الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

أثر استخدام النسب المالية في عوائد أسهم المحفظة الاستثمارية

(دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد

نور سليم

إشراف

د. نوار هاشم

2015-2016

Ministry of High Education
Damascus University
Faculty of Economics
Departmen of Banking and Insurance

The Effect of using financial ratios on portfolio returns

(Empirical evidence On Damascus security Exchange)

BY

Nour Salim

Supervisor

Dr. Nawar Hashem

2015-2016

بسم الله الرحمن الرحيم

(وما أوتيتم من العلم إلا قليلا)

سورة الإسراء

آية (85)

إقرار

أنا الطالبة نور سليم ماجستير أسواق مالية

أصرح أن هذا البحث هو إنجازي ولم يسبق أن نشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين

دمشق 2017/1/20

اسم الطالبة: نور سليم

التوقيع:

إلى من يهمه الأمر

نحيطكم علماً بأنني قد قمت بتدقيق رسالة الماجستير العائدة للطالبة:

نور سليم والتي تحمل العنوان التالي :

أثر استخدام النسب المالية في عوائد أسهم المحفظة الاستثمارية

دمشق في 2016/12/4

المدقق اللغوي

نبيل نوفل

شكروتقدير

إلى من ساندني وساعدني لأكون ما أنا عليه دكاترتي الأفاضل لكم مني كل الشكر والامتنان وأخص بالشكر الدكتور نوار هاشم الذي قام بالإشراف على هذه الرسالة شاكرة له ملاحظاته القيمة وتوجيهاته الكريمة التي ساعدت على إغناء هذه الرسالة واكمالها على أتم وجه كما أتقدم بالشكر والامتنان الى عضوي لجنة المناقشة لتكرمهما علي بمناقشة رسالتي

الدكتور:

الدكتور : مطيع الشبلي

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى من كانوا الي عونا وسندا في أيامي الصعبة من قدموا لي يد المساعدة عندما احتجتها

أهلي وأحبائي وإخوتي وأصدقائي

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
الفصل الأول : الإطار العام للدراسة	1
1-1 مقدمة	1
1-2 مشكلة الدراسة	2
1-3 أهمية الدراسة	2
1-4 أهدف الدراسة	3
1-5 فرضيات الدراسة	4
1-6 مجتمع وعينة الدراسة	4
1-7 نموذج الدراسة	5
1 -7-1 المتغيرات	5
2-7-2 أسلوب بناء المحافظ	8
3-7-3 محددات الدراسة	10
1-8 الدراسات السابقة	10
1-8-1 الدراسات في الدول المتقدمة	10
1-8-2 الدراسات في الدول النامية	16
الفصل الثاني : التحليل المالي باستخدام النسب المالية	
مقدمة	22
2-1المبحث الأول: مفهوم التحليل المالي	23
2-1-1 تعريف التحليل المالي	23
2-1-2 استعمالات التحليل المالي	24
2-1-3 أدوات التحليل المالي	26
2-1-3-1 أدوات التحليل التقليدية	26

	تابع الفهرس
27	2-1-3-2 أدوات التحليل الحديثة
28	2-1-4 مزايا التحليل المالي وعيوبه
29	2-1-5 دور المحلل المالي
31	2-1-6 معايير التحليل المالي و استخداماته
32	2-2 المبحث الثاني: عوائد الأسهم والمتغيرات المالية التي تؤثر بها
32	2-2-1 لمحة عن الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين النسب المالية وعوائد الأسهم
38	2-2-2 عائد السهم
38	2-2-3 بعض التفسيرات المقدمة لأثر المتغيرات المالية في عوائد الأسهم
40	2-3 المبحث الثالث:استخدام النسب المالية للتنبؤ في عوائد الأسهم
40	2-3-1 تعريف النسب المالية
41	2-3-2 أهداف النسب المالية
42	2-3-3 أهمية النسب المالية
42	2-3-4 أسس اختيار النسب المالية
43	2-3-5 أنواع النسب المالية
52	2-3-6 تحليل العلاقة بين الربحية و السيولة و المديونية
	الفصل الثالث : المحافظ الاستثمارية
57	مقدمة
58	3-1 المبحث الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية
58	3-1-1 تعريف المحفظة الاستثمارية
59	3-1-2 أصول المحافظ الأوراق المالية

تابع الفهرس	
3-1-3 أنواع محافظ الأصول المالية	62
3-1-4 أهداف تشكيل محفظة الأوراق المالية	63
3-2 المبحث الثاني: إدارة محفظة الأوراق المالية	64
3-2-1 سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية	64
3-2-2 محفظة الأوراق المالية والقرار الاستثماري	65
3-2-3 أسس ادارة المحفظة	67
3-2-4 استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم	68
3-3 المبحث الثالث : أساليب قياس أداء المحفظة الاستثمارية	74
3-3-1 عائد المحفظة الاستثمارية	74
3-3-2 قياس عائد المحفظة الاستثمارية	75
3-3-3 مخاطر المحفظة الاستثمارية	77
3-3-4 قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية	79
الفصل الرابع : التحليل العملي	
مقدمة	82
4-1 المبحث الأول:منهجية الدراسة	83
4-1-1 لمحة عن سوق دمشق والشركات المدرجة	83
4-1-2 مجتمع وعينة الدراسة	84
4-1-3 المعايير المستخدمة لتحديد متغيرات البحث	84
4-2 المبحث الثاني :نظرية التسعير بالمراجحة والأسلوب الاحصائي	87
4-2-1 نظرية التسعير بالمراجحة	87
4-2-2 الأسلوب الإحصائي المستخدم	88
4-2-2-1 المرحلة الأولى للتحليل العملي	89

تابع الفهرس	
4-2-2-1-1 اختبار التوزيع الطبيعي	89
4-2-2-1-2 تشكيل المحافظ الاستثمارية	91
4-2-2-1-3 اختبارت نموذج Panel data analysis	93
4-2-2-2 المرحلة الثانية للتحليل العملي	97
4-2-2-2-1 حساب المتوسطات الحسابية للنسب المالية	97
4-2-2-2-2 حساب العائد للمحافظ الاستثمارية	98
4-2-2-2-3 حساب معاملات بيتا للمحافظ الاستثمارية	100
4-2-2-2-4 حساب عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق	103
4-3المبحث الثالث:نتائج التحليل الإحصائي	103
4-3-1 نتائج اختبار التوزيع الطبيعي	104
4-3-2 نتائج عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المكونة بناءاً على متوسط المتغيرات كل على حده	106
4-3-3 إجمالي نتائج تحليل المحافظ الاستثمارية لكل سنوات الدراسة	108
4-3-4 نتائج اختبارت نموذج Panel data analysis للحصول على النموذج الأنسب لتحليل للبيانات	112
4 -3-4-1 نتائج اختبار F-test	109
4-3-4-2 نتائج اختبار Hausman- test	114
4-3-5 نتائج تقدير معلمات النماذج الثلاث	115
4-3-6 نتائج اختبار الفرضيات	116
أولا: النتائج	118
ثانيا: التوصيات	122
المراجع	124

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	نتائج اختبار النسب المالية ودورها بالتنبؤ في بعض البلدان	36-37
(1-4)	الشركات المدرجة في سوق دمشق وتاريخ إدراجها	83-84
(2-4)	متوسط قيم النسب للشركات الداخلة في كل محفظة	100
(3-4)	عدد الشركات الداخلة في كل محفظة استثمارية	101
(4-4)	عائد المحافظ الاستثمارية لشركات العينة	102
(5-4)	التباين والتغاير ومعامل الارتباط ومعامل بيتا لشركات العينة	104
(6-4)	معاملات بيتا للمحافظ الاستثمارية للشركات الداخلة في كل	106
(7-4)	عائد مؤشر سوق دمشق للشركات المدرجة في السوق	107
(8-4)	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لعائد الأسهم والنسب المالية	108
(9-4)	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي بعد إدخال اللوغريتم النيبيري	109
(10-4)	نتائج عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المكونة بناءاً على متوسط المتغيرات لكل سنة من السنوات	110
(11-4)	ملخص إجمالي فروق المحافظ الاستثمارية المرتفعة والمنخفضة لكل سنوات الدراسة	113
(12-4)	ملخص نتائج اختبار F المقيد واختبار Hausman	116
(13-4)	معلمات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة	120

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-3)	استراتيجات إدارة محفظة الأسهم	69

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر استخدام النسب المالية في عوائد أسهم المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق ، وذلك باختيار عدة نسب مالية (العائد على حقوق الملكية –نسبة التداول –نسبة المديونية) خلال الفترة 2010 –2014 لعينة مؤلفة من 10 شركات باستخدام نماذج panal data لسلسة قطاعية زمنية باختيار النموذج الأنسب بين النماذج التالية(pooled-fixed-random) لتحليل البيانات، أظهرت النتائج أن نموذج (Random Effect) هو الأنسب للحصول على أدق النتائج وأن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس النسب المرتفعة لمعدل العائد على حقوق الملكية تمتاز بعائدات أكبر من نظيرتها المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لذلك المتغير، وتمتاز بعائدات أكبر قياساً بعائد محفظة السوق، أما المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس النسب المنخفضة لكل من نسبة التداول ونسبة المديونية، فتمتلك عائدات أكبر قياساً بالمحافظ الاستثمارية المبنية على أساس النسب المرتفعة لتلك المتغيرات، وتوصل البحث أن العلاقة بين نسبة العائد على حقوق الملكية وعائد السهم موجبة ذو دلالة احصائية، في حين أنها كانت سلبية ذو دلالة غير احصائية بين كل من نسبة التداول، ونسبة المديونية ،وبين عائد الأسهم ، لذلك يوصي البحث المستثمرين ببناء محافظهم الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة المقترحة وبحسب رغبة المستثمر من ناحية الخطر والعائد، وتوصي النتائج إدارة السوق إلى الاستفادة من المقترحات لتحسين سوية عملها على نحو يتيح لها الارتقاء إلى مستوى الأسواق العالمية مما يحقق العدالة والشفافية لجمهور المستثمرين والمتعاملين في السوق. .

Abstract

This study aims at testing the effect of using financial ratios(return on equity - current ratio - debt ratio) on portfolio returns in Damascus Securities Exchange by choosing several financial ratios and test the during the period 2010 - 2014 for sample of 10 companies by using panal data models for time series sectoral by choosing the best model(pooled-fixed-random)to analyze the sample , the result shows that the best model is (Random Effect) and that portfolios revenuse have been formed on the basis of high rates of return on equity greater than which on the basis of low rates to that variable, and have higher revenues than market portfolio. The portfolios have been formed on the basis of low value for each of the current ratio and debt ratio have higher revenues than on the basis of high value of those variables .The research found a positive relationship and significant between the rate of return on equity and the rate of earnings per share, while the relationship between each of the current ratio and Debt Ratio and rate of earnings per share negative and Non- significant, so this study comes up with a few recommendations of investors formation their portfolios according to the variables of the study proposed, according to the investor's desire from the risk and return, and recommends the results management of the market to take advantage of the proposals to improve the level of work so as to allow them to live up to international markets, achieving justice and transparency audience of investors and traders in the market .

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 مقدمة:

شهد الاستثمار المالي تطوراً كبيراً في نواحي عديدة ومع ازدياد حركة رؤوس الأموال، وتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة والمتنوعة، أدى ذلك إلى زيادة اهتمام المستثمرين، في الاستثمار بالأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية ضمن وحدة استثمارية واحدة، ونتيجة لازدياد أهمية البيانات المالية في تفسير تغيرات عوائد الأسهم نشأت وتطورت الحاجة إلى مؤشرات لبنود القوائم المالية لاستخلاص المقاييس والعلاقات الهامة والمفيدة في اتخاذ القرارات،حيث يمكن الاستفادة منها في تقدير الوضع المالي لمنشأة ،وأدائها خلال فترة معينة.

كانت هنالك محاولات كثيرة تناولت استخدام النسب المالية في تصميم نماذج رياضية للتنبؤ بأداء الشركات لتعبر عن مدى قوة أو ضعف المركز المالي للمنشأة ، وهي مفيدة للتميز بين المنشآت الناجحة والفاشلة وبإمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية لهذه الشركات، وكانت أول وأهم الدراسات دراسة لـ(Smith and Winak ,1930)التي فتحت المجال أمام دراسات في شتى القطاعات، فشملت القطاع الصناعي بأنواعه، والقطاع المصرفي وقطاع المقاولات.

ونتيجة لتطور الأسواق المالية، والحاجة الى التعمق في فهم آلية تحركات أسعار الأسهم والمخاطر التي تنشأ عن الاستثمار فيها، ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع، تهدف إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار في ظل مستوى مقبول من المخاطرة، وهكذا أنشئت محافظ الأوراق المالية التي تعتبر من أهم التطورات التي شهدها عالم الاستثمار. ويرجع الفضل في وضع أسس نظرية المحفظة للعالم الأمريكي (Markowitz,1952) ،

حيث أظهر العلاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى المخاطرة بطريقة إحصائية عبر عنه بالانحراف المعياري، وبمعدلات المردودية التاريخية بافتراض عدم وجود تكاليف المعاملات وعقلانية المستثمر، ثم طورت النظرية من قبل نفس الكاتب وكتاب آخرين أمثال (Jack Treynor ,1966) و(William Sharpe,1964) في وضع نظرية تسعير أصل رأس المال، الذي عمل على تجزئة المخاطرة إلى مخاطر نظامية والتي تمس جميع الأوراق المالية المتواجدة بالسوق المالي ومخاطر غير نظامية والتي ترتبط بتكوين المحافظ المالية ويتم تجاوزها بالتنويع.

ولذلك تم التركيز في هذه الدراسة على المعلومات التي لها الصلة الأكبر بتغيرات العوائد من خلال اختبار النسب المالية للشركات كمتغير يعتبر أداة تحفيزية لاتخاذ القرارات في تشكيل المحافظ الاستثمارية وتوجيهها تجاه الشركات الناجحة فهو يعمل على توجيه المستثمرين إلى الشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية إلى التقدم من خلال نسب السيولة والربحية والرفع المالي.

1-2 مشكلة الدراسة:

نتيجة التطور بالاستثمار في الأوراق المالية في الأسواق المحلية وظهور فكرة المحافظ الاستثمارية،وتغير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري للوصول إلى معدلات العائد المطلوبة بأدنى ما يمكن من المخاطرة، وانتشارها في الأسواق المالية الحديثة ومنها سوق دمشق للأوراق المالية دون اهتمام من قبل الباحثين للبحث العملي في تشكيل المحافظ وحساب عوائدها ومخاطرها ومعرفة مختلف العوامل التي من الممكن أن يهتم المستثمر بها عند تشكيل محافظه الاستثمارية المتنوعة من عدة أسهم، ومن هنا تظهر مشكلة البحث في ضرورة معرفة مختلف العوامل التي تؤثر في أداء المحافظ الاستثمارية عن طريق دراسة العلاقة بين مجموعة من نسب التحليل المالي، وعوائد الأسهم لمعرفة دور النسب المالية في تشكيل المحافظ.

ويمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتالي :

1- ما هو أثر النسب المالية في العائد السنوي للأسهم؟
2- ما هو دور النسب المالية المختارة في تشكيل المحافظ الاستثمارية وتأثيرها على عوائد أسهم المحفظة ؟

1-3 أهمية الدراسة:

تبرز أهمية البحث بالنقاط التالية:

1. التعرف وفهم جميع الجوانب التي تؤثر على عوائد الأسهم وذلك لبناء ركيزة أساسية للتعامل في السوق.
2. معرفة أهمية الاعتماد على النسب المالية في تكوين المحفظة الاستثمارية.
3. تعتبر هذه الدراسة مهمة بالنسبة لإدارة الشركة فهي معيار فشل أو نجاح للشركات.
4. مهمة لمدير المحفظة الاستثمارية للحصول على معيار يمكن الاستفادة منه عند تكوين المحفظة.
5. تكمن أهمية هذه الدراسة من خلال إضافة فكرة تكوين المحافظ بالاعتماد على طريقة (Michailidis ,2007) للمحافظ المرتفعة والمنخفضة ، حيث لم يتم التطرق إليها في الدراسات السابقة التي اهتمت بموضوع العوائد في سوق دمشق، والتي تكون دائماً محل اهتمام المحللين والمستثمرين.

1-4 أهدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة لتحقيق الأغراض التالية:

1- تحديد نموذجاً باستعمال النسب المالية لمعرفة أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم.
2- معرفة أهمية كل متغير من المتغيرات مع تحديد تأثيره على عائد أسهم المحفظة الاستثمارية.

3- الخروج بتوصيات من شأنها معرفة ما هي الاقتراحات التي يجب تطبيقها لتحسين أداء المحافظ الاستثمارية في المستقبل.

1-5 فرضيات الدراسة:

من خلال ما تقدم يمكن صياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

- الفرضية الأولى:

H0 فرضية العدم: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد على حقوق الملكية للشركات وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2014.

H1 الفرضية البديلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد على حقوق الملكية للشركات وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2014 .

- الفرضية الثانية:

H0 فرضية العدم: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول للشركات وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2014 .

H1 الفرضية البديلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول للشركات وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2014.

- الفرضية الثالثة:

H0 فرضية العدم: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية للشركات وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2014 .

H1 الفرضية البديلة: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية للشركات وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2014

1-6 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أما عينة الدراسة فتتألف من 10 شركات من الشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية حيث تم اختيارها لفترة زمنية من عام 2010 وحتى 2014 وسيتم جمع البيانات اللازمة لإعداد الدراسة من خلال الكتب، والدراسات، والرسائل، التي لها صلة بالموضوع، وكذلك من التقارير والقوائم المالية المنشورة في الصحف والمجلات والمواقع الالكترونية ذات العلاقة.

1-7 نموذج الدراسة:

يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي ففي الإطار النظري ، سيتم التحدث عن نسب التحليل المالي بأنواعها المختلفة، وعن المحافظ الاستثمارية، وعائدها ومخاطرها وكيفية إدارتها أما في الإطار العملي سيتم استخدام مجموعة من التقنيات، والنماذج الإحصائية، لاختبار أثر النسب المالية في عوائد الأسهم ،من ثم سيتم تشكيل محافظ استثمارية مرتفعة ومنخفضة القيم بالنسبة للنسب المالية المختبرة ،وسيتم التحدث عنها بالتفصيل في القسم العملي.

1-7-1متغيرات الدراسة:

تختبر هذه الدراسة أثر مجموعة من النسب المالية في عوائد الأسهم حيث تم اختيار نموذج يجمع متغيرات الدراسة وكانت الأسس والأسباب التي تم على أساسها اختيار النسب المالية هي:

أولا: نسب الربحية

تعتبر التوقعات بخصوص مستقبل المنشأة وقوة مركزها المالي من العوامل المهمة في تحديد سعر السهم، لذلك إذا كانت التوقعات متفائلة بخصوص المنشأة استناداً إلى قوة مركزها المالي، ونجاحها ، أدى إلى زيادة سعر أسهمها وعلى تحقيق أرباح أكبر في المستقبل، وعلى العكس من ذلك في حالة ضعف المركز المالي للمنشأة وتعثر نشاطها، وضعف قدرتها على تحقيق أرباح أكبر لاحقاً يؤدي إلى انخفاض سعر أسهمها في السوق (خلف،2007).

ومن هنا لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يقوم المستثمرين والمحللين الماليين بتقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك من خلال إجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية باعتباره محدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، ويعد هذا المقياس من المقاييس الهامة في استخدامات المستثمرين والمحللين الماليين ويسمى أيضا بالمؤشر الهدف، أي أنه المقياس التي تسعى إليه بعض الشركات بسياساتها وخططها لتعظيمه، فحاملي الأسهم يستثمرون أموالهم مقابل الحصول على عائد، ويدل هذا المقياس على العائد المحقق مقابل الأموال المستثمرة (Ross,weterfild, 2002) .

ثانيا : نسب السيولة

تعتبر نسب السيولة من أهم النسب التي يستخدمها المحللون في تحديد قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، ومن أهم هذه النسب نسبة التداول ،ويقصد بها عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للالتزامات المتداولة وكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على مقدرة الشركة على مواجهة أخطاء سداد الالتزامات المتداولة المفاجئة دون الحاجة الى أخطاء تحويل أي أصول ثابتة إلى نقدية ،أو الحاجة الى اقتراض جديد (العامري،2008).

ثالثا :نسب المديونية

بينت الدراسات الحديثة المتخصصة بالإدارة المالية والتحليل المالي على صعيد الملاءة المالية وأثرها على أسعار الأسهم في الأسواق المالية أن هناك ارتباطاً وثيقاً بين النسب التي تعبر عنها الملاءة المالية (المديونية) وأسعار الأسهم السوقية، ومن أهم هذه النسب نسبة الديون إلى حقوق الملكية أو نسبة المديونية ، وهي من أهم نسب الملاءة المالية، حيث توضح هذه النسبة العلاقة بين مصادر التمويل الخارجية ومصادر التمويل الداخلية، ويتم قياسها بقسمة مجموع الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل إلى مجموع حقوق الملكية، ويشير ارتفاع هذه النسبة إلى احتمال عدم قدرة المنشأة الوفاء بتسديد الديون، وهذا قد يؤدي إلى إفلاس المنشأة ، وإن انخفاضها يشير إلى حماية أفضل للدائنين نتيجة اعتماد المنشاة بشكل أكبر على مصادر التمويل الداخلية (العامري،2008).

وأخيراً يمكن القول: أنه لم يتم الاعتماد على نموذج محدد تم اختباره سابقاً في الأسواق المالية العالمية ،إنما تم اختيار عدة متغيرات من دراسات سابقة أجنبية وعربية، ومن عدة نماذج اختبرت بأسواق مالية مختلفة، وهذا ما سيتم التحدث عنه في بداية الفصل الثاني من البحث.

✓ **المتغير التابع:**

العائد السنوي للأسهم من خلال المعادلة التالية :

$$\mathbf{R_{it}} = \frac{(\mathbf{P_{it}} + \mathbf{D}) - \mathbf{P_{it-1}}}{\mathbf{P_{it-1}}}$$

$\mathbf{R_{it}}$:تعني معدل العائد للسهم $\mathbf{P_{it}}$ **:** سعر السهم في نهاية الفترة

D :التوزيعات النقدية أو المجانية للأسهم $\mathbf{P_{it-1}}$: سعر السهم في بداية الفترة

المتغيرات المستقلة:

1- معدل العائد على حقوق الملكية ROE كمؤشر على الربحية.
2- نسبة التداول CR كمؤشر على السيولة.
3- نسبة المديونية LA كمؤشر على الرافعة المالية.

✓ **معادلة النموذج:**

$$Ri = ai + b1ROE + b2CR + b3LA + ei$$

1-7-2 أسلوب بناء المحافظ الاستثمارية:

بعد اختبار أثر العديد من النسب المالية في أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية في دراسات أخرى وفي فترات زمنية سابقة، و نتيجة التطور في مجال الأبحاث التي تتناول الأسواق المالية العربية النامية، فقد سعى هذا البحث الى إضافة أسلوب اختبار المحافظ الاستثمارية بالاعتماد على النسب المالية المختارة بالدراسة وذلك وفقاً لدراسة (الصعيدي ،2011) في سوق فلسطين للأوراق المالية، والذي يعتبر من الأسواق المالية الناشئة أيضاً حيث كانت هناك العديد من الدراسات الأجنبية التي اعتمدت على بناء المحافظ الاستثمارية منها على سبيل المثال دراسة (Fama, French, 1992) ودراسة (Michailidis, 2007) وتعتبر دراسة (Fama, French,1992) من أقدم وأهم الدراسات التي أقيمت بالأسواق المالية العالمية والتي اهتمت بأسلوب اختبار المحافظ الاستثمارية، ولكنها كانت تعتمد في اختبارها على الشركات غير المالية، ولان أغلب الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تنتمي للقطاع المالي، فقد تم استبعادها في تشكيل المحافظ في الدراسة الحالية وتم الاعتماد على طريقة Michailidis، التي تم بناء المحافظ الاستثمارية فيها على أساس متوسط المتغيرات من خلال الخطوات التالية:

1- استخراج قيم كل من النسب المالية (العائد على حقوق الملكية- التداول - المديونية) لكل شركة من الشركات الداخلة في عينة الدراسة، وهي /11/ شركة ولكل سنة من سنوات

الدراسة من عام 2010 إلى عام 2014 باستثناء عام 2014 الذي سيتم تشكيل المحافظ ل/10/ شركات فقط حيث تم استبعاد شركة الإنماء الزراعية وذلك لتوقف نشاطها، وأعمالها في عام 2014.

2- حساب قيمة متوسط كل نسبة مالية لكل سنة من سنوات الدراسة، من خلال قانون حساب المتوسط، وهو (المتوسط السوقي= مجموع قيم المتغير/2).

3- تم تشكيل محفظتين من كل متغير من المتغيرات حيث تحتوي المحفظة المرتفعة جميع قيم نسبة العائد على حقوق الملكية التي تساوي أو أكبر من قيمة المتوسط المحسوب له وذلك لكل سنة من السنوات، وسميت المحفظة المرتفعة القيم، أما المحفظة المنخفضة فتحتوي قيم العائد على حقوق الملكية الأقل من قيم المتوسط المحسوب ،حيث تم تسميتها المحفظة المنخفضة القيم، وبنفس الطريقة للمحافظ الأخرى المشكلة بالاعتماد على نسبة التداول ونسبة المديونية.

4- تم تكوين محفظتين من كل نسبة مالية (العائد على حقوق الملكية- التداول – المديونية) ولكل سنة من سنوات الدراسة، وبالتالي سنحصل على/15/محفظة مرتفعة و/15/محفظة منخفضة أي /30/ محفظة من عام 2010 حتى عام 2014.

5- استخراج قيم العائد لكل محفظة من خلال حساب متوسط العوائد السنوية المحسوبة مسبقاً، وذلك لكل شركة من الشركات التي تتكون منها المحافظ الاستثمارية.

6- حساب المخاطر المنتظمة (معامل بيتا) لكل محفظة من خلال استخراج متوسط قيم معاملات بيتا لكل شركة داخلة في المحافظ المكونة، وذلك للمقارنة بين عائدها ومخاطرها.

7- تم بناء المحفظة على افتراض الاستثمار بنسب استثمارية متساوية في جميع الأسهم التي تحتويها المحفظة.

1-7-3 محددات الدراسة:

1-يعتبر سوق دمشق من الأسواق المالية الناشئة، حيث تم بدء التداول فيه عام 2010 لعدد محدود من الشركات، ثم تتالى إدراج الشركات الأخرى، وكان لابد لاختيار عينة الدراسة من اختيار الشركات التي تم إدراجها من أول تأسيس السوق وذلك للحصول على أطول فترة زمنية ممكنة، وخاصة أنه يتم التعامل مع نسب مالية تحسب بشكل سنوي من الميزانيات ،وقوائم الدخل، ولذلك اقتصرت الدراسةعلى/11/ شركة.

2-تم توقف تداول أسهم بعض الشركات وخاصة في السنوات الأخيرة كالشركة الهندسية الزراعية (إنماء) ،وهذا ماقلل من عدد الشركات المختارة في العينة إلى/10/ شركات فقط.

3-بالنسبة للمحافظ المكونة بالاعتماد على النسب ولكل سنة من سنوات الدراسة تم أخذ /11/ شركة في كل من عام 2010 وحتى عام 2013 و/10/ شركات في عام 2014 وذلك بسبب استبعاد شركة الإنماء الزراعية لعدم وجود تداول عليها.

4-يعد عامل بيتا مقياس للمخاطر المنتظمة، والذي تم حسابه في هذه الدراسة بالاعتماد على سلسلة زمنية، وبالرغم من أنه تم وضع مؤشر للسوق وبدء العمل فيه عام 2010، ولكن لم يتم حساب قيم هذا المعامل، ولم ينشر في السوق بشكل واضح ،إنما كان حسابه اجتهادات شخصية من الباحثين والمهتمين بهذا المجال .

1-8 الدراسات السابقة:

1-8-1 الدراسات في الدول المتقدمة:

1- دراسة (fama&frensh,1992):

بعنوان The Cross-Section of Expected Stock Returns

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة كل من المتغيرات التالية (الحجم المتمثل بالقيمة السوقية لحقوق الملكية، ونسبة الدخل لسعر السهم، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية B/M، ومعدل الرفع المالي متمثل في نسبة القيمة الدفترية للأصول إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كقوة رفع، ومعامل بيتا وبين متوسط العائد الشهري لأسهم الشركات غير المالية المدرجة بأسواق أمريكا للأوراق المالية ناسداك وأميكس ونيويورك NYSE, AMEX and NASDAQ من تاريخ 1962-1989 باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لحساب معاملات المتغيرات وأسلوب تأثير المحافظ الاستثمارية، وتوصلت الدراسة لوجود تأثير لثلاثة متغيرات وهي القيمة السوقية لحقوق الملكية ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعامل بيتا، وتبين أن العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الصغير أكبر من العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الكبير وأن الشركات التي لها نسبة B/M أعلى لها عائدات أكبر من الشركات التي لها نسبة B/M أقل.

2- دراسة (fama&frensh ,1998):

بعنوان Value Versus Growth The International Evidence

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى توافق قدرة نموذج تسعير الأصل الرأسمالي على تفسير التغير في قيمة ونمو الأسهم العالمية كما هو الحال في الولايات المتحدة، ومقارنة القدرة التفسيرية لنموذج CAPM مع القدرة التفسيرية لنموذج متعدد العوامل، مستخدم بيانات (13) دولة من بينها الولايات المتحدة وبريطانيا من سنة 1974-1994 وتم استخدام طريقة المربعات الصغرى لتحديد معاملات انحدار النموذجين، وتوصلت الدراسة إلى أنه هناك فرق بين متوسط عائد المحفظة العالمية المبنية على أساس معدل القيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية حيث كان متوسط العائد السنوي للمحافظ التي تمتلك معدل عالي والمعدل المنخفض على التوالي 14.76%، و 7.09% أي بفرق قدره 7.67 % سنوياً تقريباً في حين بلغ عائد محفظة السوق 9.6 %، وأن نموذج العاملين (إضافة B/M لنموذج CAPM

يعطي قدرة توضيحية أفضل من CAPM للتغيرات في عائدات الأسهم العالمية حيث انخفض متوسط المقدار الثابت intercepts لعائدات المحافظ العالمية من 33 نقطة عند استخدام نموذج انحدار CAPM إلى 4.5 نقطة عند استخدام نموذج العاملين .

3- دراسة (Pastor, Stambaugh ,2001):

بعنوان Liquidity Risk and Expected Stock Returns

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى أهمية عامل سيولة السهم مقارنة بسيولة السوق في سوق نيويورك وأمكس NYSE, AMEX للأوراق المالية من 1962 وحتى 2000 ،حيث قام باستخدام طريقة المربعات الصغرى لقياس معامل بيتا بين متوسط السيولة النقدية الشهرية للسهم مع متوسط السيولة النقدية الشهرية للسوق، حيث توصلت الدراسة إلى أن السهم الذي يملك معامل بيتا للسيولة مرتفع يكون له عائد متوقع أعلى بالمقارنة مع الأسهم التي تمتلك معامل بيتا أقل.

4- دراسة (Lettau, Ludvigson 2001):

بعنوان Consumption Aggregate Wealth and Expected Stock Returns

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة التغيرات في نسبة إجمالي الاستهلاك إلى الثروة على عائدات الأسهم المتوقعة، باستخدام البيانات الفصلية لأسواق الأسهم الأمريكية (نيويورك، وأمكس، ناسداك)، واستخدم أسلوب طريقة المربعات الصغرى لتحديد مقدار التغير في الاستهلاك، حيث توصلت الدراسة إلى أن هذه التغيرات في نسبة الاستهلاك إلى الثروة لها علاقة طردية قوية مع العائد الحقيقي للسهم وعلاوة السوق (الزيادة عن العائد الخالي من الخطر)، وأيضا أن هذه النسبة لها قدرة تنبؤية للعائدات المستقبلية في المدى القصير والمتوسط أفضل من التوزيعات و نسبة التوزيعات المدفوعة.

5- دراسة (Hou, et, al 2006):

بعنوان What Fundamental Factors Drive Global Stock Returns?

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من توضيح الاختلاف في متوسط العائدات الأسهم العالمية، حيث بلغ حجم العينة النهائي 2661 سهماً عادياً عبر (49) دولة و (34) صناعة، وكانت بيانات عينة الدراسة تقع ما بين يناير 1975 وحتى ديسمبر 2003 مستخدماً العائد الشهري للسهم، باستخدام أسلوب الانحدار(cross–sectional regression tests) وأيضاً اختبار تأثير المحافظ الاستثمارية وفقاً للصناعة والبلدان، وتوصلت الدراسة أن هناك تأثير إيجابي لكل من الزخم (سلوك سعر السهم بالماضي) ومعدل نصيب السهم من التدفق النقدي من العمليات التشغيلية على عائد السهم يفوق تأثير عائد محفظة السوق، وأن القدرة التفسيرية لنموذج CAPM ترتفع بعد إضافة الزخم ومعدل نصيب السهم من التدفق النقدي من العمليات التشغيلية للنموذج، حيث بلغت القدرة التفسيرية لنموذج CAPM على سبيل المثال في الولايات المتحدة وبريطانيا على التوالي 0.52، 0.69 في حين بلغت القدرة التفسيرية للنموذج بعد إضافة الزخم ومعدل نصيب السهم من التدفق النقدي من العمليات التشغيلية في الولايات المتحدة وبريطانيا على التوالي0.56، 0.73 .

6- دراسة (Cooper, et,al 2006) :

بعنوان What Best Explains The Cross Section of Stock Returns Exploring The Asset Growth effect.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير مستوى الاستثمار في أصول الشركات على عائدات الأسهم وذلك من خلال فحص تأثير إضافة معدل نمو أصول الشركات، نسبة التغير في إجمالي الأصول من سنة إلى أخرى لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عائدات الأسهم اللاحقة في أسواق المال الأمريكية التالية NYSE, AMEX and NASDAQ لفترة تمتد

من 1963-2003، حيث استخدم معادلة الانحدار المتعدد لقياس المعاملات، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية مهمة بين معدل نمو الأصول وبين العائد، حيث أن عائد الشركات ذات معدل النمو المنخفض تجاوز عائد الشركات ذات معدل النمو المرتفع بنسبة 19.5 % لكل سنة، وأنه عند تطبيق نموذج CAPM لوحده بلغت قيمة معامل ألفا 1.65% وهذا يعني أن نموذج CAPM لا يأخذ بعين الاعتبار تأثير معدل النمو.

7- دراسة (Gunsel, Cukur 2007):

بعنوان The Effects of Macroeconomic Factors on the London Stock Returns

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من نظرية تسعير المراجحة APT في سوق لندن للأوراق المالية لفترة من 1980 إلى 1993 م، واستخدم البيانات الشهرية، حيث قامت بتحديد العلاقة بين سبعة متغيرات اقتصادية وهي (نسبة الفائدة، وعلاوة الخطر، وسعر صرف العملات، والعرض النقدي غير المتوقع، والتضخم غير المتوقع، وتوزيعات العائد غير المتوقعة، والإنتاج الصناعي غير المتوقع (وبين عائد السهم، حيث استخدم مصفوفة الارتباط للتعرف على درجة الارتباط بين تلك المتغيرات السبعة، واستخدم طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات بيتا لكل متغير، وأهم ما توصلت إليه الدراسة هو وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين عناصر الاقتصاد الكلي وعائد السهم المتوقع، وهذه العلاقة تختلف من متغير إلى آخر ومن قطاع إلي آخر، فعلى سبيل المثال وجود تأثير إيجابي مهم بين العرض النقدي غير المتوقع، وعائدات صناعة المواد الإنشائية، وصناعة الغداء والشراب، ووجود علاقة عكسية مهمة بين العرض النقدي غير المتوقع، وعائدات السلع المنزلية، والمنسوجات.

8- دراسة (Michailidis, et, al 2007):

بعنوان The Cross-Section of Expected Stock Returns for the Athens Stock Exchange.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة ما بين (معامل بيتا السوقي للسهم، القيمة السوقية لحقوق الملكية، الدخل / السعر، القيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية) ومتوسط عائد أسهم الشركات غير المالية في سوق أثينا للأوراق المالية، حيث بلغت فترة الدراسة من 1997-2003 واستخدم البيانات الأسبوعية لعائدات الأسهم، واستخدم أسلوب الانحدار والسلاسل الزمنية (the time series regression) وأسلوب اختبار تأثير المحفظة الاستثمارية، وتوصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد علاقة ما بين معامل بيتا والحجم، والدخل/السعر من جهة وبين متوسط العائد من جهة أخرى، ويوجد علاقة موجبة مهمة ما بين القيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية ومتوسط العائد في بعض الفترات، ولكن أكثر الفترات لا توجد علاقة.

9- دراسة (chang, et, al 2008):

بعنوان The Relationship between Stock Price and EPS Evidence Based on Taiwan Panel Data

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين أسعار الأسهم ونصيب السهم الواحد من الأرباح، والتعرف على العلاقة بين معدل النمو في الدخل التشغيلي ودرجة تأثير EPS على أسعار الأسهم المدرجة في سوق تايوان للأوراق المالية، خلال فترة 1996-2006 واستخدم البيانات الربع سنوية، حيث قام بتصنيف الشركات حسب معدل النمو في الدخل التشغيلي إلي أربعة مجموعات (منخفضة، متوسطة، مرتفعة وكل المجموعات)، وتم استخدام الأساليب لإحصائية التالية:

Unit root test, Engle- Granger Cointegration test وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تكون لها علاقة تكامل مشترك مع نصيب السهم الواحد من الدخل وفقاً للمجموعات الأربعة، بينما لا توجد علاقة التكامل المشترك بين أسعار الأسهم الفردية ونصيب السهم الواحد من الأرباح، حيث استنتجت الدراسة أن أسعار الأسهم تتحرك مع نصيب السهم الواحد من الأرباح في المدى الطويل ولكن ليس بالضرورة بنفس النسبة.

10 - دراسة (Mansor, Syuhada 2009):

بعنوان Multivariate Causal Estimates of Dividend Yields, Price Earning Ratio and expected stock returns.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على نوع العلاقة على المدى الطويل والقصير ما بين معدل التوزيعات النقدية/ السعر،معدل السعر/ دخل السهم وبين عائدات الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية، حيث بلغت فترة الدراسة من 1989-2005، واستخدم البيانات الشهرية لعائدات الأسهم، والعديد من الأساليب الإحصائية test, Error– correction model, Granger causality Unit root test, Johansen Cointegration، وذلك بهدف التعرف على قوة وصحة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة قوية إيجابية بين تلك المتغيرات وبين عائدات الأسهم على المدى الطويل، وأن هناك علاقة إيجابية مهمة ما بين معدل التوزيعات النقدية/ السعر وعائدات الأسهم على المدى القصير، وعلاقة سلبية مهمة بين معدل السعر / الدخل، وبين عائدات الأسهم على المدى القصير.

2-8-1 الدراسات في الدول النامية:

1- دراسة (صيام، الخداش ،2003)

بعنوان: تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة مابين المتغيرات التالية (صافي التدفقات النقدية، ونسبة تلك التدفقات إلى الالتزامات طويلة الأجل، والالتزامات قصيرة الأجل، وإلى حقوق الملكية، وإلى المبيعات) وبين القيمة السوقية للأسهم، حيث بلغت فترة الدراسة من 1998-2001 لـ23 شركة من أصل 75 شركة مدرجة بالسوق، وتم استخدام الأساليب الإحصائية التالية في الدراسة: معامل بيرسون، والانحدار البسيط والمتعدد، واختبار الـ T وتوصلت

الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية، ونسبة تلك التدفقات إلى الالتزامات طويلة الأجل، وإلى حقوق الملكية، وإلى المبيعات وبين القيمة السوقية للأسهم، ووجود علاقة سالبة ليست ذات دلالة إحصائية بين نسبة صافي التدفقات النقدية إلى الالتزامات قصيرة الأجل والقيمة السوقية للأسهم.

2- دراسة (الجفري، باشيخ، 2005):

بعنوان: العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات الأداء للشركات السعودية المساهمة

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين السعر السوقي والمتغيرات التالية القيمة الدفترية للسهم، العائد على السهم من الأرباح، والعائد على حقوق الملكية للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودية خلال فترة 2000-2004 واستخدم أسلوب الانحدار المتعدد، وتحليل التباين للتعرف على هذه العلاقة، حيث صنف العينة وفقاً للقطاعات ووفقا لكل فترة من فترات الدراسة لوحدها، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة إيجابية مهمة بين القيمة السوقية للأسهم ومتغيرات الدراسة.

3- دراسة (باشيخ، 2005):

بعنوان: العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم

هدفت الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم، والربح الموزع، ونصيب السهم من الأرباح، والعائد على حقوق المساهمين تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي خلال فترة 1999-2003 لكل من القطاعات التالية (البنوك، والخدمات، والأسمنت، و الصناعة) واستخدم أسلوب الانحدار المتدرج stepwise regression وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية قوية بين تلك المتغيرات وأسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار 56 % ،والقدرة التفسيرية للنموذج 31% ، حيث أن هناك تفاوت بين أسعار الأسهم لتلك القطاعات ومتغيرات الدراسة.

4- دراسة (الباشا،2005):

بعنوان أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العاملة في سوق فلسطين.

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل ومعرفة مدى تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار من خلال تطبيق الدراسة على الشركات المساهمة المدرجة في سوق فلسطين ،حيث تم أخذ عينة مؤلفة من (15) شركة خلال الفترة (1999-2003) واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية للشركات، ومن أهم ماتوصلت إليه الدراسة وجود علاقة طردية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت عدم وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

5- دراسة(كريم ،2006) :

بعنوان: اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال والعوائد السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار وتقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال معتمداً في ذلك على التكلفة المرجحة لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم معتمدا في ذلك على العائد المجمع الشهري لكل فترة من فترات الدراسة مستخدما أسلوب الانحدار البسيط لهذا الغرض، حيث كان مجتمع هذه الدراسة متمثلاً في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من1994-2004، وقد احتوت عينة الدراسة على (37) شركة مساهمة صناعية، وقد بينت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التكلفة المرجحة لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم.

6- دراسة (العبيدات ،2010):

بعنوان: تحليل محددات أسعار الأسهم البنوك التجارية دراسة تطبيقية في بورصة عمان

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المحددة لأسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على البنوك التجارية الأردنية المساهمة في بورصة عمان خلال فترة 1992-2009، وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول، والسيولة النقدية، والقيمة الدفترية، والرافعة المالية من جهة وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع وعائد السهم من جهة وبين أسعار الأسهم من جهة أخرى.

7- دراسة (الصعيدي ،2011):

بعنوان: العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي ،دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على معدل العائد السوقي لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال فترة (2006-2009)، كما تم استخدام الأساليب الإحصائية (الارتباط والانحدار)، بالإضافة لأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحليل البيانات، واختبار الفرضيات، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها: وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات / السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل العائد السوقي للسهم، وإن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات التالية (معدل النجاح، التوزيعات / السعر، جودة الأرباح، القيمة الدفترية للسهم)

تمتلك عائدات أكبر من المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لتلك المتغيرات.

الخاتمة:

تعتبر هذه الدراسة من أوائل الدراسات التي اعتمدت على نماذج السلاسل الزمنية القطاعية (cross sectional) من خلال اختبارات (panal data) في دراسة واختبار الفرضيات بالإضافة إلى فكرة تشكيل المحافظ الاستثمارية المرتفعة والمنخفضة القيم بالنسبة لمتوسط متغيرات الدراسة المختبرة في سوق دمشق للأوراق المالية، كونها من الأسواق الناشئة التي تعتبر مجالات البحث فيها قليلة حتى الآن، وذلك لقلة عدد شركاتها، وسنوات تداول أسهمها وصعوبة اختبار سلاسل زمنية طويلة كما في الأسواق العالمية.

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بأنها تستند في اختيار متغيراتها على تبرير منطقي بنيما اعتمدت الدراسات السابقة على نتائج ومتغيرات الدراسات الأجنبية، ولذلك فإن تشكيل نموذج الدراسة المقترح كان بالاعتماد على عدة متغيرات من دراسات وليس نموذج واحد ثابت تم اختباره سابقاً وهذا يفتح المجال بزيادة عدد المتغيرات وبتحليل واختبار مختلف العوامل التي يمكن إدخالها للنموذج لمعرفة تأثيرها ودورها في تفسير تغيرات العوائد .

الفصل الثاني

التحليل المالي باستخدام النسب المالية وعوائد الأسهم

الفصل الثاني

التحليل المالي باستخدام النسب المالية وعوائد الأسهم

مقدمة:

يحتاج المستثمرون في الأسواق المالية إلى كثير من المعلومات من أجل مساعدتهم في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، ومن بين العوامل الأكثر أهمية من قبل المستثمرين بالأسهم هي البيانات المالية للشركات، وإعلانات توزيع الأرباح،الاندماج،التغييرات في إدارة الشركة، الإعلانات عن تقديم منتجات جديدة، التغيرات في سياسة الحكومة التي يمكن أن تؤثر بأسعار الفائدة، ويعتبر استخدام النسب المالية في التحليل المالي، وتحليل الاستثمار من أكثر الأساليب استخداماً في تقييم أداء الشركات في مجال الربحية،السيولة،الأداء، وكفاءة إدارة الأصول والخصوم، وقد زادت أهمية استخدام هذه النسب بعد أن استخدمها المحللون الماليون في التنبؤ بأسعار الأسهم، والاعتماد عليها في اتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالي.يسلط هذا الفصل الضوء على النقاط التالية :

المبحث الأول:مفهوم التحليل المالي,

المبحث الثاني: عوائد الأسهم والمتغيرات المالية التي تؤثر بها,

المبحث الثالث: استخدام النسب المالية للتنبؤ في عوائد الأسهم,

2-1 المبحث الأول: مفهوم التحليل المالي:

2-1-1 تعريف التحليل المالي:

يعتبر التحليل المالي من أهم الوسائل التي يتم بموجبها عرض نتائج الأعمال على الإدارة المشرفة، إذ يبين مدى كفائتها في أداء وظيفتها، وهو أداة للتخطيط السليم، يعتمد على تحليل القوائم المالية بإظهار أسباب النجاح و الفشل، كما يعتبر أداة لكشف مواطن الضعف في المركز المالي للمؤسسات، وفي السياسات المختلفة التي تؤثر على الربح، كما يمكن من رسم خطة عمل واقعية للمستقبل، ويساعد الإدارة على تقييم الأداء .

ويمكن وضع تعاريف أخرى للتحليل المالي و هو أنه:

- ✓ فحص القوائم المالية بقصد تقديم معلومات تفيد عن مدى تقدم الشركة خلال فترات دراسة، و التنبؤ بنتيجة أعمال و نشاط الشركة عن فترات مقبلة.
- ✓ وسيلة يتمكن من خلالها تحويل البيانات المحاسبية التي تظهر في القوائم المالية إلى شكل يمكن استخدامه مرشداً لتقييم المركز المالي، والمركز النقدي، وهو عملية فحص القوائم المالية المنشورة من قبل شركة ما لتقديم معلومات تفيد لتحديد مدى تقدم الشركة خلال فترة الدراسة و التنبؤ المستقبلي بنتيجة أعمالها.
- ✓ وعرف كريستيان زمباطو[1] التحليل المالي بأنه مجموعة أدوات محددة تستخدم لتحويل ما حققته المؤسسة من نتائج محاسبية إلى معلومات اقتصادية ، و مالية، متعلقة بالمؤسسة.

[1] zambatto, C.(2009). corinne zambotto Gestion financier , 8 edition dunop , Paris

2-1-2 استعمالات التحليل المالي:[1]

نظرا للأهمية البالغة التي يتميز بها التحليل المالي، و تعدد الجهات المستفيدة منه والتي يمكن عرضها كالتالي :

❖ إدارة المؤسسة : تستفيد من التحليل المالي في المجالات التالية :

1- مدى نجاح المؤسسة في تحقيق السيولة.

2- مدى نجاح المؤسسة في تحقيق الربحية.

3- معرفة الوضعية المالية للمؤسسة بالمقارنة مع المؤسسات المنافسة.

4- تقييم منجزات المؤسسة في مجال التسويق و البيع و الإنتاج.

5- التنبؤ بالمستقبل.

6- المساعدة بالرقابة المالية .

❖ الدائنون: تستفيد هذه الجهات من التحليل المالي في معرفة الوضع الائتماني للمؤسسة، و هيكل تمويلها، ودرجة السيولة لديها، ومدى قدرتها على السداد في المدى الطويل و القصير، و درجة ربحية المؤسسة.

❖ المستثمرون: يستفيدون من التحليل المالي في معرفة القوة الإدارية للمؤسسة، ونصيب حملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، وسياستها في توزيع الأرباح، ومدى استقرار الأرباح من سنة إلى أخرى، ونسب النمو، والتوسع في المؤسسة.

❖ بيوت الخبرة المالية: تستفيد من التحليل المالي من خلال معرفة معلومات عن المؤسسة، و مدى مساهمتها في الاقتصاد المحلي.

[1] الشريفات، خلدون إبراهيم. (2001). إدارة وتحليل مالي، الأردن، عمان: دار وائل للنشر.

كما يستعمل التحليل المالي لعدة أغراض موضوع التحليل، و اتخاذ القرارات أهمها[1]:

1-التحليل الائتماني:

ويهدف التحليل الائتماني إلى التعرف على مقدرة المدين على السداد، أي الوفاء بالتزاماته المالية اتجاه المقترض، وذلك من خلال إجراء التحليل المناسب للقوائم المالية للمقترض للحصول على النتائج المستخرجة من التحليل.

2-التحليل الاستثماري :

يعتبر أفضل التطبيقات العملية للتحليل المالي، وهي التي تستعمل في مجال تقييم الاستثمار في أسهم الشركات، وهذا يعود بالفائدة على الأفراد والشركات الذين ينصب اهتماماتهم على سلامة استثماراتهم، وكفاية عوائدها، ولا يقتصر هذا التحليل المالي على تقييم الأسهم و السندات، بل يمتد ليشمل تقييم المؤسسات نفسها، و الكفاءة الإدارية .

3-التخطيط :

تعتبر عملية التخطيط للمستقبل أمراً ضرورياً لكل مؤسسة وذلك بسبب التعقيدات الشديدة التي تشهدها أسواق المنتجات المختلفة من السلع والخدمات، وتتم هذه العملية من خلال وضع تصوراً لأداء الشركة المتوقع بالاسترشاد بالأداء السابق لها، باستعمال أدوات التحليل المالي التي لها دوراً مهماً في هذه العملية بشقيها، من حيث تقييم الأداء السابق، و تقدير الأداء المتوقع.

[1] عقل، مفلح. (2006). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الأردن: دار أجنادين للنشر والتوزيع، ط.2.

4-تحليل الاندماج و الشراء: [1]

ينتج عند رغبة الشركة في شراء شركة أخرى أو انضمام شركة أو أكثر معاً لتكوين شركة جديدة، و هنا لا بد من تقييم كل شركة، و تقدير الأداء المستقبلي لها.

5-تحليل تقييم الأداء:

إن تقييم المؤسسة يعتمد على تقييم ربحيتها وكفائتها في إدارة موجودتها، وتوازنها المالي وسيولتها، وهذا لايتم إلا من خلال استخدام أدوات التحليل المالي .

2-1-3 أدوات التحليل المالي :

هدف المحلل المالي هو الوصول إلى قرارات سليمة، و يتم ذلك بواسطة الأدوات التحليلية المناسبة التي تمكنه من الحصول على المعلومات اللازمة للقرار المالي، وهذا ما سوف نتطرق له للتعرف على أدوات ومصادر الحصول على المعلومات المالية، ومن هذه الأدوات التي يمكن استخدمها:

2-1-3-1 أدوات التحليل التقليدية :[2]

- التحليل المالي الأفقي : وذلك من خلال مقارنة النسب المالية مع عنصر معين في الميزانية، أو قائمة الدخل على مدار سنتين متتاليتين، ويتمثل هذا النوع من التحليل في دراسة سلوك كل بند من بنود القوائم المالية بمرور الزمن أي تتبع حركة هذا البند زيادة أو نقصاناً بمرور الزمن ، وبذلك فهو تحليل ديناميكي، لأنه يبين التغيرات التي حدثت في فترة زمنية طويلة نسبياً.

[1] الكحلوت، خالد محمود. (2005). مدى اعتماد المصارف التجارية على التحليل في ترشيد القرار الائتماني-دراسة تطبيقية على المصارف العاملة في قطاع غزة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
[2] زباد ، رمضان و محفوظ، جودة. (2003) .الاتجاهات المعاصرة في ادارة البنوك، ط 2، دار وائل للنشرو التوزيع، عمان.

- التحليل المالي الرأسي: وذلك من خلال دراسة النسب المالية لفترة زمنية محددة و يمكن مقارنتها مع شركات أخرى مماثلة.
- التحليل بالنسب المالية: ويعتبر من أهم الوسائل التي تساعد الإدارة على معرفة الوضع المالي للشركات من خلال سيولة الشركات وسلامة ربحية الشركات ، ويكون من خلال إيجاد العلاقة بين متغيرين تربطهما خواص مشتركة للحكم على وضع أو نشاط معين من أنشطة المنشأة.

2-1-3-2 أدوات التحليل الحديثة :[1]

وتشمل الطرق الرياضية والإحصائية، والمصفوفات، والبرمجة الخطية، في عمليات التحليل المالي، كما يمكن أن يستخدم الكمبيوتر في إعداد برامج تحليلة تستخدم في معالجة كثير من المشكلات التي تواجهها الشركات، وذلك من خلال خزن المعلومات، و معالجتها ثم ظهور مخرجاتها، ويتم استخراجها من عدة مصادر تقسم إلى :

1-مصادر داخلية :

أ- القوائم المالية الأساسية : وتحتوي على ثلاث قوائم:

قائمة الدخل، الميزانية (حقوق المليكة)، قائمة التدفقات النقدية.

ب- التقارير المؤقتة (المرحلية): وهي التي تقدم على مدى مدار السنة، و الهدف منها تزويد مستخدمي القوائم المالية بالمزيد من المعلومات في أوقات متقاربة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض.

ت- تقارير مجلس الإدارة : والتي تحتوي على معلومات تتناول بيانات مالية، و إحصائية وبعض الخطط المستقبلية.

[1] الصياح، عبد الستار والعامري. (2006). الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، الأردن، عمان: دار وائل للطباعة والنشر، ط.2.

ث- تقارير مراجع الحسابات : وماقد تحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تمت مراجعتها.

ج- المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية: وتعتبر هذه الملاحظات جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات المفيدة لما توفره من معلومات إضافية غير موجودة في القوائم المالية.

ح- قوائم تنبؤات الإدارة و معلومات أخرى.

2-مصادر خارجية :

وهي المعلومات والبيانات التي باستطاعة المحلل المالي الحصول عليها من خلال أسواق المال وهيئات البورصة، بالإضافة إلى البيانات والمعلومات التي يمكن أن يحصل عليها من الصحف والمكاتب الاستشارية، ويعتبر من المفيد عند تحليل المعلومات المالية لشركة معينة، مقارنتها بما هو قائم في الشركات المنافسة من خلال (نوع الصناعة، الاقتصاد بصفة عامة، وظروف المنافسة، أثر الاتفاقيات الدولية في تلك الصناعة).

2-1-4 مزايا التحليل المالي وعيوبه :[1]

نتيجة إلى أن الاهتمام في الوقت الحالي بموضوع التحليل المالي قد بدأ يتزايد بدرجة كبيرة، ظهرت مجموعات متخصصة لأغراض التحليل المالي تقدم خدمات الاستشارات المالية للمتعاملين في الأسواق المالية، إذ لم يعد مقبولاً في الوقت الحالي أن يتم التعامل في الأسواق المالية بطريقة المضاربة، والحركة العشوائية، والاعتماد على الشائعات، بعد أن قدم الدليل على قدرة المتخصصين في هذه الأسواق على استخدام الأساليب العلمية.

[1] Harington, D, R. (1993). Corporate Financial Analysis, USA: Boston , Homewood

ومن أهم مزايا التحليل المالي:

1. سهولة في الحساب.

2. يمكن تطبيقه على أي شركة بغض النظر عن الحجم و طبيعة النشاط.

3. يساعد على المقارنة بين الشركات و اختيار الأفضل.

أما عيوب التحليل المالي فتتلخص فيمايلي :

1. الحسابات محدودة فقط على المعلومات المعلنة.

2. اسم الشهرة لا يدخل في الحسابات.

3. مقارنة القوائم المالية خلال فترة زمنية طويلة قد يكون صعب بسبب احتمالية تبني طرق محاسبية جديدة.

2-1-5 دور المحلل المالي وأهميته:

تتبع أهمية التحليل المالي باعتباره أداة تهتم بدراسة القوائم المالية بشكل تحليلي مفصل يوضح العلاقات بين عناصر هذه القوائم ، والتغيرات التي تطرأ على هذه العناصر في فترة زمنية محددة ،أو فترات زمنية متعددة :إضافة إلى توضيح حجم هذا التغير على الهيكل المالي العام للمنشأة ، ويمكن تفصيل أهمية ودور المحلل المالي في النقاط التالية :[1]

1-التحديد الواضح لأهداف التحليل المالي، حيث تتفاوت الأهداف من فئة إلى أخرى وبصفة عامة يمكن تحديد الهدف على ضوء الموضوع أو المشكلة الموجودة لدى المنشأة .

[1] المرسي، جمال الدين، واللحلح، احمد. (2006). الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات ،مصر، الإبراهيمية، الدار الجامعية

2-تحديد الفترة المالية التي يشملها التحليل المالي وتوفير بيانات مالية يمكن الاعتماد عليها لسنوات متتالية ، حيث أن القوائم المالية لسنة واحدة قد لا تكون كافية للحصول على المعلومات التي يستطيع المحلل من خلالها الحكم على قدرات وإمكانيات العميل.

3-تحديد المعلومات التي يحتاج إليها المحلل للوصول إلى أهدافه ويمكن للمحلل الحصول عليها من القوائم المالية للشركة المنشورة وغير المنشورة ، وتقرير مراقب الحسابات وتقارير مجلس الإدارة ، والمعلومات من الصحف الاقتصادية أو المكاتب الاستشارية ، وربما يحتاج المحلل المالي في هذه المرحلة إعادة تبويب القوائم المالية بما يتناسب مع خطة التحليل المستهدفة.

4-اختيار أسلوب وأداة التحليل المناسبة للمشكلة موضوع الدراسة بحيث يبدأ المحلل المالي فورا بعد حصوله على المعلومات المناسبة والكافية لعملية التحليل في تحديد أداة التحليل المالي لاستخراج المعلومات ، سواء كانت تحليل مؤشرات أو تحليل باستخدام النسب أو تحليل مقارن.

5-اختيار المعيار المناسب من معايير التحليل المالي لاستخدامه في قياس النتائج سواء كان معيار مطلق متعارف عليه في مجال التحليل المالي فمثلا قياس السيولة يكون بمتوسط لنسبة التداول بقيمة 1:2 أو معيار نشاط خاص ودراسة مؤشراته و مقارنتها بنتائج التحليل ، أو معيار اتجاهي بمقارنة حركه أداء التحليل خلال الفتره الزمنية ، أو معيار مستهدف من خلال تحديد نسب معينة للوصول اليها .

6-تحديد درجة الانحراف عن المعيار المستخدم في القياس أي تحديد الفروقات التي تظهر بين النتائج الفعلية والمعيار الذي اختاره المحلل، وهو ما يمثل استعمال المعلومات التي توفرت لدى المحلل لاتخاذ القرارات المناسبة نحو قيمة الانحراف ومعناه ودرجة خطورته.

7-دراسة وتحليل أسباب الانحراف.

2-1-6 معايير التحليل المالي واستخداماتها :[1]

من المعلوم أن احتساب النسب المالية بمعزل عن وجود معيار لقياس الأداء ومقارنة النتائج به لن يكون مفيداً في الكشف عن الانحرافات والحكم على مدى سلامة وملاءمة النسب المستخرجة فقيام المحلل المالي مثلاً باحتساب نسبة السيولة التي هي عبارة عن خارج قسمة الأصول المتداولة على الالتزامات المتداولة، وخروجه في هذه الحالة بنسبة 1:2 لا معنى لها على الإطلاق إذا لم يستطع المحلل أن يقرر ما إذا كانت هذه النسبة مرتفعة أو منخفضة أو مرضية، ومثل هذا القرار يحتاج إلى مقياس أو معيار محدد. ومن هنا برزت أهمية اختيار المعايير في التحليل المالي التي هي عبارة عن أرقام معينة تستخدم مقياساً للحكم على مدى ملاءمة نسبة أو رقم ما، وفي جميع الأحوال يجب أن يتصف المعيار بالتالي :[2]

1. أن يتصف المعيار بالاستقرار النسبي بمعنى أن يبقى ثابتاً لا يتغير من فترة إلى أخرى.

2. أن يكون المعيار واضحاً ويتصف بالبساطة وسهولة الاستخدام وأن لا يكون له أكثر من تفسير.

3. أن يكون المعيار واقعياً ويمكن تنفيذه.

وبذلك فإن استخدام هذه المعايير يكون مفيداً في مجال المقارنة مع النسب الفعلية التي تظهر لدى المنشآت، مما يمكن المحلل من اكتشاف الانحرافات والبحث عن أسبابها، بالإضافة إلى تفسير النتائج والأرقام الناتجة عن عملية التحليل.

[1] عقل، مفلح. (2006). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الأردن: دار أجنادين للنشر والتوزيع، (ط.2).
[2] العصار وآخرون. (2001). الإدارة والتحليل المالي، الأردن، عمان: دار البركة للنشر والتوزيع ، (ط1).

2-2 المبحث الثاني: عوائد الأسهم والمتغيرات المالية التي تؤثر بها

2-2-1 لمحة عن الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين النسب المالية وعوائد الأسهم:[1]

يوجد العديد من الدراسات التي اختبرت أثر استخدام النسب المالية في عوائد الأسهم، وسيتم عرض هذه الدراسات وفقا لمحورين: الدراسات في الدول المتقدمة والدراسات في الدول النامية ومن بينها العربية، حيث اعتبرت الدراسات الأخيرة التي أقيمت في الأسواق المالية أن عوائد الأسهم واحدة من أهم المجالات الأساسية للبحث، حيث تعتبر عوائد الأسهم مهمة جداً للمستثمرين الذين بطبيعتهم يهتمون بالأرباح التي سوف يحصلون عليها من استثماراتهم في أسهم الشركات. ويعود مفهوم عوائد الأسهم إلى عام 1950 ،عندما ظهرت الحاجة الى اختراع طريقة رياضية، واستنتاج طرق احصائية، لفهم كيفية تقلب وتذبذب العوائد، وكانت أهم الدراسات التي درست عوائد الأسهم:

- في دراسة(pestron ,1975) انقسم الباحثون بين مؤيد ومعارض لأهمية المعلومات المالية للسنوات السابقة ودورها، فمنهم من وجد أنه لا علاقة بين المعلومات المالية وتحركات أسعار الأسهم، ومنهم من أثبت وجود علاقة وارتباط مهم في التنبؤ بحركة أسعار الأسهم المستقبلية في فرضية السير العشوائي.
- دراسة (Bhandari,1988) اقترح أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية (D/E) متغير إضافي يمكن استخدامه للتنبؤ بعوائد الأسهم حيث أنه من خلال دراسته ألقى الضوء على العلاقة الإيجابية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية، وبين العائد وأشار إلى أن هذا المتغير الجديد له تأثير على العائد يفوق تأثير الحجم وعامل بيتا.
- (Amhiud and Mendelson,1989) الذي درس حجم الشركة، ومخاطر بيتا وهامش السعر بين العرض والطلب، وأكد على دور هذه المتغيرات بالتنبؤ بتحركات

[1]Markowitz, H. (1952), Portfolio selection , Journal of Finance

عوائد الأسهم من خلال النتائج التي توصل إليها، والتي ساهمت في زيادة قدرة النموذج على تفسير تغيرات الأسعار.

- ثم جاءت دراسة(Mcqueen,1991) الذي اختبر العوامل المتبقية الأخرى والتي يمكن أن تؤثر على عوائد الأسهم مستعملاً سلسلة ماركوف من خلال فرضية السير العشوائي فمن خلال هذه الفرضية، تم اكتشاف العديد من العوامل التي يمكنها التنبؤ بأسعار الاسهم والتي لا يمكن تجاهلها، ومنها المعلومات المحاسبية في السنوات السابقة، والتي أهملتها الكثير من الدراسات السابقة، ومن أهم هذه المعلومات النسب المالية المستخرجة من القوائم المالية للسنوات السابقة.
- دراسة (fama&frensh,1992) أكد على أهمية النسب المالية عندما طور دراسته الإحصائية من خلال إضافة الرافعة المالية، حجم الشركة ،عامل بيتا ، E/P، B/M، وأشار إلى أن نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية وحجم الشركة ذات تأثير أكبر على العوائد وأن إضافتهما إلى النموذج سيزيد القدرة التفسيرية للنموذج ولباقي المتغيرات.
- دراسة (Feltham & Ohlson, 1995) في كندا، فقد تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية وخاصة المتعلقة بالأنشطة المالية، وقد تم قياس المعلومات، والمؤشرات المحاسبية باستخدام القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، والأرباح الموزعة، والأصول الثابتة، والمصروفات، والمطلوبات، وصافي الدخل من الأنشطة الجارية، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي، وتوصلت إلى أن هناك علاقة إيجابيه بين القيمة السوقية للسهم، والمتغيرات المعبرة عن الأنشطة المالية المختلفة.
- دراسة (Stark, 1997) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم، والأرباح الموزعة من ناحية، وسعر السهم من ناحية أخرى، وذلك

باستخدام نموذج الانحدار الخطي، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن القيمة الدفترية للسهم، وربح السهم يرتبطان بعلاقة إيجابية قويه مع سعر السهم السوقي.

- دراسة (Lewellen,2004) أضافت إلى النموذج المختبر متغير التوزيعات النقدية والقيمة الدفترية إلى السوقية والأرباح إلى السعر لزيادة إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم.
- دراسة (Chen & Zhang, 2007) في هونج كونج، قدمت هذه الدراسة نظرية ودليل ميداني على أن المتغيرات المحاسبية تفسّر التباينات المقطعية Cross-sectional variations في عوائد الأسهم. وبناءاً على نموذج الدراسة، فإن عوائد الأسهم ترتبط بريع عائد السهم، والاستثمار الرأسمالي، والتغيرات في الربحية وفرص النمو، بالإضافة إلى التغيرات في معدل الخصم، وأن أول أربعة متغيرات تتصل بالتدفقات النقدية للشركة، وأن الأخير، أي معدل الخصم، يؤثر في تسعير التدفقات النقدية المستقبلية، ووجدت الدراسة أيضا أن المتغيرات الخمسة السابقة ترتبط بعلاقة معنوية مع عوائد الأسهم.

وتتالت الدراسات التي اهتمت بإدخال متغيرات القوائم المالية واختبارها للحصول على أفضل النتائج.

أما الدراسات التي أقيمت في الأسواق المالية العربية :

- دراسة عبد الله 1995هدفت بشكل رئيسي إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي، وذلك في كل من قطاع الصناعة، وقطاع الإسمنت وقطاع الخدمات. وقد بلغ عدد شركات عينة الدراسة 25 شركة، وغطت الدراسة الفترة الواقعة بين الأعوام 1987-1991.

وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، وقد شمل النموذج عدداً من المتغيرات المستقلة مثل: دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد على حق الملكية، المؤشر العام لأسعار الأسهم، المشاركة

الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج تتلخص في أن دخل السهم، والعائد على حق الملكية، والمؤشر العام لأسعار الأسهم، تعتبر من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع الاقتصادي، إضافة إلى أنه وفي حالة قطاعي الصناعة والخدمات فإن للمشاركة الحكومية علاقة ايجابية مع سعر السهم.

- دراسة حشيش 2003 هدفت الدراسة بشكل رئيسي إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، ودور القوائم المالية في ذلك ولتحقيق هذا الهدف، تم اختيار عشرين متغير مستقل يعتقد أنها تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية، وتم قياس معاملات الارتباط بين (15) متغيراً من هذه المتغيرات، وبين سعر السهم في بورصة الأوراق المالية باعتباره متغيراً تابعاً، وقد اتضح نتيجة التحليل أن سعر السهم في بورصة الأوراق المالية يرتبط طردياً مع عائد السهم، ومع صافي التدفقات، ومع نسبة التداول، ومع نسبة الفوائد كما أنه يرتبط عكساً مع الأصول الثابتة، وإجمالي الدائنين.
- دراسة باشيخ 2005 هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين المتغيرات المحاسبية الشائعة الاستخدام من ناحية، والقيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية السعودي من ناحية أخرى، وقد هدفت بشكل دقيق إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة أو ربح السهم السنوي أو العائد على حقوق المساهمين ، أو عائد الربح الموزع تساعد على تفسير التغييرات في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والوقوف على أوجه التشابه أو الاختلاف بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم تجاه المتغيرات السابقة، وأسباب وجود الاختلاف إن وجدت.

اعتمدت الدراسة على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة المسجلة في سوق الأسهم السعودي، وذلك خلال الفترة من سنة 1999إلى سنة 2003، حيث تم

اختبار فروضها عن طريق نموذج الانحدار المتدرج. وقد توصلت إلى وجود اختلافات اتجاه تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة حسب القطاع المنتمي له، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة قويه بين ربح السهم والأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم، وعدم وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم.

- دراسة الخداش والعبادي 2005 بعنوان علاقة كل من العائد المحاسبي والتدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين بالقيمة السوقية للسهم، وهدفت هذه الدراسة الى تحديد أهمية العائد على حقوق المساهمين كنسبة مالية مستندة إلى أساس الاستحقاق وإلى التدفقات النقدية في تقييم الوضع المالي والسعر السوقي للسهم للشركات الصناعية المساهمة الأردنية، ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحثان باختيار عينة بلغ عددها 26 شركة مدرجة في بورصة عمان للعام 2002 على أن يكون قد جرى تداول أسهمها لعشر سنوات على الأقل، وتوصلت الدراسة إلى أن قائمة التدفقات النقدية ونسبها المالية ذات أهمية أفضل من مثيلتها المبينة على أساس الاستحقاق في تقييم الوضع المالي للشركات.

جدول(1-2) نتائج لاختبار النسب المالية ودورها بالتنبؤ في بعض البلدان

البلد	السنة	اسم الباحث	النسب المالية المختبرة	النسب المالية المفيدة بالتنبؤ
اليابان	1991	Chan, Hamao, & Lakonishok	عائد الربح حجم الشركة القيمةالدفترية/القيمة السوقية عائد التدفق النقدي	حجم الشركة القيمةالدفترية/القيمة السوقية عائدالتدفق النقدي
فنلندا	1993	Martikainen	العائد على حقوق الملكية العائد على الأصول صافي الدخل من المبيعات حقوق الملكية / رأس المال	العائد على حقوق الملكية العائد على الأصول صافي الدخل من المبيعات

			الديون/نسبة المبيعات	
كوريا	1997	Muhkherji, Dhatt, & Kim	معامل بيتا القيمةالدفترية/القيمة السوقية الديون/حقوق الملكية نسبة العائد/سعر السهم حجم الشركة نسبة المبيعات/السعر	القيمةالدفترية/القيمة السوقية الديون/حقوق الملكية حجم الشركة نسبة المبيعات/السعر
تركيا	2000	Arkdeniz, Altay–Salih, & Aydogan	معامل بيتا القيمة الدفترية /السوقية حجم الشركة نسبة الإيرادات /السعر	القيمةالدفترية/السوقية حجم الشركة نسبة الإيرادات/السعر
مصر	2004	Omra& Ragab	العائد على المبيعات العائد على حقوق الملكية العائد على الأصول العائد على السهم معدل دوران الأصول معدل دوران المخزون النسبة السيولة الجارية النسبة السيولة السريعة نسبة الديون	العائد على حقوق الملكية معدل دوران الأصول

المصدر: **Rufino, C., (2006),predicting stocks return using financial ratios, jornal of Intermediate Econometrics.**

يعرض الجدول السابق بعض الدراسات التي أجريت في العديد من البلدان مع الاختلاف في اختيار المتغيرات المختبرة ، وذلك للوصول إلى المتغيرات الأهم التي لها القدرة على التنبؤ بتغيرات العوائد، والتي تختلف باختلاف الأسواق المالية موضوع الدراسة .

2-2-2 عائد السهم :

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع، وطبيعة التشريعات في البلد المعني.[1]

2-2-3 بعض التفسيرات المقدمة لأثر المتغيرات المالية في عوائد الأسهم:

تعتبر المعلومات المحاسبية من أهم العوامل التي تؤثر في تحديد سعر السهم وسواء كان التأثير بشكل مباشر أو غير مباشر، وبغض النظر عن طبيعة المنشأة، إذا أراد أحد معرفة الوضع المالي، فإن القوائم المالية تعتبر من أفضل الطرق للحصول على هذه المعرفة، فالميزانية العمومية على سبيل المثال تعتبر تقرير مالي ذا قيمة هامة فهي تقدم معلومات سريعة حول الوضع المالي للمؤسسة (Selvon, 2008)[2].

إضافة إلى ذلك فقد ذكر (Malhotra, 2007)[3]: الكثير من العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم مع تفسير لطريقة تأثيرها ومن أهمها:

1- العرض والطلب: فالسعر يتأثر بشكل مباشر بزيادة أو انخفاض الطلب عليه.
2- المعلومات عن الشركة المصدرة: لهذه المعلومات تأثير كبير في أسعار الأسهم فالسعر يتحرك صعوداً وهبوطاً ليعكس الأخبار السلبية والإيجابية حول الشركة المصدرة للأسهم.

[1] التميمي، أرشد، وسلام، عزمي، أسامة. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية عمان الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والإعلان .
[2] Selvon, M. (2008). How Liabilities Assets Ratio Determines Financial statue
[3] Malhotra, A. (2009). Select the Right Strategy For Stock Trading

3- حصة السهم من صافي الأرباح EPs: يمكن اعتبار حصة السهم من صافي الأرباح من أهم العوامل التي تستخدم لاتخاذ القرار الاستثماري من قبل المستثمرين لشراء الأسهم ،أو عدم الشراء، وبالتالي التأثير على العرض والطلب.

4- مضاعف سعر السهم P/E: تعطي هذه النسبة مؤشر أن السعر مقوم في السوق بأقل من قيمته الحقيقية أو بأكثر من قيمته الحقيقية، وهذا يساعد على إعادة التوازن إلى السوق.

5- نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات (L/A): تعتبر هذه النسبة من المكونات الرئيسة للقوائم المالية، فالمعلومات الخاصة بتلك النسبة تساعد في تحديد المسار المالي للشركة فهي تحدد إذا ما كانت الشركة تسير باتجاه الاعتماد على حقوق الملكية أو الدين في تمويل استثماراتها، وبالتالي التأثير على أسعار الأسهم [1]

6- القيمة الدفترية: يهتم معظم المحللين بالسعر الذي يتداول به السهم خاصة إذا كان أقل من القيمة الدفترية للسهم، وهذا يفسر على أنه إشارةً للشراء حسب رأي (حنفي،2003)،[2]ورغم أن رأي (حنفي) يتناقض مع رأي (الزرري وفرح)[3]وهذا يرجع لاعتماد بعض المحللين استراتيجية القيمة كمفتاح للنجاح في شراء الأسهم وتقول هذه الفرضية أن الأسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) متدنية تحقق معدلات أعلى من تلك الأسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) مرتفعة[4].

7- الأرباح المحققة:يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو

[1] Selvon, M. (2008). How Liabilities Assets Ratio Determines Financial statue
[2] حنفي، عبد الغفار. (2007). استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصر، الإبراهيمية: الدار الجامعية.
[3] الزرزري، عبد النافع وفرح، غازي. (2001). الأسواق المالية، (ط. (1، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
[4] الذهبي، خالد . (1997). استراتيجيات التعامل بالأسهم وتطبيقاتها على الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، الأردن، عمان

قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح. ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن السعر.

8- توزيعات الأرباح: إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والإستهلاكات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع، أو للتصرف به، حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج، ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة[1].

2-3 المبحث الثالث :استخدام النسب المالية للتنبؤ في عوائد الأسهم

2-3-1 تعريف النسب المالية:

بالرغم من أن النسب المالية قد ظهرت، وتم استخدامها من نحو أكثر من قرن من الزمن إلا أنها تمثل إحدى أدوات التحليل المالي التي يتم الاعتماد عليها من قبل المستثمرين والدائنين والبنوك وغيرهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

هذا ونتيجة التطور في النسب المالية من حيث تركيبها وطريقة استخدامها، ازدادت الحاجة إليها من جانب المستفيدين منها[2] فالنسب المالية تعتبر من أهم أدوات التحليل المالي، كما ذكرنا أنفا لقياس الأداء المالي للمنشأة وعمل مقارنات لعدة سنوات، وهي تعتمد عليها في التنبؤ في دخل المنشأة، وأرباحها المخطط لتوزيعها مستقبلاً.

[1] نمر، محسن. (1997). توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات، الأردن، عمان ،دار المناهج للنشر والاعلان .

[2] تركي، إبراهيم. (1995). تحليل التقارير المالية، السعودية: مطابع جامعة الملك سعود، (ط.2).

ويعتبر تحليل النسب المالية لمنشأة ما هو الخطوة الأولى في التحليل المالي ومن المؤكد بأن المساهمين هم أحد أبرز الأطراف المستفيدة من تحليل النسب المالية التي تهتم بمعرفة كفاءة الشركة وربحيتها ونسب مديونيتها، لذلك يكون من المهم لهم تحديد العائد على الاستثمار في أسهم المنشأة فكلما زادت كفاءة الشركة الإنتاجية زادت ربحيتها ومن ثم تزداد الأرباح الموزعة على المساهمين، وينعكس ذلك بدوره على تحسين سعر السهم في السوق، وبالتالي يصبح العائد على الاستثمار في أسهمها أعلى، لذلك يهتم المساهمين بتحليل المركز المالي للمنشأة لتحديد مدى جاذبية الاستثمار في أسهمها.[1]

- ✓ تعرف النسب المالية :أنها أداة من أدوات التحليل المالي التي تقوم على دراسة القوائم المالية بعضها ببعض في شكل نسب مئوية، كما تعبر النسب عن العلاقة بين قيمتين ذات عنصرين متجانسين ومرتبطين بمنطق اقتصادي بهدف استخلاص تطور ظاهرة معينة ومنه فإن النسبة المالية هي علاقة بين قيمتين ذات معنى على الهيكل الإداري وهذه القيم تؤخذ من الميزانية او القوائم المالية الاخرى.[2]
- ✓ النسبة المالية: هي العلاقة بين عنصرين مستخرجين من وثائق محاسبية ، تسهل هذه العملية التقرب من معرفة الخطر الذي تمثله المؤسسة بالنسبة إلى أمثالها و المقصود من النسب هو إظهار علاقة بين البسط و المقام، و قيم البسط و المقام هي البيانات و الأرقام المحاسبية التي تعرضها الميزانية العمومية أو قائمة الدخل .

2-3-2 أهداف النسب المالية:[3]

يعتبر أسلوب التحليل المالي بالنسب وباستخدام القوائم المالية أكثر الأساليب شيوعاً واستخداماً في التحليل المالي ويهدف استخدامها إلى التالي:

[1] الزرزري، عبد النافع وفرح، غازي. (2001). الأسواق المالية، (ط.1)، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع

[2] زرمان، كريم. (2008). التوقع بخطر قرض البنك باستخدام نموذج ذي متغيرات كمية، دراسة تطبيقية في وكالة القرض الشعبي الجزائري قسنطينة، رسالة ماجستير، جامعة محمد،الجزائر.

[3] أبو شعبان، بيان. (1992). نحو استخدام أفضل لأساليب التحليل المالي بالنسب، مجلة المحاسب الفلسطيني، غزة: مطابع الجراح

- فهم البيانات الواردة في القوائم المالية، وذلك لمساعدة الإدارة في اتخاذ القرارات المختلفة، حيث أن المؤشرات المالية الناتجة عن التحليل المالي تكشف نواحي القوة والقصور في مركز المنشأة المالي، كما وأن الاستعانة بها يمكن المنشأة من فحص انجازاتها السابقة، وبالتالي بيان مدى التزامها بالسياسات المالية.
- تخفيض الحجم الكبير من البيانات المالية إلى عدد قليل مفيد من المؤشرات المالية ذات المدلول الواضح .

2-3-3 أهمية النسب المالية:[1]

تهتم غالبية المنشآت المالية ،والمكاتب الاستثمارية، والمحاسبون القانونيون، بالنسب المالية باعتبارها إحدى أدوات قياس الأداء والظروف المالية للمنشآت في وقت ما، ومن خلال سنة مالية ما، وتعود تلك الأهمية إلى مايلي :

1- سهولة حساب النسب المالية.
2- لكونها عبارة عن مقاييس كمية للحكم على الوحدات الداخلية.
3- توفر النسب المالية مؤشرات أساسية للحكم على الأداء دون الحاجة إلى تقديم بعض التفاصيل المالية.

2-3-4 أسس اختيار النسب المالية:[2]

عند تحليل القوائم المالية لمنشأة ما يمكن استخدام عدد كبير من النسب المالية والتي يمكن تقسيمها إلى عدة مجموعات، وكل مجموعة من هذه النسب تقيس وتدرس ظاهرة معينة، ويتوقف ذلك على الغرض المقصود من التحليل المالي، فمثلا أصحاب الديون قصيرة الأجل يركزون على دراسة نسب معينة تختلف عن النسب التي يركز عليها ويدرسها أصحاب

[1] النجار، فريد. (2002). القوائم المالية و التحليل المالي، مصر، الإسكندرية، المكتبة المصرية.
[2] العصار وآخرون. (2001). الإدارة والتحليل المالي، الأردن، عمان: دار البركة للنشر والتوزيع، (ط.1).

الديون الطويلة الأجل ، كذلك فإن أنواع البيانات المالية المتاحة تحدد طبيعة التحليل المالي وطبيعة النسب المالية. فالمحلل المالي الداخلي يتوفر لديه بيانات تختلف كماً ونوعاً عن البيانات الخارجية.

وعليه فإن النسب المالية قائمة على فكرة اختيار ومقارنة وتفسير مجموعة علاقات متداخلة بين القوائم المالية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل)، وهي بداية لسلسلة تحليلات مالية متعمقة، وليس آخر ما يقوم به المحلل المالي.

2-3-5 أنواع النسب المالية:

تصنف النسب المالية وفق أسس مختلفة ومتعددة، فقد تصنف حسب مصادر المعلومات التي تكونت منها النسب، أو حسب الهدف من التحليل، أو حسب الأنشطة الاقتصادية للمشروع، ولا مجال هنا لذكر جميع التصنيفات إنما سيتم عرض النسب المالية الأكثر دلالة وفائدة في دراسة وتحليل المركز المالي وأهم هذه النسب:

1-نسب السيولة .
2-نسب الربحية .
3-نسب المديونية.
4-نسب النشاط.
5-نسب السوق .

نسب السيولة :

تعتبر السيولة في أي مؤسسة من المؤشرات الهامة التي تقيس مقدرة هذه المؤسسة على مواجهة الالتزامات الناجمة عن أعمالها الاعتيادية، ودراسة السيولة تتناول الفترة الزمنية

اللازمة لتحويل الأصل الى نقدية، وكذلك تكاليف تحويل هذا الأصل إلى نقدية ،وتتم دراستها من خلال :[1]

- **نسبة التداول:**هي تلك النسبة التي تقيس مدى قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل ، وتعكس حجم الالتزامات قصيرة الأجل، ومدى قدرة المنشأة على سدادها ويعبر عنها بالمعادلة التالية حسب (Harrington, 1993)[2].

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

وقد قبلت نسبة التداول كمقياس عام لأنها تقدم أفضل مؤشر منفرد عن مدى تغطية الالتزامات المتداولة بموجودات يتوقع أن يتم تحويلها إلى نقد في موعد يتزامن وموعد سداد المطلوبات المتداولة [3]،ولقد اعتبرت نسبة 1:2 كنسبة للتداول مرغوبة من الناحية الاقتصادية والتحليلية سواء من قبل المنشأة المعنية، أو من قبل الجهات التمويلية القصيرة الأجل مثل المصارف، فاحتفاظ إدارة المنشأة بموجودات متداولة ضعف المطلوبات المتداولة أي أن تكون نسبتها 1:2 تعني توفر حد الأمان الذي تحتاجه الجهات التمويلية لتطمئن على سلامة أموالهم المودعة في المنشأة، ولهذا أصبحت هذه النسبة بمثابة المعيار المطلوب والذي يوفي بحد الأمان[4].

- **نسبة السيولة السريعة :**[5]

$$\text{السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

[1] Osteryoung, S.J., Newman. L.D.& Davies G.L .(1997). small firm finance, Harocourt Bras
[2] Harringtonn, D. R,.(1993) . Corporate Financial Analysis. edition , USA: Boston , Homewood, USA
[3] عقل، مفلح. (2006). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الأردن: دار أجنادين للنشر والتوزيع، (ط.2).
[4] الزبيدي، حمزة.(2000). التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الأردن، عمان: مؤسسة الوراق.
[5] محمد، منير شاكر، إسماعيل، إسماعيل، عبد الناصر نور. (2000). التحليل المالي – مدخل صناعة القرارات، (ط. 1) مطبعة الطليعة، عمان

والسبب في استبعاد المخزون عند احتساب هذه النسبة يعود إلى وجود عدة أصناف من المخزون لا يمكن بيعها بسهولة ،لأنها تكون مكملة لأصناف أخرى، وكذلك عادة ما يتم بيع المخزون بالدين، وهذا يعني أنه يتحول إلى ذمم مدينة قبل أن يتحول إلى نقد.

❖ **نسبة الجاهزية النقدية:** ويطلق على هذه النسبة أيضاً المعيار النقدي، إن هذا المعيار يقيس قدرة المشروع على سداد التزاماته قصيرة الأجل باستخدام النقدية المتاحة في المصارف والخزينة،لأن هناك التزامات عاجلة وفورية شهرية أو أسبوعية كالرواتب والأجور لذا كان من الضروري قياس هذه النسبة كالتالي :

$$\text{نسبة الجاهزية النقدية} = \frac{\text{النقدية} + \text{شبه النقدية}}{\text{الديون القصيرة الأجل}}$$

نسب الربحية:

يعتبر تحقيق الربحية السبب الرئيسي في قيام المنشآت الاقتصادية واستمرارها، وكذلك اللجوء إلى دراسة معدلات الربحية لهذه المنشآت، ومقارنتها مع المنشآت المماثلة لها لما لهذا التحليل من أثر مباشر على تحليل باقي أوجه النشاط في هذه المنشآت، ويمكن من دراسة ربحية المشروع .[1]

كما تعتبر نسب الربحية مقياس لكفاءة المنشأة التشغيلية فالربحية هي النتيجة النهائية لعدد من السياسات والقرارات التي اتخذها المدير المالي، كذلك تعتبر المعلومات المتحصلة من خلال نسب الربحية مهمة، لأنها تظهر الكيفية التي عملت بها المنشأة خلال السنة التشغيلية المنتهية،[2] ومن هذه النسب :

❖ **معدل العائد على الأصول:**

[1] Lawrence ,j .gitman,k .(2003). Principles of Managerial Finance

[2] عباس، علي. (2008). الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الأردن، عمان: إثراء للنشر والتوزيع .

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

وتشير هذه النسبة إلى الكفاءة في استخدام الأموال بالنسبة للأصول بغض النظر عن قصور هذه الأموال، فهي انعكاس لكفاءة الموارد المالية المستثمرة في المنشأة في تحقيقها للأرباح الصافية.

❖ معدل العائد على حقوق الملكية:

يتم حساب هذه النسبة بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على مجموع حقوق الملكية، وهي تقيس العائد على مجموع استثمارات حملة الأسهم حسب المعادلة الآتية[1]

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

❖ نسبة الربح إلى المبيعات (هامش الربح):

تبين هذه النسبة قدرة المنشأة على تحقيق الربح نتيجة للمبيعات ويتم حسابها بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على المبيعات حسب المعادلة الآتية[2]

$$\text{نسبة هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد و الضرائب}}{\text{المبيعات}}$$

نسب المديونية :

بوجه عام تركز نسب المديونية على قياس مقدرة المنشأة على خدمة الديون طويلة الأجل وسدادها ،عندما يحين ميعاد استحقاقها، كما أنه عندما يحين ميعاد استحقاق تلك الديون فإن

[1] الحناوي، محمد صالح، إبراهيم سلطان، جلال العبد. (2002). تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
[2] عباس، علي. (2008). الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الأردن، عمان: إثراء للنشر والتوزيع .

المنشأة يجب أن تكون قادرة على سداد تلك الديون إما من أموالها الخاصة (حقوق الملكية) أو الاقتراض من جديد، ولا شك أن قدرة المنشأة على الحصول أو على سداد تلك الديون طويلة الأجل غالباً ما تعتمد أو ترتبط بمقدرة المنشأة على الحصول على رأس المال من المساهمين، ومن هنا فإن العلاقة بين حقوق المساهمين وحقوق الدائنين يجب أن يتم توضيحها وتقييمها معاً.[1]

وهذا النوع من النسب يعطي مؤشرات دقيقة حول الوضع المالي للمنشأة على المدى الطويل، كما تبين قدرة المنشاة على تسديد ديونها والتزاماتها الطويلة المدى، مثل السندات، والقروض طويلة الأجل، وهي بالتالي تبين مقدار مساهمة الديون إلى رأس المال، ويمكن حساب نسب المديونية بالاعتماد على البيانات الواردة في الميزانية وتسمى عندها نسب الرفع المالي، أو بالاعتماد على بيانات قائمة الدخل، وتسمى حينئذ بنسب التغطية .[2]

❖ نسبة الديون إلى حقوق الملكية:

تقيس هذه النسبة التزامات المنشأة نحو دائنيها وعلاقتها بالأموال التي يقدمها الملاك ويقصد بالاقتراض الخصوم المتداولة والمتوسطة والطويلة الأجل، أما أموال الملكية فهي رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة، ويعبر انخفاض هذه النسبة عن حماية أفضل للدائنين، وعن وجود قدرة كامنة على الاقتراض من قبل المنشأة، ويرى البعض أن الحد الأقصى لهذه النسبة هي 1:1 أي 100 % وذلك حسب المعادلة التالية:

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

❖ نسبة الالتزامات المتداولة إلى حقوق الملكية:

[1] لطفي، أمين. (2000). مراجعة القوائم المالية باستخدام الإجراءات التحليلية واختبارات التفاصيل، مصر، القاهرة.
[2] كراجة، عبد الحليم وآخرون. (2002). الإدارة والتحليل المالي، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، (ط.2).

تقيس هذه النسبة مدى كفاءة الأموال التي تعد حق ملكية مقارناً بالالتزامات الجارية على المشروع، وبالتالي تبين لنا هذه النسبة العلاقة بين حجم الأموال المقدمة من المالكين مقارنةً بالأموال التي يحصل عليها المشروع من القروض قصيرة الأجل، وإن انخفاض هذه النسبة يعني أن مقدار الأموال التي يساهم بها أصحاب المشروع كافية، وقادرة على الوفاء بالالتزامات الجارية، وحق الملكية يعد مصدر طويل الأجل لتمويل المشروع عن استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل أنشطته الجارية المختلفة، وتحسب هذه النسبة من خلال قسمة الالتزامات المتداولة على حق الملكية وفقا للمعادلة الآتية:[1]

$$\text{نسبة الالتزامات المتداولة إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الالتزامات المتداولة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

❖ نسبة المديونية الطويلة الأجل:

يستخدم هذا المعدل للتعرف على مرات دوران رأس المال العامل خلال فترة مالية معينة، وبالتالي فهو مؤشر فعال لكفاءة الإدارة وحسن استغلال رأس المال العامل

$$\text{نسبة المديونية الطويلة الأجل} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{المديونية الطويلة الأجل}}$$

نسب النشاط :

تقيس هذه المجموعة من النسب كفاءة إدارة موارد المنشأة من خلال مقارنة مبيعاتها الصافية مع الاستثمار في مجموعات رئيسية من الموجودات أو في الموجودات ككل [2] أي " مدى كفاءة إدارة المؤسسة في توزيع مواردها المالية توزيعاً مناسباً على مختلف أنواع الأصول، كما تقيس مدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات،

[1] آل شبيب، دريد كامل. (2006). مبادئ الإدارة المالية، (ط.1)، الأردن، عمان: دار المناهج للنشر .

[2] الشماع، خليل. (1990). مدى كفاية رأس المال وأثرها على الدول العربية، لبنان، بيروت: اتحاد المصارف العربية

وتحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وبالتالي أعلى ربح ممكن" [1] وتفترض تلك النسب وجود توازن مناسب من مبيعات الشركة وأصولها كالمخزون والمدينين والأصول الثابتة ومجموع الموجودات، وتعمل على الكشف عن أي خلل قد يطرأ على هذا التوازن.

❖ معدل دوران المدينون:

يشير دوران الحسابات المدينة إلى عدد مرات تحصيل الحسابات المدينة خلال السنة، ويتم احتسابه من تقسيم صافي المبيعات (الذي يساوي هنا المبيعات الآجلة على الحسابات المدينة) لأن الحسابات المدينة تنتج عن المبيعات الآجلة دون المبيعات النقدية، ولكن الكشوفات المالية نادراً ما تظهر المبيعات الآجلة، لهذا نستخدم صافي المبيعات في كشف الدخل لحساب دوران الحسابات المدينة[2] .

$$\text{معدل دوران المدينون} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{رصيد المدينون}}$$

❖ معدل دوران إجمالي الأصول :

يشير معدل دوران إجمالي الأصول إلى مدى فاعلية استخدام المنشاة لأصولها في توليد المبيعات وكلما زاد معدل دوران إجمالي الأصول كلما زادت فعالية استخدام الأصول، وهذا المقياس له أهمية كبرى لإدارة المنشأة لكونه يعطي مؤشر عن الجدوى المالية لعمليات المنشأة. ويحتسب كما يلي:[3]

[1] عقل، مفلح. (2006). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الأردن: دار أجنادين للنشر والتوزيع، (ط.2).

[2] العامري، محمد علي. (2008). الإدارة المالية، الأردن، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع.

[3] الدوري، مؤيد وزناد، نور الدين. (2003). التحليل المالي باستخدام الحاسوب، (ط.1)، عمان، الأردن: دار وائل للطباعة والنشر .

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

❖ معدل دوران الأصول المتداولة:[1]

يقيس هذا المعدل مدى كفاءة الإدارة في استغلال أصولها المتداولة لتوليد المبيعات أو يقيس قدرة الليرة الواحدة المستثمرة في الأصول المتداولة على توليد مبيعات، ويتم حساب هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول المتداولة}}$$

❖ معدل دوران الدائنون:

إن زيادة هذه النسبة تكون في صالح المنشأة، وفي جميع الأحوال ينبغي وجود تناسق بين سياسات البيع بالأجل وسياسات الشراء.

$$\text{معدل دوران الدائنون} = \frac{\text{المشتريات الآجلة}}{\text{الدائنون}}$$

نسب السوق :

تقيس خصائص الأسهم العادية التي تعتبر ذات أهمية بالغة لحملة الأسهم والمستثمرين والمقرضين، والمحللين الماليين، والبنوك ، إذ تقيس نسب السيولة والنشاط والمديونية والمخاطر، بينما تقيس نسب الربحية والسوق العائد[2] وتعرف بأنها مجموعة من النسب المالية توضح علاقة سعر السهم مع الأرباح والتدفقات النقدية والقيمة الدفترية للسهم، وكذلك تعطي

[1] رمضان، زياد و الخلايله ،محمود .(2004).التحليل والتخطيط المالي ،جامعة القدس المفتوحة ,الطبعة 2.مجلد(1).

[2] الدوري، مؤيد وزناد، نور الدين. (2003). التحليل المالي باستخدام الحاسوب، (ط.1)، عمان، الأردن: دار وائل للطباعة والنشر.

صورة للمستثمرين عن وضع الشركة السابق والمتوقع،[1] وتعتبر النسب الخاصة بالسوق (الأسهم) من أهم النسب، لأن المستثمرين والمقرضين وبنوك الاستثمار والمحللين للأوراق المالية يستخدموا هذه النسب لتحقيق أهدافهم وغاياتهم.[2]

❖ نسبة نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

تحسب هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة إلى الربح المتاح للملاك على عدد الأسهم العادية المصدرة، وفقا للصيغة التالية:

$$\text{نسبة الربح لكل سهم عادي} = \frac{\text{صافي الربح بعد الفائدة و الضريبة}}{\text{عدد الأسهم االعادية}}$$

وتعد نتيجة هذه النسبة مؤشراً مالياً مهماً، تعكس شكل الأداء الذي مارسته إدارة المنشاة لتغطية مركز قوتها في السوق، فزيادة النسبة لابد وإن تعطي للإدارة دوراً مهماً أمام المستثمرين، وحملة الأسهم ويعطي الحق للمحلل المالي في أن يؤكد على أن المنشأة تتمتع بمركز قوة داخل السوق في حين يشير انخفاضها وهبوطها إلى تدهور الأداء وبالتالي فهي حالة من حالات الضعف، والتي تنعكس على حالها في السوق المالي [3].

❖ نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:

وتحسب هذه النسبة بتقسيم سعر السهم في سوق الأوراق المالية على القيمة الدفترية للسهم، ويعبر عن قيمته بمرة ،أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر من واحد فإن هذا يعني أن الشركة تقوم بأداء جيد بحسب تقييم المستثمرين في الأسواق المالية، وأن ذلك قد انعكس

[1] Brigham, E. & Ehrhardt. F & Michael.C., (2005). Financial Management(Theory and Practice), USA

[2] الشريفات، خلدون إبراهيم. (2001). إدارة و تحليل مالي، الأردن، عمان: دار وائل للنشر.

[3] الزبيدي، حمز ة.(2000). التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الأردن، عمان: مؤسسة الوراق

بارتفاع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم ، وكل مازادت هذه النسبة عن واحد كلما كان ذلك أفضل.[1]

ويتم حسابه حسب المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية} = \frac{\text{سعر السهم العادي في السوق}}{\text{القيمة الدفترية للسهم العادي}}$$

❖ **نسبة سعر السهم إلى ربح السهم:**

تبين هذه النسبة السعر الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه مقابل ما يحققه من الأرباح، ويعبر عن ناتج هذه النسبة بعدد المرات، فمثلا إذا كانت نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح المحققة تساوي 5 مرات، فإن ذلك يعني أن السهم في السوق يباع بخمسة أضعاف ربحية السهم، وتكون هذه النسبة مرتفعة في المنشآت ذات النمو المرتفع، بينما تكون منخفضة في المنشآت ذات المخاطر المرتفعة[2].

$$\text{سعر السهم إلى ربح السهم} = \frac{\text{سعر السهم العادي في السوق}}{\text{نصيب السهم من الأرباح المحققة}}$$

2-3-6 تحليل العلاقة بين الربحية والسيولة والمديونية:

تعبر السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى(سيولة المؤسسة)ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها

[1] الكحلوت، خالد محمود. (2005). مدى اعتماد المصارف التجارية على التحليل في ترشيد القرار الائتماني-دراسة تطبيقية على المصارف العاملة في قطاع غزة، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

[2] Gapenski, L. & Brigham, E.,(1994). Financial Management , (3rd ed.)USA

"سيولة الأصل"[1] فالسيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال إذ يمكن أن تكون العلاقة بينها وبين نسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزامات قصيرة الأجل ، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوفرة لحملة الأسهم والأسواق المالية مقارنة مع توفرها لإدارة الشركات، فإن القدرة على الاقتراض ستنخفض[2].

أما بالنسبة للربحية والتي تعد الهدف الأساسي لجميع المؤسسات والأمر ضروري لبقائها واستمرارها، والغاية التي يتطلع إليها المستثمرون،[3] ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين هما قرار الاستثمار، وقرار التمويل، فقرار التمويل، هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت الكلفة، ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض أما قرار الاستثمار وفق افتراض نظرية تسلسل مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم تتبعها القروض ثم إصدار أسهم جديدة، وبناءاً عليه ،يصبح من المتوقع أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة ولدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة ، [4] وبناءاً عليه نتوقع علاقة عكسية بين الربحية، ونسبة الديون، والسبب في ذلك هو أن المنشآت التي تتمتع برغبة متدنية وتواجه فرصاً استثماريه جيدة ،لأنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات الأمر الذي يجعل نسبة الديون لها متدنية.

[1] عقل، مفلح. (2006). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الأردن: دار أجنادين للنشر والتوزيع، (ط.2).

[2] Oskan, A., (2001). Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK. company. Journal of business financial & accounting .

[3] مرجع سابق تم ذكره

[4] عبدالله ، عبدالقادر ،العوامل .(1995). العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد(11) ،العدد الثاني.

خاتمة:

نظراً لاهتمام الباحثين باختبار نسب السوق في تحديد العوامل المؤثرة على العوائد، كونها تقيس خصائص الأسهم العادية التي تعتبر ذات أهمية بالغة لحملة الأسهم، فقد اختلفت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بأنها ركزت على بعض النسب المختلفة التي تنتمي إلى نسب الربحية ،والسيولة، والمديونية ،فكما ذكر سابقاً، هناك علاقات متداخلة، وتحليلية لطبيعة العلاقة بين هذه النسب ،أيضاً تم استثناء نسب النشاط التي تقيس نشاط المؤسسة بانتاج السلع والمبيعات لأن أغلب الشركات المدرجة في سوق دمشق تنتمي إلى القطاع المالي المصرفي، وليس الصناعي .

الفصل الثالث

المحافظ الاستثمارية

الفصل الثالث

المحافظ الاستثمارية

مقدمة :

لقد شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورات من نواحي متعددة، حيث ظهرت نظرية ماركوتيز1952 التي هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار، وتخفيض المخاطر إلى مستويات مقبولة حيث يرتكز الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين: هما العائد والمخاطرة فالمستثمر الرشيد يسعى دائماً إلى تعظيم وتدنية المخاطرة وهذا قد لا يكون متاح للمستثمرين، لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في هذا الإطار، ولذلك جاءت نظرية المحفظة التي قدمت الأسس العلمية للمستثمرين لتوزيع استثماراتهم في مزيج من الأوراق المالية لتخفيض المخاطرة إلى أدنى مستوياتها، وفي نفس الوقت الحصول على عائد مرضي، إلا أن ما قد يواجهه المستثمرين هو عدم توفر الإمكانات الإدراية، والفنية للتحليل لتقييم أداء محافظهم الاستثمارية، وسيتم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاث جوانب رئيسية يشمل الجانب الأول مفهوم المحفظة الاستثمارية وأنواعها، والجانب الثاني يشمل على طرق إدارة المحفظة المالية المختلفة، أما الجانب الثالث فيشمل أساليب قياس أداء المحافظ للحصول على المحفظة المثلى من ناحية العائد والخطر. يتطرق هذا الفصل للنقاط التالية:

المبحث الأول : مفهوم المحفظة الاستثمارية.

المبحث الثاني: إدارة محفظة الأوراق المالية.

المبحث الثالث : أساليب قياس أداء المحفظة الاستثمارية.

3-1 المبحث الأول : مفهوم المحفظة الاستثمارية:

3-1-1: تعريف المحفظة الاستثمارية:[1]

هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر ،وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون هذا المدير مالكاً لها، كما قد يكون مؤجراً عليها، وتختلف المحافظ من حيث تنوع أصولها، بين الأسهم والسندات والثروات المعدنية،أي تشمل كل ما يملكه المستثمر من أصول، وموجودات استثمارية ،ويكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها، أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة.

محفظة الأوراق المالية: 2

هي عبارة عن مجموعة من الأوراق تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق، تم إختيارها بعناية وبدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف والغايات، وبذلك تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب وكبير من الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تتباين وتختلف كل منها من حيث القيمة، و تاريخ الاسِتحقاق، ومعدل العائد ،ودرجة المخاطرة .

ويعتبر الفرق بين المحفظة الاستثمارية، ومحفظة الأوراق المالية، بإمكانية احتواء الأولى على المعادن الثمينة ، العقارات ، العمولات ، وقد تكون جميع أصولها مالية، كالأسهم والسندات، كما يمكن أن تكون مزيج بينهما، بعكس محفظة الأوراق المالية التي تتكون فقط من الأسهم والسندات.

[1] مطر، محمد فايز، تيم. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية: دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.

[2] عائشة، خالد. (2010). التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأورق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.

يعرفJacques Hamon[1] محفظة الأوراق المالية على مجموعة الأوراق النسبية لأصول مالية ، أي قائمة النسب الممثلة للأصول، والتي يجب أن تساوي في مجموعها100%.

3-1-2 أصول محافظ الأوراق المالية:

تعتمد مكونات محفظة الأوراق المالية على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق، والمتمثلة في الأصول المالية (أوراق مالية) التي تتكون منها، وفيما يلي توضيح لطبيعة هذه الأصول ،وتمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) الذي يجري بتداوله بيعاً وشراءً في السوق المالية، فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة.

أنواع الأصول المالية:

1-الأسهم العادية:

يمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية، وتعد شركات الأموال مصدر لخلق الأسهم، و الأصل أن تطرحها الشركة بقيمة اسمية ثابتة للاكتتاب العام في السوق الأولية، و تداولها في السوق الثانوية، ولها تاريخ استحقاق غير محدد طالما الشركة قائمة.[2]

ويتمتع حملة الأسهم العادية بمزايا يذكر منها حصول حامل هذا النوع من الأسهم على عائد يعتمد على حجم الأرباح المحققة من المؤسسة التي أصدرته، و يمنح لحامله حق الاشتراك في الجمعية العامة، وأولوية الاكتتاب بالسهم الجديد، و الحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريقة أخرى، وفي حالة إفلاس المؤسسة فإن حملة الأسهم العادية هم آخر من يحصل على حقوقهم من أموال التصفية بعد توزيعها على حملة السندات والمقترضين وحملة الأسهم الممتازة [3].

هناك أنواع للأسهم العادية نذكر منها:[4]

---

[1] Jacques Hamon.(2000). bourse et gestion de portefeuille ,2e édition , ED Economica ,paris1

[2] ربابعة، عبد الرؤوف، حطاب، سامي. (2006). التحليل المالي وتصميم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية. قدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.

[3] العلي ،حميد سعيد.(2010) الادارة المالية (الاسس العلمية والتطبيقية)،الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع ،عمان الاردن.

[4] الداغر، محمود محمد. (2005). الأسواق المالية (مؤسسات – أوراق -بورصات)، (ط.1)، عمان، الأردن: دار الشروق للنشر.

- ❖ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : هي أسهم تصدرها بعض المؤسسات، ويرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالمؤسسة.
- ❖ الأسهم العادية المضمونة :ظهرت أسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين، وخلال مدة محددة بعد الإصدار.
- ❖ أسهم عادية بوفورات ضريبة: تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يمنح للشركات أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة، و ذلك بغية مشاركتهم في ملكية المؤسسة.

2-السندات:[1]

وهي تمثل أداة دين لمالكها، مقسمة إلى أجزاء متساوية القيمة في ذمة المؤسسة المصدرة لها، ولحاملها الحق في الحصول على فوائد دورية بالإضافة إلى قيمة السند لمدة محددة وبسعر فائدة معينة، ويتمتع حامل السند بعدة مزايا يذكر منها ،تمنح لحاملها الأولوية للحصول على حقوقهم كافة عند التصفية وهي ذات عائد ثابت، ويمكن تداوله بيعاً وشراءً بمعنى التنازل عليه ببيعه في السوق المالي، حيث هناك عدة أنواع للسندات، و سنقتصر ذكر أهمها فيما يلي:

من حيث جهة الإصدار تنقسم إلى:[2]

أ- السندات العامة (حكومية): هي السندات التي تصدرها الدولة والمؤسسات التابعة لها بدافع تمويل العجز في الميزانية، أو في خزينة الدولة.

ب- سندات خاصة (غير حكومية): هي سندات التي تصدرها المؤسسات المساهمات، كسندات والأسهم العادية، وذلك لتلبية الإحتياجات التمويلية المختلفة.

من حيث الضمان: تنقسم إلى:

أ- السندات المضمونة: وهو سند صادر بقيمة إسمية بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة، أو بنك، أو مؤسسة

[1] مرجع سابق تم ذكره

[2] عائشة، خالد. (2010). التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأورق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر

ولحاملها حق التصرف في الأصول الضامنة لها، في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة الوفاء بالتزاماتها.

ب- السندات غير المضمونة : وهي سندات تخلو من أي ضمان أو رهن وضمانها هو سمعة المؤسسة المصدرة وثقة المتعاملين بها، وعادة ما يكون عائدها أعلى من السندات المضمونة.

3 -الأوراق المهجنة:[1]

هي أوراق مالية جديدة، تصدر فقط من طرف المؤسسات الاقتصادية، حيث لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية (السندات)، وأدوات حقوق الملكية (الأسهم)، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وجاءت لتوفير مزايا وبدائل عديدة للمستثمر أو إلى المؤسسة التي أصدرتها، ومن أنواعها:الأسهم الممتازة، شهادات الاستثمار، الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي، و يمكن ذكرها فيما يلي :

أ- الأسهم الممتازة : هي عبارة عن سند ملكية له قيمة إسمية، دفترية سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، حيث تلجأ إليها الشركة عند الرغبة في زيادة رأس مالها، حيث أن حامل السهم الممتاز يحصل على نوعين من العوائد، عوائد ثابتة يحصل عليها توزيع سواء حققت الجهة المصدرة له، ربحاً أو لم تحققه، وعائد متغير، مرتبط بسياسة توزيع الأرباح للجهة المصدرة له وهذه الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق محدد، وتتمتع هذه الأسهم بمزايا نذكر منها:

لا يحق لحامليها بالاشتراك في إدارة الشركة، ولحاملها الأولوية في الحصول على توزيعات عند تصفية الشركة.

ب- شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل

[1] الحاج موسى, منصوري.(2008). أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي) ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر .

لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، ومن خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت ولحامله الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية المؤسسة.

ت- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير، والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي .[1]

3-1-3 أنواع محافظ الأصول المالية: [2]

1- محفظة الدخل (محفظة العائد):

وهي المحفظة التي يتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر عند مستوى مقبول من المخاطرة، فقد يكون الدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة ثابتا (بفائدة سنوية) أو متغيراً، حسب نشاط المؤسسات (توزيعات الأسهم)، و بالتالي فتسيير المحفظة تكون باختيار الأوراق المالية التي تدر دخلاً مستقراً نسبياً، مثلا أسهم الشركات الكبيرة و السندات جيدة الدخل ،هذا الاختيار يساعد للوصول إلى محفظة الدخل أو هذا النوع من المحافظ.

2- محفظة النمو(محفظة الربح):

وهي المحفظة التي تهتم بالأوراق المالية لمؤسسات الأعمال النامية في نشاطها الاقتصادي، والذي يعكس في نمو توزيعات أوراقها، إذ يتطلب تحقيق النمو في العوائد تسيير المحفظة التي ترتكز على مدخل النمو في العائد الناجم عن نمو التوزيعات فضلاً عن نمو القيمة السوقية أو الرأسمالية للورقة المالية ذاتها .

[1] الحاج موسى, منصوري.(2008). أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي) ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.
[2] آل شبيب، دريد كامل. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية، (ط. (1، عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

3-المحفظة المختلطة:[1]

هي المحفظة التي تجمع ما بين تحقيق تدفق للدخل مستقر نسبياً والتي توفر مرونة للمستثمر، وما بين نمو العائد المتولد من الاستثمار في المحفظة، لذلك يعمل مديرو المحافظ بأنفسهم في اختيار توليفات من الأوراق المالية.

4-المحافظ الدولية:[2]

تعتبر من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقي اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين، و من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنويع التي توفر سمة الأمان النسبي، وذلك لأن المحافظ الدولية تكون في العادة منوعة تنويعاً جيداً، وذلك من ثلاث زوايا وهي:

- تنويع الأصول :وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأصول المالية.
- التنويع الجغرافي: لأن رأس مال المحفظة يكون موزعاً على أصول مالية في عدة دول.
- تنويع العملات: إذ بسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة، تتنوع أيضاً العملات التي تقيم بها هذه الأصول .

3-1-4 أهداف تشكيل محفظة الأوراق المالية:[3]

1. حماية رأس المال المستثمر: نمو المحفظة ودخلها يساعد في الحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر. وهنا يجري التخطيط لمكونات المحفظة والمفاضلة بين الأدوات ذات الدخل الثابت والمتغير سواء اختيار مزيج أو التركيز على نوع واحد.

[1] الداغر، محمود محمد. (2005). الأسواق المالية (مؤسسات – أوراق -بورصات)، (ط.1)، عمان، الأردن: دار الشروق للنشر.
[2] عائشة، خالد. (2010). التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأورق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر
[3] الحطاب، سامي. (2007). المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار. قدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي. (مؤتمر)

2. تحقيق دخل مستمر ومستقر: يتيح فرصة للاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة.
3. التنويع: وهو القاعدة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم المحفظة، ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنويع، والإدارة، والصيانة، والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة.

وبهذا الصدد يذكر أن هناك أنواعاً من التنويع، هي البسيط أو العشوائي (الاستثمار في عدد غير محدد من الأوراق المالية)، والتنويع الكفؤ الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة مثل معامل الارتباط بين مكوناتها، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر .

3-2 المبحث الثاني: إدارة محفظة الأوراق المالية:

3-2-1 سياسات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

يعتبر الإستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها، وهي تتطلب استخدام استراتيجات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات والخبرات والاحتياجات الذاتية وكأي عملية إدارية أخرى فالإستثمار بحاجة الى التخطيط وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية، والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة، وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار.[1]

ولذلك عند بناء المحفظة الإستثمارية يراعي المستثمر السياسة المنوي اتباعها في اختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة:

1-الإستراتيجية الفعالة: هذا النوع من إدارة المحفظة يهدف بشكل رئيسي للحصول على أرباح رأسمالية، نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وهذه المحفظة تسمى محفظة رأس المال.

[1] ربابعة، عبد الرؤوف، حطاب، سامي. (2014). التحليل المالي وتصميم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية. قدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.

تمتاز هذه المحافظ بالمخاطرة العالية، وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية، وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم.

2-الإستراتيجية السلبية:هدف مدير المحفظة هو التركيز على الأمان، والحد من المخاطر قدر الإمكان، وأنسب الأدوات المالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل الأسهم الممتازة والسندات)، ويطلق على هذه المحافظ محافظ الدخل، لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل ،كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر[1]

3-الإستراتجية المتوازنة: تحقق هذه الإستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، يتبنى هذه السياسة أغلب مسيرو المحافظ الذين يراعون تحقيق إستقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم عوائد مقبولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، ويوزع رأس مال المحفظة على أصول مالية متنوعة بحيث تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة مع ترك الفرصة مفتوحة لتحقيق أرباح رأسمالية متى كان ذلك مناسباً، والمحفظة الملائمة هي المحفظة المتوازنة أو المختلطة.

حيث تتكون هذه المحفظة من تشكيلة متوازنة من الأصول المالية، أصول مالية قصيرة الأجل عالية السيولة مثل: أذونات الخزانة، ومن أصول مالية طويلة الأجل مثل : الأسهم العادية، و الممتازة[2]

3-2-2 محفظة الأوراق المالية والقرار الاستثماري:[3]

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها، وهي تتطلب استخدام استراتيجات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات والخبرات والاحتياجات الذاتية، وكأي عملية إدارية أخرى فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط، وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية، والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة، وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار.

[1] مرجع سابق تم ذكره
[2] فؤاد التميمي، أرشد، أسامة، عزمي سلام. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
[3] آل شبيب، دريد كامل. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري، الأردن: دار المناهج للنشر.

ويشمل القرار الاستثماري:

1- تحديد حجم المحفظة الذي يعتمد على مستوى المخاطر، وعلى مقدار العائد المتوقع في المحفظة.

2- قرار التوزيع وهو من القرارات الاستراتيجية التي تحدد مايلي :

- ✓ أنواع وفئات الأصول التي تتشكل منها المحفظة، أي تنويع مكونات المحفظة حسب الأدوات والقطاعات التي تنتمي إليها وتحديد الأصول المستثمرة في كل قطاع.
- ✓ القرار الرئيسي، وهو تحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل رأسمال المحفظة.
- ✓ قرار التوقيت أو التوزيع النشط للأصول: وهو من أهم القرارات وأكثرها تأثيراً على نجاح المحفظة وإدارتها، ويقصد به تحديد نقطة البيع أو الشراء على أن يتم الشراء بأقل الأسعار والبيع بأعلى الأسعار، فعند الشراء يجب أن يختار مدير المحفظة الأدوات الاستثمارية التي يكون الطلب عليها منخفض وسعرها منخفض، ولكن المشكلة الأساسية في اتخاذ قرار البيع أو الشراء هو متى يكون القرار صائب لأن أي قرار بالبيع أو الشراء قد ينطوي على ربح أو خسارة، وهنا يجب أن تتسم إدارة المحفظة بالعقلانية، أي الابتعاد عن القرارات المستعجلة وعدم اتخاذ قرار سريع في ظروف طارئة، وعدم المغادرة بكامل رأسمال المحفظة، وأن يكون القرار الاستثماري متوازن مع الأهداف والامكانيات المتاحة للمحفظة، وهناك ضوابط واعتبارات تحكم قرار الاستثمار تتمثل في التالي :

1-أن تكون الأوراق المالية عالية الجودة أي تتسم بالأمان، ويمكن تحويلها إلى نقدية عند الحاجة دون خسارة.

2-مستوى المخاطرة المقبولة، ويتوقف على السياسة المتبعة (هجومية أو متحفظة أو متوازنة).

3-الاعتبارات الضريبية وأثرها على قرار الاستثمار، ومدى إسهام أنواع معينة من الاستثمارات في تحقيق وفورات ضريبية.

4-مستوى التنويع ودرجته.
5-متطلبات الربحية والسيولة وتحقيق المواءمة بينهما.
6-أثر الدورات الاقتصادية من تضخم أو انكماش.

3-2-3 أسس ادارة المحفظة:[1]

تعتبر إدارة المحفظة الاستثمارية أداة تخطيط جيدة تساعد المستثمر على فهم احتياجاته بشكل أفضل، كما تساعد المدير في إدارة أموال عميله، ورغم أنها لا تمثل ضمان لنجاح الاستثمار ولكنها تخفض من احتمالية الخطأ وعدم الملاءمة في القرارات، ومن أهم هذه الأسس التي يتم الاعتماد عليها في إدارة المحفظة هي :

1. التخطيط: قبل عملية بناء المحفظة يجب علينا تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرضنا إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر. وعليه تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية و بدائل متاحة تنسجم و أهداف المستثمر.

2. التوقيت: تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالمناخ الاقتصادي والسياسي للبلد المعني، فنتيجة لتقلب الأسعار باستمرار نجد أنه من الصعوبة علينا الشراء باستمرار بأدنى الأسعار والبيع بالسعر الأعلى، لذا فإن دراسة السوق واحتمالات نشاطه يساعدنا بتوقيت الدخول إلى السوق أو الخروج منه، وتجنب الفورات غير المبررة في الأسعار.

3. التحفظ والعقلانية : يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية، طبقاً لمبدأ المنفعة. فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة، التي تؤثر على رأس مال المحفظة.

[1] الحطاب، سامي. (2007). المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار. قدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي. (مؤتمر).

3-2-4 استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم:[1]

لقد بينت بعض الدراسات أن إدارة محفظة الأسهم لا تتطلب التركيز على اختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية لتحقيق عوائد الاستثمار المتنوعة، بل يمكن عمل ذلك من خلال قرارات تخصيص الموارد، فعلى سبيل المثال يمكن تقسيم الأموال المعدة للاستثمار بين مؤشرين أحدهما للأسهم والآخر للسندات، ومن ثم البدء بمناقلة الأموال بين المؤشرين اعتماداً على توقعات المستثمر بالنسبة للأداء المستقبلي للسوق خلال الدورة القادمة وتعرف هذه الاستراتيجية (Tectical Asset Allocation) وتعتمد نجاح هذه الاستراتيجية على التوقع الصحيح ، وبشكل مشابه فإن استراتيجية (insured Asset Allocation) تحاول تحديد خسائر الاستثمار من خلال مناقلة الأموال المعدة للاستثمار بين الأسهم والسندات.

وبالتالي للحصول على المحفظة المثلى يجب الإجابة على السؤالين التاليين:[2]

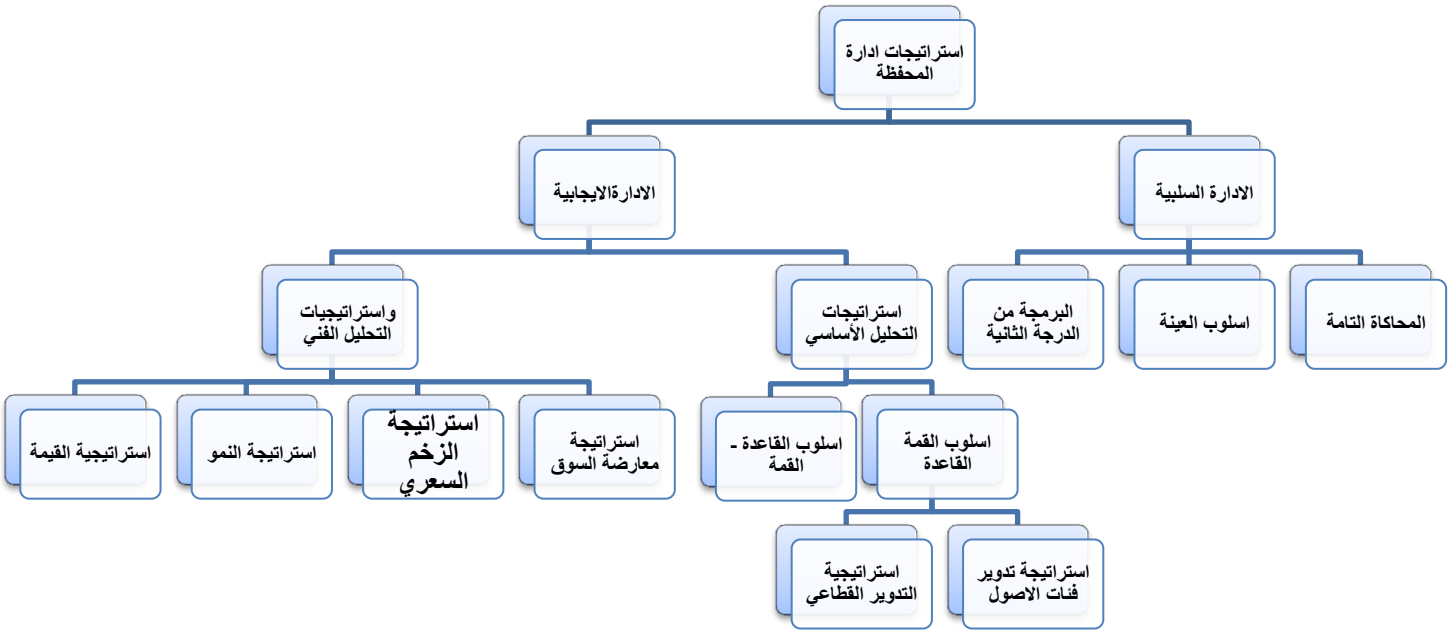
- ما هي الأسهم المرشحة للاستثمار بها والتي سوف تتضمنها المحفظة المثلى؟
- ما هي نسب الاستثمار المثلى التي يجب الاستثمار بها في كل سهم من أسهم المحفظة؟

حيث يتم اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار بها حسب الاستراتيجية التي سوف ينتهجها المستثمر، فإن اتبع استراتيجية سلبية فإنه سيقرر شراء السندات من الدرجة الأولى مثل السندات الحكومية، والأسهم الممتازة، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها، وعدم تقلب أسعارها إلا قليلا، أما في حالة اتباع الاستراتيجية الفعالة، فإنه سيقرر شراء الأوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية، مثل الأسهم العادية التي تمتاز بالتغيير المستمر في دخلها، وقيمتها السوقية، لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الكبيرة في الدخل، والقيمة السوقية.

[1] ربابعة,عبد الرؤوف (2014)، بناء المحافظ الاستثمارية وادارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطرة ،مقدمة الى هيئة الاوراق المالية،الامارات العربية المتحدة.
[2] بن موسى، كمال. (2005). المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها)، مجلة الباحث، جامعة الجزائر، العدد الثالث .

ولتحديد نسب الاستثمار في الأسهم المراد الاستثمار بها، يلجأ المستثمر إلى الاستعانة بالحاسب الآلي في عملية تحديد نسب الاستثمار الواجب الاستثمار بها للحصول على المحفظة المثلى، حيث هناك العديد من أساليب البرمجة الرياضية التي يمكن استخدمها في تحديد النسب الاستثمارية المثلى، مثل أسلوب البرمجة الخطية، وأسلوب البرمجة التربيعية.

ويبين الشكل رقم (1-3) استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم :[1]



المصدر: Noel, A. &Veronique, L.,(2003) Portfolio theory and performance analysis. England

حيث تقسم استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم إلى فئتين:

1. الإدارة السلبية :

[1] Noel, A. &Veronique, L.,(2003) Portfolio theory and performance analysis. England

هي استراتيجية شراء وحيازة طويلة الأجل ، تسعى إلى بناء محفظة استثمارية تحاكي أداء مؤشر محدد أي تحقيق عوائد مقارنة لعوائد هذا المؤشر.

❖ **أنواع استراتيجيات الإدارة السلبية :**[1]

المحاكاة التامة ، أسلوب العينة، البرمجة من الدرجة الثانية.

المحاكاة التامة :وفق هذا الأسلوب يجب شراء جميع أنواع الأوراق المالية الداخلة في المؤشر المختار، وهذا ما يجعل أداء المحفظة متوافقاً بشكل كبير مع أداء المؤشر، لكن يؤخذ على هذا الأسلوب أنه يزيد من تكاليف التداول بسبب شراء العديد من الأوراق المالية، وارتفاع حجم العمولات، بسبب إعادة استثمار أرباح المحفظة عندما تنخفض توزيعات أرباح الأسهم.

أسلوب العينة :وفق هذا الأسلوب يتم شراء عينة تمثل الأسهم المدرجة في المؤشر المرجعي، وبأوزان تتوافق مع أوزان المؤشر، ويعتبر أن هذا الأسلوب يتخلص من سلبيات أسلوب المحاكاة ، فاختيار عينة من الأسهم لتكوين المحفظة يقلل من تكاليف الشراء والتداول، ويخفض نسبة العمولات المترتبة على عمليات البيع والشراء يكون إعادة استثمار أرباح المحفظة أكثر سهولة وأقل تكلفة من خلال شراء عدد قليل من الأسهم لإعادة توازن المحفظة، ومن مساوئ أسلوب العينة أنه لا يمكن أن يصل بعائد المحفظة إلى نفس مستوى عائد المؤشر كونه يستخدم عينة فقط ، لكن الباحثة ترى أن هذا الانخفاض في العائد يمكن أن يعوضه انخفاض التكلفة والعمولات عند استخدام هذا الأسلوب .

البرمجة من الدرجة الثانية : يتم الاعتماد على برنامج حاسبي لتحديد تركيبة المحفظة، بحيث يكون خطأ تعقب المؤشر أقل ما يمكن، وتستخدم البيانات التاريخية لتغيرات أسعار الأسهم ومعاملات الارتباط بين الأوراق المالية كمدخلات في البرنامج الحاسبي، ويتمثل خطأ التعقب بالفرق بين تقلبات عائد المحفظة وتقلبات عائد المؤشر، والذي يجب أن

[1] Frank, j. & Fabozzi ,M.,(2002). The handbook of financial instrument

يكون أقل ما يمكن ، برأي الباحثة أن الإدارة السلبية للمحفظة تكون ناجحة عندما تحقق الموازنة بين تكاليف استخدام العينة (انخفاض عمولة التداول وسهولة الإدارة).

2. الإدارة الايجابية :[1]

تحاول الإدارة الايجابية أن تتجاوز أداء المحفظة السلبية وتتلافى مخاطرها، و تعرف الإدارة الإيجابية بأنها محفظة سلبية تلبي بخصائصها (المتمثلة في معامل بيتا والأرباح الموزعة وأوزان القطاعات الصناعية وحجم الشركة) أهداف المستثمر من حيث عنصري العائد والمخاطرة.

❖ **أنواع استراتيجيات الإدارة الإيجابية :**

وتقسم بشكل رئيسي إلى استراتيجيات التحليل الأساسي واستراتيجيات التحليل الفني وهناك استراتيجيات وأساليب ظهرت حديثاً تقوم على أساس خصائص السهم، وأسلوب استثمار القيمة، واستثمار النمو، وهي كالتالي:

- **استراتيجيات التحليل الأساسي :**

وتشمل أسلوبين (أسلوب القمة –القاعدة)، أسلوب (القاعدة –القمة) :

- **أسلوب القمة – القاعدة** :ويشمل استراتيجيتين :

1- **استراتيجية تدوير فئات الأصول:**تقوم على تقلب توظيف الأموال في السوق بناءاً على توقعات المستثمر لأسعار السوق، وعلاوة المخاطرة، ومقارنة ذلك بين فئات الأصول البديلة من أسهم وسندات وأذونات خزينة.

2- **استراتيجية التدوير القطاعي:**يتم من خلال تدوير الأموال بين القطاعات والصناعات(مثل الصناعات الاستهلاكية،والسلع المعمرة، والصناعات التكنولوجية)

وذلك بعد دراسة السوق والتنبؤ بالمرحلة التالية في الدورة التجارية، وبرأي الباحثة أن كلا الاستراتيجيتين السابقتين يمكن أن تحقق عوائداً مرتفعة أيضاً.

[1] باكير، محمد مجد الدين. (2008). محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها، الأردن: شعاع للنشر والعلوم.

- **أسلوب القاعدة – القمة :**

يتم اختيار الأوراق دون تحليل أولي للسوق والقطاعات الاقتصادية ويتم تقييم الأسهم على أساس التنبؤات بالأحداث المستقبلية للشركة، ومن ثم شراء الأوراق المالية بأقل من قيمتها الفعلية، أي (الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع).

ويتميز أسلوب القاعدة – القمة بأنه أقل تكلفة من حيث المال والوقت، حيث لا داعي لدراسة جميع أنواع الأوراق المتداولة والأحوال المستقبلية لكافة القطاعات ويكتفى بدراسة أنواع محددة من الأوراق المالية، وشراء تلك المسعرة بأقل من قيمتها الفعلية على اعتبار أن سعر الورقة سيصل حتماً عند نقطة محددة إلى القيمة العادلة، لكن من جهة أخرى يجب الانتباه أن المستثمر قد يضطر لبيع الورقة قبل أن يصل سعرها السوقي إلى القيمة العادلة، وبالتالي إذا أراد المستثمر أن يتبع هذا الأسلوب يجب أن يضع ذلك ضمن خطته الاستثمارية طويلة الأجل .

- **استراتيجيات التحليل الفني :**

ترتكز على دراسة اتجاهات الأسعار التاريخية للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار السوق، ويكون أمام المستثمر حالتين إما أن تستمر الأسعار التاريخية بالاتجاه ذاته، أو تأخذ منحنى معاكس.

1-استراتيجية معارضة السوق [1]

تبنى على أن أفضل توقيت لشراء السهم هو عندما يصل أدنى مستوياته السعرية، وأفضل توقيت للبيع عندما يقترب سعر السهم من أعلى مستوى له، ويجب عدم الاعتماد بشكل كبير على الأنباء السيئة أو الجيدة وعلى أحوال الشركات، فقد تتحرك الأسعار بشكل يخالف التوقعات.

2-استراتيجية الزخم السعري [2]

[1] - Rober, H.,(2004). Investment management –portfolio diversification (risk ,and timing –fact and faction) ,Newyork jersey

[2] Louis, k.c.chan, Narasimhan, j. & josef, L., (1999). the profability of momentum strategies ,financial analysts journal

تفترض استمرار الأسعار التاريخية بنفس الاتجاه أي استمرار الأسهم المرتفعة السعر بالارتفاع، واستمرار الأسهم المتدنية الأداء بالانخفاض، وتستخدم هذه الاستراتيجية مثلاً عندما يبرر استمرار سعر السهم بالصعود بنفس الاتجاه إلى النمو والازدهار المتزايد في ايرادات الشركة وعوائدها، وهناك أيضاً استراتيجية زخم الإيرادات التي تقوم على مبدأ أن السعر يتبع اتجاه الايرادات التي تعتبر من مقاييس ربحية الشركة، أي يجب على المستثمر شراء الأسهم التي تدر إيرادات تصاعدية، وبيع الأسهم التي تتدهور إيراداتها ولتحديد مقدار الزخم في إيرادات الشركة تتم مقارنة إيرادات السهم الفعلية مع الإيرادات المتوقعة .

3-استراتيجية النمو :[1]

من الأساليب الحديثة التي شهدتها إدارة محافظ الأسهم الاستراتيجيات التي تقوم على أسلوب استثمار القيمة أو استثمار النمو والذي يركز على معادلة :

نسبة السعر/الإيراد= سعر السهم الحالي ÷ إيرادات السهم

تركز على دراسة الوضع الحالي والمستقبلي للشركة المصدرة دون الاهتمام بتقويم السهم، وتهتم بالنقاط التالية:

1-التركيز على إيرادات السهم .
2-تهتم بالشركات التي تحقق نمواً متزايداً في نسبة السعر /الإيراد.
3-تفترض أن سعر السهم يرتفع مع تحقق النمو المتوقع في الإيرادات.

4-استراتيجية القيمة :

ترتكز على سعر السهم فقط بانتظار أن يتحسن واقع النسب المالية، ويعود سعر السهم إلى قيمته الحقيقية، وتقوم استراتيجية القيمة على النقاط التالية :

1-التركيز على سعر السهم على افتراض أنه أدنى من قيمته الفعلية.

[1] Bruce , j., (2000). Equitiy management quantitative analysis for stock selection ,Newyork

2-عدم الاهتمام بالإيرادات الحالية للشركة و تطوراتها.
3-تفترض أن سعر السهم سيرتفع إلى قيمته العادلة دون حدوث أي تغير في الإيرادات.

3-3 المبحث الثالث : أساليب قياس اداء المحفظة الاستثمارية

3-3-1 عائد المحفظة الاستثمارية:

إن عملية إضافة القيمة عن طريق تحديد المعايير وتخصيص الموجودات وتحليل الأوراق المالية، وبناء المحافظ الاستثمارية، توصف بأنها عملية اتخاذ قرار الاستثمار، وليس خارجا عنها.
ومن البديهي فإن هناك عدد من المستفيدين من عملية اتخاذ القرار الاستثماري كالمستثمرين و أصحاب رؤوس الأموال في الشركات ومدراء الموجودات و مدراء المحافظ الاستثمارية فضلا عن الاستشاريين الذين تنحصر مهمتهم في تقديم المشورة للعملاء أو المدراء الذين يقومون بإدارة المحافظ بالنيابة عن الشركات وعادةً ما تكون المشورة في كيفية قياس الأداء للمحافظ الاستثمارية والتدقيق في الشركات.
إن قياس أداء المحافظ الاستثمارية ترافقه عدد من التساؤلات التي توضح العلاقة بين مدراء المحافظ الاستثمارية وأصحاب رؤوس الأموال في الشركات [1]
1-ما هو العائد على الاستثمار في المحفظة .
2-لماذا أصبح أداء المحفظة بهذه الطريقة .
3-كيف يمكن تحسين الأداء .

وهذا يعني أن قياس أداء المحفظة يتصل بمراقبة جودة القرار الاستثماري وتوفير المعلومات اللازمة لتمكين مديري المحافظ والعملاء من تقييم كيفية استثمار الأموال ونتائج هذا الاستثمار.

[1] Bacon, R.C,.,(2004). Practical Portfolio Performance and measurement and Attribution , Englan

3-3-2 قياس عائد المحفظة الاستثمارية:

إن حساب الأداء الإجمالي للمحفظة هو ليس سوى جزء من عملية تحليل المحفظة الاستثمارية وإذا أردنا أن نفهم جميع مصادر العائد في المحفظة لابد من حساب كل مكونات العائد على الاستثمار للأوراق المالية المكونة للمحفظة، والحساب هنا هو نفسه بالنسبة لإجمالي المحفظة.

ويمكن حساب التدفقات النقدية لمكونات العائد وفق الصيغة الآتيه:[1]

$$\boldsymbol{Rit} = \{\boldsymbol{Dit} + (\boldsymbol{pit} - \boldsymbol{pto})\}/\boldsymbol{pto}$$

حيث أن:

Rit: معدل عائد الورقة المالية المتحقق خلال الفترة.

Dit: مقسوم الأرباح او التوزيعات النقدية للورقة المالية خلال الفترة.

pit:سعر الورقة المالية خلال الفترة.

pto: سعر الورقة المالية خلال الفترة

وفي حال كون المقسوم على شكل أسهم مجانية فلا بد من الأخذ بنظر الاعتبار عند حساب معدل العائد للمحفظة، ويتم حساب العائد المتوقع للورقة المالية ضمن المحفظة وفق الصيغة التالية :

$$\boldsymbol{Ri} = \boldsymbol{ai} + \boldsymbol{Bi}\,\boldsymbol{Rm}$$

حيث أن :

$\boldsymbol{Ri}$:معدل العائد المتوقع للورقة المالية.

[1] Levy ,Haim and Sarant,Marshall.(1988). Principles of Financial Management

ai:من الناحية الإحصائية هو حد التقاطع، أما من الناحية المالية فهو معدل عائد الورقة المالية عندما قيمة عائد محفظة السوق تساوي الصفر أي بمعنى أخر هو العائد اللا نظامي الخاص بعوامل متعلقة بالشركة المصدرة للورقة المالية.

Bi:هو بيتا الورقة المالية، وهو يقيس حساسية معدلات عائد الورقة المالية لتحركات معدلات عائد محفظة السوق.

ويتم حساب معدل العائد للورقة المالية وفق الصيغة السابقة بالاعتماد على نموذج المؤشر الواحد، والذي يستخدم في حساب معدلات العائد والمخاطرة النظامية وغير النظامية كمتغير تابع لكل ورقة مالية على معدلات العائد الشهرية لمحفظة السوق كمتغير مستقل، وحساب العائد وفق الصيغة السابقة أفضل من استخدام المتوسط الحسابي أو الهندسي، والذي يتسم كل منها بالتحيز للعائد المتوقع [1]

أما العائد المتوقع للمحفظة Rp فيحسب وفق الصيغة الآتية :

$$Rp = ap + Bp\,Rm$$

حيث أن :

Rp: معدل العائد المتوقع للمحفظة .

Bp: إحصائياً يعرف بحد التقاطع للمحفظة الاستثمارية ومالياً يطلق عليه العائد المتوقع للمحفظة عندما يكون العائد المتوقع لمحفظة السوق يساوي صفراً، ويمكن حسابه وفق الصيغة الأتية :

$$ap = \sum wi\,ai$$

wi: تمثل النسبة المستثمرة في الورقة المالية.

[1] Gup, B. E., (1983).Principle of Financial Management, England

B: إحصائيا هو بيتا للمحفظة الاستثمارية فضلاً عن كونه المعدل الموزون لجميع معاملات بيتا للأوراق المالية بالمحفظة ،كما أنه مقياس لمدى حساسية معدلات عائد المحفظة الاستثمارية لتحركات معدلات عائد محفظة السوق .

3-3-3 مخاطر المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة بأنها عدم التأكد من النتائج المتوقعة وتظهر عند إدارة موجودات الشركة أنواع عديدة من المخاطر التي تعيق مدراء المحافظ الاستثمارية وكبار المسؤولين الإداريين وعادة ما تصنف إلى أربعة أصناف رئيسية:[1]

1-مخاطر السمعة أو مخاطر الفشل .
2-المخاطرة التشغيلية .
3-مخاطر الإئتمان .
4-مخاطر المحفظة .

- إن مخاطر الفشل في أي تصنيف للمخاطر يمكن أن يسبب ضرراً كبيراً على سمعة الشركة، وقد تنتج مخاطر الفشل عن مخالفة الحدود الداخلية والخارجية لنظام الشركة إذ قد لا يكون هناك تميز بين الحدود الداخلية والخارجية مما قد يؤدي إلى فشل السيطرة على الشركة.
- الأخطار التشغيلية تشمل الأخطاء التشغيلية الأخطاء البشرية والاحتيال، وفشل النظام ،وضعف الضوابط ،وفشل الإدارة ، والأخطاء من هذا النوع هي الأكثر شيوعاً ولكن قد تكون في بعض الأحيان محدودة ومع ذلك فمن المهم أن يتم باستمرار رصد جميع أنواع الأخطاء، وحتى تلك التي قد لا تسفر عن خسائر مالية اذ ان الزيادة في وتيرة الأخطاء بغض النظر عن حجمها تشير الى وجود مشكلة أكبر خطورة، وتتطلب مزيداً من التحقق، واتخاذ الإجراءات التصحيحية.

[1] Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. Review of Economics and Statistics

- مخاطر الائتمان، تحدث عندما لا يكون العميل راغباً أو قادراً على الوفاء بالتزاماته تجاه الشركة. أما فيما يتعلق بمخاطرة المحفظة الاستثمارية وقياس أداءها فإن مدراء المحافظ الاستثمارية والمستثمرين يشعرون بالقلق إزاء مخاطرة المحفظة، والتي عرفت بعدم التأكد من تلبية توقعات العملاء ولكي يتمكن مدراء المحافظ للوصول إلى تحديد المخاطرة بشكل دقيق لابد من التفرقة بين إدارة المخاطرة والسيطرة على المخاطرة .

فمديري المحافظ الاستثمارية، ومديرو المخاطر يدفعون إلى المجازفة، ويتحملون المخاطر من أجل تحقيق عوائد أعلى ، في حيث أن وحدات التحكم بالمخاطر يدفعون من أجل مراقبة الأخطار للحد منها أي بمعنى آخر إن هدف وحدة التحكم بالمخاطر هو التقليل أو القضاء تماماً على الخسارة الكبيرة في وقتها .[1]

أي لابد بالتفكير بالخسارة قبل وقوعها، فالمخاطرة إن وقعت سميت خسارة، وإن لم، تقع ولكن يحتمل وقوعها تسمى مخاطرة ،وبالتالي فالمخاطرة هو أمر مستقبلي يجب التحسب والتحوط له إذ بوقوعه تقع الخسارة .[2]

- مخاطرة المحفظة ،فوفقاً لذلك فإن أهداف مدراء المحافظ، وأهداف وحدات التحكم بالمخاطر تتناقض، ولحل هذا الخلاف لابد من اعتماد مقاييس لتقييم نوعية العوائد، وهل هناك عوائد كافية تتناسب مع مستوى المخاطر وهنا لابد أن نضع بعين الاعتبار أن المستثمرين يكرهون المخاطر ففي حالة تساوي نسب العائد لعدة محافظ استثمارية فإنهم يفضلون المحفظة التي تحتمل مخاطرة أقل فضلاً عن ذلك فإن المستثمرين لن يقبلو مخاطر إضافية إلا إذا كان هناك عوائد إضافية للتعويض عن المخاطر الإضافية [3]

وتواجه المحفظة الاستثمارية نوعين من الأخطار هما المخاطرة اللاحقة والمخاطرة السابقة فالمخاطرة اللاحقة أو المخاطرة التاريخية، تستند إلى البيانات التاريخية لمتغيرات المحفظة

[1] Bacon, R.C,.,(2004). Practical Portfolio Performance and measurement and Attribution , Englan
[2] الجميل سرمد كوكب. (2006). إدارة المؤسسات المالية، الموصل، العراق
[3] Hirt, S. Geoffrey, A. & Block, M. Stanley B.(1990) Fundamentals of Investme, NEW YORK:Bailey

أما المخاطرة السابقة أو المخاطرة التشغيلية فهي استشرافية وتستند إلى شكل الموجودات المالية للمحفظة فهي تقدير أو توقع لمخاطر المحفظة في المستقبل.

ووفقا لذلك فإن هناك اختلافاً كبيراً بين قياس المخاطرة اللاحقة والمخاطرة السابقة، مما قد يؤدي إلى نتائج واستنتاجات متباينة، وهذا التباين يوفر لنا معلومات إضافية عن الأداء .

وهناك تقسيم اخر للمخاطر:[1]

1- المخاطر المنتظمة (السوقية أو العادية):

وهي المخاطر التي تحدث بسبب عوامل تؤثر على أسعار جميع الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، ولكن يكون تأثيرها بدرجات متفاوتة حسب طبيعة نشاط الشركة ومدى تأثر مبيعاتها وأرباحها، وأسعار أسهمها بالتغيرات المستجدة سواء كانت اقتصادية، أو اجتماعية، أو سياسية، ومن مصادر تلك المخاطر هي التضخم، وتقلبات سعر الفائدة، وسعر صرف العملات، وأهم ما يميز تلك المخاطر هو عدم القدرة على تجنبها نتيجة التنويع الاستثماري.

2-المخاطر غير المنتظمة:

وهي المخاطر التي تنتج عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وهذه المخاطر ترتبط بأحداث إدارية أو مالية أو تسويقية أو إنتاجية، ومن أمثلة تلك المخاطر إضراب العمال، حدوث حريق بالشركة، وأهم ما يميز تلك المخاطر هي القدرة على تجنبها أو تخفيضها نتيجة التنويع الاستثماري.

3-3-4 قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية: [2]

الانحراف المعياري :

[1] أبو الرب، نور الدين، والظاهر مفيد (2005). أسباب تعثر التسهيلات في البنوك الفلسطينية. مجلة جامعة النجاح، المجلد 21، العدد الثاني

[2] Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. Review of Economics and Statistics

حيث يعرف بأنه مقياس لتشتت القيم عن وسطها الحسابي، وفي إطار المحفظة المالية أنه يمثل مقدار تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد وفقا للحالة الاقتصادية السائدة وطبقا لاحتمال حدوثه، سواء كان مقدار التشتت أكبر أو أدنى من القيمة المتوقعة، حيث يعد الانحراف المعياري مقياس للخطر الكلي، لذا يعتبر مقياس لقياس خطر المحفظة الاستثمارية.

$$\sigma = \sum_{i=1}^{n} \sqrt{(R_i - R)/n}$$

حيث أن :

σ: الانحراف المعياري.

R_i: عائد الورقة المالية i خلال الفترة .

R: متوسط عائد الورقة المالية .

n: عدد الملاحظات .

معامل الاختلاف :

يعرف بأنه مقياس نسبي للتشتت، ويحسب من خلال قسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع، ويستخدم في حالة البدائل التي تختلف من حيث العائد و الخطر.

$$C.V. = \sigma / Ri$$

معامل بيتا:[1]

هو عبارة عن مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة يقيس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها).

حيث يمكن حسابها من خلال الآتي:

[1] Brigham, E. & Ehrhardt. F & Michael.C., (2005). Financial Management(Theory and Practice), USA

(الانحراف المعياري لعائد السهم*الانحراف لعائد السوق / الانحراف المعياري لعائد السوق) * معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

$$\boldsymbol{\beta_i = \frac{\sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} * \ p_{im}}$$

ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابها بناءً على فترة ستين شهر، إذا كانت بيتا = ١ فان مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت بيتا أكبر من ١فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت بيتا أقل من ١ فان مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.

خاتمة:

بالنظر لاستراتيجات إدارة المحافظ الاستثمارية المتنوعة وأساليب قياس عائدها ومخاطرها والتي تم التحدث عنها سابقا لم تكن أي من هذه الاستيراتجيات كافية لتحقيق الموازنة بين تكاليف تنفيذها، وسهولة إدارتها، وتحقيق عائد عالي، مما يضع المستثمرين ومديري المحافظ أمام خيارات متعددة لإدارة المحافظ للحصول على المحفظة المثلى من حيث العائد، والخطر، والتكلفة .

الفصل الرابع

التحليل العملي

الفصل الرابع

مقدمة:

يهدف البحث إلى تحديد إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام أسلوب (cross sectional) خلال الفترة الزمنية 2010-2014، وقد استخدمت الباحثة عدة نسب مالية في بناء نموذج الدراسة كنسبة العائد على حقوق الملكية، ونسبة التداول، ونسبة المديونية. وعلى الرغم من العدد الهائل للنسب المالية، فقد تم استخدام عينة محدودة لمجموعة من المتغيرات القوية التي اختبرت سابقاً في عدة أسواق مالية.إضافة إلى ذلك، قامت الدراسة باختبار دور هذه النسب المالية وأهميتها بتكوين المحافظ الاستثمارية المرتفعة، والمنخفضة القيم بالنسبة للمتوسط الحسابي للنسب المالية المختبرة، تناول المبحث الأول من هذا الفصل وصفاً لمنهج الدراسة وعينتها وتبرير لاختيار متغيراتها، أما المبحث الثاني يبين عرضاً لنظرية التسعير بالمراجحة و الأساليب الإحصائية المستخدمة، ومراحل الدراسة بدءاً بأساليب اختيار النموذج الأنسب وصولاً إلى كيفية تكوين المحافظ الاستثمارية أما المبحث الثالث فيتضمن نتائج اختبار المحافظ الاستثمارية واختبار الفرضيات للحصول على النتائج والمقارنات والتوصيات المناسبة.

4-1 المبحث الأول: منهجية الدراسة

4-1-1 لمحة عن سوق دمشق والشركات المدرجة:

يقتصر التداول في الوقت الحاضر على أسهم الشركات المدرجة في السوق مقسمة إلى مجموعة من القطاعات (مصارف ،زراعي، تأمين، خدمات، صناعي) مع إمكانية إدراج شركات مساهمة جديدة من قطاعات أخرى مختلفة، ومن الجدير بالذكر أنه يجري التحضير حالياً لإدراج أوراق مالية آخري غير الأسهم العادية كالأوراق المالية الحكومية وصكوك الدين التي تصدرها الشركات المساهمة، والصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى انتهاء الهيئة من إعداد مشروع قانون خاص بصناديق الاستثمار. أما فيما يخص الشركات التي يتم تداول أسهمها في الوقت الراهن فهي 25 شركة كما يلي:

جدول (1-4) الشركات المدرجة في سوق دمشق وتاريخ إدراجها ونوع السوق التي تنتمي إليه

الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	السوق
1-البنك العربي -سورية	ARBS	2009/3/10	نظامي
2-المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	2009/4/2	نظامي
3-بنك سورية والمهجر	BSO	2009/3/10	نظامي
4-بنك عودة – سورية	BASY	2009/3/10	نظامي
5-المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	2009/4/2	نظامي
6-بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	2009/3/10	نظامي
7-بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	2009/6/4	موازي
8-بنك بيبلوس – سورية	BBC	2009/12/22	موازي
9-بنك قطر الوطني – سورية	QNBS	2010/4/26	موازي
10بنك الأردن – سورية	BOJS	2010/7/4	موازي
11-بنك البركة سورية	BBSY	2014/11/3	موازي
12-بنك سورية الخليج	SGB	2010/8/15	موازي
13-بنك الشرق	SHRQ	2010/12/19	موازي
14-بنك الشام	CHB	2014/6/9	موازي
15-فرنسبنك – سورية	FSBS	2011/1/23	نظامي
شركات التأمين			
1-الشركة المتحدة للتأمين	ATI	2009/7/2	نظامي
2-آروب – سورية	AROP	2010/4/22	نظامي

تابع الجدول(1-4)			
3-الوطنية للتأمين	NIC	2010/6/21	موازي
4-العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	2010/9/5	نظامي
5-الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	2011/8/22	نظامي
6-الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC	2012/7/4	نظامي
شركات زراعية			
1-الشركة الهندسية الزراعية-نماء-	NAMA	2009/4/16	موازي
شركات صناعية			
1-الشركة الأهلية لصناعة الزيوت	AVOC	2009/6/15	موازي
شركات الخدمات			
1-الشركة الأهلية للنقل	AHT	2009/3/10	موازي
2-المجموعة المتحدة للنشر والإعلان	UG	2009/3/10	نظامي
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع سوق دمشق للأوراق المالية			

4-1-2 مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية وهي 25 شركة خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 و 2014، أما عينة البحث فتم اختيارها، بحيث تكون بدأت العمل مع أول جلسة تداول نظراً لصغر حجم السوق، وذلك بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات، وهكذا تم تحديد بشكل مبدئي 11 شركة من الشركات المدرجة، ولكن لعدم توفر بيانات للشركة الهندسية الزراعية في عام 2014 تم استثنائها من العينة.

4-1-3 المعايير المستخدمة لتحديد متغيرات البحث:[1]

1-نسبة العائد على حقوق الملكية:

تعتبر هذه النسبة مقياساً شاملاً للربحية، لأنها تقيس العائد المالي المتحقق على استثمارات المساهمين في المؤسسة. لذلك تعتبر مؤشراً على مدى قدرة الإدارة على استخدام هذه الاستثمارات بشكل مربح، كما تعتبر أيضاً مؤشراً على مدى قدرة الشركة على جذب الاستثمارات إليها، أي تحقيق معدلات عوائد جيدة للأسهم، نظراً إلى أن

[1] Kiyanoosh,M.& Mehrdad, G,.(2015). The Relationship between Stock Portfolio Performance and Financial Ratios in the Tehran Stock Exchange , Journal of Applied Environmenta and Biological Science.

العائد على الاستثمار يُعدّ محدداً أساسياً لقرارات المستثمرين. ويتم احتساب هذه النسبة من خلال صافي الربح وهو:

(رأس المال + الأسهم الممتازة + الاحتياطات + الأرباح غير الموزعة)

نسبة العائد على حقوق الملكية = صافي الربح/ حقوق الملكية.

2-نسبة التداول:

هي قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل دون التعرض لأي أزمة مالية، وتتوقف سيولة المؤسسة على قدرتها على تحويل أصولها المتداولة إلى نقدية بالسرعة الممكنة، ويمكن قياس درجة سيولة الشركة من خلال:

نسبة التداول = الموجودات المتداولة/ المطاليب المتداولة

لمعرفة مدى سلامة هذه النسبة في الشركة، فلا بد من التعرف على ظروفها وعلى تركيبة الموجودات المتداولة، وتوليفة الالتزامات قصيرة الأجل بالإضافة إلى مواعيد استحقاق هذه الالتزامات، مع الأخذ بعين الاعتبار النسبة المعيارية في المنشآت الأخرى العاملة في القطاع نفسه، وتعتبر نسبة 1:2 بمثابة المعيار المطلوب، والذي يوفي بحد الأمان الذي يشجع المستثمرين المتابعين لأعمال الشركات إلى شراء أسهمها وتعطي مؤشر باستقرار في معدلات عائد الأسهم فهو بالتالي يضمن عدم تعرض أموال المستثمرين لأخطار مباشرة بسداد الالتزامات القصيرة الأجل عند حاجة الشركة، لذلك فهي تغطي نسبة جيدة من الديون .

3-نسبة المديونية:

تقيس هذه النسبة حجم الديون قصيرة الأجل المستخدمة في التمويل مقارنة بحق الملكية، ويرى المحللون أن نسبة 100% تمثل الحد الأقصى للرفع المالي، وإذا زادت عن هذا الحد، فإن ذلك يعني أن المؤسسة تعتمد أكثر على الديون في تمويل أصولها، الأمر الذي يعرضها لمخاطر مالية عالية. أي يجب ألا تزيد عن 100% أو بنسبة 1:1 فالشركة التي تزيد نسبة اعتمادها على الديون في تمويل أصولها التي تؤدي غالباً إلى رفع معدل العائد على الاسهم عن طريق استخدام أموال الغير، وبالرغم من ذلك فهي تعطي مؤشر بمخاطر الرفع المالي، أي ضعف الشركة بالنسبة للمستثمرين، وعدم توزيع أرباح

وعوائد للأسهم في حال التعرض لأزمات دفع الديون في الشركة، وبالتالي لمخاطر التصفية عند زيادة هذه النسبة عن النسب المعيارية للرفع المالي.

نسبة المديونية = إجمالي الديون/ حقوق الملكية

4-عائد السهم:

وهو معدل عائد السهم من خلال القانون التالي :

$$\mathbf{R}_{it} = \frac{(\mathbf{P}_{it} + \mathbf{D}) - \mathbf{P}_{it-1}}{\mathbf{P}_{it-1}}$$

$\mathbf{R}_{it}$:تعني معدل العائد للسهم $\mathbf{P}_{it}$:تعني سعر السهم في نهاية الفترة

D :التوزيعات النقدية أو المجانية للأسهم $\mathbf{P}_{it-1}$:تعني سعر السهم في بداية الفترة

5-عائد السوق:

هو العائد على محفظة السوق الذي ينشر يومياً في سوق دمشق للأوراق المالية، ويمكن احتساب عائد السوق من خلال.

$$\mathbf{Rm} = 100 * Log\left(\frac{\mathbf{Pit}}{\mathbf{Pit-1}}\right)$$

6-معامل بيتا (β):

يعتبر من أهم المؤشرات المستخدمة في التنبؤ بالمخاطر النظامية للسهم أو المحفظة، ويقيس المخاطر النظامية، وحساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها). ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابها بناءً على فترة ستين شهراً.

$$\mathbf{Rit} = \boldsymbol{\alpha}\,\mathbf{i} + \boldsymbol{\beta}\,\mathbf{i}\,\mathbf{Rmt} + \mathbf{eit}$$

eit : الخطأ العشوائي، ويمثل جزء العائد الذي يتغير عشوائياً نتيجة عوامل أخرى غير عائد السوق.

4- 2 المبحث الثاني :نظرية تسعير المراجحة والأسلوب الاحصائي المستخدم

4-2-1 نظرية التسعير بالمراجحة :[1]

تعتبر نظرية التسعير بالمراجحة Arbitrage Pricing Theory التي قدمها Ross سنة 1976 ، بديلاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، تبحث أيضاً العلاقة بين العائد والمخاطرة، ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجحة في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدد من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية وليس بمتغير واحد .

افتراضات النموذج وصيغته الرياضية

- إن معتقدات المستثمرين متماثلة.
- إن المستثمر يهمه تعظيم المنفعة إلى أقصى حد.
- إن الأسواق المالية مثالية.
- إن العائد ينتج عن نموذج العامل.

طبقا للافتراضات السابقة تم التوصل الى الصيغة الرياضية الاتية:

$$RI = RF + (R1 - RF)b1 + (R2 - RF)b2 + \dots + (RM - RF)\,bM$$

حيث أن:

RI: معدل العائد المتوقع أو المطلوب.

RF: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$b1, b2, bM$: درجة حساسية السهم لعوامل الخطر.

$R1$، RM، $R2$:معدل العائد لعوامل الخطر.

مزايا نظرية التسعير بالمراجحة:[2]

1-أنه ينطوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد.

2-لا يفترض النموذج ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق.

[1] Ross, S. (1976). The arbitrage of capital asset pricing. Journal of Economic Theory

[2] هندي، منير إبراهيم. (2003). الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر ،المكتب العربي الحديث ،الإسكندرية، مصر، مكتبة جامعة الأزهر- غزة.

عيوب نظرية التسعير بالمراجحة:

1- لا يوجد تحديد حاسم للعوامل المؤثر على العائد، على عكس نموذج CAPM الذي يقضي بوجود عامل مؤثر محدد يمكن قياسه، هو حجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا.

2- أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف.

3- من عيوب نظرية التسعير بالمراجحة أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم حيث أن نظرية التسعير بالمراجحة لم تحدد العوامل التي من الممكن أن تؤثر على عائدات الأسهم.

تتفق هذه الدراسة مع نظرية تسعير المراجحة في أن هناك العديد من العوامل تؤثر على معدل العائد ، ولكن هذه العوامل ليست من الضروري أن تكون عوامل اقتصادية عامة. ونظراً لأهمية المعلومات المحاسبية فقد قامت هذه الدراسة بالبحث في مفهوم النسب المالية وباختبار أثرها على عائد الأسهم وحاولت الكشف عن دور وأهمية هذه النسب في تشكيل المحافظ الاستثمارية.

4-2-2 الأسلوب الإحصائي المستخدم:

يتضمن الأسلوب الإحصائي المستخدم مرحلتين المرحلة الأولى دراسة الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة من خلال اختبار التوزيع الطبيعي للعائد السنوي للأسهم وللنسب المالية التالية (نسبة العائد على حقوق الملكية- نسبة التداول – نسبة المديونية) ثم تشكيل المحافظ الاستثمارية المرتفعة والمنخفضة القيم، وحساب عوائها، ومخاطرها وفي المرحلة الثانية سيتم استخراج النتائج المتعلقة باختبار التوزيع الطبيعي، ونتائج عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المكونة، وتحديد النموذج الأفضل، واختبار الفرضيات.

4-2- 2-1المرحلة الأولى للتحليل العملي:

تعتمد هذه المرحلة على اختبار الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة من خلال اعتماد سلاسل مقطعية زمنية بأسلوب (PANAL DATA) لعينة الدراسة المؤلفة من 10 شركات، وذلك بعد التعرف إلى أسماء الشركات الداخلة في العينة، وقيم النسب المالية المحسوبة لكل شركة، وفي كل سنة من سنوات الدراسة، ثم سيتم التعرف إلى كيفية تشكيل المحافظ، بالاعتماد على طريقة(Michailidis ،2007)، التي تم بناء المحافظ الاستثمارية فيها على أساس متوسط قيم المتغير، وقد تم استخدام هذه الطريقة في تكوين المحافظ في دراسة الصعيدي في سوق فلسطين للأوراق المالية، والتي تميزت أنها كانت من أوائل الدراسات التي تناولت العوامل المؤثرة على معدل العائد السوقي لأسهم الشركات المدرجة بالبورصة الفلسطينية في حدود علم الباحث، وبما أن سوق دمشق للأوراق المالية تتشابه مع سوق فلسطين بقلة عدد الشركات المدرجة والصغر في عمر السوق فقد تم تطبيق هذه الطريقة فيها.

ستقوم هذه الدراسة بدراسة وتحليل واختبار الفرضيات لمعرفة أثر النسب المالية المختارة في عائد الأسهم للتأكد من التحليلات والتنبؤات المتوقعة وجعلها معيار يمكن المستثمرين من الاستفادة منها.

4-2-2-1-1 اختبار التوزيع الطبيعي (Normality test):

يفترض تحليل الانحدار الكلاسيكي أن السلاسل الإحصائية تتصف بالتوزيع الطبيعي (Normality) والتماثل(Homoscedasticity) واستقلالية البواقي (Independence) لكن عدم التوزيع الطبيعي قد يؤدي لاستنتاجات خاطئة (**Jarque و Bera, 1980**)[1] لذلك من الضروري معرفة فيما إذا كانت سلاسل قيم المتغيرات المدروسة وهي العائد السنوي للأسهم، والعائد على حق الملكية، ونسبة التداول، ونسبة المديونية، تتبع التوزيع الطبيعي أم لا .

-يعتمد اختبار التوزيع الطبيعي على الالتواء والتفلطح واختبار جاكو- بيرا(JB)

[1] Jarque, C. & Bera, A., (1980). Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals

يقيس الالتواء توزيع مفردات السلسلة حول وسطها الحسابي حيث أن قيمة الالتواء في التوزيع المتماثل أو التوزيع الطبيعي تساوي الصفر وعندما تكون قيمة الالتواء موجبة فإن التوزيع ينحرف نحو اليسار، وله نهاية دقيقة طويلة باتجاه اليمين . أما عندما تكون قيمة الالتواء سالبة فإن التوزيع ينحرف نحو اليمين، وله نهاية دقيقة طويلة باتجاه اليسار.

أما التفلطح فهو مقياس يقيس ذروة تقعر أو تفلطح توزيع سلسلة العوائد، وباقي المتغيرات المدروسة ، إن تفلطح التوزيع الطبيعي يساوي 3 فإذا كان التفلطح يزيد عن 3 فإن التوزيع بارز له ذروة مقارنة بالتوزيع الطبيعي، أما إذا كان أقل من 3 فإن التوزيع مسطح مقارنة بالتوزيع الطبيعي.

-اختبار جاكو بيرا هو اختبار إحصائي يختبر فيما إذا كانت السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، وهو يقيس الاختلاف بين الالتواء والتفلطح عن التوزيع الطبيعي. [1]

(2011, salameh) ويحسب اختبار جاكو بيرا كمايلي:

$$JB = n\left[\frac{S^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{24}\right] \qquad (1)$$

حيث:

n :حجم العينة .

S: معامل الالتواء.

K :معامل التفلطح.

حيث تكون الفرضيات على الشكل التالي :

H0: JB=0 (سلسلة المتغير تتبع للتوزيع الطبيعي بالتالي s=0 و k=3)

H1: JB ≠ 0 (سلسلة المتغير لا تتبع التوزيع الطبيعي)

في حال قبول فرضية العدم(JB=0) فإن سلسلة قيم المتغير تتبع للتوزيع الطبيعي بالتالي k=3، S=0

[1] Salameh, H., Twairesh, A., Al-Jafari, M. & Altaee, H., (2011). Are Arab Stock Exchanges Efficient at the Weak-Form Level? Evidence from Twelve Arab Stock Markets.

أما إذا كانت قيمة JB موجبة أو سالبة في هذه الحالة يتم رفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة التي تعني أن المتغير لا يتبع للتوزيع الطبيعي[1](2008,Emenike)، وفي حال كانت المتغيرات لاتتبع التوزيع الطبيعي يجب استخدام اللوغاريتم النيبيري للتخلص من القيم الشاذة لاختيار أفضل النماذج لاختبار الفرضيات في أسلوب(panal data) (2004،Gujarati) و(2001،Baltagi).

4-2-2-1-2 تشكيل المحافظ الاستثمارية:

تم اتباع المنهج الذي اتبعه Michailidis [2] ولحساب عائد الأسهم المكونة للمحافظ اعتمد على سلسلة زمنية سنوية ، و حساب متوسطها الحسابي، وقسمت إلى محافظ مرتفعة، ومحافظ منخفضة، وفقاً للمتغيرات المختارة ، ويمكن تبرير اختيار و استخدام المتوسط الحسابي ، التعرف على مقدار الفرق بين عائد المحفظة الاستثمارية المرتفعة (تحتوي على الأسهم التي تمتلك معدلات مرتفعة)، وعائد المحفظة الاستثمارية المنخفضة(تحتوي على الأسهم التي تمتلك معدلات منخفضة) ومقارنتها بعائد محفظة السوق (DWX) بناءاً على متغيرات الدراسة. لم يتم تشكيل محافظ وسيطة والتي يكون الهدف منها تجنب الأسهم التي تقع بين المحفظتين، لأن عدد الشركات الداخلة في العينة لم تتجاوز (11) شركة وعند حساب المتوسط الحسابي للنسب المالية في الشركات قسمت المحافظ إلى منخفضة ومرتفعة، احتوت في بعضها على (3)شركات كحد أدنى فتشكيل محافظ وسيطة سيؤدي إلى تقليل عدد الشركات إلى شركتين أو أقل، مما قد يؤدي إلى نتائج متحيزة وخاطئة وبالتالي تم استثناء المحافظ المتوسطة القيم ، تعد هذ الطريقة مناسبة للأسواق الناشئة التي تحتوي عدد محدود من الشركات ،خاصة أنه تعذر تطبيق الطرق الشهيرة، كطريقة فاما فرينش في تشكيل المحافظ لأن أغلب الشركات المدرجة في سوق دمشق هي من القطاع المالي المصارف التي تم استثنائها من نموذج فاما فرينش عند تطبيقيه في الأسواق المالية المتقدمة وهذا أدى إلى عدم إمكانية تطبيقه في سوق دمشق للأوراق المالية الذي يعتبر من الأسواق الصغيرة الناشئة وسيتم اتباع الخطوات التالية:

[1] Emenike, K. O., (2008). Munich Personal RePEc Archive, Paper

[2] Michailidis ,. G, Stavros ,T., demetrios p., (2006) . Testing the Capital Asset Pricing Model (CAPM): The Case of the Emerging Greek Securities Market

1-استخراج قيم كل من النسب المالية (العائد على حقوق الملكية- التداول - المديونية) لكل شركة من الشركات الداخلة في عينة الدراسة وهي (11) شركة لكل سنة من سنوات الدراسة من عام 2010 إلى عام 2014 باستثناء عام 2014 الذي سيتم تشكيل المحافظ ل10 شركات فقط، حيث تم استبعاد شركة الانماء الزراعية، وذلك لتوقف نشاطها وأعمالها في عام 2014.

2-حساب قيمة متوسط كل نسبة مالية لكل سنة من سنوات الدراسة من خلال قانون حساب المتوسط، وهو (المتوسط السوقي =مجموع قيم المتغير /2).

3-تم تشكيل محفظتين من كل متغير من المتغيرات، حيث تحتوي المحفظة المرتفعة جميع قيم نسبة العائد على حقوق الملكية التي تساوي أو أكبر من قيمة المتوسط المحسوب له، وسميت المحفظة المرتفعة القيم ،أما المحفظة المنخفضة فتحتوي قيم العائد على حقوق الملكية الأقل من قيم المتوسط المحسوب حيث تم تسميتها المحفظة المنخفضة القيم، وبنفس الطريقة للمحافظ الأخرى المشكلة بالاعتماد على نسبة التداول ونسبة المديونية.

4-تم تكوين محفظتين من كل نسبة مالية (العائد على حقوق الملكية- التداول - المديونية)، ولكل سنة من سنوات الدراسة، وبالتالي سنحصل على (15)محفظة مرتفعة و(15)محفظة منخفضة، أي (30) محفظة من عام 2010 حتى عام 2014.

5-استخراج قيم العائد لكل محفظة من خلال حساب متوسط العوائد السنوية المحسوبة مسبقاً وذلك لكل شركة من الشركات التي تتكون منها المحافظ الاستثمارية .

6-حساب المخاطر المنتظمة (معامل بيتا) لكل محفظة من خلال حساب متوسط قيم معامل بيتا لكل شركة داخلة في المحافظ المكونة وذلك للمقارنة بين عائدها ومخاطرها.

7- بناء المحفظة على افتراض الاستثمار بنسب استثمارية متساوية في جميع الأسهم التي تحتويها المحفظة.

4-2-2-1-3 اختبارت نموذج Panel data analysis :

تعتمد العديد من الدراسات والبحوث على أساليب متطورة من أجل الحصول على نتائج تتصف بالفعالية والدقة العاليتين، وقد كان لعلم الإحصاء وفروعه المرتبطة به الأثر الكبير في بناء النماذج الرصينة، وتحليل البيانات من خلالها، وصولاً إلى القرارات السليمة.

يهتم تحليل الانحدار ببناء العلاقة الرياضية بين متغير الاستجابة والمتغيرات التوضيحية وتتمثل هذه العلاقة كتركيبة خطية تدعى معادلة الانحدار. لقد اكتسبت نماذج البيانات الطولية في العقد الحالي اهتماماً بالغاً و خصوصاً في الدراسات الاقتصادية.

تعرف هذه البيانات على أنها بيانات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة حيث أن الفائدة الرئيسية من استخدام البيانات الطولية هي زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات عن طريق ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية وقد اهتم الباحثين في دراسة نماذج البيانات الطولية فمنهم من اهتم بدراسة خصائص نماذج البيانات الطولية رياضياً.

- في الدراسة الحالية تم دمج البيانات المقطعية مع الفترات الزمنية من خلال استخدام أسلوب (Panel data analysis)، أسلوب البيانات المزدوجة أي الدمج بين البيانات المقطعية المتوازنة والسلاسل. تتمتع نماذج البيانات الطولية في استخدامها مقارنة عند استخدام نماذج البيانات المقطعية بمفردها، أو نماذج بيانات السلسلة الزمنية بمفردها بالعديد من المزايا التي وضحها الباحث (Blatagi, 2005)[1] منها :

- التحكم في عدم تجانس التباين الخاص الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة البيانات الزمنية.

[1] . Blatagi, B., H., 2005, Econometric Analysis of Panel Data, 3rd

- تعطي البيانات الطولية كفاءة أفضل، وزيادة في درجات الحرية وكذلك أقل تعددية خطية بين المتغيرات، ومحتوى معلوماتي أكثر إذا ما تم استخدام البيانات المقطعية أو الزمنية.
- عندما تكون المشاهدات المقطعية مقاسة لنفس الفترات الزمنية عندئذ يطلق على البيانات الطولية بأنها بيانات طولية متزنة (Balanced Panel Data) كما في الدراسة الحالية، ولو فرضنا بأن واحدة من هذه الشركات قد تم تسجيل مشاهداتها المقطعية لأربع سنوات فقط، وباقي الشركات لخمس سنوات عندئذ يطلق على هذه البيانات بالبيانات الطولية غير المتزنة (Unbalanced Panel Data).
- ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية(الشركات الداخلة في سوق دمشق للأوراق المالية) مقاساً في T الفترات الزمنية، فإن نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{o(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \qquad i=1,2,\ldots\ldots,N \;\; t=1,2,\ldots\ldots,T \qquad (1)$$

و من هنا تأتي نماذج البيانات في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

1-نموذج المربعات الصغرى (pooled ordinary least square)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطويلة، حيث تكن جميع المعاملات β..... ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة نحصل على نموذج الانحدار التجميعي وبالصيغة التالية:

$$y_{it} = \beta_o + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \qquad i=1,2,\ldots\ldots,N \;\; t=1,2,\ldots\ldots,T \qquad (2)$$

حيث أن $E(\varepsilon it) = 0$ و $\mathbf{var}(\varepsilon it) = \sigma_\varepsilon^2$ تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة(2)(Greene, 2012)[1] بعد أن ترتب القيم الخاصة للمتغير التابع والمتغير المستقل بدءا من أول مجموعة بيانات مقطعية هكذا بحجم مشاهدات مقداره (N*T) .

[1] Greene, W., H., 2012, Econometrics Analysis, 7th ed , Pearson Education

2-نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect)

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع βo تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل βj ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع) ويمكن توضيحه بالصيغة التالية :

$$y_{it} = \beta_{o(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \qquad ,i=1,2,\ldots\ldots,N \;\; t=1,2,\ldots\ldots,T \qquad (3)$$

حيث أن $E(\varepsilon it) = 0$ و $\mathbf{var}(\varepsilon it) = \sigma_{\varepsilon}^2$ (Greene, 2012)

يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن (time invarint) إنما يكون التغير في مجاميع البيانات المقطعية .

3-نموذج التأثيرات العشوائية أو المتبقية(Random Effect)

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صغير وتباين مساوي إلى σ_{ε}^2 ،ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة، عادةً ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة .

-يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حال وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Baltagi,2010) [1]

في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل القطع β_o كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$\beta_{o(i)} = \mu + V_i \qquad ,i = 1,2,\ldots\ldots\ldots,N \qquad (4)$$

[1] Baltagi, B., H., Jung, B., Ch. and Song, S., H., (2010), Testing for heteroskedasticity and serial correlation in a random effects Panel Data Model, Journal of Econometrics

وبتعويض المعادلة (4) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية بالشكل الاتي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^{K} \beta_j x_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \qquad ,i=1,2,\ldots,N \;\; t=1,2,\ldots\ldots,T \qquad (5)$$

حيث أن V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية،يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحياناً نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب أن النموذج في المعادلة (5) يحوي مركبين للخطأ هما: V_i و ε_{it} , يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها $E(vi) = 0$ و $var(vi) = \sigma_\varepsilon^2$

ليكن لدينا حد الخطأ التالي :

$$W_{it} = V_i + \varepsilon_{it} \qquad (6)$$

حيث أن:

$$E(W_{it}) = 0 \qquad (7)$$

$$var(W_{it}) = \sigma_V^2 + \sigma_\varepsilon^2 \qquad (8)$$

تفشل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية كونها تعطي مقدرات غير كفوءة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة، مما يؤثر في اختبار المعلمات، كون أن التباين المشترك بين **wit** و **wis** لا يساوي الصفر أي:

$$cov(w_{it}, w_{is}) = \sigma_V^2 \neq 0 \quad , \quad t \neq s \qquad (9)$$

ولغرض تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Square)[1] (Greene ,2012).

[1] Greene, W., H., 2012, Econometrics Analysis, 7th ed Pearson Education

4-2-2-2 المرحلة الثانية للتحليل العملي:

سيتم في هذه المرحلة شرح كيفية حساب متوسط النسب، و العوائد ومعاملات بيتا للمحافظ التي تم تكوينها بالاعتماد على النسب المالية المختارة، إضافة لحساب قيم عائد مؤشر سوق دمشق في كل سنة من سنوات الدراسة.

4-2-2-2-1 حساب المتوسطات الحسابية للنسب المالية:

يعرف المتوسط الحسابي أو الوسط الحسابي(arithmetic Mean) في الرياضيات والإحصاء بأنه قيمة تتجمع حولها قيم مجموعة ما، ويمكن من خلالها الحكم على بقية قيم المجموعة، فتكون هذه القيمة هي الوسط الحسابي. يعتبر المتوسط الحسابي من أهم مقاييس النزعة المركزية، و أكثرها استخداماً في النواحي التطبيقية و يعرف عموماً على أنه مجموع القيم مقسوماً على عددها .

لنفترض أنه لدينا العينة التالية (X =(x1,x2…..xn حيث أن n هو حجم العينة، و يوجد 11 شركة في الدراسة، أي عدد مفردات العينة 11 شركة، ومن خلال تطبيق قانون المتوسط الحسابي لكل سنة من سنوات الدراسة .فالوسط الحسابي لهذه للعينة هو:

$$\overline{X} = \frac{X_1 + X_2 + \cdots + X_n}{n} = \frac{\sum_{i-1}^{n} X_i}{n} \qquad (1)$$

جدول(2-4) متوسط قيم النسب للشركات الداخلة في كل محفظة

متوسط قيم النسب	CR	LA	ROE
2010	3.87	0.74	0.11
2011	3.82	0.69	0.07
2012	3.01	0.75	-0.02
2013	2.20	0.66	0.02
2014	2.48	0.63	0.14
المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على قانون المتوسط الحسابي			

يبين الجدول(2-4) نتائج متوسط قيم جميع النسب فمثلاً، بالنسبة لنسبة التداول أظهرت النتائج أن متوسط قيم نسبة التداول لعام 2010 كان(3.87)، وهي النسبة التي تقسم القيم إلى قسمين نصفها الأول أكبر من المتوسط، ونصفها الثاني أصغر من المتوسط ثم

تم حساب كل من متوسط نسبة المديونية، ونسبة العائد على حقوق الملكية بنفس الطريقة، حيث أظهرت النتائج أن متوسط قيم نسبة المديونية(0.74) وبالنسبة للعائد على حقوق الملكية كانت (0.11) ،وهكذا تم حساب المتوسط في كل سنة من السنوات باستثناء عام 2014 التي كان عدد الشركات أي حجم العينة 10 شركات بعد استبعاد شركة الإنماء الزراعية لعدم توفر بيانات لها .

جدول(3-4)عدد الشركات الداخلة في كل محفظة استثمارية

عدد الشركات	Port 2010	Port 2011	Port 2012	Port 2013	Port 2014
HCR	3	4	4	3	3
LCR	8	7	7	8	7
HLA	7	6	7	8	7
LLA	4	5	4	3	3
HROE	7	8	8	8	5
LROE	4	3	3	3	5

المصدر:من إعداد الباحثة

يبين الجدول(3-4) عدد الشركات في كل محفظة استثمارية لكل سنة من السنوات، حيث قامت الدراسة بعد حساب متوسط قيم كل نسبة مالية ، بتشكيل المحافظ المرتفعة والمنخفضة عن طريق تقسيم النسب إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تحتوي القيم التي تساوي أو أكبر من قيمة المتوسط سميت المحافظ المرتفعة، وقيم أصغر من المتوسط سميت المحافظ المنخفضة، وبالتالي سنحصل في كل سنة من سنوات الدراسة على محفظتين محفظة مرتفعة القيم، وأخرى منخفضة القيم بالنسبة للنسب المالية المختارة وهكذا تم تشكيل 30 محفظة استثمارية متنوعة، حيث تراوح متوسط عدد الشركات في المحافظ المكونة 3 شركات كحد أدنى و8 كحد أقصى .

4-2-2-2-2حساب العائد للمحافظ الاستثمارية:

من خلال قانون المتوسط الحسابي، وبعد الحصول على قيم النسب المالية للشركات المكونة لكل محفظة ، تم استخراج العائد السنوي لكل شركة موجودة بالمحفظة، وحساب متوسط قيم العوائد فمثلاً نسبة التداول في عام 2010 كانت النسب المكونة للمحفظة المرتفعة القيم عائدة للشركات التالية (بنك بيبلوس – بنك سوريا والمهجر– الأهلية

للزيوت)، والنسب المكونة للمحفظة المنخفضة القيم عائدة للشركات التالية(بنك بيمو– بنك العربي– بنك عودة– البنك الدولي للتجارة–الشركة الأهلية للنقل– الشركة المتحدة للنشر والاعلان – شركة الإنماء الزراعية) وبعد الحصول على أسماء الشركات المكونة لكل محفظة مرتفعة ومنخفضة القيم تم حساب العائد السنوي، لكل محفظة عن طريق المتوسط الحسابي لعوائد الشركات الداخلة في كل محفظة بتطبيق المعادلة التالية.

$$\overline{X} = \frac{X_1 + X_2 + \cdots + X_n}{n} = \frac{\sum_{i-1}^{n} X_i}{n} \quad \ldots.(2)$$

جدول (4–4) عائد للمحافظ الاستثمارية للشركات الداخلة في كل محفظة

Port 2014	Port 2013	Port 2012	Port 2011	Port 2010	
%5.40	%10.54	%2.45–	%2.48	%10.73	**Retrun HCR**
%1.31	%2.15–	%14.05	%9.18	%26.95	**Retrun LCR**
%0.80	%9.67	% 6.36	%6.63	%13.40	**Return HLA**
%0.14	%20.97–	%16.64	%6.89	%38.49	**Retrun LLA**
%0.23	%17.54	%18.13	%6.42	%29.39	**Retrun HROE**
%0.06	%41.95–	%24.98–	%7.61	%10.51	**Return LROE**

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات قانون المتوسط الحسابي لعوائد اسهم كل محفظة

يظهر الجدول (4–4) عائد كل محفظة استثمارية تم تشكيلها، حيث كان عائد المحفظة المرتفعة (HCR) حسب نسبة التداول (10.73%) بينما بلغ (26.95%) للمحفظة المنخفضة (LCR) في عام2010.تم تطبيق هذه الطريقة لباقي السنوات ولجميع المحافظ المرتفعة والمنخفضة بالنسبة لنسبة المديونية ونسبة العائد على حقوق الملكية.

❖ فمثلاً نسبة التداول لعام 2010

– تم حساب عائد المحفظة المبنية على أساس القيم المرتفعة من نسبة التداول لعام (2010) من خلال جمع كل النسب التي تساوي أو أكبر من متوسط قيم نسبة التداول وهي(3.87) ، و حساب متوسط قيم عوائد تلك الشركات التي دخلت في المحفظة وكذلك جمع كل النسب التي تقل معدلاتها عن المتوسط لبناء المحفظة ذات نسب التداول المنخفضة وتم حساب متوسط قيم عوائدها.

4-2-2-2-3 حساب قيم معاملات بيتا للمحافظ الاستثمارية

تم البدء بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية في آذار من العام 2009، وقد بدأت التداولات على أسهم عدد محدود من الشركات، وبأحجام تداولات صغيرة، ومن ثم زاد عدد الشركات المدرجة في السوق، وارتفعت أحجام التداول، ونشط السوق. ومع بدء نشاط السوق، قامت إدارته بوضع مؤشر للاستدلال على وضع السوق بشكل عام من ناحية الصعود أو الهبوط كغيره من أسواق المال في كل دول العالم، وقد تم بدء العمل به مع بداية العام 2010 وتم احتسابه ليكون بقيمة /1000/ نقطة في ذلك التاريخ، ويعتبر وجود مؤشر أمر أساسي لاحتساب قيمة معامل بيتا للأسهم المدرجة وإلى جانب المؤشر ولاحتساب قيمة معامل بيتا لكل سهم مُدرج فلا بد من وجود سلسلة زمنية لا بأس بها من حيث المدى لتداولات هذه الأسهم ، إلا أن حداثة عمر السوق والتأخر في إصدار مؤشر جعل هذه السلسة زمنية قصيرة بعض الشيء حيث سوف تبدأ السلسة الزمنية المدروسة مع بداية العام 2010، إلى جانب وجود بعض الشركات التي أدرجت أسهمها في أوقات لاحقة نتيجة التأخر في تحقيق شروط الإدراج في السوق الأمر الذي يجعل السلسلة الزمنية لهذه الشركات أقصر من غيرها، ولا يساعد بشكل كبير في رسم صورة حقيقية لواقع أدائها، وللتخفيف من هذه المشكلة سيتم اعتماد الفترات الربعية للتداول، وذلك لزيادة عدد الفترات المدروسة،كما سيتم الاعتماد على التغير في قيمة مؤشر السوق خلال الفترات الربعية المدروسة لاحتساب التغيرات اللازمة لحساب معامل بيتا، بالإضافة إلى التغير في سعر السوق للأسهم المدرجة لاحتساب التذبذبات في العوائد اللازمة . لذلك وفي النهاية سوف نعتمد في احتساب معامل بيتا على سلسلة زمنية تبدأ مع بداية العام 2010 وتنتهي مع نهاية الربع الأول من العام 2013، وعلى الفترات الربعية والنهائية لأسعار إغلاق الأسهم المُدرجة وقيم المؤشر[1].

[1]- سيف الدين، حامد، 2013، فك رموز وأسرار معامل بيتا في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة الاقتصادي.

جدول (5-4) التباين والتغاير ومعامل الارتباط ومعامل بيتا لشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	رمز الشركة	التباين	التغاير	معامل الارتباط	معامل بيتا
بيمو	BBSF	0.05	0.04	0.87	1.07
العربي	ARBS	0.05	0.04	0.91	1.13
بيبلوس	BBS	0.04	0.02	0.6	0.68
سوريا والمهجر	BSO	0.03	0.03	0.82	0.84
عودة	BASY	0.08	0.04	0.84	1.28
الدولي للتجارة	IBTF	0.04	0.03	0.8	0.88
الاهلية للنقل	AHT	0.01	0.00	0.29	0.12
المتحدة للنشر	UG	0.01	0.01	0.35	0.25
المتحدة للتامين	UIC	0	0.01	0.41	0.04
الاهلية للزيوت	AVOC	0.04	0.02	0.68	0.71

المصدر: من إعداد الباحثة

يظهر الجدول(5-4) قيم التباين و التغاير (التباين المشترك بين السهم والمؤشر) ومعامل الارتباط ، حيث تم حساب قيم الانحراف المشترك بين أسهم الشركات المكونة للمحافظ والمؤشر من خلال القانون التالي:

$$cov = p_{im} * \sigma_i \sigma_m \quad (3)$$

حيث :

cov: هو الانحراف المشترك بين معدل العائد على السهم أو المحفظة، وعائد السوق.

p_{im}: معامل الارتباط بين السهم ومحفظة السوق.

σ_i : التباين في العوائد للسهم.

σ_m : التباين في العوائد لمؤشر السوق.

أما معامل بيتا Beta coefficient فيحسب بالقانون التالي :[1]

$$\beta_i = \frac{\sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2} * p_{im} \quad (4)$$

[1] Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets.

σ_m^2 :التباين في العوائد على محفظة السوق

وبعد احتساب قيم معامل بيتا للشركات المدرجة، يجب مقارنتها مع الواحد الصحيح ، وذلك لمعرفة مخاطرة كل سهم مدرج على حدى، حيث يُفسر معامل بيتا للسهم أو لمحفظة بمقارنته مع معامل بيتا لمحفظة السوق والذي يساوي الواحد الصحيح.

- في حال كانت بيتا أكبر من الواحد فمخاطرة السهم أكبر من مخاطرة السوق.
- بيتا أصغر من الواحد مخاطرة السهم أقل من مخاطرة السوق.
- بيتا تساوي الواحد مخاطرة السهم تساوي مخاطرة السوق.
- بيتا تساوي الصفر مخاطرة السهم غير مرتبطة بمخاطرة السوق.

جدول(6-4) معاملات بيتا للمحافظ الاستثمارية

	Port 2010	Port 2011	Port 2012	Port 2013	Port 2014
Beta HCR	0.74	0.69	0.62	0.55	0.50
Beta LCR	0.60	0.60	0.65	0.67	0.74
Beta HLA	094	0.78	0.94	0.77	0.72
Beta LLA	0.11	0.47	0.11	0.47	0.65
Beta HROE	0.62	0.47	0.69	0.74	0.80
Beta LROE	0.11	0.29	0.68	1.10	0.57

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات قانون المتوسط الحسابي لحساب معامل بيتا

يبين الجدول(6-4) قيم معاملات بيتا للمحافظ الاستثمارية المكونة بالنسبة لكل نسبة مالية (نسبة التداول -نسبة المديونية-نسبة العائد على حقوق الملكية)، والذي تم حساب مخاطرة المحافظ المرتفعة والمنخفضة من خلال متوسط قيم معاملات بيتا للشركات الداخلة في كل محفظة، ولكل سنة من سنوات الدراسة من عام 2010 إلى عام 2014 لمعرفة خيارات الاستثمار، ودرجة مخاطرها لكل محفظة يستطيع المستثمر الحصول عليها.

4-2-2-2-4 حساب عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

ما يميز مؤشر سوق دمشق أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي و النظامي.

لحساب العائد لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية في سنوات الدراسة سيتم استخدام القانون التالي حيث أن:

$$Rm = \left\{100 * \log\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right)\right\} \quad (5)$$

Rm: عائد السوق

Pt: قيمة المؤشر في السنة الحالية

pt-1: قيمة المؤشر في السنة السابقة

وباستخراج القيم من موقع سوق دمشق وتطبيق المعادلات نحصل على النتائج التالية:

كما في الجدول التالي:

جدول (4-7) عائد مؤشر سوق دمشق لجميع الشركات المدرجة في السوق

	2010	2011	2012	2013	2014
عائد السوق Rm	0.24	29.3-	5.3-	21.04	0.74
المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المستخرجة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية					

4-3 المبحث الثالث: نتائج التحليل الإحصائي

سيتم عرض نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات واختبار فرضيات الدراسة، وتحديد النموذج الأنسب للدراسة ومعرفة أثر النسب المالية المختبرة في العائد السنوي للأسهم المكونة لكل محفظة ، فالهدف معرفة أثر استخدام النسب المالية في تغيرات عوائد أسهم المحافظ ومقارنتها مع المخاطر المنتظمة المتمثلة بمتوسط معامل بيتا للشركات المكونة لكل محفظة مالية مشكلة ومع عائد محفظة السوق المكونة من جميع الشركات، ومن ثم

المقارنة بين دورها في تفسير تغيرات عوائد الأسهم المنفردة وعوائد أسهم المحافظ الاستثمارية المكونة بالاعتماد على هذه النسب من خلال نتائج اختبار الفرضيات .

4-3-1 نتائج اختبار التوزيع الطبيعي:

يبين الجدول التالي مقاييس النزعة المركزية كالوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، وقيم اختبار جاكو بيرا لمعرفة التوزيع الطبيعي، ومعرفة تشتت البيانات إضافة إلى الالتواء والتفلطح لمعرفة شكل توزيع البيانات بين أعلى وأدنى قيمة وعدد المشاهدات

جدول(8-4)ملخص نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لعائد الأسهم والنسب المالية

	عائد السهم	نسبة العائد على حقوق الملكية	نسبة التداول	نسبة المديونية
الوسيط	16.43080	0.071978	3.398780	0.718254
قيمة المتوسط	12.61500	0.094050	1.177500	0.852300
أعلى قيمة	89.63000	0.291200	18.01000	0.964300
أدنى قيمة	-36.25000	-0.584000	0.310000	0.100300
الانحراف المعياري	23.39411	0.136687	4.151803	0.282354
قيمة الالتواء	1.167515	-2.312452	1.909231	-1.293631
قيمة التفلطح	5.218066	12.03132	6.251611	3.104585
جاكو بيرا	21.60872	214.4884	52.40340	13.96847
الاحتمالية(p-value)	0.000020	0.000000	0.000000	0.000926
المشاهدات	**50**	**50**	**50**	**50**
المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews				

يظهر الجدول(8-4) للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة الثلاثة أن متوسط العائد السنوي للشركات في العينة خلال فترة الدراسة يبلغ (12.61500) بانحراف معياري بلغ (23.39411) ،حيث كان متوسط نسبة التداول(1.177500) بانحراف معياري قدره (4.151803).أما متوسط نسبة العائد إلى حقوق الملكية فقد بلغ (0.094050) بانحراف معياري (0.136687) و(0.852300) لمتوسط نسبة المديونية بانحراف معياري قدره (0.282354).

كما تبين النتائج أن المتغيرات المستقلة، والمتغير التابع تظهر التواءً وتفلطحاً، حيث كان معامل الالتواء موجباً لقيم العوائد السنوية ولنسبة التداول، وسالباً لنسبة العائد على حقوق

الملكية ونسبة المديونية.أما قيم التفلطح فتظهر أن منحنى التوزيع لجميع المتغيرات المدروسة بارز وله قمة فجميع قيم التفلطح كانت أكبر من 3 ، كما أظهرت النتائج أن التفلطح الأعلى كان لنسبة العائد على حقوق الملكية بقيمة (12.03132). ويظهر في الجدول أيضاً قيم الوسيط التي تفصل قيم المتغيرات إلى 50% أكبر من قيمة الوسيط و50% أدنى منه. وعموماً، تبيّن هذه النتائج أن قيم الاحتمالية (p-value) لاختبار جاكو- بيرا للعائد السنوي ونسبة المديونية ذات قيم موجبة أي غير متناظر و لا يتبع التوزيع الطبيعي، وهذا ما تظهره أيضاً قيم الالتواء والتفلطح فترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة أما قيم الاحتمالية لنسبة العائد على حقوق الملكية، ونسبة التداول تساوي الصفر فهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، بالتالي تقبل فرضية العدم التي بموجبها يكون التوزيع الإحصائي لسلاسل العائد على حقوق الملكية، ونسبة التداول توزيعاً طبيعياً

جدول(9-4)نتائج اختبار التوزيع الطبيعي بعد إدخال اللوغريتم النيبيري

	عائد السهم	نسبة العائد على حقوق الملكية	نسبة التداول	نسبة المديونية
الوسيط	2.770414	-2.247687	0.165479	-0.141623
قيمة المتوسط	2.320588	-2.738682	0.781937	-0.441740
أعلى قيمة	4.495690	-1.233745	2.890927	-0.036353
أدنى قيمة	-3.218876	-8.111728	-0.248461	-2.299590
الانحراف المعياري	1.731323	1.590173	0.979257	0.685168
قيمة الالتواء	-1.686552	-2.111047	0.834923	-1.916953
قيمة التفلطح	5.697013	6.878322	2.071226	4.960541
جاكو بيرا	32.64050	57.51806	6.389260	32.44946
الاحتمالية	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
عدد المشاهدات	**42**	**42**	**42**	**42**
المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews				

نلاحظ من الجدول(9-4) لمعالجة عدم التوزيع الطبيعي للعائد السنوي للأسهم ونسبة المديونية، تم إدخال دالة اللوغاريتم النيبيري على متغيرات الدراسة من أجل التخلص من القيم المتطرفة[1] ،حيث أصبحت كل المتغيرات تتبع للتوزيع الطبيعي بقيمة

[1] بن زاوي ،محمد،(2015). دعم المؤسسات لصغيرة والمتوسطة من خلال الانفاق الاستثماري العام على البنى التحتية .مجلة البحوث الاقتصادية والمالية،جامعة الجزائر، العدد الثالث.

(p–value=0) لجميع المتغيرات، وعليه أصبح بالإمكان إجراء اختبارات نموذج البانل المناسب لبيانات الدراسة بعد أن تغير عدد المشاهدات إلى 42 و تحولت السلسلة الزمنية للبيانات لبيانات طولية غير متزنة (Unbalanced Panel Data).

4-3-2 نتائج عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المكونة بناءاً على متوسط المتغيرات كل على حده:

سيتم دراسة نتائج العائد والمخاطرة المنتظمة المتمثلة بمعامل بيتا لكل محفظة استثمارية في كل سنة من السنوات وبما أن العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة طردية، حيث كلما زاد العائد زادت المخاطر فإنه سيتم التركيز في هذه المرحلة على المقارنة بينهما للوصول إلى أفضل الخيارات الاستثمارية ، فمتخذ القرار الاستثماري يسعى إلى دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر لتحقيق أكبر عائد عند مستوى محدد من المخاطر أو أقل مخاطرة عند مستوى محدد من العائد، وهو ما سيتم معرفته في الجدول التالي من خلال شرح العلاقة بين العائد والمخاطر المنتظمة لكل محفظة استثمارية .

جدول (4-10) ملخص عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية المكونة بناءاً على متوسط المتغيرات كل على حدى

2014		2013		2012		2011		2010		
Lport 10	Hport 9	Lport 8	Hport 7	Lport 6	Hport 5	Lport 4	Hport 3	Lport 2	Hport 1	
1.31	5.40	-2.15	10.54	14.05	-2.45	9.18	2.48	26.95	10.73	**Retrun CR**
0.78	0.50	0.67	0.55	0.65	0.62	0.6	0.69	0.6	0.74	**Beta CR**
Lport 20	**Hpot 19**	**Lport 18**	**Hport 17**	**Lport 16**	**Hport 15**	**Lport 14**	**Hport 13**	**Lport 12**	**Hport 11**	
0.14	0.80	-20.9	9.67	16.64	6.36	6.89	6.63	38.49	13.4	**Retrun LA**
0.65	0.72	0.29	0.77	0.11	0.94	0.29	0.78	0.11	0.94	**Beta LA**
Lport 30	**Hport 29**	**Lport 28**	**Hport 27**	**Lport 26**	**Hport 25**	**Lport 24**	**Hport 23**	**Lport 22**	**Hport 21**	
0.06	0.23	-41.9	17.54	-24.9	18.13	7.61	6.42	10.51	29.39	**Retrun ROE**
0.59	0.80	0.39	0.74	0.35	0.69	0.1	0.47	0.68	0.62	**Beta ROE**
0.74		21.04		-5.3		-29.3		0.24		**RM**

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على العوائد ومعاملات بيتا المحسوبة للمحافظ الاستثمارية

يظهر الجدول (10-4) الأرقام بالنسب المئوية وعند المقارنة بين عائد كل محفظة ومخاطرها مايلي:

أولاً:بالنسبة للعائد على حقوق الملكية

كان عائد ومخاطرة المحافظ المرتفعة القيم بالنسبة إلى العائد على حقوق الملكية في كل سنوات الدراسة أعلى من عائد المحافظ المنخفضة القيم باستثناء عام2011،حيث أظهرت النتائج أن عائد المحفظة المنخفضة هو الأعلى مع مخاطرة منخفضة جداً مقدراها(0.1) مقارنة مع المحفظة المرتفعة ،أما المخاطر المنتظمة المتمثلة بمعامل بيتا فقد كانت مرتفعة في المحفظة المنخفضة القيم بالنسبة إلى عام 2010 رغم أنها لم تحقق عائد عالي مقارنة مع المحفظة المرتفعة حيث لم يتجاوز العائد فيها(10.51) وهذا مخالف للنظرية الاقتصادية السائدة بأن هناك علاقة طرية بين العائد والمخاطرة ويمكن الملاحظة أن نسبة العائد على حقوق الملكية هي من نسب الربحية القوية والتي تمثل صافي الأرباح وهي من أهم النسب المالية للمستثمر المهتم بالعوائد، ومن المتوقع أن زيادتها سيؤدي إلى زيادة العائد المتوقع منها، وهذا ما تم ملاحظته في أغلب المحافظ المرتفعة القيم من خلال النتائج السابقة.

ثانياً: بالنسبة لنسبة التداول

كان عائد المحافظ الاستثمارية المنخفضة القيم بالنسبة إلى نسبة التداول أعلى من عائد المحافظ المرتفعة القيم في كل السنوات باستثناء عام 2013 و2014، حيث كان العائد منخفض وبقيمة سلبية(-2.15) في عام 2013 وبقيمة منخفضة في عام 2014 حيث بلغ(1.31) في المحفظة المنخفضة القيم أما المخاطر المنتظمة بالنسبة للمحافظ المنخفضة القيم فقد كانت بنسب مقبولة ومنخفضة، حيث بلغت(0.6) فقط في عام 2010 ، 2011 ولكنها كانت في معظم المحافظ المرتفعة والمنخفضة القيم عالية وقد يكون السبب في ذلك أن نسبة التداول لها خاصية معينة كونها تعبر عن القدرة على سداد الديون لذلك كان المتوقع أن تكون المحافظ المرتفعة القيم منها ذات عائد أعلى ولكن النتائج كانت متفاوتة كما ذكرنا سابقاً، وقد يكون السبب في ذلك وجود القطاع المصرفي الذي يمثل أغلب شركات عينة الدراسة كما أن قطاع المصارف يعتبر القطاع

الأهم في توظيف المدخرات والودائع دون الحاجة إلى مستويات عالية جداً من السيولة كما في المنشآت المالية الأخرى.

ثالثاً:بالنسبة لنسبة المديونية

كان عائد المحافظ الاستثمارية المنخفضة القيم بالنسبة إلى نسبة المديونية أعلى من عائد المحافظ المرتفعة باستثناء عام 2013- 2014 حيث كان العائد سالب في المحافظ المنخفضة بقيمة(-20.9) ، في عام 2013، ومنخفض في عام 2014 حيث بلغ (0.14) فقط ، أما المخاطر المنتظمة كانت منخفضة للمحافظ المنخفضة في أغلب السنوات باستثناء عام 2014 حيث كانت المخاطرة عالية بقيمة(0.65) ، ويمكن الاستنتاج أن نسبة العائد الأعلى في المحافظ المنخفضة كانت متوقعة حيث كلما زادت نسب المديونية كان مؤشر سلبي لعدم توزيع الأرباح في حال التعرض لأزمات دفع الديون.

4-3-3 إجمالي نتائج تحليل المحافظ الاستثمارية لكل السنوات :

إن الهدف الرئيسي من تشكيل المحافظ هو الوصول إلى الفروق الإجمالية بين المحافظ المرتفعة والمحافظ المنخفضة ومقانتها مع مؤشر السوق ،ولذلك سيتم حساب إجمالي الفروق بين المحافظ المرتفعة القيم (Hport) والمحافظ المنخفضة القيم (Lport) ، حيث يرمز للفرق بين عوائد محفظة الأسهم ذات النسب العالية ومحفظة الأسهم ذات النسب المنخفضة بالرمز، HML (High Minus Low) وسيعرض الجدول التالي (HML) إجمالي الفروق بين عائد المحفظة المرتفعة والمنخفضة بالنسبة لكل نسبة مالية في كل سنة من السنوات، ثم إجمالي فروق معاملات بيتا بين المحافظ المرتفعة والمنخفضة ، أما (Total HML) يرمز إلى إجمالي الفروق لكل سنوات الدراسة بالنسبة للعوائد أولاً، وبالنسبة لمعاملات بيتا ثانياً ،إضافة لعرض إجمالي العائد وإجمالي المخاطرة للمحافظ المرتفعة ،ثم للمحافظ المنخفضة لكل سنوات الدراسة والحصول على المقارنات والنتائج كمايلي:

جدول (11-4) إجمالي فروق المحافظ الاستثمارية المرتفعة والمنخفضة لكل السنوات:

2014-2010			2014	2013	2012	2011	2010	
Total Lport	Total Hport	Tota HML	HML(5)	HML(4)	HML(3)	HML(2)	HML(1)	
49.34	26.70	-22.64	4.09	12.69	-16.50	-6.7	-16.22	Retrun CR
3.30	3.10	-0.20	-0.28	-0.12	-0.03	0.09	0.14	Beta CR
Total Lport	Total Hport	Tota HML	HML(10)	HML(9)	HML(8)	HML(7)	HML(6)	
41.19	36.86	-4.33	0.66	30.64	-10.28	-0.26	-25.09	Retrun LA
1.45	4.15	2.70	0.07	0.48	0.83	0.49	0.83	Beta LA
Total Lport	Total Hport	Tota HML	HML(15)	HML(14)	HML(13)	HML(12)	HML(11)	
-48.75	71.71	120.4	0.17	-0.12	43.11	-1.19	0.14	Retrun ROE
2.11	3.32	1.21	0.21	59.49	0.34	0.37	18.88	Beta ROE
12.58 -			0.74	21.04	5.3-	-29.3	0.24	RM

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على العوائد ومعاملات بيتا المحسوبة للمحافظ الاستثمارية

يبين الجدول الأرقام بالنسب المئوية والنتائج المتعلقة بتحليل المحافظ الاستثمارية بناءاً على متوسط المتغيرات مايلي :

العائد على حقوق الملكية:

يتبين من الجدول (11-4) أن مجموع الفروق خلال فترة الدراسة بين عائد المحفظة المرتفعة(HROE) والمنخفضة (LROE)المعدة بناءً على معدل نسبة العائد على حقوق الملكية بلغ (120.46)، أي بمتوسط فرق سنوي (24.09) لصالح المحافظ المرتفعة (HROE)، وبمخاطرة قدرها بيتا =1.21 كما يتبين من الجدول أن مجموع العائد المتحقق خلال فترات الدراسة للمحفظة المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق بلغ على التوالي **71%،-48%،-12%** وبمخاطرة قدرها(3.32) للمحفظة المرتفعة و(2.11) للمحفظة المنخفضة وهذا يعني أن:

أولاً: المستثمر سوف يحصل على عائد إيجابي بمقدار 71 % خلال الخمس سنوات إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءً على معدلات نسبة العائد على حقوق الملكية المرتفعة(HROE).

ثانياً: إن مخاطرة أسهم المحفظة المرتفعة (HROE)، أكبر من مخاطرة السوق (بيتا أكبر من الواحد) وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد للمحفظة المرتفعة (3.32) من معدل تغير عوائد أسهم السوق أي أنه إذا تغيرت عوائد أسهم السوق بالزيادة أو الانخفاض بنسبة (3.32%)، فإن التغير في عوائد أسهم المحفظة سوف يكون بمقدار هذه النسبة.

ثالثاً: أن المستثمر سيحصل على خسارة بمقدار % 48 إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة العائد على حقوق الملكية المنخفضة(LROE).

رابعاً: إن مخاطرة أسهم المحفظة المنخفضة(LROE) أكبر من مخاطرة السوق وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد = (2.11) من معدل تغير عوائد أسهم السوق، أي أنه إذا تغيرت عوائد سهم السوق بالزيادة أو الانخفاض بنسبة (2.11%)، فإن التغير في عوائد أسهم المحفظة سوف يكون بمقدار هذه النسبة.

خامساً: سيحصل المستثمر على خسائر بمقدار –12% إذا قام بالاستثمار في محفظة السوق.

مما سبق يمكن القول: بأن هناك علاقة طردية مهمة ما بين نسبة العائد على حقوق الملكية و بين عائد أسهم المحفظة المرتفعة HROE.

نسبة التداول:

يتبين من الجدول رقم (11–4) أن مجموع الفروق خلال فترة الدراسة بين عائد المحفظة المرتفعة (HCR) والمنخفضة (LCR) المعدة بناءً على نسبة التداول بلغ (–22.64) أي بمتوسط فرق سنوي (4.52–) لصالح المحافظ المنخفضة(LCR)، وبمخاطرة قدرها بيتا تساوي(–0.20) ، كما يتبين من الجدول أن مجموع العائد المتحقق خلال فترات الدراسة للمحفظة المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق بلغ على التوالي **26%،49% ،–12%** وبمخاطرة قدرها 3.10 للمحفظة المرتفعة و3.30 للمحفظة المنخفضة وهذا يعني أن:

أولاً: المستثمر سوف يحصل على عائد إيجابي بمقدار26 % خلال الخمس سنوات إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة التداول المرتفعة(HCR).

ثانياً: أن مخاطرة أسهم المحفظة المرتفعة(HCR) أكبر من مخاطرة السوق، (بيتا أكبر من الواحد) وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد (3.10) من معدل

تغير عوائد أسهم السوق أي أنه إذا تغيرت عوائد أسهم السوق بالزيادة أو الانخفاض بنسبة (3.10%)، فإن التغير في عوائد أسهم المحفظة سوف يكون بمقدار هذه النسبة.

ثالثاً: سيحصل على ربح بمقدار (49%) إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءً على معدلات نسبة التداول المنخفضة(LCR).

رابعاً: إن مخاطرة أسهم المحفظة المنخفضة(LCR) أكبر من مخاطرة السوق وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد (3.30) من معدل تغير عوائد أسهم السوق أي أنه إذا تغيرت عوائد سهم السوق بالزيادة أو الانخفاض بنسبة (3.30%)، فإن التغير في عوائد أسهم المحفظة سيكون بمقدار هذه النسبة.

خامساً: سيحصل المستثمر على خسائر بمقدار (-12%) إذا قام بالاستثمار في محفظة السوق.

مما سبق يمكن القول: أن هناك علاقة عكسية ما بين نسبة التداول وبين عائد أسهم المحفظة المنخفضة(LCR).

نسبة المديونية:

يتبين من جدول رقم (11-4) أن مجموع الفروق خلال فترة الدراسة بين عائد المحفظة المرتفعة(HLA) والمنخفضة المعدة(LLA) بناءاً على نسبة المديونية بلغ (-4.33) أي بمتوسط فرق سنوي (-0.866) لصالح المحافظ المنخفضة(LLA) وبمخاطرة قدرها بيتا تساوي(2.70)، كما يتبين من الجدول أن مجموع العائد المتحقق خلال فترات الدراسة للمحفظة المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق بلغ على التوالي **36%،41%,-12%** وبمخاطرة قدرها 4.15 للمحفظة المرتفعة و1.45 للمحفظة المنخفضة، وهذا يعني أن:

أولاً: المستثمر سوف يحصل على عائد إيجابي بمقدار 36 % خلال الخمس سنوات إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءً على معدلات نسبة المديونية المرتفعة(HLA).

ثانياً: إن مخاطرة أسهم المحفظة المرتفعة(HLA) أكبر من مخاطرة السوق (بيتا أكبر من الواحد)، وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد(4.15) من معدل تغير عوائد أسهم السوق، أي أنه إذا تغيرت عوائد سهم السوق بالزيادة أو الانخفاض بنسبة (4.15%)، فإن التغير في عوائد أسهم المحفظة سيكون بمقدار هذه النسبة.

ثالثاً: أن المستثمر سيحصل على ربح بمقدار 41% إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة المديونية المنخفضة(LLA).

رابعاً: إن مخاطرة أسهم المحفظة المنخفضة (LLA) أكبر من مخاطرة السوق، وهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون معدل تغير العوائد (1.45) من معدل تغير عوائد أسهم السوق، أي أنه إذا تغيرت عوائد سهم السوق بالزيادة أو الانخفاض بنسبة (1.45%)، فإن التغير في عوائد أسهم المحفظة سيكون بمقدار هذه النسبة.

خامسا: سيحصل المستثمر على خسائر بمقدار -12% إذا قام بالاستثمار في محفظة السوق مما سبق يمكن القول: بأن هناك علاقة عكسية ما بين نسبة المديونية وبين عائد أسهم المحفظة المنخفضة(LLA).

4-3-4 نتائج اختبارت نموذج (Panel data analysis) :

لاختيار النموذج الأنسب من النماذج الثالثة السابقة سيتم عرض أسلوبين الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة من خلال اختبار (F-test) والثاني هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية وذلك من خلال اختبار (Hausman-test).

جدول (12-4)ملخص نتائج اختبار F -المقيد واختبار Hausman

نوع الاختبار	t-Statistic	p-value
F-test	0.046	0.0000
Hausman-test	2.345	0.5038
المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews		

4-3-4-1اختبار (F-test):

لغرض الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة نستخدم اختبار F المقيد وبالصيغة الاتية:

$$\mathbf{F(n-1, nT-N-K)} = \frac{\mathbf{(e'epooled - e'eLSDV)/(n-1)}}{\mathbf{(e'eLSDV)/(nt-n-k)}} \quad (1)$$

F : رمز الاختبار (F-test)

n−1 : درجة حرية تعني عدد المشاهدات (عدد المتغيرات * عدد السنوات−1)

nT : عدد المشاهدات المقطعية (الشركات) * عدد المشاهدات الزمنية (السنوات)

N : عدد الشركات المستخدمة في النموذج.

K : معاملات المتغيرات المفسرة أو درجات الحرية (عدد المعالم المقدرة بدون الحد الثابت).

(e'epooled): يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

(e'Elsdv): يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

فرضيات اختبار (F−test):

معادلة النموذج :

$$\mathbf{yit = Zi\alpha + \beta\, Xit + \varepsilon it}$$

فرضية العدم: $\mathbf{H0{:}a1 = \alpha 2 = \alpha 3 = \alpha\infty}$

قيمة ألفا ثابتة عبر الزمن وعبر الشركات، أي أن قيمتها واحدة لدى عينة الدراسة التي عددها 10 شركات، وعبر الفترة الزمنية للدراسة التي تمتد على فترة 5 سنوات. وفي حالة قبول الفرض العدمي نستخدم أسلوب (Pooled) .

الفرضية البديلة: $\mathbf{H1{:}\ \alpha 1 \neq \alpha\ 2 \neq \alpha 3 \neq \alpha\infty}$

قيمة ألفا غير ثابتة عبر الزمن وعبر الشركات، أي أنها قيمة متغيرة تتغير من شركة لأخرى من شركات عينة الدراسة، كما أنها تتغير عبر سنوات الدراسة، وفي حال قبول الفرض البديل يستخدم أسلوب (Fixed Effect)

- تقارن نتيجة المعادلة مع $F(\alpha,N-1,Nt-N-K)$ فإذا كانت قيمة المعادلة أكبر أو مساوية القيمة الجدولية (أو إذا كانت قيمة P−VALUE أقل أو تساوي 0.05)عندئذ فنموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة وبما أن قيمة(p−value= 0.000) سنرفض الفرض العدمي ونقبل الفرضية البديلة ، أي أن الترجيح كان لصالح أسلوب (Fixed Effect).

4-3-4-2 اختبار (Hausman Test):

إن هذا الاختبار يسمح باختيار النموذج الأكثر تمثيلاً والأدق تقديراً ، يجري من خلال هذا الاختبار اعتماد النموذج ذي الأثر المتغير في حال قبلت فرضية العدم. في حين يعتمد النموذج ذو الأثر الثابت عندما تُرفض فرضية العدم.

باستخدام المعادلة التالية:

$$H = (\widehat{\beta}_{FEM} - \widehat{\beta}_{REM})'[var(\widehat{\beta}_{FEM}) - var(\widehat{\beta}_{REM})]^{-1}(\widehat{\beta}_{FEM} - \widehat{\beta}_{REM}) \quad (2)$$

$var(\widehat{\beta}_{FEM})$:هو متجه التباين لمعلمات نموذج التأثيرات الثابتة

$var(\widehat{\beta}_{REM})$: هو متجه التباين لمعلمات نموذج التأثيرات العشوائية

فرضية العدم H0: لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات، إذا كانت (prob>0.05)، نقبل فرضية العدم، ونعتمد النموذج ذا الأثر المتغير.

الفرضية البديلةH1: يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات، إذا كانت (prob<0.05)، نقبل الفرضية البديلة، ونعتمد النموذج ذا الأثر الثابت.

حيث أن هذه الاحصائية لها توزيع مربع كاي وبدرجة حرية مقداره k ، يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم إذا كانت قيمة الإحصائية أكبر من قيمة مربع كاي ، وعلى العكس سوف يكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية الإحصائية هو الأنسب. (Hausman,1978)[1]

وقد أشارت نتائج الاختبار إلى أن قيمة(**P-value=0.5038**) وهو ما يعني قبول الفرض العدمي ورفض الفرض البديل أي أن الترجيح كان لصالح أسلوب (Random Effect) وبناءاً على ما سبق، يتبين أن أسلوب التحليل (Random Effect) أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة قياساً بأساليب التحليل الأخرى داخل نموذج (Panel Data). كما أن استخدام طريقة (Random Effect) تساهم في التحكم في المتغيرات المهملة التي تختلف وفقاً لبيانات الشركات، والفترة الزمنية موضوع الدراسة وبالتالي ومن خلال اختيار هذا النموذج كأنسب نموذج للحصول على أدق النتائج ،فإن متغيرات الدراسة تفسر حوالي 95% من تغيرات عوائد الأسهم .

[1] Hausman, J.(1978). Specification Test in Econometrics, Econometrica

4-3-5 نتائج تقدير معلمات النماذج الثلاثة:

سيتم تقدير معلمات النموذج المدروس باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. الجدول التالي يوضح نتائج التقدير للمعلمات عند استخدام النماذج الثلاثة .

نلاحظ بأن قيم معامل القطع تختلف من شركة إلى أخرى، حيث يمكن كتابة معادلة نموذج الانحدار التجميعي المقدرة، معادلة نموذج التأثيرات الثابتة المقدرة، ونموذج التأثيرات العشوائية المقدرة على الترتيب بالشكل الآتي:

$$\mathbf{yit} = \mathbf{Zi\alpha} + \boldsymbol{\beta}\,\mathbf{Xit} + \boldsymbol{\varepsilon}\mathbf{it} \qquad (1)$$

وبالتعويض نحصل على المعادلات التالية:

$$\boldsymbol{R} = \mathbf{5.329106\alpha} + \mathbf{1.064109ROE} - \mathbf{0.152052CR} - \mathbf{0.055766LA} + \boldsymbol{\varepsilon}\mathbf{it} \quad (2)$$

$$\boldsymbol{R} = \mathbf{5.102079}\boldsymbol{\alpha} + \mathbf{1.047724\,ROE} + \mathbf{0.007357CR} - \mathbf{0.185944LA} + \boldsymbol{\varepsilon}\mathbf{it} \quad (3)$$

$$\boldsymbol{R} = \mathbf{5.195770}\boldsymbol{\alpha} + \mathbf{1.048233\,ROE} - \mathbf{0.087275\,CR} - \mathbf{0.096077LA} + \boldsymbol{\varepsilon}\mathbf{it} \quad (4)$$

حيث أن:

y: تشير إلى المتغير التابع

i: تشير إلى عدد الشركات عينة الدراسة (i=1,2,....11)

t: تشير إلى عدد سنوات الدراسة.

Z: متغيرات غير مرئية تؤثر في عائد الأسهم وتختلف من شركة إلى أخرى غير العوامل المدرجة في النموذج.

α:تشير إلى ألفا وهي قيمة ثابتة عبر الشركات وعبر الزمن .

β: بيتا المعامل لكل متغير من المتغيرات المستقلة للدراسة، وهي الميل الحدي بمعنى إذا تغير المتغير x بمقدار 10%، سيتغير عائد السهم بمقدار β.

LA،CR،ROE : المتغيرات المستقلة، وهي (نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة المديونية) .

εit: الخطأ العشوائي (احتمالية حدوث خطأ في النموذج أو مقدار الخطأ).

جدول(13-4) معلمات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة

المتغيرات		نموذج الانحدار التجميعي pooled	نموذج التأثيرات الثابتة fixed	نموذج التأثيرات العشوائية random
Constant	Coefficient t-Statistic	5.329106 (33.99894)	5.102079 (31.30520)	5.195770 (30.80113)
نسبة العائد على حقوق الملكية ROE	Coefficient t-Statistic	1.064109 (25.83231)*	1.047724 (27.71742)*	1.048233 (28.68287)*
نسبة التداول CR	Coefficient t-Statistic	0.152052- (2.349140-)	0.007357 (0.067719)	0.087275- (1.098176-)
نسبة المديونية LA	Coefficient t-Statistic	0.055766- (0.587525-)	0.185944- (1.322187-)	0.096077- (0.915714-)
Observations		42	42	42
R-squared		0.950196	0.974340	0.958302
Adjusted R-squared		0.946264	0.963722	0.955010
P-value		0.000000	0.000000	0.000000

(* معنوية عند1%) (** معنوية عند5%) (***معنوية عند 10%)

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews

4-3-6 اختبار الفرضيات

يتبين من الجدول(13-4) أعلاه مايلي:

معدل العائد على حقوق الملكية: أظهرت النتائج المتعلقة بالعائد على حقوق الملكية نتائج متشابهة للاختبارات الثالثة(البسيط -ذو الأثر الثابت - ذو الأثر المتغير)، وهي تتمثل بوجود علاقة موجبة طردية وذات دلالة معنوية بين معدل عائد السهم والعائد على حقوق الملكية،عند مستوى دلالة 1% ،و5%، و10% حيث كانت قيمة (p-value=0) وهذا يعني أهمية العائد على حقوق الملكية في الشركة في تحديد عائد السهم ، وبالتالي يتبين صحة فرضية الدراسة القائلة بوجود علاقة معنوية وطردية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية وعائد السهم، وقد أكدت الدراسات السابقة على ذلك حيث أشارت دراسة (عبدالله، 1995) في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1987- 1991 إلى وجود علاقة معنوية وطردية بين معدل العائد على حقوق

الملكية وعائد السهم، وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه الدراسة الحالية في سوق دمشق حول العلاقة بين هذين المتغيرين، ولكنها مخالفة لدراسة (باشيخ، 2005) في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1999– 2003 التي أثبتت وجود علاقة عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم، وذلك عندما تغيرت الفترة الزمنية.

نسبة التداول : أظهرت النتائج فيما يتعلق بهذا المتغير وبالنسبة للاختبار البسيط (نموذج الانحدار التجميعي) أن العلاقة موجبة طردية معنوية ولكنها كانت موجبة غير معنوية بالنسبة لنموذج (الأثر الثابت) وعكسية غير معنوية بالنسبة للنموذج ذو الأثر المتغير وهو النموذج الأنسب للبيانات وبالتالي ستقبل الفرضية العدمية، ونرفض الفرضية البديلة. وهذا يعني أنه لا يوجد علاقة معنوية بين نسبة التداول والعائد على السهم ، وقد كانت هذه النتيجة مخالفة لبعض الدراسات السابقة، حيث أشارت دراسة (حشيش،2003) في بورصة عمان إلى وجود علاقة طردية معنوية بين هذين المتغيرين.

نسبة المديونية: تشير نتائج الاختبار لهذه الفرضية للاختبارات الثالثة (البسيط –ذو الأثر الثابت – ذو الأثر المتغير) أن العلاقة عكسية غير معنوية بين نسبة المديونية والعائد على السهم، ولذلك سنقبل الفرضية العدمية، ونرفض الفرضية البديلة، وبالتالي يتبين صحة فرضية الدراسة القائلة بعدم وجود علاقة طردية بين نسبة المديونية والعائد على الأسهم. وهذا يعني أنه لا يوجد علاقة معنوية بين نسبة المديونية وعائد السهم وقد وافقت هذه النتائج بعض الدراسات السابقة في ذلك ، حيث أشارت دراسة (Omran & Ragab 2004) في بورصة القاهرة إلى عدم وجود علاقة طردية بين نسبة المديونية والعائد على الأسهم.

معامل التحديد: نلاحظ بأن قيمة معامل التحديد تكون أكبر في حالة استخدام نموذج التأثيرات الثابتة مقارنة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي والعشوائية، وكذلك بأن معامل التحديد الخاص بنموذج التأثيرات العشوائية يكون أقل من نظيره في نموذج التأثيرات الثابتة، حيث بلغ قيمة معامل التحديد في النموذج الأول (95%) أما النموذج الثاني (97%) و(95%) ،للنموذج الثالث ولكن لا يمكن الاعتماد على معامل التحديد في اختيار نموذج البيانات الطولية الملائم لأية دراسة بسبب أن معامل التحديد يعتمد على مقاييس مختلفة في حسابه تختلف من نموذج لآخر.

أولاً: النتائج:

هدف الاختبار الإحصائي لفرضيات الدراسة إلى تحديد تأثير المتغيرات المستقلة: نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة التداول، نسبة المديونية كل على حده على عائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام أسلوب البيانات الزمنية المقطعية، (Cross-sectional variation) خلال الفترة الزمنية 2010-2014 حيث أن استخدام مفهوم نماذج البيانات الطولية أعطى دراسة شاملة عند استخدام البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في آن واحد، ،وبينت نتائج التحليل أن نموذج (random effect)هو الأكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة قياساً بأساليب التحليل الأخرى داخل نموذج (Panel Data).

نتائج العائد والمخاطرة للمحافظ الاستثمارية

1-بالنسبة لأثر استخدام نسبة العائد على حقوق الملكية في عائد المحافظ الاستثمارية توصل البحث إلى النتائج التالية :

أ- يتبن من المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظة المبينة على أساس القيم المرتفعة من نسبة العائد على حقوق الملكية أن المستثمر سيحصل على عائد إيجابي ومخاطرة أكبر من مخاطرة السوق إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة العائد على حقوق الملكية المرتفعة.

ب- يتبين من المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظة المبينة على أساس القيم المخفضة من نسبة العائد على حقوق الملكية أن المستثمر سيحصل على عائد سلبي أي خسائر، ومخاطرة أكبر من مخاطرة السوق إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة العائد على حقوق الملكية المنخفضة.

ت- يتبين وجود علاقة طردية مهمة بين نسبة العائد على حقوق الملكية وعائد أسهم المحفظة.

2- بالنسبة لأثر استخدام نسبة التداول في عائد المحافظ الاستثمارية توصل البحث إلى النتائج التالية :

أ- يتبين من المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظة المبنية على أساس القيم المرتفعة من نسبة التداول أن المستثمر سيحصل على عائد إيجابي ، ومخاطرة أكبر من مخاطرة السوق إذا قام ببناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة التداول المرتفعة.

ب- يتبين من المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظة المبينة على أساس القيم المنخفضة من نسبة التداول أن المستثمر سيحصل على عائد ايجابي أعلى من عائد المحافظ المرتفعة ومخاطرة أكبر إذا قام ببناء محفظته بناءاً على المعدلات المنخفضة من نسبة التداول .

ت- من النتائج السابقة يتبين وجود علاقة عكسية بين نسبة التداول وعائد أسهم المحفظة.

2-بالنسبة لأثر استخدام نسبة المديونية في عائد المحافظ الاستثمارية توصل البحث إلى النتائج التالية:

أ- يتبين من المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظة المبنية على أساس القيم المرتفعة من نسبة المديونية أن المستثمر سيحصل على عائد إيجابي ومخاطرة أكبر من مخاطرة السوق، عند بناء محفظته الاستثمارية بناءاً على معدلات نسبة المديونية المرتفعة.

ب- يتبين من المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظة المبينة على أساس القيم المنخفضة من نسبة المديونية أن المستثمر سيحصل على عائد إيجابي ولكنه أعلى من عائد المحفظة المرتفعة و بمخاطرة أقل إذا قام ببناء محفظته بناءاً على معدلات المنخفضة من نسبة المديونية، وتعتبر هذه النتيجة جيدة ومناسبة للاعتماد على هذه النسبة في تشكيل المحافظ التي تتضمن عائد عالي بمخاطرة منخفضة ، وقد يعود السبب أن الشركات الداخلة في المحفظة المنخفضة المكونة بالنسبة لنسبة المديونية التي تعبر عن قدرة حقوق الملكية عند الشركة لدفع ديونها، فزيادة هذه النسبة تعني زيادة القدرة على تسديد

الديون وعدم اعتماد الشركة على شراء أصولها من الديون وهذا ما يفسره أن القيم المنخفضة من نسبة المديونية أدت إلى زيادة العائد للأسهم في المحفظة.

ت- من النتائج السابقة يتبين وجود علاقة عكسية بين نسبة المديونية وعائد أسهم المحفظة .

نتائج اختبار الفرضيات

1- توصل البحث الى النتائج التالية

أ- بالنسبة للفرضية الأولى التي تختبر العلاقة بين نسبة العائد على حقوق الملكية والعائد السنوي للأسهم تبين وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد للسهم، يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة، وهذا يؤكد على أهمية ومعنوية نسبة العائد على حقوق الملكية في الشركة في تحديد عائد السهم .

ب- بالنسبة للفرضية الثانية التي تختبر العلاقة بين نسبة التداول والعائد السنوي للسهم تبين وجود علاقة عكسية ذو دلالة غير إحصائية أي غير معنوية بين نسبة التداول ومعدل العائد للسهم، حيث تم قبول الفرضية العدمية، ورفض الفرضية البديلة. وهذا يعني أن نسبة التداول لم يكن لها دور في تفسير تغيرات عوائد الأسهم في النموذج المختبر ، وقد كانت هذه النتيجة مخالفة لبعض الدراسات السابقة حيث أشارت دراسة (حشيش،2003) في بورصة عمان إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين هذين المتغيرين، وقد يعود السبب في ذلك إلى أن وجود نسبة عالية من السيولة السريعة المتداولة في البنك الذي يعتمد على مبدأ توظيف الأموال المودعة من خلال القروض قد يؤدي إلى ضعف في نسبة عائد الأسهم ، وبما أن سوق دمشق يغلب عليها القطاع المصرفي وكون الشركات المختبرة في عينة الدراسة معظمها من المصارف المدرجة في السوق .

ت- بالنسبة للفرضية الثالثة التي تختبر العلاقة بين نسبة المديونية والعائد السنوي للسهم تبين وجود علاقة عكسية ذو دلالة غير إحصائية بين نسبة المديونية ومعدل العائد للسهم، أي نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة.

2-كانت نتائج اختبار الفرضيات في النماذج الثالثة متشابهة ولكن القدرة التفسيرية لنموذج التأثيرات العشوائية والذي تم اختياره كأفضل نموذج للحصول على أدق النتائج كان 95 % ، حيث فسر وسطياً نسبة جيدة من تغيرات العوائد، وهذا يؤكد على أهمية النسب المالية المختارة في النموذج وهي بلا شك تأكيد لأهمية نسبة العائد على حقوق الملكية، فقد كان دورها معنوي وذات دلالة إحصائية مهماً بتفسير العوائد، وتأكيد لصوابية تبني نتائج تحليل الانحدار ذي الأثر المتغير رغم وجود نسبة تفسير أعلى في نموذج التأثرات الثابتة بسبب أن معامل التحديد يعتمد على مقاييس مختلفة في حسابه تختلف من نموذج لآخر كما أن نسبة التفسير للمتغيرات المدروسة عن طريق أسلوب(panal data) تأخذ بالحسبان الأمور والقضايا التي لا يمكن ملاحظاتها والمتعلقة بالحدث أو الزمن وذلك لأنها تمثل الزمن والحدث معاً.

3-يتبين من المقارنة بين نتائج اختبار كل من متغيرات الدراسة وبين عوائد الأسهم منفردة مع نتائج اختبار كل من متغيرات الدراسة وبين عائد المحافظ التي تم تكوينها أن هناك توافق في النتائج وتأكيد لأهمية النسب المالية المختبرة في الدراسة الحالية.

4- يتبين من نتائج البحث أن استخدام أسلوب(panal data) قد خفف أخطاء القياس إلى أدنى حد ولكن هناك العديد من النسب المالية التي تؤثر على معدل العائد للسهم و أن هذه النتيجة لا تعتبر مقياس ثابت فهي يمكن أن تتغير بتغير الفترة الزمنية وبتغير قيم النسب المالية للشركات المدرجة في العينة .

5-يتبين من قيمة Adjusted R-squared عند تحليل أثر النسب المالية في عوائد الأسهم أن هناك العديد من النسب المالية تؤثر على العوائد لم يتم إدراجها في النموذج الخاص بالدراسة، مما يفتح المجال للباحثين بالإضافة والبحث في هذا المجال .

ثانياً: التوصيات

بناءاً على النتائج التي توصل إليها هذا البحث، من حيث وجود أثر للنسب المالية المختبرة على عوائد الأسهم والدور المهم لهذه النسب في تشكيل المحافظ ، خلص هذا البحث إلى أهم التوصيات التي يمكن الاستفادة منها، وذلك على النحو التالي:

1- بالنسبة لإدارة السوق والجهات المشرفة على السوق المالية، يوصي البحث بعدد من النقاط للتأكيد على أهمية ودور استخدام النسب المالية لمعرفة تغيرات عوائد الأسهم وهي:

أ- التأكيد على أهمية النسب المالية ودورها الكبير في التنبؤ بتقلبات عوائد الأسهم وزيادة التوعية لدى المستثمرين باستخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

ب- زيادة التوعية لدى المستثمرين باستخدام بيانات النسب المالية الخاصة بالربحية والسيولة والمديونية كاملة ولكل الشركات وعدم التركيز فقط على نسب السوق .

ت- تفعيل كل الطرق التي من شأنها وصول بيانات النسب المالية للمستثمرين، والتأكيد على ضرورة نشرها في السوق بشكل شهري، وربعي، وسنوي بصورة مستمرة للاستفادة منها قدر الإمكان بالتحليلات والتوقعات.

2- بالنسبة لدور النسب المالية بتشكيل المحافظ الاستثمارية يوصي البحث:

أ- زيادة تفعيل فكرة تشكيل المحافظ الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين وضرورة تنويع أسهمها بين مختلف القطاعات الموجودة بالسوق .

ب-التأكيد على إمكانية الاستفادة من النسب المالية بتشكيل المحافظ الاستثمارية من خلال دورها الكبير وعلاقتها بعوائد الأسهم .

ت-التأكيد على أهمية معامل بيتا المتمثل بالمخاطر المنتظمة أو مخاطرة السهم بالنسبة لمخاطرة السوق في تشكيل واختيار المحفظة الاستثمارية الأنسب من خلال المقارنة بين عائدها ومخاطرها، والعمل على نشره في الموقع الالكتروني للسوق، كما في الأسواق العالمية ليكون مرجعاً عند أعداد الأبحاث والدراسات.

ث-زيادة الوعي لدى المستثمرين من خلال وسائل الأعلام بتخصيص برامج تثقيفية وتعليمية وخاصة بمجال المحافظ الاستثمارية وطرق تشكيلها ، لزيادة فكرة تداولها في سوق دمشق، كما في الأسواق العالمية .

3- بالنسبة للمستثمرين فينصحوا ببناء محافظهم الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة المقترحة، وبحسب رغبة المستثمر من ناحية الخطر والعائد كاختيار المحافظ المرتفعة القيم بالنسبة للعائد على حقوق الملكية التي تضمن عائد عالي وبمخاطرة عالية و اختيار المحفظة منخفضة القيم لنسبة التداول التي تعطي عائد جيد ومخاطرة عالية، واختيار المحفظة المنخفضة القيم لنسبة المديونية التي تضمن عائد جيد ومخاطرة مقبولة أقل من المحافظ الأخرى.

4- من الناحية الأكاديمية قد يكون من الضروري إجراء أبحاث أخرى على صلة بالموضوع للوصول إلى نتائج أوسع حول العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق دمشق وضرورة محاولة تطبيق أساليب أخرى لتكوين المحافظ الاستثمارية واختبار تأثيرها ، والتأكيد على أهمية اختيار نماذج البيانات الطويلة باعتبارها أسلوب مناسب للأسواق الناشئة حيث أن الفائدة الرئيسية من استخدام البيانات الطولية هي زيادة الدقة في التنبؤ من خلال ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية لذلك فيوصي البحث باعتماد هذه الطريقة وتطبيقها وضرورة إعادتها لفترات زمنية أطول في المستقبل .

المراجع

المراجع باللغة العربية:

1- أبو الرب، نور الدين، والظاهر مفيد (2005). أسباب تعثر التسهيلات في البنوك الفلسطينية. **مجلة جامعة النجاح**، المجلد 21، العدد الثاني، ص ص:512-528.

2- أبو الخير مدثر، طه(. 2007). ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة: **الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين**.

3- آل شبيب، دريد كامل. (2006). **مبادئ الإدارة المالية**، (ط.1)، الأردن، عمان: دار المناهج للنشر.

4- آل شبيب، دريد كامل. (2009). **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، الأردن: دار المناهج للنشر.

5- آل شبيب، دريد كامل. (2010). **إدارة المحافظ الاستثمارية**، (ط.1) ، عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

6- انجرو، إيمان. (2007). **التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض- المصرف السوري نموذجا**. مذكرة ماجستير، جامعة تشرين-سوريا.

7- أبو شعبان، بيان. (1992). نحو استخدام أفضل لأساليب التحليل المالي بالنسب، **مجلة المحاسب الفلسطيني**، غزة: مطابع الجراح.

8- باشيخ، عبد اللطيف بن محمد. (2005). العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم. **مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز:** الاقتصاد والإدارة، مجلد 19، العدد الثاني، ص: 171.

9- باكير، محمد مجد الدين. (2008). **محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها**، الأردن: شعاع للنشر والعلوم.

10- بن موسى، كمال. (2005). المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها)، **مجلة الباحث**، جامعة الجزائر، العدد الثالث.

11- بن زاوي، محمد.(2015). دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الإنفاق الاستثماري العام على البنى التحتية **.مجلة البحوث الاقتصادية والمالية،** جامعة الجزائر ،العدد الثالث.

12- التميمي، أرشد، وسلام، عزمي، أسامة. (2004). **الاستثمار بالأوراق المالية** عمان الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والإعلان.

13- تركي، إبراهيم. (1995). **تحليل التقارير المالية**، السعودية: مطابع جامعة الملك سعود، (ط.2).

14- الجميل سرمد كوكب. (2006). **إدارة المؤسسات المالية**، الموصل، العراق

15- الحطاب، سامي. (2007). **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**. قدم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي. (مؤتمر)

16- حنفي، عبد الغفار. (2007). **استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،** مصر، الإبراهيمية: الدار الجامعية.

17- الحناوي، محمد صالح. (2000). **. الإدارة المالية والتمويل**، مصر، الإسكندرية: الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع.

18- الحناوي، محمد صالح، إبراهيم سلطان، جلال العبد .(2002). **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

19- حميد العلي، سعيد. (2010). **الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)**، (ط.1)، الأردن، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

20- الحاج موسى, منصوري.(2008). **أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية (حالة سوق دبي المالي)** ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.

21- الدوري، مؤيد وزناد، نور الدين. (2003). **التحليل المالي باستخدام الحاسوب**، (ط.1)، عمان، الأردن: دار وائل للطباعة والنشر.

22- الداغر، محمود محمد. (2005). **الأسواق المالية (مؤسسات – أوراق** –بورصات)، (ط.1)، عمان، الأردن: دار الشروق للنشر.

23- الذهبي، خالد. (1997). **استراتيجيات التعامل بالأسهم وتطبيقاتها على الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي**، الأردن، عمان.

24- الركابي، السيد علي خلف. (2007). أهمية النسب المالية في تقويم الأداء، **مجلة الإدارة والاقتصاد**، العدد الثالث والستون.

25- ربابعة، عبد الرؤوف، حطاب، سامي .(2006). **التحليل المالي وتصميم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**. قدم إلى **هيئة الأوراق المالية والسلع**، الإمارات العربية المتحدة.

26- ربابعة،عبد الرؤوف،(2014) .**بناء المحافظ الاستثمارية وادارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطرة** ، مقدمة الى هيئة الاوراق المالية،الامارات العربية المتحدة.

27- الزرزري، عبد النافع وفرح، غازي. (2001). **الأسواق المالية**، (ط.1) ، عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

28- زياد ،رمضان و الخلاليه ،محمود .(2004).**التحليل والتخطيط المالي** ،جامعة القدس المفتوحة ،الطبعة 2.مجلد(1).

29- زياد ،رمضان و محفوظ، جودة، .(2003).**الاتجاهات المعاصرة في ادارة البنوك**، ط2 ، دار وائل للنشرو التوزيع، عمان .

30- زرمان، كريم. (2008). **التوقع بخطر قرض البنك باستخدام نموذج ذي متغيرات كمية، دراسة تطبيقية في وكالة القرض الشعبي الجزائري قسنطينة**، رسالة ماجستير، جامعة محمد، الجزائر.

31- الزبيدي، حمز ة.(2000). **التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل**، الأردن، عمان: مؤسسة الوراق.

32- سيف الدين، حامد، 2013، **فك رموز وأسرار معامل بيتا في سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة الاقتصادي "استرجعت في تاريخ 20-شباط-2014" من https://sy.aliqtisadi.com/

33- فؤاد التميمي، أرشد، أسامة، عزمي سلام. (2004). **الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

34- كراجة، عبد الحليم وآخرون. (2002). **الإدارة والتحليل المالي**، عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع، (ط.2).

35- الكحلوت، خالد محمود. (2005). **مدى اعتماد المصارف التجارية على التحليل في ترشيد القرار الائتماني-دراسة تطبيقية على المصارف العاملة في قطاع غزة**، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

36- لطفي، أمين. (2000). **مراجعة القوائم المالية باستخدام الإجراءات التحليلية واختبارات التفاصيل**، مصر، القاهرة.

37- مطر، محمد. (2003). **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، الأردن، عمان: دار وائل للطباعة والنشر، (ط.1).

38- مطر، محمد فايز، تيم. (2005). **إدارة المحافظ الاستثمارية**: دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن الشنباري، رامي هاشم. (2006). **التحليل المالي ودوره في صنع القرار الائتماني في مصارف التجارية العاملة في فلسطين**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة العالم الأمريكية، فلسطين.

39- الشريفات، خلدون إبراهيم. (2001). **إدارة وتحليل مالي**، الأردن، عمان: دار وائل للنشر.

40- الشماع، خليل. (1990). **مدى كفاية رأس المال وأثرها على الدول العربية**، لبنان، بيروت: اتحاد المصارف العربية.

41- الصياح، عبد الستار والعامري. (2006). **الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية**، الأردن، عمان: دار وائل للطباعة والنشر، (ط.2).

42- الصعيدي, جميل اسماعيل .(2011). **العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي, دراسة تطبيقية على سوق فلسطين للأوراق المالية** ,رسالة ماجستير ،جامعة الأزهر بغزة ،فلسطين.

43- صيام، وليد زكريا والخداش، حسام الدين.(2003). تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، **مجلة الاقتصاد والإدارة** ،المجلد17،العدد الأول.

44- الظاهر، مفيد وسامح العطعوط. (2010). أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد السوق. بحث مقبول للنشر ولم ينشر بعد، **مجلة جامعة القدس المفتوحة.**

45- العصار وآخرون. (2001). **الإدارة والتحليل المالي**، الأردن، عمان: دار البركة للنشر والتوزيع، (ط.1) .

46- عباس، علي. (2008). **الإدارة المالية في منظمات الأعمال**، الأردن، عمان: إثراء للنشر والتوزيع .

47- عبدالله , عبدالقادر ,العوامل .(1995). العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية, مجلة أبحاث اليرموك, مجلد(11) ,العدد الثاني.

48- العامري، محمد علي. (2008). **الإدارة المالية**، الأردن، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.

49- عقل، مفلح. (2006). **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، الأردن: دار أجنادين للنشر والتوزيع، (ط.2).

50- عائشة، خالد. (2010). **التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الأورق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر.

51- عبد الله، عبد القادر الصديق، بابكر. (2002). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، **مجلة الإدارة العامة.**

52- العامري، محمد علي. (2008). **الإدارة المالية**، الأردن، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع.

53- العلي، أحمد. (2012). العوامل المؤثرة في هامش سعر الفائدة، دراسة تطبيقية على بعض المصارف التجارية، **مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية**، مجلد 28، العدد الثاني.

54- العلي ،حميد سعيد.(2010) **الادارة المالية (الاسس العلمية والتطبيقية)**،الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع ،عمان الاردن.

55- مهدي، فاضل حسونة .(1989) .**اشتقاق وتصميم المحفظة المثلى للاستثمار في الأسهم السعودية**، كلية العلوم الإدارية، مركز البحوث، جامعة الملك سعود السعودية.

56- محمد، منير شاكر، إسماعيل، إسماعيل، عبد الناصر نور. (2000). **التحليل المالي –مدخل صناعة القرارات**،) ط.1) مطبعة الطليعة، عمان.

57- النجار، فريد. (2002). **القوائم المالية والتحليل المالي**، مصر، الإسكندرية، المكتبة المصرية.

58- المرسي، جمال الدين، واللحلح، احمد. (2006). الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات ،مصر، الإبراهيمية، الدار الجامعية .

59- نمر، محسن. (1997). **توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات**، الأردن، عمان ، دار المناهج للنشر والاعلان.

60- هندي, منير إبراهيم. (2003). **الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر** ،المكتب العربي الحديث ،الإسكندرية, مصر، مكتبة جامعة الأزهر- غزة.

المراجع باللغة الأجنبية:

1- Amihud, Y., & Mendelson, H., (1989). The effects of beta, bid-ask spread and size on stock return residual risk, **Journal of Finance.**

2- Brigham, E. & Ehrhardt. F & Michael.C., (2005). **Financial Management(Theory and Practice),** USA.

3- Bruce , j., (2000). **Equitiy management quantitative analysis for stock selection** ,Newyork.

4-Bacon, R.C,. (2004). **Practical Portfolio Performance and measurement and Attribution** , Englan.

5-Baltagi,B.H.(2001).**Econometric analysis of panal data**,second edition,wiley,new york.

6-Bhandari, L. (1988). **Debt/equity ratio and expected common stock return.**

7-Baillie, R. & Bollerslev, T., (1989). The Message in Daily Exchange Rates: **A Conditional Variance Tale. Journal of Business and Economic Statistics.**

8- Davis, J. (2001). **Explaining stock returns: A literature survey**

9- frank, j. & fabozzi ,M.,(2002). **The handbook of financial instrument.**

10-Fama , E. and French, K., (1992) , **The cross-section of expected stock returns**. England.

11- Feltham , G. & Ohlson, J., (1995). **Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities**.

12- Gitman, L.,(2003). **Principles of Managerial Finance.**

13-Gujarati,D.N,(2004).Basic Econometrics,fourth Edition,Tata mcgraw-Hill Edition.

14- Gup, B. E., (1983).**Principle of Financial Management**, England.

15- Gapenski, L. & Brigham, E.,(1994). **Financial Management** , (3rd ed.)USA.

16- Greene, W., H. (2012). **Econometrics Analysis**, 7th ed.,Pearson Education.

17- Hirt, S. Geoffrey, A. & Block, M. Stanley B.(1990) **Fundamentals of Investme**, NEW YORK:Bailey.

18- Harrington ,Malhotra, A. (2007). **Factors Affecting Share Prices**. Available at : http://ezinearticles.com/?Factors-Affecting-Share-Prices&id=741674

19- Harrington, Diana, R. (1993). **Corporate Financial Analysis**, USA: Boston , Homewood

20- Healy, p .(1985) . the Impact of bonus schemes on the selection of Accounting Principles, **journal of Accounting and Economics**

21- Hausman, J.(1978). Specification Test in Econometrics, Econometrica , Vol.46, pp.1251-1271.

22- Jacques Hamon.(2000). **bourse et gestion de portefeuille** ,2e édition , ED Economica ,paris.

23-Jarque, C. & Bera, A., (1980). Efficient tests for normality, homoscedasticity and serial independence of regression residuals. Economics Letters.

24- Kiyanoosh, M.& Mehrdad G.,(2015). The Relationship between Stock Portfolio Performance and Financial Ratios in the Tehran Stock Exchange , **Journal of Applied Environmenta and Biological Sciences .**

25- Lawrence ,j .gitman,k .(2003). **Principles of Managerial Finance.**

26-Louis, k.c.chan, Narasimhan, j. & josef, L., (1999). the profability of momentum strategies ,**financial analysts journal.**

27- Levy ,Haim and Sarant,Marshall.(1988). **Principles of Financial Management**.

28-Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Review of Economics and Statistics.**

29- Markowitz, H. (1952), Portfolio selection , **Journal of Finance.**

30- Markowitz, H. (1959). **Portfolio selection: Efficient diversification of investment**. New York: John Wiley & Sons

31- Malhotra, A. (2009). **Select the Right Strategy For Stock Trading.** Available at: http://ezinearticles.com/?Select-the-Right-Strategy-For-StockTrading&id=2754386.

32 - Michailidis , grigoris, Stavros ,tsopoglou, demetrios - papanastasiou. (2006) . Testing the Capital Asset Pricing Model (CAPM): The Case of the Emerging Greek Securities Market **International Research Journal of Finance and Economicst.**

33- Noel, A. & Veronique, L., (2003).**Portfolio theory and performance analysis** ,England.

34- Oskan, A., (2001). Determinants of capital structure & Adjustment to long run target: evidence from UK company. **Journal of business financial & accounting .**

35- Osteryoung , S.J., Newman. L.D. and Davies G.L.(1997). **small firm finance,** Harocourt Brase.

36- Omran, M. & Ragab, A. (2004). Linear vs. non-linear relationship between financial ratios and stock returns Empirical evidence on Egyptian firms, **Journal of Accounting and Finance.**

37-Applied Panel Data Analysis Using Eviews, **Journal of business financial & accounting .**

38-Peterson, D. (1975). Are financial ratios worth the effort?, Journal of Portfolio Management.

39- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J. (2002). Corporate **Finance**. (6th ed). Mcgraw Hill.

40- Rose, Peter, S. (2003). **Money and Capital Markets**. 8th ed. McGraw Hill.

39-Ross, S., (1976). The arbitrage of capital asset pricing. **Journal of Economic Theory .**

41- Rober, H.,(2004). **Investment management –portfolio diversification** (**risk ,and timing –fact and faction**) ,Newyork jersey.

42-Stark, A.W, (1997). **Linear Information Dynamics, Dividend Irrelevance, Corporate Valuation and the Clean Surplus Relationship**. Accounting and Business Research.

43- Sharpe, W. (1964). **Capital asset prices: A theory of market** equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance.**

44-Selvon, M. (2008). **How Liabilities Assets Ratio Determines Financial statue.**

45-Salameh, H., Twairesh, A., Al-Jafari, M. & Altaee, H., (2011). Are Arab Stock Exchanges Efficient at the Weak-Form Level? Evidence from Twelve Arab Stock Markets**. European Journal of Economics .**

46- zambatto, C.(2009)**. corinne zambotto Gestion financier , 8 edition dunop** , Paris.

المواقع الالكترونية:

1- http://www.dse.sy/index.php

2- /https://sy.aliqtisadi.com

3- /http://www.sciencedirect.com

4- / http://onlinelibrary.wiley.com

5- http://www.banquecentrale.gov.sy/main-ar.htm

الملاحق:

أسماء الشركات وعدد المشاهدات للعائد السنوي والنسب المالية في العينة

السنة	التسلسل	الشركة	رمز الشركة	عائد الأسهم	نسبة العائد على حقوق الملكية	نسبة التداول	نسبة المديونية
2010	1	بيمو	BBSF	17.97%	13.16%	1.05	95.58%
2011	1	بيمو	BBSF	15.58%	9.39%	1.10	90.72%
2012	1	بيمو	BBSF	0.84%	0.58%	1.09	91.58%
2013	1	بيمو	BBSF	39.45%	21.90%	1.08	92.29%
2014	1	بيمو	BBSF	46.31%	20.54%	1.09	91.82%
2010	2	العربي	ARBS	12.63%	11.05%	1.10	91.17%
2011	2	العربي	ARBS	10.03%	7.75%	1.19	84.08%
2012	2	العربي	ARBS	-0.88%	-0.75%	1.19	84.22%
2013	2	العربي	ARBS	22.07%	15.89%	1.194	83.74%
2014	2	العربي	ARBS	-1.68%	-1.22%	1.185	15.61%
2010	3	بيبلوس	BBS	5.78%	5.27%	9.70	89.69%
2011	3	بيبلوس	BBS	2.77%	2.58%	7.08	85.88%
2012	3	بيبلوس	BBS	-2.57%	-2.44%	6.74	85.16%
2013	3	بيبلوس	BBS	7.40%	6.53%	6.74	85.17%
2014	3	بيبلوس	BBS	17.98%	13.74%	6.80	85.29%
2010	4	سوريا والمهجر	BSO	19.74%	13.93%	18.01	94.45%

(تابع الجدول)							
السنة	التسلسل	الشركة	رمز الشركة	عائد الأسهم	نسبة العائد على حقوق الملكية	نسبة التداول	نسبة المديونية
2011	4	سوريا والمهجر	BSO	14.26%	10.10%	12.31	91.88%
2012	4	سوريا والمهجر	BSO	1.48%	1.06%	9.9	89.90%
2013	4	سوريا والمهجر	BSO	4.22%	2.93%	1.07	93.59%
2014	4	سوريا والمهجر	BSO	49.54%	25.23%	1.08	92.53%
2010	5	عودة	BASY	12.74%	9.93%	1.08	92.68%
2011	5	عودة	BASY	2%	1.64%	1.12	89.02%
2012	5	عودة	BASY	0.1%	0.08%	1.17	85.83%
2013	3	عودة	BASY	5.53%	4.35%	1.15	86.61%
2014	3	عودة	BASY	51.74%	29.12%	1.19	84.22%
2010	6	الدولي للتجارة	IBTF	18.31%	12.49%	1.10	90.65%
2011	6	الدولي للتجارة	IBTF	19.21%	12.89%	1.15	87.26%
2012	6	الدولي للتجارة	IBTF	12.60%	7.80%	1.17	85.16%
2013	6	الدولي للتجارة	IBTF	0.04%	0.03%	1.15	86.98%
2014	6	الدولي للتجارة	IBTF	0.09%	0.06%	1.14	87.73%
2010	7	الأهلية للنقل	AHT	21.58%	12.92%	1	15.84%
2011	7	الأهلية للنقل	AHT	-4.86%	-3.44%	0.31	27.48%
2012	7	الأهلية للنقل	AHT	-13.71%	-10.77%	0.37	26.52%
2013	7	الأهلية للنقل	AHT	16.36%	11.38%	1.57	10.03%
2014	7	الأهلية للنقل	AHT	24.33%	15.42%	3.01	12.00%
2010	8	المتحدة للنشر	UG	26.95%	19.38%	6	53.02%
2011	8	المتحدة للنشر	UG	-11.82%	-12.03%	0.41	62.90%
2012	8	المتحدة للنشر	UG	-36.25%	-58.40%	0.32	74.02%
2013	8	المتحدة للنشر	UG	-11.19%	-22.00%	3.06	76.89%
2014	8	المتحدة للنشر	UG	24.33%	15.42%	3.01	12.00%
2010	9	المتحدة للتأمين	UIC	88.59%	14.21%	1.24	56.60%
2011	9	المتحدة للتأمين	UIC	89.63%	13.83%	1.22	58.50%
2012	9	المتحدة للتأمين	UIC	61.68%	9.42%	0.89	63.51%
2013	9	المتحدة للتأمين	UIC	9.87%	7.54%	0.78	68.97%
2014	9	المتحدة للتأمين	UIC	10.41%	7.81%	0.88	75.55%
2010	10	الاهلية للزيوت	AVOC	6.67%	6.08%	16.7	96.43%

تابع الجدول							
السنة	التسلسل	الشركة	رمز الشركة	عائد الأسهم	نسبة العائد على حقوق الملكية	نسبة التداول	نسبة المديونية
2011	10	الاهلية للزيوت	AVOC	11.32%	9.84%	6.07	90.50%
2012	10	الاهلية للزيوت	AVOC	27.43%	20.71%	8.57	92.38%
2013	10	الاهلية للزيوت	AVOC	35.42%	23.17%	6.01	12.26%
2014	10	الاهلية للزيوت	AVOC	39.52%	23.79%	6.4	15.38%

المصدر :من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المستخرجة من موقع سوق دمشق للأورا ق المالية