفني لعملائها.

2) تتمثل أهم جوانب القصور في منهجية بناء المؤشر من وجهة نظر المحللين الفنيين بهذه الشركات فيما يلي:

1/2) تجاهل بعض المعايير عند اختيار الأسهم لإدراجها بالمؤشر، وخاصة معيار حجم رأس المال السوقي لشركات المؤشر، وبالإضافة إلي عدم مراعاة التوازن القطاعي لعينة المؤشر.

2/2) عدم الاهتمام بإعداد النسب المالية التحليلية المجمعة الخاصة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي للأسهم المدرجة بالمؤشر.

3/2) عدم الاهتمام ببناء المؤشرات الفرعية المشتقة من مؤشر البورصة الرئيسي.

3) اتفاق المحللين الفنيين علي أن المنهجية المتبعة في بناء مؤشر أسعار الأسهم تؤثر علي قدرة المؤشر في متابعة أداء سوق الأسهم، ومن ثم كلما تطورت المنهجية المتبعة في بناء المؤشر كلما أصبح المؤشر أكثر دقة في متابعة الأداء العام لسوق الأسهم.

بينما تتخلص نتائج قائمة الاستقصاء الموجه إلي شركات الوساطة في الأوراق المالية التي

تصدر مؤشرات لأسعار الأسهم إلي ما يلي:

تعتمد هذه الشركات علي مؤشر الشركة الخاص بشكل رئيسي في متابعة الأداء العام لسوق الأسهم المصرية وتقديم خدمات الدعم الفني لعملائها، فهو من وجهة نظرهم أكثر دقة في متابعة الأداء العام لسوق الأسهم المصرية من مؤشر البورصة.

اعتقاد المحللين الفنيين بهذه الشركات بأن المنهجية المتبعة في بناء المؤشر الخاص بالشركة أكثر تطوراً عن المنهجية المتبعة في بناء مؤشر البورصة.

عند مقارنة المنهجية المتبعة في بناء مؤشرات الخاصة مع مؤشر البورصة تبين اختلافها في كل من: معايير اختيار الأسهم المدرجة بالمؤشر، وكذلك الاهتمام بإعداد النسب المالية المجمعة الخاصة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي لشركات المؤشر. وتعد جوانب الاختلاف السابقة من أهم جوانب القصور في منهجية بناء مؤشر البورصة، والتي أشار إليها المحللين الفنيين بشركات الوساطة المالية التي تعتمد علي المؤشر، وهو ما يؤكد بشكل غير مباشر أن منهجية بناء مؤشر البورصة بحاجة إلي مزيد من التطوير.

رغم أن المنهجية المتبعة في بناء المؤشرات الصادرة عن بعض شركات الوساطة المالية متطورة نسبياً عن المنهجية المتبعة في بناء مؤشر البورصة، إلا أنها في حالة مقارنتها بالمعايير الدولية المتبعة من قبل بعض المؤسسات المتخصصة في بناء مؤشرات أسعار الأسهم فإنها أيضاً في حاجة إلي مزيد من التطوير.

ويتفق التقييم الميداني للمؤشر الرئيسي للبورصة مع الدراسة التحليلية النظرية وعليه سيهتم الجزء التالي بمحاولة وضع المعالجات المناسبة لنقاط الضعف في منهجية المؤشر.

رابعاً: تطوير منهجية بناء مؤشر البورصة المصرية "EGX-30"

تعتمد المنهجية المقترحة لتطوير منهجية بناء مؤشر البورصة علي العناصر التالية:

تطوير المقاييس المستخدمة في معايير الاختيار الحالية كالسيولة والربحية.

إدخال بعض معايير الاختيار الإضافية، وتتضمن حجم رأس المال السوقي، ومراعاة التمثيل القطاعي العادل. وكذلك تطوير الآلية المتبعة في دمج هذه المعايير. الاهتمام بقياس معدل العائد الإجمالي لأسهم المؤشر بجانب العائد علي السعر. الاهتمام بتقييم الأداء المالي لأسهم المؤشر الأساسي، وخاصة جوانب الأداء المتعلقة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي لأسهم المؤشر. الاهتمام ببناء المؤشرات الفرعية المشتقة وتقييم الأداء المالي لأسهمها وخاصة جوانب الأداء المتعلقة بقياس معدلات النمو والربحية والتقييم السوقي لها.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- المعهد العربي للتخطيط، "ماذا تعرف عن مؤشرات أسعار الأسهم"، الكويت، 2003.
- المهلمي، عبد المجيد، "التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، 2006.
- د. الدهراوي، كمال الدين، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- د. الطحان، محمد أبو العلا، "دراسة درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات المتحدة"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ابريل 1995، ص 148-167.
- د. صبح، محمود، "مدى إدراك محلي الائتمان والأوراق المالية لمدلول وأهمية 55 مؤشر مالي باستخدام اختبار ولكوكسون"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ابريل 1995، ص 371-448.
- د. هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، دار المعارف، الإسكندرية، 1997.
- د. هويدي، علي محمد حسن، "القوائم المالية كمصدر للمعلومات لمتخذي قرارات الاستثمار وقرارات الائتمان: دراسة اختباريه"، *مجلة آفاق جديدة*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الأول، يناير 1993، ص 148-167.

علي، شريف حسن، " دليلك العملي للاستثمار في البورصة"، إصدار خاص لمعرض ومؤتمر
الاستثمار في البورصة: تريند 2007.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

Cairo & Alex. Stock Exchange(2003), "*CASE-30 Index Rules*", (Available
at: <http://www.egyptse.com>, accessed: 2007).

—————, (2007), "*Sector Classification Guide*",(Available at:
<http://www.egyptse.com>, accessed: 2007).

—————, (2007), "*Sector Indices: Overview and Methodology*
", (Available at: <http://www.egyptse.com>, accessed: 2007).

————— and Dow Jones & Company (DJ), (2006), "*Dow Jones CASE Egypt
Titans 20 Index*", (Available at: <http://www.egyptse.com>, accessed: 2006).

Dow Jones & Company (DJ), (2004), "*Dow Jones Averages: Methodology:
Calculation*", (Available at: <http://www.DJindexes.Com>, accessed: 2005).

—————, (2007), "*Dow Jones Global Titans Index: Methodology*",
(Available at: <http://www.DJindexes.com>, accessed: 2007).

—————, (2007), "*Dow Jones Sector Titans Indexes:
Methodology*", (Available at: <http://www.DJindexes.com>, accessed: 2007).

—————, (2007), "*Dow Jones Regional Titans: Dow Jones Tiger
Titans Indexes: Methodology*", (Available at: <http://www.DJindexes.com>,
accessed: 2007).

Morningstar Incorporation, (2004), "*Comparison of U.S. Equity Indexes*",
(Available at: <http://www.Morningstar Incorporation.com>, accessed: 2007).

Morgan Stanly Capital International Incorporation (MSCI), (2006), "*Equity
Indexes Overview*",(Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 2007).

_____, (2006), *"MSCI Methodology for Calculating Fundamental Data Ratios at an Index Level"*, (Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 20067).

_____, (2005), *"MSCI Methodology Book: MSCI Global Value and Growth Index Series"*, (Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 2007).

_____, (2006), *"MSCI Methodology Book: MSCI Standard Index Series Methodology"*, (Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 2007).

_____, (2006), *"MSCI Methodology Book: MSCI Index Calculation Methodology"*, (Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 2007).

_____, (2005), *"MSCI Methodology Book: MSCI Corporate Events Methodology"*, (Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 2007).

_____, (2006) *"MSCI Methodology Guide: MSCI High Dividend Yield Indices"*, (Available at: <http://www.MSCI.com>, accessed: 2007).

_____ and Standard and Poor's (S&P), (2006), *"Global Industry Classification Standard (GICS)"*, (Available at: <http://www.StandardandPoors.com>, accessed: 2007).

Standard and Poor's (S&P), (2004), *"Float Adjustment"*, (Available at: <http://www.StandardandPoors.com>, accessed: 2007).

_____, (2002), *"Global Industry Classification Standard (GICS):An Overview for Standard and Poor's U.S. Sector Indices"*, (Available at: <http://www.StandardandPoors.com>, accessed: 2007).

_____, (2006), *"Index Mathematics"*, (Available at: <http://www.StandardandPoors.com>, accessed: 2007).

_____, (2006), *"S&P Emerging Markets Indices Methodology"*, (Available at: <http://www.StandardandPoors.com>, accessed: 2007).

—————, (2006), "*S&P U.S. Style Indices: Index Methodology*", (Available at: [http://www. Standard and Poors. com](http://www.Standard and Poors.com), accessed: 2007).