



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم التمويل والمصارف

الأسواق المالية

أثر إدارة محفظة شركات الوساطة المالية على أدائها المالي
"دراسة تحليلية في سوق القاهرة للأوراق المالية"

رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير
في الأسواق المالية

إعداد الطالبة:

فيحاء عبدالرحمن الباشا

إشراف:

الأستاذ الدكتور مطيع أسعد الشلبي

أستاذ مساعد في قسم التمويل والمصارف

2024م



الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم التمويل والمصارف

استناداً إلى قرار مجلس البحث العلمي والدراسات العليا رقم / 3003 / تاريخ 1 / 4 / 2024 القاضي بتشكيل لجنة الحكم لمناقشة رسالة الماجستير في قسم التمويل والمصارف التي أعدها الطالبة فيحاء عبدالرحمن الباشا بعنوان أثر إدارة محفظة شركات الوساطة المالية على أدائها المالي (دراسة تحليلية في سوق القاهرة للأوراق المالية)، فإننا نحيطكم علماً أنه قد تم إجراء التعديلات المطلوبة، وتألّفت اللجنة من السادة الأساتذة:

اسم عضو اللجنة	التوقيع
د. علي كنعان (عضواً) الأستاذ في قسم التمويل والمصارف – جامعة دمشق	
د. مطيع الشلبي (عضواً مشرفاً) الأستاذ المساعد في قسم التمويل والمصارف – جامعة دمشق	
د. نوار هاشم (عضواً) الأستاذ المساعد في قسم التمويل والمصارف – جامعة دمشق	

وقد تمت المناقشة بتاريخ 20 / 5 / 2024.

بسم الله الرحمن الرحيم

"قل لو كان البحر مداداً لكلمات ربي لنفد البحر قبل أن تنفذ كلمات ربي ولو جئنا بمثله مدداً"

صدق الله العظيم

سورة الكهف 109

إقرار

أنا الموقعة أدناه فيحاء عبدالرحمن الباشا

أقر أن رسالتي المقدمة للحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية قسم التمويل والمصارف وتحمل عنوان:

"أثر إدارة محفظة شركات الوساطة المالية على أدائها المالي"

(دراسة تحليلية في سوق القاهرة للأوراق المالية)

هي من نتاج جهدي وعلمي وإنها غير مقتبسة أو منقولة من أي عمل علمي، كما أنها لم يسبق لها أن قبلت للحصول على أي درجة علمية من قبلي أو من قبل أي باحث آخر.

الباحثة

الشكر والتقدير

الحمد لله حمداً طيباً كثيراً مباركاً فيه كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه.

أتقدم بخالص الامتنان بالشكر الجزيل للمشرف السيد الأستاذ الدكتور مطيع أسعد الشلبي على ما بذله وعلى توجيهاته التي لولاها لما اكتملت ثمرة الجهد ولا تبلورت الفكرة لتصبح على ماهي عليه الآن.

كما اتقدم بالشكر للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة الحكم على جهدهم ووقتهم المبذول في الاطلاع على البحث.

كما أخص بالشكر السيد العميد والسادة أعضاء الهيئة التدريسية في قسم التمويل والمصارف وسائر الأقسام في كلية الاقتصاد-جامعة دمشق لجهودهم المبذولة التي رافقتني طيلة المشوار الدراسي والبحثي وكان لهم المهمة الكبرى لما أنا عليه اليوم.

لكم مني خالص الشكر والاحترام والتقدير

الإهداء

إلى حضرة النبي الكريم عليه أفضل الصلاة وأتم التسليم أهدي هذا الجهد.

إلى روح أمي الغالية التي رحلت بجسدها ولكن محبتها ودعواتها لا تزال تملأ حياتي. وإلى أبي العزيز الذي كان دائماً سندي وداعمي في كل خطوة. أهدي هذا البحث تقديراً وامتناناً لكل ما قدمتماه لي، وأدعو الله أن يجزيكما عني خير الجزاء.

إلى رفيق دربي زوجي الذي كان عوناً وسنداً لي وأغدق علي من معين خبرته ونصح لي طيلة مشواري الجامعة كباحثة أهدي هذا الجهد

(محمد)

إلى فلذة كبدي الذين زينوا لي حياتي أولادي أهدي هذا الجهد....

(شام - أسامة)

وإلى من تطيب برفقتهم الأيام إخوتي أهدي هذا الجهد.....

(فراس - محمد - أحمد - فاطمة)

إلى صديقاتي اللاتي جمعتني فيهن صداقة امتدت عمراً أرجو من الله أن يطول بصحبتنا وأن يكون عامراً بالمحبة والإخلاص.....

(ناهد - وئام - سمية - سامية)

وإلى خالتي التي كانت بمثابة أم وصديقة أهدي هذا الجهد.....

(فاطمة)

فهرس المحتويات

الموضوع	رقم الصفحة
قرار لجنة الحكم وتوقيعات لجنة المناقشة	ب
الآية الكريمة	ت
الإقرار	ث
الشكر والتقدير	ج
الإهداء	ح
فهرس المحتويات	خ
قائمة الجداول	ر
قائمة الأشكال	س
الملخص	ش
الفصل التمهيدي: الإطار العام للدراسة	1
أولاً: مقدمة	2
ثانياً: مشكلة الدراسة	2
ثالثاً: أهمية الدراسة	3
رابعاً: أهداف الدراسة	3
خامساً: فرضيات الدراسة	4
سادساً: منهجية الدراسة	4
سابعاً: متغيرات الدراسة	5

5	ثامناً: حدود الدراسة
5	تاسعاً: مصادر جمع البيانات
5	عاشراً: دراسات سابقة
11	أحد عشر: ما يميز هذه الدراسة
66-13	الفصل الأول: إدارة محفظة الأوراق المالية
13	المقدمة:
14	المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية
14	1-1- مفهوم المحفظة المالية وأهميتها وأهدافها
17	1-2- أنواع المحافظ المالية
20	1-3- نظرية المحفظة المالية
21	1-4- المحفظة المالية المثلى
26	المبحث الثاني: عائد وخطر المحفظة المالية وتنويعها
27	1-2- أنواع عوائد الاستثمار في الأوراق المالية
32	2-2- أنواع مخاطر الاستثمار ومصادرها
39	2-3- قياس عائد ومخاطرة المحفظة المالية
42	2-4- أسس تشكيل وتنويع أصول المحفظة المالية
47	المبحث الثالث: إدارة المحفظة المالية
47	1-3- تعريف وأسس إدارة المحفظة المالية
50	2-3- سياسات إدارة المحفظة المالية
51	3-3- التحليلات الأساسية لتكوين المحفظة المالية
58	3-4- استراتيجيات إدارة المحفظة المالية
98-68	الفصل الثاني: مؤشرات الأداء المالي
68	المبحث الأول: ماهية الأداء المالي
68	1-1- تعريف الأداء المالي وأهميته وأهدافه

71	2-1-مستويات تقويم الأداء المالي
71	المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي
71	2-1-نسب الربحية
75	2-2-نسب السيولة
77	2-3-نسب النشاط
79	2-4-نسب السوق
81	2-5-نسب المديونية أو الرفع المالي
83	المبحث الثالث: مؤشرات تقييم أداء محفظة الأوراق المالية
87	3-1-نموذج شارب
89	3-2-نموذج ترينور
91	3-3-نموذج جنسن
93	3-4-نموذج فاما
143-100	الفصل الثالث: الدراسة التحليلية
100	المبحث الأول: واقع شركات الوساطة المالية في بورصة القاهرة للأوراق المالية
100	1-1-نشأة بورصة القاهرة للأوراق المالية
101	1-2- ماهية شركات الوساطة المالية وأهميتها في بورصة القاهرة
102	1-3-أعمال الوساطة في بورصة القاهرة للأوراق المالية
107	1-4-أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة القاهرة للأوراق المالية
111	1-5-مجتمع وعينة الدراسة
112	المبحث الثاني: خطوات إجراء الدراسة والمعالجة الإحصائية المتبعة
128	المبحث الثالث: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج
143	النتائج
144	التوصيات
146	قائمة المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
117	الإحصاء الوصفي للمتغيرات	1
120	دراسة استقرار السلاسل الزمنية	2
122	دراسة الارتباط	3
128	دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع معدل العائد على الأصول وفق نموذج الانحدار التجميعي	4
129	دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع معدل العائد على الأصول وفق نموذج التأثيرات الثابتة	5
130	دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع معدل العائد على الأصول وفق نموذج التأثيرات العشوائية	6
131	المفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر شارب على معدل العائد على الأصول	7
131	المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية في دراسة أثر شارب على معدل العائد على الأصول	8
132	دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية وفق نموذج الانحدار التجميعي	9
133	دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية وفق نموذج التأثيرات الثابتة	10
134	دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية وفق نموذج التأثيرات العشوائية	11

12	المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر المتغير المستقل شارب على معدل العائد على حقوق الملكية	135
13	دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع معدل العائد على الأصول وفق نموذج الانحدار التجميعي	135
14	دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع معدل العائد على الأصول وفق نموذج التأثيرات الثابتة	136
15	دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على معدل العائد على الأصول وفق نموذج التأثيرات العشوائية	137
16	المفاضلة بين الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على معدل العائد على الأصول	138
17	المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية في دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على معدل العائد على الأصول	138
18	دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية وفق نموذج الانحدار التجميعي	139
19	دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع معدل العائد على حقوق الملكية وفق نموذج التأثيرات الثابتة	140
20	دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على معدل العائد على حقوق الملكية وفق نموذج التأثيرات العشوائية	141
21	المفاضلة بين الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على معدل العائد على حقوق الملكية	142

قائمة الأشكال

الرقم	اسم الشكل	رقم الصفحة
1	منحنى مجموعة المحافظ الممكن تشكيلها من مجموعة الأوراق المالية	23
2	منحنيات السواء لثلاث مستثمرين مختلفين	24
3	خرائط السواء للمبادلة بين العائد والمخاطرة	25
4	المماس لمنحنى المحافظ المثلى	25
5	تصنيف أداء مدير المحافظ	85
6	التمثيل البياني لمؤشر شارب	88
7	قياس الأداء بطريقة ترينور	91
8	طريقة جنسن في قياس أداء المحفظة المالية	92
9	تمثيل خاص بحالة معامل ألفا وجونسون سالب بالنسبة ل MARKET TIMING	98
10	سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات مؤشر شارب	118
11	سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات مؤشر ترينور	118
12	سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات معدل العائد على الأصول	119
13	سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات معدل العائد على حقوق الملكية	119

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر أداء المحفظة المالية الخاصة بشركات الوساطة المالية على أدائها المالي في بورصة القاهرة للأوراق المالية. وقد أجريت الدراسة على 10 شركات وساطة مالية مدرجة في بورصة القاهرة للأوراق المالية للفترة (2018-2021). حيث قامت الباحثة باحتساب مؤشر شارب ومؤشر ترينور كمتغيرات مستقلة، ومعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية كمتغيرات تابعة. وقد تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي باستخدام برنامج E-views للقيام بعمليات التحليل الإحصائي للبيانات المالية المستخلصة من التقارير المالية الربعية لشركات الوساطة المالية المدرجة في بورصة القاهرة للأوراق المالية، وتم الاعتماد على دراسة نماذج ال panel Data (نموذج الانحدار التجميعي - نموذج التأثيرات الثابتة - نموذج التأثيرات العشوائية) لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة .

وقد كانت أهم نتائج الدراسة وجود أثر معنوي لمؤشر ترينور على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى وجود أثر معنوي لمؤشر شارب على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

الفصل التمهيدي

الإطار العام للدراسة

- أولاً: مقدمة
- ثانياً: مشكلة الدراسة
- ثالثاً: أهمية الدراسة
- رابعاً: أهداف الدراسة
- خامساً: فرضيات الدراسة
- سادساً: منهجية الدراسة
- سابعاً: متغيرات الدراسة
- ثامناً: حدود الدراسة
- تاسعاً: مصادر جمع البيانات
- عاشراً: دراسات سابقة
- أحد عشر: ما يميز هذه الدراسة

أولاً - المقدمة:

يحتل الاستثمار مكاناً رئيسياً في مختلف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء من أجل رفع معدلات تنميتها الاقتصادية وتحقيق استقرارها الاقتصادي والعمل على إشباع احتياجاتها الأساسية وتنمية ثرواتها الوطنية. ولقد شهدت الأسواق المالية تطورات كبيرة ومتسارعة في السنوات الأخيرة وبدأ الاستثمار المالي يأخذ عمقاً نظرياً وتطبيقياً.

كانت الاتجاهات السائدة قبل ظهور نظرية المحفظة فيما يخص الاستثمار المالي تميل نحو الاختيارات المفردة للأوراق المالية، إلا أنه فيما بعد ظهرت المحفظة المالية، والتي أحدثت طفرة نوعية في مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية. وتلقت مؤخرًا اهتمام العديد من الباحثين. ويعود الفضل في بناء نظرية المحفظة لـ " هاري ماركويتز " عام (1952) إذ شكلت أعماله الأساس الأول الذي مهد فيما بعد لظهور نماذج أخرى، كما أظهر العلاقة بين مردودية الأصل المالي ومستوى مخاطرته. حيث يكمن الهدف من تكوين المحفظة في تحقيق أقل مستوى من المخاطرة عند مستوى مقبول من العوائد. ولعل أبسط طريقة لتدنية هذه المخاطرة هي تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد فالاستثمار يجب أن يكون موزعاً بين مجموعة من الأصول، ولا يركز على أصل واحد.

ثانياً – مشكلة البحث:

ترتبط إدارة المحافظ المالية بإدارة عمليات الاستثمار المبنية على تحديد وتحليل أنواع الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها وتنظيم تواريخ استحقاقها ومتابعة وتقييم أدائها في السوق المالي، واستغلالها في التأثير على اتخاذ القرارات للوصول إلى النتائج المرجوة، وهو ما قد يؤدي بدوره إلى التأثير بشكل مباشر على الأداء المالي للشركات.

ومما تقدم يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر أداء محفظة عينة من شركات الوساطة المالية على أدائها المالي في سوق القاهرة للأوراق المالية؟

ويتفرع منه الأسئلة التالية:

- ما هو أثر مؤشر شارب على معدل العائد على الأصول لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية؟
- ما هو أثر مؤشر شارب على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية؟

- ما هو أثر مؤشر ترينور على معدل العائد على الأصول لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية؟
- ما هو أثر مؤشر ترينور على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية؟

ثالثاً - أهمية البحث:

الأهمية العلمية:

يستمد هذا البحث أهميته من أهمية شركات الوساطة المالية كونها تعتبر دعامة رئيسية يرتكز عليها السوق المالي الذي يساهم في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية، فهي تلعب دور مهم في تنفيذ أوامر البيع والشراء وتوفير المعلومات عن الشركات وتقديم النصح والمشورة للمستثمرين، وبذلك تنعكس سلامة وحسن أداء هذه المؤسسات على سلامة وحسن أداء السوق المالي بشكل عام.

كما تستمد هذه الدراسة أهميتها من كون المحفظة المالية أحد أهم موضوعات الاستثمار والتمويل، علاوة على دورها واسهامها في رفع معدلات التنمية الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي ورفع الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد استغلالاً أفضل وزيادة الطاقة الإنتاجية.

الأهمية العملية:

تنبع أهمية هذا البحث من أهمية معرفة أثر تقييم أداء المحافظ المالية الخاصة بشركات الوساطة المالية في بورصة القاهرة للأوراق المالية على الأداء المالي لهذه الشركات كون هذه المحافظ تقوم على تجميع الأدوات المالية التي تقلل من مخاطر الاستثمار في ظل أسواق مالية تتسم بالتقلب المستمر مما يتطلب استخدام الأساليب العلمية في اتخاذ قرارات الاستثمار.

رابعاً - أهداف البحث:

نظراً للأهمية البالغة لهذا الموضوع يسعى هذا البحث إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها:

- التعرف على ماهية المحفظة الاستثمارية.
- التعرف على أهم استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية.
- تسليط الضوء على مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.
- التعرف على مؤشرات تقييم الأداء المالي لشركات الوساطة المالية.
- معرفة أثر أداء محفظة شركات الوساطة المالية على أدائها المالي.

خامساً - فرضيات البحث:

يقوم البحث على الفرضية الرئيسية التالية:

لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لأداء محافظ عينة من شركات الوساطة المالية على أدائها المالي في سوق القاهرة للأوراق المالية خلال الفترة (2018 - 2021).

ومنه تتفرع الفرضيات التالية:

- لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمؤشر شارب على معدل العائد على الأصول لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية خلال الفترة (2018 - 2021).
- لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمؤشر شارب على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية خلال الفترة (2018 - 2021).
- لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمؤشر ترينور على معدل العائد على الأصول لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية خلال الفترة (2018 - 2021).
- لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لمؤشر ترينور على معدل العائد على حقوق الملكية لعينة من شركات الوساطة المالية في سوق القاهرة للأوراق المالية خلال الفترة (2018 - 2021).

سادساً - منهج البحث:

انسجماً مع أهداف وفرضيات البحث سوف تتبع الباحثة المنهج الوصفي التحليلي كونه المنهج الأكثر ملاءمة للظاهرة محل الدراسة، وذلك باتباع أسلوبين:

حيث يتمثل الأسلوب الأول بالاعتماد على الأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة بشكل مباشر أو غير مباشر وكذلك الكتب والنشرات لتغطية الجانب النظري، بالإضافة إلى الاعتماد على التقارير السنوية لشركات الوساطة المالية والصادرة عن بورصة القاهرة للأوراق المالية.

أما الأسلوب الثاني فهو أسلوب التحليل الإحصائي القياسي الكمي حيث سيتم تجميع البيانات الخاصة بمجتمع الدراسة خلال فترة الدراسة، ولغايات التحليل الإحصائي سيتم التركيز على معالجة البيانات والمعلومات: حيث سيتم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي (EViews) في معالجة البيانات المنشورة بالاعتماد على القوائم المالية، وسوف نعمل على دراسة نماذج ال Panel Data (نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية) وذلك لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة.

سابعاً -متغيرات البحث:**المتغيرات المستقلة:**

- أداء المحفظة الاستثمارية (مؤشر شارب – مؤشر ترينور).

المتغيرات التابعة:

- معدل العائد على الأصول (ROA).
- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

ثامناً- حدود الدراسة:

- **الحدود المكانية:** تتم هذه الدراسة على عينة من شركات الوساطة المالية المدرجة في بورصة القاهرة للأوراق المالية وعددها 10 شركات وساطة مالية.
- **الحدود الزمنية:** وتتضمن الفترة ما بين (2018، 2021).

تاسعاً -مصادر جمع البيانات:

سوف يتم الاعتماد في هذه الدراسة على المصادر الأولية والمتمثلة في جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من التقارير والنشرات الإحصائية، في حين تمثلت المصادر الثانوية بالمراجع والكتب والدوريات والأبحاث والرسائل العلمية ومواقع الإنترنت التي لها صلة بموضوع الدراسة، بالإضافة إلى البيانات من واقع عمل شركات الوساطة المالية محل الدراسة التي سيتم إجراء التحليل الإحصائي المناسب عليها، وذلك بهدف إيضاح العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة.

عاشراً: الدراسات السابقة:**الدراسات العربية:**

أولاً: دراسة الحمودني (2001)، بعنوان:

"تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي "

ركز البحث على تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة وفقاً للمؤشرات شارب ، ترينور وجنسن ، وقد غطى البحث فترة 2009، والغرض من اختبار فرضية البحث تم اختيار 116 شركة مساهمة كعينة يتم تداول أسهمها في سوق عمان المالي بواقع 13 شركة تمثل البنوك و 10 شركات تمثل قطاع التأمين و 57 شركة تمثل قطاع الخدمات ومثلت 36 شركة قطاع الصناعي ، وكشف البحث عن أن معظم أسباب التقلبات في أسعار أسهم الشركات

ناتجة عن عوامل أخرى تؤثر في السوق وأن العوامل التي تخص الشركات ترتبط بالسوق بشكل ضعيف في القطاعات الاربعة، فضلا عن ذلك فإن انخفاض معدلات العوائد الشهرية قد انعكس على محفظة السوق وظهرت بقيمة سالبة ولم تعزز الشركات العوائد المتحققة بعوائد إضافية لا نظامية تغطي انخفاض عوائد السوق.

ثانياً: دراسة العمري (2006)، بعنوان:

أثر كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية الاردنية على موقفها التنافسي"
هدفت الدراسة الى اختيار طبيعة العلاقة التي تربط بين كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية الاردنية وبين عناصر التنافسية في تلك البنوك وهي الحصة السوقية من القروض والحصة السوقية من الودائع والسيولة ونمو حقوق الملكية وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة من البنوك التجارية الاردنية المتداولة اسهمها في سوق عمان للأوراق المالية وهي البنك العربي ، بنك الاردن ، بنك القاهرة عمان ، البنك الاردني الكويتي ، والبنك الاهلي الاردني ، وذلك خلال الفترة من عام 1989 وحتى 2002.

وقد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات على مستوى كل بنك على حدى باستخدام السلسلة الزمنية.

وقد توصلت الدراسة الى ان الادارة الكفوة لمحافظ الاستثمار في البنوك التجارية الاردنية قد اسهمت وبنسب متفاوتة في تعزيز الحصة السوقية من الودائع لتلك البنوك وخصوصا البنك العربي وبنك القاهرة عمان ، ومن جهة اخرى فقد أسهمت هذه الادارة الكفوة في تعزيز الحصة السوقية من القروض وخصوصا في البنك الاهلي والبنك العربي ، وكان للإدارة الكفوة لمحافظ الاستثمار الاثر في تعزيز سيولة البنوك التجارية الاردنية كما هو الحال بالنسبة لبنك القاهرة عمان والبنك الاهلي ، وأسهمت الادارة الكفوة لمحافظ الاستثمار كذلك في نمو حقوق الملكية في غالبية البنوك التجارية الاردنية كما هو الحال بالنسبة للبنك الاهلي والعربي والاردني الكويتي في حين أنه لم يكن لها أي أثر في بنك الاردن.

ثالثاً: دراسة (الدحيات، 2008)، بعنوان:

"قياس أداء شركات الوساطة المالية الأردنية باستخدام المؤشرات المالية وغير المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى تطوير نموذج يتكون من مجموعة من المؤشرات المالية وغير المالية القادرة على تقييم أداء شركات الوساطة المالية بشكل شمولي، كذلك هدفت إلى التوصل إلى معادلة

رياضية تتضمن مجموعة من النسب المالية القادرة على التمييز بين شركات الوساطة المالية الأكثر نجاحاً مالياً وتلك الأقل نجاحاً مالياً.

اعتمدت الدراسة على الإستبانة وتحليل القوائم المالية لعينة من شركات الوساطة المالية في الأردن باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS والتحليل التمييزي وذلك خلال عام 2008.

توصلت الدراسة إلى تطوير نموذج لقياس الأداء يتكون من مؤشرات مالية وغير مالية بحيث تكونت المؤشرات المالية من أهم نسب الربحية والسيولة والنشاط وهيكل رأس المال، في حين احتوت المؤشرات غير المالية على مؤشرات العملاء وكفاءة العمليات الداخلية والتعلم والنمو والالتزام بالتشريعات وبخدمة المجتمع ويندرج تحت هذه المؤشرات مقاييس خاصة بها، كما تم التوصل إلى معادلة رياضية للتمييز بين شركات الوساطة المالية الأكثر نجاحاً وتلك الأقل نجاحاً مالياً تتكون من مجموعة من النسب المالية: نسبة العائد على الموجودات ونسبة صافي الربح على إجمالي الذمم المدينة ونسبة رأس المال إلى صافي الربح ونسبة رأس المال إلى حقوق الملكية ونسبة إجمالي الذمم إلى حقوق الملكية. وتم التوصل إلى أن شركات الوساطة المالية تتبنى تطبيق المقاييس المالية بشكل أكبر من باقي المقاييس، يليها المقاييس المتعلقة بمؤشر كفاءة العمليات الداخلية، والمقاييس المتعلقة بمؤشر تعلم ونمو الشركة والمقاييس المتعلقة بمؤشر العملاء، والمقاييس المتعلقة بمؤشر الالتزام بالتشريعات وبخدمة المجتمع على التوالي.

رابعاً: دراسة (محمد، 2010) بعنوان:

"دور شركات الوساطة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور شركات الوساطة المالية في تفعيل نشاط الأسواق المالية عن طريق جذب مدخرات الأفراد وتشجيع الاستثمار، وتوضيح المعوقات التي تعترض عمل هذه الشركات وتقديم المقترحات، حاول البحث الإجابة على الأسئلة الآتية:

- هل ساهمت شركات الوساطة المالية في تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية في

الفترة 2004-2008؟

- ماهي أسباب ازدياد شركات الوساطة المالية رغم انخفاض العائد؟

- ماهي المشاكل والمعوقات التي تعترض شركات الوساطة المالية؟

اعتمدت الدراسة علي المنهج الوصفي والإحصائي لتحليل البيانات التي تم الحصول عليها من المصادر الثانوية والتمثلة في المراجع والتقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية، والتقارير السنوية لشركتي المهاجر وبنك الاستثمار المالي.

أهم النتائج التي توصل إليها البحث: لم تسهم شركات الوساطة المالية مساهمة فاعلة في جذب المدخرات ثم تفعيل نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية، ويعزى ذلك إلى ضعف أداء معظم قطاعات السوق وقلة عدد الشركات المدرجة بالسوق 55 شركة.

خامساً: دراسة (عبد الرحمن، 2012)، بعنوان:

"دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الذي يقوم به الوسطاء الماليون في تنشيط السوق في بورصة تونس خلال الفترة (2002 - 2010)، وقد اعتمد الباحث على المنهجين الوصفي والتحليلي كركيزتين أساسيتين في هذا البحث. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن نشاط البورصة التونسية في تزايد مستمر وعدد شركات الوساطة بقي يتراوح ما بين 23-24 شركة على مدى العشرية الأخيرة، وأوصت الدراسة بضرورة التعاون مع الجهات الأكاديمية والاقتصادية والمصرفية من أجل رفع الوعي الاستثماري لدى الأفراد.

سادساً: دراسة برادعي (2013) بعنوان:

"تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حالياً في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة "

جاءت هذه الدراسة للكشف عن مدى مهارة مديري هذه المحافظ الاستثمارية والقاء الضوء على أنواع المقاييس والمؤشرات المستخدمة في قياسها ، حيث هدفت هذه الدراسة الى تقييم أداء مدراء المحافظ الاستثمارية وفقاً لمؤشرات شارب وترينور وجنسن وفاما، وهل تمثل تقييماً فعلياً لأداء مدراء المحافظ وبيان الفروق الجوهرية فيما بين هذه المؤشرات ، وقد توصل البحث الى عدة استنتاجات أهمها أن أكثر العوامل تأثيراً على أداء المحفظة الاستثمارية هو التنوع بعد تحديد المستثمر للمخاطر التي يستطيع تحملها والعوائد المنشودة في ظل الاهداف التي تسعى لتحقيقها، يليه أهمية العامل المتمثل بأن على مدير المحفظة أن يكون مؤهلاً ولو بدرجة مقبولة للوقوف على تأثيرات التطورات المالية والاقتصادية المحيطة بالمحفظة الاستثمارية سواء كانت محلية أم اقليمية

أم عالمية، كما توصل البحث الى أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام العائد والمخاطرة كل على حدة، كما أظهرت نتائج التحليل أن هناك تبايناً في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً للمؤشرات المعتمدة وذلك بسبب تركيز كل مؤشر على جانب معين من المخاطرة.

سابعاً: دراسة (نادر، 2016)، بعنوان:

"تقييم شركات الوساطة والخدمات المالية في سوق دمشق للأوراق المالية"

هدفت الدراسة إلى تقييم كفاءة أداء شركات الوساطة والخدمات المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية من وجهة نظر المستثمرين في السوق، شملت عينة الدراسة 150 مستثمر، واستخدمت الاستبانة لاستقصاء آراء المستثمرين حول شركات الوساطة العاملة في السوق، والدور الذي تقوم به خلال الفترة من كانون الأول وحتى نهاية شهر نيسان من عام 2015، حيث تم تحليل الإجابات باستخدام برنامج SPSS.

خلصت الدراسة إلى أنّ شركات الوساطة والخدمات المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية تقوم بعملها بكفاءة عالية من وجهة نظر المستثمرين محل الدراسة. ولديها كوادرات جيدة، وتمتلك القدرة الكافية لإجراء عمليات التحليل الأساسي والفني. كما تساهم في تجميع مدخرات المستثمرين إضافة إلى نشر الوعي الاستثماري، وتؤثر في أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق بصورة كبيرة، إضافة إلى إن وجود هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية والضوابط والقوانين الموجودة يساهم إلى حد كبير في ضبط عمل شركات الوساطة العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الدراسات الأجنبية:

أولاً: دراسة (Kolbadi and ahmadinia ، 2011)، بعنوان:

"Examining sharp, sortino, and sterling ratios in portfolio management, Evidence from Tehran stock exchange"

"تحليل نسب شارب وسورتينو وستيرلنج في إدارة المحافظ للشركات المدرجة في بورصة طهران"

هدفت الدراسة إلى التعرف على دور كل من نموذج sharp ونموذج sortino ونموذج sterling في إدارة المحافظ الاستثمارية للشركات المدرجة في البورصة الإيرانية خلال فترة

الدراسة (2010-2005) واستخدمت الدراسة البيانات الشهرية لعينة مكونة من 90 شركة، حيث تم بناء 18 محفظة استثمارية وفقا لكل نسبة بواقع 5 شركات في كل محفظة، وذلك بعد ترتيب الشركات وفقا لكل نسبة، وتم استخدام اختبار "T" واختبار تحليل التباين، حيث توصلت الدراسة الى عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (1%) بين متوسط عائدات المحافظ الاستثمارية المعدة بواسطة نموذج sortino والمعدة بواسطة نموذج sterling من جهة وبين متوسط عائد محفظة السوق من جهة أخرى، ووجود فروق ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (1%) بين متوسط عائدات المحافظ الاستثمارية المعدة بواسطة نموذج sharp ومتوسط عائد محفظة السوق لصالح محفظة السوق، كما توصلت الدراسة الى وجود فروق ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة (5%) بين متوسط عائد محفظة sharp من جهة وبين متوسط عائد محفظة نموذج sortino ونموذج sterling من جهة أخرى لصالح نسبة نموذج sortino ونسبة نموذج sterling وأوصت الدراسة بضرورة التعرف على دور نسب أخرى مثل نسبة omega في إدارة المحافظ الاستثمارية للشركات.

ثانياً: دراسة (Rachmat, and Nugroho, 2013)، بعنوان:

"Portfolio Determination and Markowitz Efficient Frontier in Five Indonesian Industrial Sector".

"بناء المحفظة الاستثمارية باستخدام نظرية ماركويتز الفعالة بالتطبيق على خمسة قطاعات صناعية في إندونيسيا"

هدفت الدراسة إلى بناء محفظة مثلى وفعالة من الشركات المدرجة ببورصة إندونيسيا خلال الفترة (2011 - 2012)، حيث قامت الدراسة بتكوين (3) محافظ الأولى تحتوي على أكبر (5) شركات من حيث العائدات السوقية والمحفظة الثانية تشمل على أقل من (5) شركات من

حيث المخاطرة الكلية، والثالثة تحتوي على أفضل (5) شركات من حيث العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ونسبة الربحية، ثم قامت الدراسة بتقييم أداء تلك المحافظ من خلال نماذج (Sharp, Treynor, Jensen)، وتوصلت الدراسة إلى أن المحفظة الأولى أدائها أفضل من محفظة السوق والمحافظ الأخرى وفقا لنموذجي (Sharp & Jensen)، والمحفظة الثالثة هي

الأفضل وفقاً لنموذج (Treyner)، وأوصت الدراسة المستثمرين في إندونيسيا بضرورة الاعتماد على عائدات الأسهم السوقية عند اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بتركيزها على سوق بورصة القاهرة للأوراق المالية، حيث تستكشف تأثير مؤشري شارب وترينور على المتغيرات المالية التابعة مثل معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية لعينة من شركات الوساطة المالية باستخدام نماذج البانل داتا، مما يعزز دقة التحليل مقارنة بالدراسات التي تعتمد على تقنيات أبسط أو تركز على مؤشرات واحدة فقط. وهي منهجية تحليلية متقدمة تتيح فهماً أفضل لتأثير العوامل المختلفة على الأداء المالي لشركات الوساطة المالية عبر الزمن وبين الشركات المختلفة. بذلك تسهم الدراسة في إثراء الأدب المالي المصري من خلال تقديم رؤى معمقة وقابلة للتطبيق لصناع القرار والمستثمرين في السوق المحلي.

الفصل الأول: إدارة المحفظة المالية

المبحث الأول: ماهية المحفظة المالية

أولاً: مفهوم المحفظة المالية وأهميتها وأهدافها

ثانياً: أنواع المحافظ المالية

ثالثاً: نظرية المحفظة المالية

رابعاً: المحفظة المالية المثلى

المبحث الثاني: عائد وخطر المحفظة المالية وتنويعها

أولاً: أنواع عوائد الاستثمار

ثانياً: أنواع مخاطر الاستثمار ومصادرها

ثالثاً: قياس عائد ومخاطرة المحفظة المالية

رابعاً: أسس تشكيل وتنويع أصول المحفظة المالية

المبحث الثالث: إدارة المحفظة المالية

أولاً: تعريف وأسس إدارة المحفظة المالية

ثانياً: سياسات إدارة المحفظة المالية

ثالثاً: التحليلات الأساسية لتكوين المحفظة المالية

رابعاً: استراتيجيات إدارة المحفظة المالية

مقدمة:

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق " العائد " وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة. ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنويع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها. فالاستثمار يجب أن يكون موزعاً بين مجموعة أصول ولا يتركز في أصل واحد، ويساعد التنويع إلى حد كبير في تقليص حجم الخطر إلى مستويات مقبولة، لذا فإن على المستثمر أن يقوم بإدارة المحفظة الاستثمارية بشكل جيد، واتخاذ القرار الاستثماري وفق خطوات محددة ومدروسة بعناية.

تعريف المحفظة الاستثمارية: هي مجموعة من الأصول والاستثمارات المجمعة في كيان استثماري واحد مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها بهدف تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد¹.

وهي أيضاً تعني أن هناك تنسيقاً بين عدد من الأصول الاستثمارية ذات القيمة، والتي إن نمت نجحت المحفظة وإن فشلت تآكلت المحفظة وخسرت، ويترتب على العناصر المكونة للمحفظة أن تتكامل وظائفها ومكوناتها ولكن تعمل كوحدة متكاملة ومتناغمة (محفظة استثمارية متنوعة الأصول)².

كما تعرف بأنها: أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة (portfolio manager)، وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها كما قد يكون مأجوراً، وحينئذٍ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفق شروط العقد المبرم بينه وبين المالك، وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنويع أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها

¹ الصيرفي، محمد. (2007). **البورصات**. دار الفكر الجامعي. ص: 209.

² شاكر، محمد، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي.

حقيقية (Real Assets)، مثل الذهب والعقار، ويمكن أن تكون جميع أصولها مالية (Financial Assets)، مثل السندات، أذونات الخزينة والقروض...³

لكن في أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط⁴.

أما **المحفظة المالية**: فهي تعرف على " أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجاً متجانساً من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك....) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها"⁵.

كما تعرف "بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال"⁶.

وتعرف أيضاً بأنها: عبارة عن تلك التشكيلة من عدة أوراق مالية كالأسهم والسندات مختلفة النوع ومختلفة من حيث تواريخ الاستحقاق، يحتفظ بها المستثمر، ويقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسيين وهما العائد المترتب على الاستثمار وإمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حال احتاج إليها المستثمر⁷.

وترى الباحثة أن محفظة الأوراق المالية: هي مجموعة من الأدوات المالية كالأسهم والسندات والقبولات والأذونات) تختلف في قيمتها وعائدها، ومدة استحقاقها، حيث تندرج هذه الأدوات تحت إدارة واحدة تضمن اختيار الأدوات المالية بدقة فائقة بغرض تنمية قيمتها السوقية بالاعتماد على خاصية التنويع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنية خطرها أي تحسين العلاقة (عائد-خطر).

والمحفظة المالية هي المحفظة التي يتناولها هذا البحث.

³ محمد، مطر، وفايز، تيم. (2005). إدارة المحفظة الاستثمارية. ط: 1، عمان: الأردن. دار وائل. ص: 179.

⁴ شاكر، محمد، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها، هيئة الأوراق المالية والسلع، دولة الإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي.

⁵ الخضير، محسن أحمد. (1999). كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة. مصر الجديدة. اينزاك للنشر والتوزيع. ص: 65.

⁶ الحناوي، محمد صالح. (2005). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. مصر. مؤسسة النشر الجامعية. ص: 267.

⁷ سالم، جمال. (1997). ميكانيكية إدارة محافظ المصرف. طرابلس. أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية. ص: 7.

أهمية المحفظة المالية:

تتبع أهمية المحفظة من وجود فوائض مالية لدى مختلف القطاعات والمؤسسات والأفراد وكذلك توسع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة وتوسعها في تقديم الخدمات والنصائح الاستثمارية إلى المستثمرين بالإضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي والتقدم في تكنولوجيا المعلومات، وكذلك الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة وهو العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلال الأمثل لغرض تحقيق الربح وأيضاً إلى توسع نشاط بعض المؤسسات والشركات ذات الطبيعة الخاصة التي تتعامل بالأموال، مما أدى إلى تراكم الأموال لديها بأحجام كبيرة كشركات التأمين وصناديق التقاعد، مما دفعها إلى استثمار هذه الفوائض لكي تفي بالالتزامات المالية المختلفة من خلال إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية تلبي حاجة هذه الشركات⁸.

أهداف المحفظة المالية:

إن هدف أي مستثمر من تشكيل المحفظة المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر/عائد) ممكنة⁹، وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لامتلاك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل¹⁰، هناك عدة أهداف رئيسية وأخرى فرعية ينبغي على إدارة المحفظة أن تحققها فالأهداف الرئيسية هي:¹¹

1. تحقيق أعلى مستوى من العائد باقل درجة من المخاطرة.

2. توفير عنصر السيولة للمؤسسة لمواجهة حالة العسر المالي التي قد تحصل ومن ثم تعرضها لخطر الإفلاس.

والأهداف الفرعية هي الأهداف التي يطمح المستثمرون إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية¹²:

⁸ آل شبيب، دريد كامل. (2016). الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان: الأردن. دار البازري العلمية للنشر والتوزيع. ص: 287

⁹ Gitman, L & Joelink, M, (2005). Investment et marches financiers, person education, 9ème edition, Paris, p:162.

¹⁰ الخضيرى، محسن أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 135.

¹¹ الربيعي، خلود، وصادق، أحمد. (2019). تنويع المحفظة الاستثمارية للمصرف وأثره في تحقيق صافي الأرباح. مجلة أهل البيت، العدد 29. العراق.

¹² حطاب، سامي. (2007). المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار. بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي.

1. حماية رأس المال المستثمر:

أن الحفاظ على رأس المال الأصلي هدف أساسي ومهم للبقاء في السوق أي لا يمكن أن تكون مخاطرة المستثمر تشمل رأس المال الأصلي ولا يمكن أن يتعرض رأس المال لأي نوع من أنواع المخاطر بحجة المضاربة، ورأس المال هنا لا يعني المال الذي بدأ به بتأسيس الاستثمار إنما يشمل ما تمثله هذه الأموال من قوة شرائية¹³، وهنا يجري التخطيط لمكونات المحفظة والمفاضلة بين الأدوات ذات الدخل الثابت (سندات طويلة الأجل) والمتغير (الأسهم العادية) سواء اختيار مزيجا أو التركيز على نوع واحد.

2. تحقيق دخل مستمر ومستقر: يتيح فرصة للاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة (سندات الخزينة).

3. التنوع: وهو القاعدة الأساسية التي يركز عليها مفهوم المحفظة، ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنوع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة. وبهذا الصدد نذكر أن هناك أنواعا من التنوع، هي البسيط أو العشوائي (الاستثمار في عدد غير محدد من الأوراق المالية)، والتنوع الكفؤ الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة مثل معامل الارتباط بين مكوناتها مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

4. تحقيق مستوى مقبول من السيولة: تقاس سيولة محفظة الأوراق المالية بمدى قابلية الأصول المالية التي تحتويها للتداول، حيث أنه كلما استطاع مدير المحفظة التخلص من الأوراق المالية بسرعة ببيعها في السوق المالي للحصول على أموال سائلة، كلما دل ذلك على ارتفاع سيولة هذه الأصول وبالتالي سيولة المحفظة¹⁴.

5. النمو وزيادة رأس المال : وهي من الأهداف المهمة لأي محفظة استثمارية ويعني زيادة القيمة السوقية للمحفظة في المستقبل وتحقيق هذا الهدف عن طريق الاستثمار بأصول ترتفع قيمتها السوقية بشكل دائم ومن هذه الأصول أسهم الشركات التي تحقق معدلات مرتفعة بالأرباح والمبيعات والنمو ولديها نظام مالي متوازن وقدرة هائلة للتمويل الذاتي¹⁵.

¹³ مفلح، هزاع. (2019). إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية. جامعة حمه ، الطبعة الرابعة. ص: 48.
¹⁴ عائشة، بخالد. (2010). التنوع كأداة لتدنية المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية. دراسة حالة سوق دبي. ماجستير. الجزائر. جامعة ورقلة.

¹⁵ Peyrad , J. (1997). la bourse , Vuibert , p: 211

أنواع المحافظ المالية¹⁶:

☒ تصنف المحافظ المالية بحسب مالك المحفظة إلى نوعين رئيسيين:

1. المحافظ الخاصة – محافظ العملاء

هي المحافظ التي يتم تشكيلها بناءً على طلب العملاء وحسب رغباتهم، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وتعليمات إدارتها، بحيث يكون دور المدير دوراً تنفيذياً، ينفذ تعليمات العميل المستثمر ويعمل وفق توجيهاته، وقد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضاً لمدير محفظته حرية التصرف وفق ما تقتضيه ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، والذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية حتى تفي المحفظة بأغراضه.

2. المحافظ العامة – محافظ المؤسسات

هي محافظ مؤسسات عامة استثمارية مشكلة سلفاً من أدوات استثمارية متنوعة، على شكل صناديق مشتركة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يعتبر مساهماً في رأس المال، ولا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالقدر الذي توفره له ملكيته من أسهم قد يكون عضو في مجلس الإدارة أو قد لا يكون.

☒ لكن من حيث الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها المستثمر في المحفظة فتقسم المحافظ المالية إلى:

1- محافظ النمو (growth funds):

تستثمر هذه المحافظ عادة في الأسهم العادية لشركات ذات مركز مالي جيد وسمعة جيدة، وهي تهدف بشكل أساسي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية للمستثمر، وبشكل أكبر من السعي إلى تحقيق دخل منتظم على شكل توزيعات أرباح، ولذلك فإن المخاطر ستكون عالية نسبياً نظراً لتقلبات أسعار الأسهم في السوق المالي¹⁷. ويتطلب التعامل مع هذا النوع إدارة محفظة ديناميكية ونشطة ويتطلب مراقبة ومتابعة مستمرة¹⁸.

¹⁶ بن موسى، كمال. (2004). المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث. عدد: 3. ص- ص: 37-48.
¹⁷ مطر، محمد. (2016). الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع. ص: 255.
¹⁸ ميكائيل، هيمان، والمحمود، سعد. (2022). تنوع الاستثمار في الأدوات المالية وأثره على أداء المحفظة الاستثمارية. مجلة جامعة دهوك. المجلد 2. العدد: 2. ص - ص 944 - 970.

2- محفظة الدخل (محفظة العائد):

وهي المحفظة التي يتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر لمستوى مخاطرة مقبول فقد يكون الدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة ثابتاً (بفائدة سنوية) أو متغيراً، حسب نشاط المؤسسات (توزيعات الأسهم)، وبالتالي فتسير المحفظة باختيار الأوراق المالية التي تدر دخلاً مستقراً نسبياً، مثل: أسهم الشركات الكبيرة والسندات جيدة الدخل، هذا الاختيار يساعد للوصول إلى محفظة الدخل أو هذا النوع من المحافظ¹⁹. كما أن غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين و الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة و لو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر²⁰.

3- محفظة النمو والدخل growth and income funds:

تهدف الى تحقيق هدف مزدوج وهو حصول المستثمر على دخل منتظم من توزيعات الارباح، وفي نفس الوقت تحقيق أرباح رأسمالية من ارتفاع السعر. لذا فإن هذه المحافظ تتكون من خليط من الاسهم العادية، والاسهم الممتازة، والسندات. وتعتبر المخاطرة فيها منخفضة نسبياً²¹.

4- محافظ سوق النقد money market funds

تتميز باستثماراتها في الاوراق المالية قصيرة الاجل مثل اذونات الخزينة، وشهادات اليداع، والاوراق التجارية. وهي تهدف الى توفير قدر عال من السيولة للمستثمر، وفي نفس الوقت المحافظة على رأس المال. لذلك فإن المخاطر ستكون منخفضة والعائد المتوقع منها منخفض أيضاً.

5 -محافظ السندات ذات المردود المرتفع high-yield bond funds :

تركز على الاستثمار في السندات ذات المخاطرة المرتفعة نسبياً بهدف الحصول على عائد مرتفع²².

19 آل شبيب، دريد كامل. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: الأردن. الطبعة الأولى. دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. ص:21.

20 شعوفي، فاطيمة الزهراء. (2020). أثر سياسة التنويع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية. دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد السادس، العدد: 2.

21 مطر، محمد. مرجع سبق ذكره. ص: 255.

22 مطر، محمد. مرجع سبق ذكره. ص: 255.

مما سبق نرى بأن المحافظ المالية قد تتخذ أنماطاً مختلفة وتتفاوت في مكوناتها من حيث حجم ونوعية أدواتها الاستثمارية وأجال استحقاقها ومستوى التنويع، وأياً ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف أبرزها: المحافظة على رأس المال الأصلي، لأنه أساسي لاستمرار المستثمر بالسوق، واستقرار تدفق الدخل وفقاً لحاجات الأفراد المختلفة ووفقاً لطبيعة المحفظة الاستثمارية في الأسهم والسندات التي تشكل لتلبية هذه الحاجات. والنمو في رأس المال والتنويع في الاستثمار، وذلك للتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقابلية للسيولة والتسويق، وهذا يعني أن تكون الأصول المالية (الأسهم والسندات) من النوع الذي يمكن بيعه في السوق بأي وقت.

☒ كما تقسم جغرافياً إلى:

1- المحافظ المحلية:

يمكننا أن نعرف محافظ الاستثمار المحلية بأنها تلك الصناديق التي توجد في بلد واحد، وهي البلد التي أسست فيها، وليس لها أي نشاط خارج تلك البلد.

فالمعيار هنا في تصنيف المحفظة كونها محفظة استثمار محلي، أو محفظة استثمار دولي هو نشاط المحفظة ذاته لا يتعدى البلد التي تأسست فيها، كانت المحفظة محلية، أما إذا تعدى ذلك النشاط هذه البلد إلى أخرى، كانت المحفظة دولية.

وإذا نظرنا إلى أعداد محافظ الاستثمار المحلية نجدها هي الأكثر على مستوى العالم، وعلى مستوى أي بلد، ذلك أن محافظ الاستثمار الدولية تحتاج لمقومات أكبر، وأكثر من تلك التي تحتاج إليها محافظ الاستثمار المحلية، وبالتالي تكون محافظ الاستثمار المحلية هي الأكثر شيوعاً من محافظ الاستثمار الدولية، وتعد هذه الأخيرة هي الأكثر تميزاً، وذلك حسب نشاطها الذي تقوم به²³.

2- المحافظ الدولية:²⁴

تعتبر من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقى اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين، ومن أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنويع التي توفر سمة الأمان

²³ أحمد، مصطفى. صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكليف الشرعي. أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر.

²⁴ خرياش، منية. (2012). أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية. ماجستير.

النسبي، وذلك لأن المحافظ الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعاً جيداً، وذلك من خلال 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، تنتنوع أيضاً العملات التي تقيم بها هذه الأصول.

نظرية المحفظة المالية:

يعود الفضل إلى المالي والاستثماري هاري ماركويتز (Harry Markowitz) في ابتكار نظرية المحفظة المالية في عام 1952 معتمداً على مفهوم المنفعة على أساس العلاقة بين العائد والمخاطرة وعلى أساس فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، والتي تنص على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة حدية خاص به بين ميوله وسلوكه تجاه العائد على الاستثمار والمخاطرة²⁵.

وقد اعتمد هاري ماركويتز في بناء نموذجهِ على الفرضيات الأساسية الآتية:

- يمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للفوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.
- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغير العوائد المتوقعة.
- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علماً أنّ المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة.
- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي فإنّهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر، أو أنّهم سيفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

²⁵ عبدالعزيز، داليا عنان، 2018، التنويع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين، ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، ص37.

واعتمادا على هذه الفرضيات وضع ماركويتز تقسيما كمياً لعلاقة العوائد بالمخاطر وطور أسلوبا يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى، التي تقوم على فكرة أساسية: أنَّ منفعة المستثمر تفسر من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين: أحدهما العائد المتوقع، والآخر التباين (أو الانحراف المعياري) لهذا العائد، وهنا فإنَّ المستثمر يفضل في النهاية عائدا متوقعا أعلى، وتباينا أدنى للعائد المتوقع.

وفي الستينيات قام W.Sharp ثم Linter و Mossin بشكل مستقل بتطوير نظرية ماركويتز، وتناول هذا التطوير ثلاثة أمور أساسية:

- بناء نظرية سوق رأس المال من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) أو (MEDAF).
- إدخال مفهوم العائد عديم المخاطرة.
- وضع مؤشر الدليل المنفرد.

وفي السبعينيات انتقدت نظرية (CAPM) بسبب اعتمادها على فرضيات مقيدة للتحليل، وبين حصر مؤشرات المخاطرة في $B\beta$ ظهرت نظرية تسعير المقاصة (APT) التي قدّمت من قبل S.A.Aross الذي نشر في عام 1976 دراسة خاصة حولها²⁶.

المحفظة المالية المثلى:

يصعب تحديد نموذج عام وموحد للمحفظة المثلى، يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين. وبناء على ذلك، فإن مصطلح المحفظة المثلى، يعني أنها كذلك، أي مثلى، من وجهة نظر مستثمر معين فقط، قد يختلف في ميوله واتجاهاته عن مستثمر آخر. إن ما يعتبر محفظة مثلى بالنسبة لمستثمر عقلاني ورشيد معين وليكن (x) قد تكون غير مثلى بالنسبة لمستثمر آخر مخاطر مثل (y) والعكس صحيح²⁷.

وتعرف المحفظة المثلى من وجهة نظر المستثمر الرشيد بأنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق

²⁶ محصل، نعمان & محرز، نور الدين، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، ص 49-77.

²⁷ مفلح، هزاع. (2019). إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية. جامعة حماه. ص: 25.

أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها²⁸. وكذلك عُرفت المحفظة المثلى بأنها المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطر، أو تلك التي تحقق أدنى درجة مخاطر في ظل مستوى معين من العائد²⁹. وهي المحفظة التي تحقق أعلى عائد للمستثمر الرشيد، بأقل مخاطرة يمكن أن تنعكس على شكل خسائر يتحملها المستثمر نتيجة للتغيرات التي قد تنشأ في أسعار تلك الموجودات³⁰. تلك المحفظة من بين مجموع المحافظ الكفوءة التي تتناسب مع نموذج (دالة) المنفعة أي تبادل ما بين العائد والمخاطرة لأن لكل مستثمر دالة مختلفة عن الآخر³¹.

هي المحفظة التي تتكون من مجموعة من الأصول تحقق عائد معدل بالمخاطرة يفوق عائد محفظة السوق أو عائد المحافظ البديلة³².

وترى الباحثة أن المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من مجموعة من الأصول المالية (سواء أسهم أو السندات أو أدوات خزانة.....) التي تتسم بقدر كاف من التنوع (تنوع الأصول، تنوع جغرافي، تنوع في آجال الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة) والتي تحقق للمستثمر حداً أدنى من السيولة وتوازن بين العائد والأمان بحيث تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة، أو تخفض الخطر إلى الحد الأدنى عند مستوى معين من العائد المتوقع.

بناء المحفظة المالية المثلى:

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي: ³³

- إذا خُير المستثمر بين محفظتين لهما نفس العائد ولكن درجة المخاطرة مختلفة فسوف يختار المستثمر المحفظة ذات المخاطر الأقل.

28 علوان، قاسم نايف. (2009). إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق. عمان: الأردن. الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع. ص: 194.

29 آل شبيب، دريد كامل. مرجع سابق ذكره. ص: 94.

30 العارضي، جليل كاظم، وجعفر، زيد عبد الزهرة. (2016). إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية. السنة الثانية عشر-المجلد الرابع عشر- العدد (38)، ص- ص 241-268.

31 عبدالقادر، السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. الطبعة الأولى. عمان: الأردن. دار الفكر. ص: 210.

32 شبير، توفيق عوض. (2015). بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم. دراسة مقارنة. ماجستير. غزة. الجامعة الإسلامية.

33 موسى، شقيري، الزرقان، صالح، الحداد، وسيم، والدويكات، مهدي. (2012). إدارة الاستثمار. عمان: الأردن. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة. ص: 178.

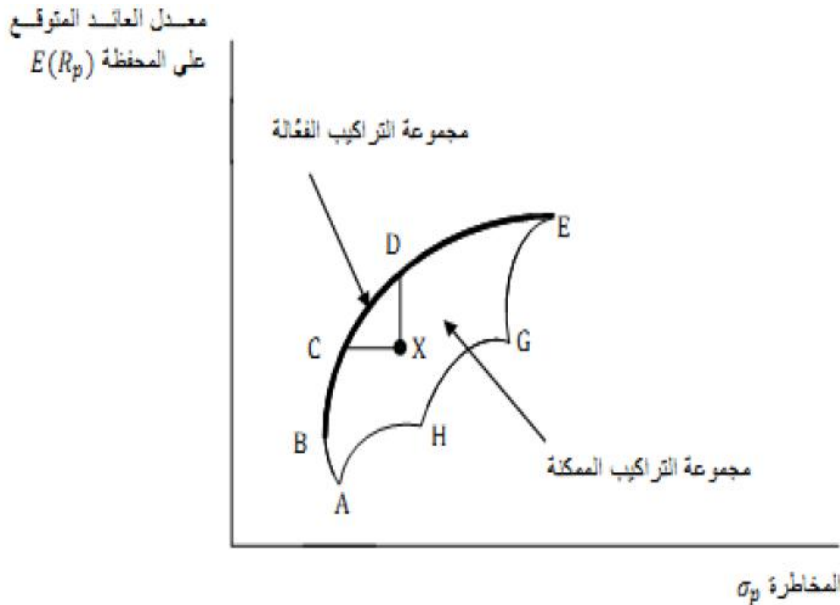
- إذا خُير المستثمر بين محفظتين لهما نفس درجة المخاطر مع اختلاف العائد فسوف يختار المحفظة ذات العائد الأعلى.
- إذا خُير المستثمر بين محفظتين استثماريتين للمحفظة الأولى عائد أعلى وبنفس الوقت أقل مخاطرة من الثانية، فإنه سيختار بالتأكيد المحفظة الأولى.

لبناء المحفظة المالية المثلى انطلاقاً من هذه المبادئ، يجب في البداية التعرف على المنحنى الفعال ومنحنيات السواء للمستثمر:

المنحنى الفعال (الحد الكفاء): عبارة عن مجموعة النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى والذي يحدد من خلال العلاقة القائمة بين عنصري العائد والمخاطرة، بالاعتماد على البيانات التاريخية لهذين العنصرين ومن مجالات استثمارية مختلفة³⁴، أي أن كل نقطة منه تعطي أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة أو أدنى مستوى مخاطرة عند مستوى معين من العائد³⁵.

وذلك بافتراض أن أدوات الاستثمار المالية جميعها من النوع الخطر ولا يوجد أدوات خالية من المخاطر بينها³⁶.

الشكل رقم (1) منحنى مجموعة المحافظ الممكن تشكيلها من مجموعة من الأوراق المالية



المصدر: القاسم، عبدالرزاق & العلي، أحمد، مرجع سبق ذكره، (ص 97).

³⁴ مطر، محمد. (2009). إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية). عمان: الأردن. دار وائل. الطبعة الخامسة. ص: 111.

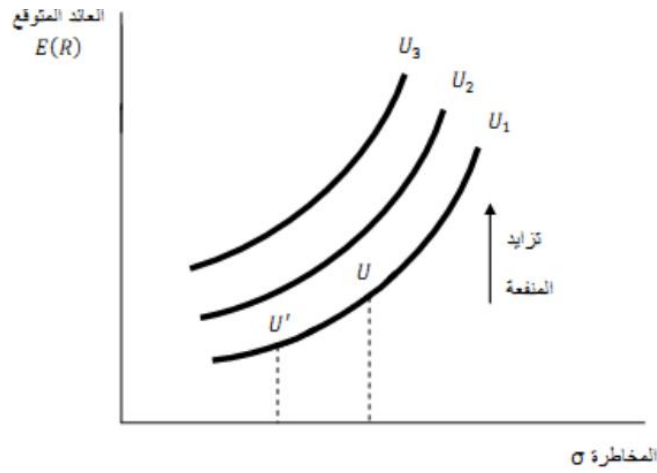
³⁵ برغام، أجين. (2010). الإدارة المالية: مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية. حلب: شعاع للنشر والعلوم. ص: 324.

³⁶ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. (2010). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. جامعة دمشق. ص: 97.

في الشكل السابق حيث يمثل المحور العمودي العائد على الاستثمار والمحور الأفقي المخاطرة، يتبين أن الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى يتمثل في المنحنى (ID) بحيث يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى قطاعين رئيسيين، قطاع أعلى الموجود على يسار المنحنى، ويمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة بالنسبة للمستثمر وقطاع أدنى موجود على يمين المنحنى، ليمثل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر.

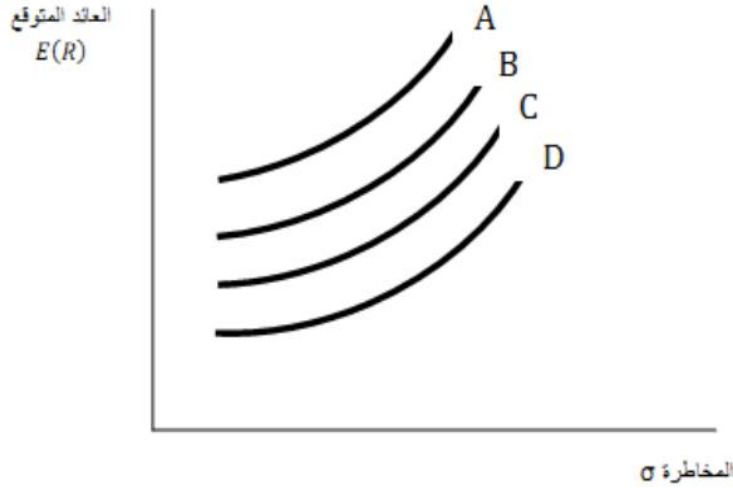
منحنيات السواء: تمثل تفضيلات المستثمرين للمحافظ من حيث العائد والمخاطرة، وباعتبار أن المحور العمودي يمثل معدل العائد المطلوب والمحور الأفقي يمثل المخاطرة فإن الشكل التالي يوضح ثلاث مستويات مختلفة لثلاث منحنيات سواء لثلاث مستثمرين مختلفين:

الشكل رقم (2): منحنيات السواء لثلاث مستثمرين مختلفين:



نلاحظ على منحنى السواء U_1 النقطة U تحقق معدل عائد أعلى من النقطة U' ولكن مخاطرتها أعلى، علماً أن المستثمر يحقق نفس المنفعة في حال استثمر في أي من النقطتين لأنهما يقعان على نفس منحنى السواء، كما أننا نلاحظ أن المستثمر يطلب عائد أعلى كلما ازدادت المخاطرة، وبشكل عام كلما ازداد ميل منحنى السواء كلما كانت اتجاهات المستثمر أكثر سلبية فيما يتعلق بالمخاطرة، كما أننا نلاحظ من الشكل المستثمر U_3 أكثر حساسية تجاه المخاطرة لأنه عند كل مستوى من المخاطرة يطلب عائد أكبر من باقي المستثمرين، وبشكل عام إن لكل مستثمر خريطة سواء تعكس ميوله فيما يتعلق بالمبادلة بين العائد والمخاطرة كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (3) خرائط السواء للمبادلة بين العائد والمخاطرة:



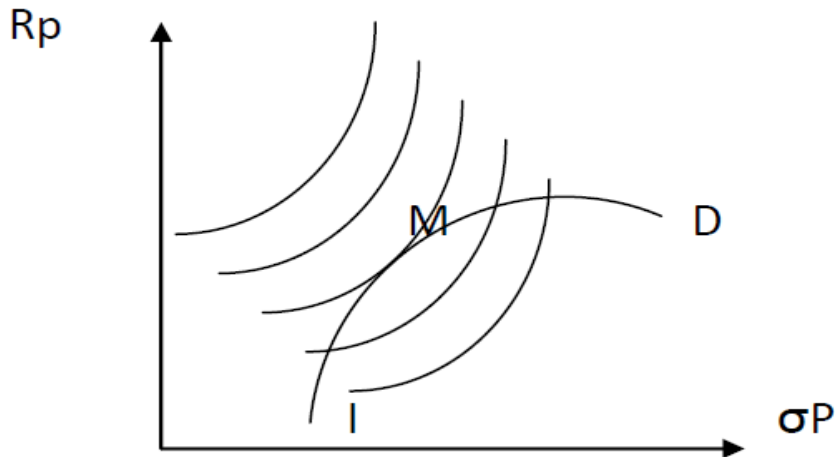
المصدر: القاسم، عبدالرزاق & العلي، أحمد، مرجع سبق ذكره، (ص 99).

ومعنى ذلك أن المستثمر إذا لم يحصل على محفظته المثلى على منحنى السواء A فسوف يضطر للتنازل والبحث عنها في منحنى سواء أدنى³⁷.

تحديد نقطة المحفظة المثلى:

تحدد المحفظة المثلى للمستثمر، بناء على ما تقدم، كما في الشكل أدناه عند نقطة التماس لأحد منحنيات سواء المستثمر مع الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى، أي في النقطة M³⁸.

شكل رقم (4) المماس لمنحنى المحافظ المثلى:



المصدر: القاسم، عبدالرزاق & العلي، أحمد، مرجع سبق ذكره، (ص 100).

³⁷ برغام، أجين. مرجع سبق ذكره. ص: 324.

³⁸ مفلح، هزاع. مرجع سبق ذكره. ص: 56.

العائد على الاستثمار في الأوراق المالية:

يعد موضوع العائد أحد أهم عناصر تقييم الوضع المالي للمؤسسات المالية وما يترتب على زيادة العائد الذي يمكن أن تحققه هذه المؤسسات من مخاطر عالية، لذا تسعى المؤسسات المالية إلى تحقيق المبادلة بين المخاطرة والعائد.

تعريف العائد:

هو المقابل الذي يطمح المستثمر للحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر ينظر دوماً إلى هذا العائد بهدف تعظيم ثروته. وكذلك يُعرّف على أنه المكافأة التي ينتظرها المستثمر مقابل تخليه عن منفعة حاضرة على أمل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل³⁹. ويُعرف أيضاً بأنه الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولاً تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطرة المصاحبة للعائد قدر الإمكان⁴⁰. كما يعرف بأنه عبارة عن الأموال المتوقع الحصول عليها في المستقبل تعويضاً عن الأموال المستثمرة في الأعمال التجارية في الوقت الحاضر⁴¹. ويعبر أيضاً عن الزيادة أو النقصان التي تحدث في أسعار الأسهم خلال فترة الاستثمار بالإضافة إلى أي توزيعات في الدخل للسهم خلال تلك الفترة⁴².

وبناءً على ما سبق ترى الباحثة أن العائد هو المقابل الذي يأمل المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله وتعرضه للمخاطر، كما أن المستثمر ينظر للعائد كأداة يتنبأ من خلالها في نجاح المشروع الاستثماري أو فشله فهي مهمة جداً في التشخيص المبكر لجدوى المشروع من عدمه.

والعديد من الاستثمارات تتألف عوائدها القابلة للقياس من مكونين:⁴³

- الأرباح أو الخسائر الرأسمالية.

- الدخل

39 قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 45.
40 علوان، قاسم نايف. (2009). إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق. الطبعة الأولى. عمان: الأردن. دار الثقافة للنشر والتوزيع. ص: 48.

41 Brigham, E & Ehrhardt, M, (2011), **Financial Management Theory and Practice**, 13th Edition, Lachina pub, p:219.

42 Bodie, Z & Alex, A, (2007), **Essentials of Investments**, The M C Graw- Hill, Irwin.

43Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, 2007, **Fundamental of Financial Management**, 11th Edition, Florida p:127.

43 السنيح، سهى نبيل. (2014). تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية. ماجستير. جامعة دمشق.

وفي تصنيف آخر أكثر تفصيلاً يطلق عليها أشكال عوائد الاستثمار:

- **توزيعات الأرباح:** في حال كان الاستثمار في أصول كالأسهم، والمستثمر يعتبر كمالك في الجهة المصدرة للأسهم بنسبة هذه الأسهم التي يملكها وبالتالي حقوقه من حقوق المساهمين.

- **الفوائد:** إذا كان الاستثمار في أصول كالسندات.

- **الأرباح الرأسمالية:** والتي تنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية في السوق المالي وتكون نتائجها إما سلباً أو إيجاباً.

وتختلف عوائد الأوراق المالية في السوق المالي بين هذين المكونين فبعضها عائدة عبارة عن الأرباح والآخر عبارة عن دخل كما يلي:

- عوائد السندات تتمثل في الدخل الثابت الدوري.

- عوائد أذون الخزينة عاندها عبارة عن مبلغ مخصوم من سعر الشراء.

- الأسهم عاندها تتألف من شقين: 1- توزيعات الأرباح 2- الأرباح غير العادية أو الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع السهم بسعر أعلى من سعر الشراء.

أنواع عوائد الاستثمار:

• معدل العائد المطلوب:

هو العائد الذي يطمح المستثمر ويأمل في تحقيقه حتى يقبل على شراء السهم، ويتكون هذا العائد من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطر بالإضافة إلى بدل المخاطرة⁴⁴. ويُعرّف أيضاً بأنه العائد الذي يرغب المستثمر بالحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، وهو يمثل أدنى عائد يعرض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار.

ويقارن المستثمر العائد المطلوب مع العائد المتوقع الذي يقوم بحسابه عند بحثه عن أنواع الاستثمار التي تحقق له أهدافه الربحية، فإن كان المعدل المتوقع للعائد يفوق معدل العائد المطلوب

44 لطفی، أمین السید. (2000). التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية. جامعة القاهرة. مصر. ص: 14.

لاستثمار ما، سيقبل المستثمر عليه، أما في حال ارتفاع المعدل المطلوب للعائد عن المتوقع لاستثمار ما فهذا لا يشكل حافزاً لدى المستثمر وبالتالي يرفضه.

ويمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من خلال المعادلة التالية:

$$r_i = r_{RF} + (r_m - r_{RF})\beta_i$$

r_i : معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

r_{RF} : معدل العائد الخالي من الخطر.

r_m : متوسط معدل عائد محفظة السوق.

β : معامل بيتا.

$i: (1, 2, 3, \dots, n)^{45}$.

إن نموذج (CAPM) يدل على أن معدل العائد المطلوب على الأصول يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر من المخاطر يضاف إليه علاوة مخاطر السوق حيث يتم تمثيل هذه العلاوة من خلال معامل بيتا للأصل.⁴⁶

معدل العائد المتوقع:

العائد المتوقع هو العائد الذي لا يتصف بدرجة التأكد الكامل⁴⁷، ويُعرف أيضاً بأنه العائد على الأصول المحفوفة بالمخاطر المتوقع الحصول عليها في المستقبل⁴⁸.

هناك غالباً عدم تأكد من قدرة الاستثمارات على تحقيق العوائد المتوقعة منها فعندما يتوقع المستثمر أن يحقق استثماره بمعدل عائد قدره 10 % فإن هذه العملية لا تتعدى كونها تخمين أو محاولة للتنبؤ بالمستقبل ولكن يمكن للمستثمر أن يقوم بالتنبؤ أن عوائده لا تكون أقل من نسبة معينة ولن

⁴⁵ علوان، قاسم نايف، مرجع سابق ذكره. ص: 60.

⁴⁶ الضرب، حسين عبد الحسن، (2017)، أثر العائد والمخاطرة و قرار الاستثمار في الاداء المالي للمصرف، ماجستير، جامعة كربلاء، ص27.

⁴⁷ آل شبيب، دريد كامل، مرجع سابق ذكره. ص: 61.

⁴⁸ Ross, S, Westerfield, R, & Jordon, B, (2004). Essentials of Corporate Finance. 4th . ed , McGraw – Hill Irwin. p: 324.

تزيد عن نسبة معينة، وكلما زاد هذا المدى بين أقل عائد وأكبر عائد ممكن تحقيقه كان الاستثمار أشد خطورة⁴⁹.

ولذلك يلجأ المستثمرون إلى صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، ويمكن أن يكون التوزيع الاحتمالي إما ذاتي بناءً على خبرة المستثمر أو موضوعي عن طريق قياس البيانات التاريخية وتخصيص احتمالات لكل معدل عائد متوقع⁵⁰، ويمكن تحديد الاحتمالات لكل حالة عن طريق التوزيع التكراري للعوائد التي حققتها الورقة المالية في الماضي⁵¹، وقانون العائد المتوقع يأخذ الشكل التالي⁵²:

$$E(R_i) = \sum (P_i)(R_i)$$

حيث إن:

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع.

(P_i) : احتمالية حدوث العائد (احتمال التحقق حسب الوضع الاقتصادي).

(R_i) : معدل العائد المتوقع حدوثه وفق كل احتمالية.

معدل العائد الفعلي (الحقيقي):

يعرف على أنه العائد الذي يقتنع به المستثمر مقابل، تنازله عن أمواله في الفترة الحالية بهدف الحصول على عائد مستقبلاً⁵³. كما يمكن أن يُعرف على أنه العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة امتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، حيث يتكون العائد الفعلي من العائد الجاري وهو العائد الناتج عن الاحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الأصل أو المزيج منهما⁵⁴. كما يعرف على أنه معدل العائد على الأسهم العادية التي تم الحصول عليها من قبل حملة الأسهم في فترة زمنية سابقة، وقد يكون أكبر أو أقل من العائد المتوقع أو العائد المطلوب⁵⁵.

⁴⁹Pelly, F & Brown, K, (1999), **Investment Analysis and portfolio management**. South-Western College Publishing , 6th edition , p: 8.

⁵⁰ حماد، طارق عبد العال. (2006). **التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية**. الدار الجامعية. الإسكندرية. ص: 26.

⁵¹ عبد اللطيف، أحمد سعد. (1998). **بورصة الأوراق المالية**. مركز القاهرة للتعليم المفتوح. القاهرة. ص: 42.

⁵² الشمراني، بشار. (2015). **التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)**. ماجستير. جامعة دمشق.

⁵³ آل شبيب، دريد كامل. مرجع سبق ذكره. ص: 96.

⁵⁴ علوان، قاسم نايف، مرجع سبق ذكره. ص: 49.

⁵⁵Brigham, F & Ehrhardt, M. (2011). **Financial Management Theory and Practice**. 13th Edition. Lachina pub, p: 219.

ولحساب العائد الفعلي المتولد من استثمار ما في ورقة مالية ما، فإن ذلك يتطلب توافر بيانات عن سعر الشراء وسعر البيع أو الإقفال والتدفقات النقدية (التوزيعات) خلال الفترة المدروسة. وبناءً عليه يمكن حساب العائد وفق الصيغة التالية:⁵⁶

$$R = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

D: التوزيعات (التدفقات النقدية).

P₀: سعر الشراء أو السعر السوقي للسهم في بداية الفترة المدروسة.

P₁: سعر البيع أو السعر السوقي للسهم في نهاية الفترة المدروسة (سعر الإقفال).

المخاطرة:

تُعرف المخاطرة على أنها درجة عدم التأكد أو مقدارذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والهبوط وخصوصاً إذا كان الهبوط سيصل إلى مرحلة الخسارة⁵⁷. كما تُعرف المخاطرة على أنها عدم انتظام العوائد حول العوائد المتوقعة، أي أنها ببساطة التقلب الذي قد يتعرض له العائد المتوقع، فهي انحراف العائدات عما هو متوقع لها⁵⁸.

كما تعرف على أنها عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية المتأتية من الاستثمار، وكذلك درجة التذبذب في العائد المتوقع أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياساً بالعائد المتوقع. هناك علاقة طردية بين العائد المطلوب ودرجة المخاطرة، فكلما طلبنا عائداً أعلى كلما زادت درجة المخاطرة التي نتحملها، وكلما زادت درجة المخاطرة نقوم بطلب عائداً أعلى للتعويض عن تحمل مخاطر إضافية. إن جميع المستثمرين يسعون لتحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو تخفيض المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى معين من العائد⁵⁹.

وقد عرفت المخاطرة أيضاً بأنها " التوقع السلبي المتنبئ به في انتهاء أي استثمار أي ان العائد المتحقق الفعلي يكون أقل من العائد المتوقع والمخطط له ⁶⁰.

⁵⁶ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد، مرجع سابق ذكره. ص: 45.
⁵⁷ المومني، غازي فلاح. (2022). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. عمان: الأردن. دار المنهاج للنشر والتوزيع. ط2. ص:

79.

⁵⁸ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 49.

⁵⁹ خطاب، سامي. مرجع سبق ذكره. ص: 17.

⁶⁰ فاضل، أحمد عباس. (2022). تقييم المحفظة الاستثمارية المثلى لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة 2016-2020، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. العدد: 67. ص- ص 221-239.

أي أن المخاطرة تتمثل في درجة اختلاف العائد الفعلي قياساً بالعائد المتوقع في المستقبل، أي إمكانية حدوث أحداث غير مرغوب بها، فلو كان العائد الذي نتوقعه على الاستثمار 10% وحصلنا على عائد فعلي 5% أو 15% فهذا يعني وجود انحراف كبير للعائد الفعلي عن المتوقع.

قياس المخاطرة:

أن قياس وتقييم مخاطر الاستثمار تعد من أهم المتغيرات المؤثرة في قرار الاستثمار المناسب، ولما كانت هذه المخاطر لا يمكن تجنبها كلية فإنه يجب العمل على تقييمها للحد من آثارها على العائد الاقتصادي المتوقع من الاستثمار، باستخدام العديد من الأساليب التي تمكن من دراسة وتقييم هذه المخاطر لكل مشروع استثماري متاح⁶¹.

قياس المخاطرة التاريخية:

ويعتمد على العوائد المحققة لسهم معين أو لشركة أو مشروع معين خلال فترة زمنية محددة، وعليه يحسب العائد المتوسط لمجموع العوائد المحققة ممثلاً للعائد المتوقع، ثم يتم حساب الانحراف المعياري (Standard deviation) الأداة الأكثر استخداماً كمؤشر على مخاطر الاستثمار، ويقاس على أنه الجذر التربيعي للتباين ويمثل بالعلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_i - E(R))^2}{n-1}}$$

حيث أن:

σ : الانحراف المعياري.

R_i : العائد عن الفترة i .

$E(R)$: العائد المتوقع وهو المتوسط الحسابي للعوائد.

وذلك في حالة عينة من الأسهم، أما في حالة المجتمع الأصلي فإن $\frac{1}{n-1}$ تتحول إلى $\frac{1}{n}$ ⁶².

⁶¹ شريط، صلاح الدين. (2012). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية (مع إمكانية تطبيقها على الجزائر). دكتوراه. جامعة الجزائر.

⁶² الشريف، حرية. (2005). عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها. غزة. الجامعة الإسلامية. ص: 8.

وبشكل عام كلما زادت قيمة الانحراف المعياري كلما كانت المخاطر مرتفعة، فهناك علاقة طردية بين قيمة الانحراف المعياري ودرجة المخاطر.

قياس المخاطرة المتوقعة:

يمكن قياس المخاطرة المتوقعة بواسطة التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة من خلال الربط باحتمالات الحالة الاقتصادية المتوقعة، فإن معادلة قياس الانحراف المعياري تأخذ الشكل التالي:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [R_i - E(R)]^2 P_i}$$

حيث أن: P_i تمثل احتمال تحقق الظروف الاقتصادية⁶³.

إن الانحراف المعياري يقيس الحجم الكلي للمخاطر ويكون مقبولاً في حالات تساوي العوائد المتوقعة من الاستثمار حيث يقبل المقترح الاستثماري المرتبط بأقل قيمة للانحراف المعياري أي أدنى مستوى للمخاطرة بما أن العوائد متساوية.

معامل الاختلاف⁶⁴:

يمكن أن تكون المقاييس السابقة مضللة عند مقارنة اثنين أو أكثر من البدائل الاستثمارية غير متماثلة من حيث النوع أو الهدف من اقتنائها أو نتيجة لتأثر هذه البدائل الاستثمارية بعوامل اقتصادية أو إدارية أو فنية غير متماثلة، لذلك يلجأ الكثير من المحللين إلى مقياس نسبي يستخدم على نطاق واسع وهو معامل الاختلاف *Coefficient of Variation (CV)* لمقارنة البدائل الاستثمارية المتاحة وذلك بأخذ العوائد والانحرافات المعيارية للعوائد بعين الاعتبار:

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

أنواع مخاطر الاستثمار ومصادرها:

المخاطر المنتظمة:

⁶³ قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص - ص: 51-52.

⁶⁴ الشعراني، بشار. مرجع سبق ذكره. ص: 26.

هي المخاطر العامة التي تتعرض لها الشركات كافة وتؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لجميع الاستثمارات القائمة فيها، ولا يمكن التخلص من هذه المخاطر بتنويع المحفظة المالية⁶⁵، والتي تصيب كافة أسعار الأوراق المالية بصرف النظر عن الشركة المصدرة لتلك الأوراق المالية، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية... الخ⁶⁶، فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها⁶⁷.

وكما ازدادت هذه المخاطر وجب على المستثمر أن يطلب علاوة مخاطرة أعلى تضاف للعائد الخالي من المخاطرة، ويعد قياس المعامل بيتا $Beta$ (β) أحد مداخل قياس المخاطر المنتظمة، حيث يعبر (β) عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية نتيجة التغير في مؤشر السوق⁶⁸، ويمكن حساب بيتا لقياس المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية وذلك من خلال معادلة الانحدار بين عائد مؤشر السوق R_m وعائد الورقة R_i :

$$R_i = a_i + \beta_i R_m$$

حيث أن:

a_i : ثابت يعكس معدل عائد الورقة المستقل عن تغيرات السوق.

β_i : بيتا، معامل يمثل ميل معادلة الخط المستقيم، ويعكس التغير الحاصل في معدل عائد الورقة المالية نتيجة التغير في عائد السوق بوحدة واحدة.

ويمكن التوصل إلى قياس β من خلال الصيغة التالية⁶⁹:

$$\hat{\beta}_i = \frac{COV_{im}}{\sigma_m^2}$$

حيث أن:

65 الحكيم، منير. (2011). صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، الجزء الثاني. مجلة الدراسات المالية والمصرفية. المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. مح 19، ع: 11. ص: 50.

66 كافي، مصطفى يوسف. (2009). بورصة الأوراق المالية. ط1. سوريا. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع. ص: 251.

67 هندي، منير إبراهيم. (2015). الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية: مصر. ط3. منشأة المعارف. ص: 249.

68 الداغر، محمود محمد. (2019). الأسواق المالية. عمان. دار الشروق للنشر. ط4. ص: 191.

69 Jorion, P. (2003). Financial Risk Manager Handbook, GARP, John Wiley and Sons, p: 121.

Cov_{im}: التباين المشترك (Covariance) ما بين عائد الورقة المالية وعائد السوق (انحرافات عائد الورقة عن وسطه الحسابي * انحرافات عائد السوق عن وسطه الحسابي) وهذا التباين هو رقم تقريبي لعدم قسمته على حجم العينة، ويطلق عليه أيضاً التباين.

σ_m^2 : تباين عائد السوق.

$\hat{\beta}_i$: بيتا المقدر أو المحسوب.

للعلم أن معامل بيتا للسوق يساوي الواحد الصحيح، أما معامل بيتا للأصل خالي المخاطرة فيساوي صفر، بسبب تباينهما المشترك الصفري مع محفظة السوق. والسبب في كون معامل بيتا السوق يساوي الواحد الصحيح هو أن التباين المشترك في البسط يمثل التباين المشترك بين عوائد محفظة السوق مع نفسها، الذي يمثل التباين بعوائد محفظة السوق.⁷⁰

مصادر المخاطر المنتظمة:

مخاطر أسعار الفائدة:

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية⁷¹.

إن تغير سعر الفائدة يؤثر على أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات وبطريقة عكسية. فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار السندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلاً مما سيدر عليه عائداً أعلى.

فإذا افترضنا مثلاً أن الفائدة على السندات كانت 7% بينما ارتفعت أسعار الفائدة المصرفية على الودائع وأصبحت 9% فإن قرار المستثمر الرشيد سيكون استثمار أمواله بوضعها في البنك⁷².

تختلف درجة تأثير الأوراق المالية (بارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة) باختلاف أداة الاستثمار، فالأوراق المالية ذات الدخل الثابت -مثل الأسهم الممتازة والسندات- أكثر تأثراً من الأوراق ذات الدخل المتغير مثل الأسهم العادية، وكذلك تختلف درجة التأثير باختلاف تواريخ الاستحقاق بالنسبة

⁷⁰ مابنة، دعاء، (2023)، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

CAPM، ماجستير، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة - ص 30.

⁷¹ مطر، محمد. مرجع سبق ذكره. ص: 60.

⁷² قاسم، عبدالرزاق، والعلوي، أحمد، مرجع سبق ذكره. ص: 56.

للسندات، فأسعار السندات طويلة الأجل تتقلب بدرجة أكبر من أسعار السندات قصيرة الأجل عند حدوث تغير معين في معدل الفائدة السوقي. ويعود السبب في انخفاض أسعار الأوراق المالية عند ارتفاع معدل الفائدة السوقي إلى توفر بدائل جديدة للاستثمار تعطي عائداً أعلى نسبياً -مقارنة بمخاطرتها- من العائد الذي تعطيه الاستثمارات القديمة، لذلك يتجه بعض المستثمرين إلى بيع استثماراتهم القديمة، للاستثمار في المجالات الجديدة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية القائمة إلى المستوى الذي تصبح فيه منافسة للبدائل الجديدة⁷³.

مخاطر انخفاض القوة الشرائية:

وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للنقد أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم وارتفاع معدلاته⁷⁴. كما تصل مخاطرة القوة الشرائية للنقد إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت كبعض المدخرات والودائع والسندات⁷⁵، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل للعائد على الاستثمار وعن المعدل الاسمي⁷⁶. وتعتبر الأسهم العادية أحد وسائل التحوط من هذه المخاطر لأن العائد عليها غير ثابت وارتفاع هذا العائد يؤدي لتعويض انخفاض القيمة الحقيقية للاستثمارات⁷⁷.

مخاطر السوق:

وتكون نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب اقتصادية أو سياسية في الدولة أو الدول التي ترتبط بالدولة المعنية بعلاقات اقتصادية وثيقة. كما تتأثر بالعوامل النفسية في السوق، مثل: الولاء لأسهم معينة، والجري خلف حالات الذعر في السوق، والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار⁷⁸.

المخاطر غير المنتظمة:

⁷³ خربوش، حسني علي، وأرشيد، عبدالمعطي رضا. الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. عمان: الأردن. دار زهران للنشر والتوزيع. ط1. ص: 44.

⁷⁴ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 57.

⁷⁵ حماد، طارق عبدالعال. مرجع سبق ذكره. ص: 96.

⁷⁶ خربوش، حسني علي، وأرشيد، عبدالمعطي رضا. مرجع سبق ذكره. ص: 44.

⁷⁷ حماد، طارق عبد العال. (2002). بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية. ص: 162.

⁷⁸ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد، مرجع سبق ذكره. ص: 58.

وهي جزء من المخاطر الكلية التي يمكن التنبؤ، وتنشأ هذه المخاطر نتيجة عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل⁷⁹، يمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بالتنوع في الاستثمارات، بحيث أن يؤدي هذا التنوع إلى تحقيق معاملات ارتباط سالبة بين عوائد الاستثمارات⁸⁰.

مصادر المخاطر غير المنتظمة:

مخاطر الإدارة (Management Risk):

من الممكن أن يكون لأخطاء الإدارة آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة، وبالتالي حدوث اختلاف في معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار، وذلك على الرغم من جودة منتجات الشركة وقوة مركزها المالي، وفي بعض الأحيان تؤدي إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وقد تؤدي أحياناً إلى الاقتراب من الإفلاس (مخاطر الفشل المالي).

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة: سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة، كإزمات الطاقة وإضرابات العمال، وخسارة مصنع بسبب عدم التأمين عليه، وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية بتدني قدرة الإدارة على إدارة الأزمات⁸¹.

مخاطر الصناعة (Industrial Risk):

وهي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، ومن الأمثلة على هذه المخاطر، الإضرابات العمالية التي تؤثر على الشركات التي يشملها الإضراب بالإضافة إلى زبائنها ومموليها وموردي المواد الخام لها. وكذلك ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث التي تؤثر على العديد من الصناعات وينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات الملوثة للبيئة مثل مصافي البترول، أو زيادة الضريبة على صناعة معينة، أو إلغاء إعفاءات ضريبية أو جمركية كانت ممنوحة لها.

⁷⁹ رمضان، زياد. (2018). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. الأردن. دار وائل للنشر والتوزيع. الطبعة الخامسة. ص: 333.
⁸⁰ صلاح الدين، شريط. (2013). تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات المركبة "تريبنور". مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد: 10. ص: 11.
⁸¹ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 60.

ومن المخاطر أيضاً، تغير أذواق المستهلكين أو ظهور اختراعات أحدث تؤدي إلى تحول المستهلكين عن منتجات الشركة، فبعد ظهور السيارات مثلاً كسدت صناعة العربات⁸².

هناك مصادر أخرى تسبب مخاطر منتظمة وغير منتظمة، وبعضهم يسميها المخاطر المختلطة. ومن هذه المصادر:

مخاطر الرفع التشغيلي:⁸³

وتنتج هذه المخاطر من ازدياد نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف، وهذه المخاطرة تعني أن تغيراً مهماً كان صغيراً في حجم المبيعات يؤدي إلى تغير كبير في حجم الأرباح، وتنطبق هذه الخاصية على الشركات التي تعمل في صناعات تغلب عليها الكثافة الرأسمالية مثل شركات الطيران، معامل الإسمنت، معامل الحديد، مصافي البترول....

ويعتبر DOL مقياساً لرافعة التشغيل، ويعرف بمعدل التغير في ربح التشغيل الذي ينتج عن نسبة صغيرة في المبيعات 1%. ويعطى بالعلاقة التالية:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta Q\%} = \frac{\Delta EBIT/EBIT}{\Delta Q/Q}$$

وباستخدام تحليل التعادل يمكن الوصول إلى المعادلة التالية:

$$DOL = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F}$$

حيث:

Q: كمية المبيعات.

P: سعر بيع الوحدة الواحدة.

V: التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة.

F: التكاليف الثابتة.

⁸² شريط، صلاح الدين. مرجع سابق ذكره. ص: 94.

⁸³ قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص - ص: 61-62.

مخاطر الرفع المالي:

فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.

وتكمن المخاطر في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى الانخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر⁸⁴، ويمكن حساب الرافعة المالية على النحو التالي:⁸⁵

$$DFL = \frac{\Delta EPS\%}{\Delta EBIT\%} = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

حيث:

EPS: الربح بالسهم.

EBIT: الأرباح قبل الفائدة والضريبة.

I: الفائدة على الديون.

مخاطر الرافعة المشتركة:

وتجمع الرافعة المشتركة بين الرافعة التشغيلية والرافعة المالية وتمثل الأثر الموحد لهما، وبالتالي فهي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر التشغيلية، والمخاطر المالية) التي تواجه المساهمين. ومن أمثلة ذلك: قيام شركة ذات كثافة رأسمالية عالية في طريقة إنتاجها بتمويل استثماراتها بالاقتراض بنسبة عالية، وبالتالي تكون مزجت بين الرافعة المالية والرافعة التشغيلية. وتقيس درجة الرفع المشترك CL Combined Leverage درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي لأي تغير يحدث في المبيعات.

ويقاس بالعلاقة التالية:

$$CL = DFL * DOL$$

وبالتالي:

⁸⁴ الحصري، حامد العربي. (2000). تقييم الاستثمارات. مصر. دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع. ص: 11-12.

⁸⁵ قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 63.

$$CL = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F-I}$$

المخاطر الكلية:

تعرف المخاطر الكلية بانها "مجموع التباين في معدل العائد "

وكذلك حاصل جمع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

عائد ومخاطرة المحفظة المالية:

تحدثنا سابقاً عن عائد ومخاطرة الورقة المالية منفردة، وفيما يلي سنتعرف على عائد ومخاطرة المحفظة المالية والتي تضم أكثر من ورقة مالية واحدة وبأوزان نسبية مختلفة.

عائد المحفظة المالية (Portfolio Return):

يعتبر عائد المحفظة المالية جامع لمختلف عوائد الأوراق المالية الموجودة فيها وبحسب نسبة تواجدتها في بنية المحفظة المالية.

أي أن عائد محفظة ما: عبارة عن المتوسط المرجح لعائد الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة. وكما في الأوراق المالية فإن للمحفظة المالية عائد محقق أو تاريخي ويحوي العوائد الفعلية للأوراق المالية التي تضمها المحفظة مرجحة بأوزانها النسبية⁸⁶، وعائد متوقع للمحفظة يتمثل بالوسط الحسابي المرجح للعوائد المتوقعة للأوراق المالية المكونة للمحفظة⁸⁷، وبحسب حسب الصيغة التالية:

$$\bar{R}_p = E(R_p) = \sum_{i=1}^n (w_i)(\bar{R}_i)$$

حيث إن:

$\bar{R}_p$: متوسط العائد على المحفظة المالية.

$E(R_p)$: معدل العائد المتوقع للمحفظة .

w_i : الوزن النسبي للورقة i .

$\bar{R}_i$: متوسط العائد على الورقة i .

⁸⁶ قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 64.

⁸⁷ برغام، أجین. مرجع سبق ذكره. ص: 251.

أي أن العائد المتوقع للمحفظة هو مجموع العوائد المتوقعة لكل الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة مرجحة بأوزانها النسبية⁸⁸.

وعائد مطلوب يمثل العائد الذي يطلبه المستثمر لتعويض المخاطر المحتملة وهو العائد المطلوب من كل ورقة مالية لتعويض المخاطر التي تتعرض لها مرجحاً بالوزن النسبي⁸⁹.

معدل عائد محفظة السوق (Market Return):

ويقصد بعائد محفظة السوق (عائد السوق) عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية، ومنه فإن محفظة السوق هي المحفظة التي تشمل كافة الأوراق المالية المتداولة⁹⁰.

قياس مخاطرة المحفظة (Portfolio Risk):

إن الانحراف المعياري لعوائد المحفظة أقل في العادة من الوسط المرجح للانحرافات المعيارية لعوائد الأصول الداخلة في تكوين المحفظة، ويرجع ذلك إلى ما يسمى أثر المحفظة الناتج عن التنويع⁹¹، ويمكن من الناحية النظرية مزج عدد من الأسهم ذات مخاطر مرتفعة لتشكيل محفظة مالية عديمة المخاطر، الانحراف المعياري لعوائدها معدوم⁹²، والسبب وأن مخاطر المحفظة لا تتأثر بتقلب عائد الورقة فقط بل أيضاً بارتباط هذا التقلب مع تقلبات الأوراق المالية الأخرى في المحفظة، أي أن ارتفاع المخاطر لورقة يلغيها تدني المخاطر للورقة الأخرى⁹³، ويتوقف ذلك على معامل الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة حيث يقيس معامل الارتباط شدة هذه العلاقة⁹⁴.

إن تباين محفظة تحتوي على ورقتين مالييتين خطرتين يساوي إلى⁹⁵:

$$\sigma^2_p = W_1^2\sigma_1^2 + 2W_1W_2COV_{12} + W_2^2\sigma_2^2$$

W_1W_2 : الوزن النسبي لكل من الورقة المالية الأولى والثانية في المحفظة.

⁸⁸ k.peilly, F & Brown, K. (1999), p: 212 .

⁸⁹ السنيح، سهى نبيل، مرجع سبق ذكره، (ص 45).

⁹⁰ Aprilian Ade Rioyaldi, Najmudin Najmudin, Ary Yunanto. (2020). A Study on Market Return and the impact of Macroeconomics Factors, Quest journals- **journal of research in business and management**, vol 10, issue9, p 207.

⁹¹ دهال، رياض. (2003). الأدوات المالية. سلسلة جسر التنمية، العدد: الخامس عشر. ص: 10.

⁹² يرغام، أجين. مرجع سبق ذكره. ص: 252.

⁹³ الداغر، محمود محمد. مرجع سبق ذكره. ص: 207.

⁹⁴ Edwin, E & Martin, G. (1995). **Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**. fifth edition, John Wiley & Sons, INC, P: 55.

⁹⁵ قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص -ص: 66-67.

$\sigma_1\sigma_2$: مخاطرة كل من الورقة المالية الأولى والثانية.

COV_{12} : الانحراف المشترك لعوائد الورقتين الماليتين، والذي يقيس إلى أي مدى يتحرك متغيران عشوائيان مع بعضهما في الاتجاه نفسه.

تتحدد درجة مخاطرة المحفظة المالية بناءً على حجم وإشارة الانحراف المشترك لعوائد هذه الاستثمارات Covariance of Returns الذي يقيس إلى أي مدى يتحرك متغيران عشوائيان مع بعضهما في الاتجاه نفسه. ويمكن التعبير عن الانحراف المشترك باستخدام مفهوم إحصائي آخر، هو مفهوم معامل الارتباط Correlation Coefficient. هذا الأخير يبين إلى أي مدى يمكن لعوائد استثمارين أن يتحركاً معاً في الاتجاه نفسه. ويأخذ معامل الارتباط قيمة تتراوح بين ال +1 و ال -1 .

$$-1 \leq p_{ij} \leq +1$$

حيث: $p_{1,2}$ هو معامل الارتباط بين الورقتين (الأصلين) 1 و 2 .

فالتباين المشترك لأصلين يمكن حسابه بالاعتماد على الارتباط بين الورقتين كالتالي:

$$COV = P_{12}\sigma_1\sigma_2$$

وباستبدال الانحراف المشترك بما يساويها فإننا نحصل على الصيغة التالية:

$$\sigma_p^2 = w_1^2\sigma_1^2 + 2w_1w_2 p_{12}\sigma_1\sigma_2 + w_2^2\sigma_2^2$$

تمثل هذه المعادلة تباين محفظة مالية مكونة من أصلين فقط. ويتم التعبير عن مخاطرة المحفظة بالجذر التربيعي للتباين (الانحراف المعياري).

أما معادلة التباين لمحفظة تحتوي على N ورقة مالية:

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^N w_j^2 \sigma_j^2 + \sum_{j=1}^N \sum_{\substack{K=1 \\ K \neq j}}^N w_j w_K COV_{JK}$$

وبالتالي تكون مخاطرة محفظة استثمارية ما مكونة من N ورقة مالية عبارة عن الجذر التربيعي للتباين المحسوب في المعادلة السابقة.

مبادئ تنويع المحفظة:

تحدثنا عن المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها بالتنويع، حيث أنها تخضع لعوامل يصعب التحكم فيها، وإن كان يمكن التنبؤ بها، أما المخاطر غير المنتظمة فيمكن تخفيضها وذلك باتباع مبدأ التنويع، ويقصد بمبدأ التنويع توزيع المبلغ المراد استثماره على أكثر من أصل بدلا من أصل واحد، لتحقيق عائد مجزئ وتخفيض مخاطر الاستثمار، والهدف من التنويع هو الحد من المخاطر دون التضحية بالعائد⁹⁶، كما يُعرف على أنه توزيع الاستثمار على عدد من الأصول للتخلص من بعض المخاطر وليس كلها⁹⁷، وكذلك يقصد بالتنويع تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة الأصول الاستثمارية بهدف تخفيض المخاطرة⁹⁸.

وبناءً على ما تقدم ترى الباحثة أن مبدأ التنويع يقوم على توزيع الاستثمارات على عدد من الأوراق المالية المتنوعة تنوعاً نوعياً وجغرافياً، بهدف التقليل من المخاطر دون التضحية بالعائد.

أسس تشكيل وتنويع أصول المحفظة المالية:

تنويع جهة الإصدار:

ويقصد بتنويع جهة الإصدار بعدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها شركة واحدة بل ينبغي تعدد جهات إصدار تلك الأوراق، ويوجد في هذا المجال طريقتان هما:

أ- التنويع الساذج:

يقوم هذا الأسلوب على فكرة أساسية وهي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها واختيار الأصول في المحفظة يتم عشوائياً دون طريقة محددة ودون مراعاة علاقة الارتباط بين مختلف الأصول⁹⁹، فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستان.

ويمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالحكمة التي تقول: لاتضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة. وتشير الدراسة الشهيرة التي قام بها إفانز و آرشر على أن احتواء المحفظة على

⁹⁶ عبدالقادر، السيد متولي. مرجع سبق ذكره. ص: 233.

⁹⁷ Ross, S, Westerfield , R, & Jordon, B.(2004), **Essentials of Corporate Finance** , 4 th Ed, McGraw – Hill Irwin, p: 335.

⁹⁸ قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 78.

⁹⁹ محمد، مطر، وفايز، تيم. مرجع سبق ذكره. ص: 171.

حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر المنتظمة، أما المخاطر غير المنتظمة والتي تم تمثيلها على شكل خط مستقيم، لا يمكن التخلص منها عن طريق تنويع المحفظة محلياً مهما يكن عدد الأوراق المالية، والمخاطر غير المنتظمة التي تتناقص تدريجياً كلما زاد عدد الأسهم في المحفظة حتى يصل عدد هذه الأوراق إلى 15 ورقة مالية حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى إلى المحفظة عديمة الجدوى في تخفيض هذه المخاطر¹⁰⁰.

ويعتبر هذا النوع من التنويع ملائماً عندما يكون المستثمر غير قادر على التمييز بين العوائد المتوقعة للورقة المالية والانحرافات المعيارية أو معاملات الارتباط¹⁰¹.

والمغالاة في هذا النوع من التنويع له آثار عكسية تتمثل فيما يلي:

- صعوبة إدارة المحفظة:
- واتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى تكاليف الشراء¹⁰².

ب- تنويع ماركويتز:

أسلوب ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق للأدوات الاستثمارية وذلك بناء على العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية لتلك العوائد وعلى درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عن تلك الأدوات الاستثمارية، فعندما تكون العلاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة المالية فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت العوائد مستقلة أو توجد بينها علاقة عكسية، وبالتالي استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين العوائد انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة المالية¹⁰³، وينجح هذا الأسلوب في التخلص ليس فقط من المخاطر غير المنتظمة بل بالتخلص من جزء من المخاطر المنتظمة أيضاً¹⁰⁴. ويتراوح معامل الارتباط بين + 1 و - 1 فإذا كان:

- معامل الارتباط + 1 (ارتباط موجب تام): يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة طردية خطية تامة، وبالتالي فإن معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام.

100 قاسم، عبدالرزاق، والعلوي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 78-79.

101 الراوي، خالد وهيب. (2009). إدارة المخاطر المالية. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع. ص: 205.

102 المومني، غازي فلاح. مرجع سبق ذكره. ص: 132.

103 عطا الله، ماجد أحمد. (2011). إدارة الاستثمار. عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى. ص: 147.

104 الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 427.

- معامل الارتباط -1 (ارتباط سالب تام): يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة عكسية خطية تامة، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأولى يعني أن اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية هو في الاتجاه المعاكس تماماً.

- معامل الارتباط = 0 (عدم وجود ارتباط): يعني أنه لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد للورقة المالية الأولى لا يفيد المستثمر في معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية¹⁰⁵.

لذلك فإن بناء محفظة مالية مكونة من سهمين في الحالة الأولى لا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة. مما يعني أن مخاطرة المحفظة في هذه الحالة تكون متوسطاً مرجحاً لمخاطرة السهمين معاً.

أما في الحالة الثانية فإن بناء محفظة مالية مكونة من سهمين يمكن أن يؤدي إلى التخلص من المخاطرة للمحفظة بشكل نهائي.

وفي الحالة الثالثة فإن بناء محفظة من السهمين معاً، يؤدي إلى تخفيض المخاطرة¹⁰⁶.

ونلاحظ أن متغيراً آخر يلعب دور هام في تحديد مخاطر المحفظة ويتمثل في وزن الاستثمارات المكونة للمحفظة، أي كيفية توزيع المخصصات المالية على الأدوات الاستثمارية، فكون معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية سالباً تاماً، فإن ذلك لا يعني في أغلب الأحوال تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن إذ يتوقف الأمر على الأوزان النسبية للأدوات الاستثمارية التي تتكون منها المحفظة، وبعبارة أخرى يمكن القول إن الأوزان النسبية للأوراق المالية قد تؤدي إلى الحد من الآثار الإيجابية للتنويع القائمة على أساس معامل الارتباط والمتمثلة في انخفاض المخاطرة¹⁰⁷.

ج- تنويع تواريخ الاستحقاق:

تتعرض الأوراق المالية لمخاطر سعر الفائدة، ويقصد بذلك المخاطر الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية، أي أن درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق المالية للتغير في سعر الفائدة تزداد كلما ازدادت فترة الاستحقاق، وبالتالي فإن خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تكون أكبر في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وعليه يمكن تركيز

¹⁰⁵ عبور، عمر. (2016). الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية). دكتوراه. جامعة

حسبية بن بو علي بالشلف.

¹⁰⁶ قاسم، عبدالرزاق، والعلوي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص - ص: 80-81.

¹⁰⁷ الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 427.

الاستثمارات في أوراق مالية قصيرة الأجل من أجل التقليل من مخاطر سعر الفائدة، ولكنه من ناحية أخرى يعني تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى بسبب تقلبات سعر الفائدة بشكل مستمر. كما أن تركيز الاستثمارات في أوراق مالية طويلة الأجل يزيد من مخاطر سعر الفائدة من ناحية، ولكنه من ناحية أخرى يؤدي إلى استقرار العائد بسبب انخفاض تقلبات أسعار الفائدة طويل الأجل بالمقارنة مع سعر الفائدة قصير الأجل¹⁰⁸.

يمكن التغلب على تلك المشكلة من خلال التنوع بين الأدوات المالية للاستفادة من مزايا كل من الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل والأدوات الاستثمارية طويلة الأجل وتقليل المخاطر التي تتعرض لها المحفظة إلى مستويات مقبولة من قبل المستثمر¹⁰⁹، ومن الأساليب المستخدمة للتنوع حسب تواريخ الاستحقاق:

1- الأسلوب الهجومي:

أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وبالعكس وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها¹¹⁰، أما في حال توقع انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فإنه يبيع أدواته الاستثمارية قصيرة الأجل ويستبدلها بأخرى طويلة الأجل تضمن له عوائد ثابتة ومن الممكن أن تحقق له أرباح رأسمالية ناجمة عن ارتفاع قيمتها السوقية، ويتجنب بالتالي خطر التقلب في العائد الدوري المتولد عن محفظته المالية¹¹¹.

إن نجاح الأسلوب الهجومي على أرض الواقع يتوقف على مدى صحة التوقعات، فعند تحقق هذه التوقعات فإن المستثمر يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التغيير المستمر للأوراق المالية، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلاً فإن المستثمر قد يتعرض إلى خسائر وهزات عنيفة في عائد المحفظة قد تؤدي به إلى الإفلاس¹¹².

2- تدرج تواريخ الاستحقاق:

108 عبو، عمر. مرجع سبق ذكره. ص: 150.
109 العلي، أحمد. (2007). إدارة الاستثمارات والمحفظة الاستثمارية. جامعة دمشق. ص: 58.
110 الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 272. بتصرف.
111 العلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 58.
112 قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 84.

أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية – وهذه الأوراق عبارة عن سندات- لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع¹¹³.

تتمثل مزايا هذا الأسلوب في التنويع في تحقيق أهداف المحفظة من خلال توفير السيولة باسترداد قيمة السندات قصيرة الأجل وتحقيق الربح والاستقرار في العائد بالاستثمار في السندات طويلة الأجل¹¹⁴، ووجود النوعين معاً يحد من المخاطر الرأسمالية التي تتعرض لها المحفظة¹¹⁵.

3- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل:

ويقوم هذا الأسلوب على استبعاد الاستثمار في الأوراق المالية ذات الأجل المتوسط وتشكيل محفظة من سندات قصيرة وطويلة الأجل، وذلك:

- لتوفير السيولة من خلال السندات قصيرة الأجل.

- ولتوفير الربحية واستقرار العائد من السندات طويلة الأجل.

في حين أن السندات متوسطة الأجل لا تحقق أيًا من هدفي الربحية والسيولة، ولا بد من توزيع الاستثمارات كما في الأسلوب الثالث بالتساوي بين السندات قصيرة وطويلة الأجل، إلا أن أغلب المستثمرين يعتمدون في التوزيع على توقعاتهم بشأن أسعار الفائدة ومدى الحاجة إلى توفير السيولة¹¹⁶.

د- التنويع الدولي:

يعتمد هذا النوع من التنويع على الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية من أسهم وسندات، وذلك للتخفيض من المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة ولا يمكن التخفيف منها أو تجنبها من خلال التنويع المحلي.

¹¹³ الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 272.

¹¹⁴ قاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 84. بتصرف.

¹¹⁵ Dedek, O. (2009). **Portfolio Theory and Investment Management**. Institute of Economic Studies, Charles University, P: 97.

¹¹⁶ التميمي، أرشد، وسلام، أسامة. (2004). **الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**. عمان. دار المسيرة. الطبعة الأولى. ص: 194.

ويتم استخدام هذا التنوع للتقليل من المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين عائد الأوراق المالية المحلية وعائد الأوراق المالية الأجنبية صفراً أو سالباً أو موجباً غير تام¹¹⁷.

وفي نهاية المطاف يجدر التأكيد على أهمية التنوع بالاعتماد على طرقه المتنوعة وفق السبل الموجبة لاستخدام أيّاً منها، وإن تنوع ماركويتز كأسلوب من أساليب التنوع المتبعة يعتبر الأسلوب الأنجح والأهم والمستخدم بشكل أكبر من قبل مديري المحافظ المالية في السوق المالي.

إدارة المحفظة المالية:

هي عبارة عن فن له أصوله وقواعده، كما تعتبر كعلم له نظرياته ومناهجه، وهي في نفس الوقت خبرة تكتسب وتتطور وتزداد مع مرور الوقت، فبقدر ما تخضع لتخطيط ودراسة وعمليات تدوير لأوراقها المالية وتنظيم لمكوناتها وتواريخ استحقاق أوراقها ومتابعة لعملياتها، فإنها بصورة أو بأخرى تخضع لعوامل شخصية متعلقة بمدير المحفظة ومدى درجة علمه وخبرته في هذا المجال.

أسس (قواعد) لإدارة المحفظة المالية:

عملية إدارة المحافظ المالية تتطلب اتخاذ خطوات وبرامج عمل استناداً إلى الأحداث المطلوب تحقيقها من قبل المستثمر، فعند البدء باستثمار الأموال وفقاً لخطة معينة يبدأ هنا العمل الفعلي من خلال تحديد الأهداف وإجراء التحليلات ومن ثم اختيار الأدوات الاستثمارية المراد الاستثمار بها والمراقبة وإجراء التعديلات المناسبة حسب متطلبات وحاجات المستثمر وبالتالي تقسم عملية إدارة المحفظة المالية إلى¹¹⁸:

• التخطيط للاستثمار (بيان السياسة الاستثمارية):

تعتبر خطة الاستثمار من أهم عوامل نجاح القرار الاستثماري، والسياسة التي ستقود كل قرارات المستثمر اللاحقة، بما فيها قرار تخصيص الموجودات، حيث يعتمد قرار تخصيص الموجودات بشكل أساسي على أهداف ورغبات المستثمر ومحدداته ودليل الاستثمار الخاص به، فعلى سبيل المثال يكون هدف المستثمر تحقيق ربح استثماري مرتفع، أو تحقيق عائد دوري على الاستثمار لمواجهة التزامات دورية، أو يهدف إلى ربح استثماري معتدل وعائد دوري معاً، وفي هذه المرحلة يجب على المستثمر أن يحدد درجة تقبله للمخاطر، وتعديل السياسة الاستثمارية دورياً حسب المستجدات التي تطرأ على احتياجات المستثمر وذلك في ضوء إمكانيات وحجم رأسمال المستثمر،

¹¹⁷ قاسم، عبدالرزاق، والعلوي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 85. بتصرف.

¹¹⁸ آل شبيب، دريد كامل. مرجع سبق ذكره. ص: 299.

وبعد تحديد الأهداف يتم وضع استراتيجية الاستثمار والتي تعتبر الآلية التي من خلالها يتم تحقيق الأهداف الموضوعية.

• التحليل الاقتصادي والقطاعي:

يقصد بالتحليل الاقتصادي تحليل البيانات والمعلومات عن الاقتصاد الكلي حيث يتم اختيار الأدوات المالية في المحفظة بعد تحديد طبيعة الاتجاهات في الاقتصاد من رواج أو كساد، ويركز التحليل الاقتصادي على دراسة اتجاهات السياستين المالية والنقدية ومدى تأثيرهما على الاقتصاد بشكل عام وعلى الشركات التي سيتم الاستثمار بأسهمها حيث طبيعة السياستين تعطي مؤشرات عن أداء الاقتصاد واتجاهاته في الفترة القادمة مما يحدد التوقيت الملائم في اتخاذ قرار الشراء والبيع وكذلك طبيعة الأدوات المختارة التي سيتم ضمها أو التخلص منها.

أما التحليل القطاعي فهو الذي يهدف المستثمر من خلاله إلى تحديد القطاع الذي سيتم الاستثمار في الأدوات المالية التي تنتمي له حيث يتغير أداء الأدوات المالية على أساس القطاعات الاقتصادية التي تعود لها هذه الأدوات وبعد تحديد القطاع يجب أن يتم تحليل كل أداة مالية على حده، فإذا كانت الأداة المالية عبارة عن أسهم، فمن خلال هذه الخطوة تقوم إدارة المحفظة أو المستثمر بتحليل مبيعات الشركة المصدرة لهذه الأسهم وحجم العرض والطلب على منتجات هذه الشركة وأثر ذلك على السعر والعائد وحجم المبيعات وظروف السوق والمنافسة.....الخ.

قرار المزج الرئيسي واختيار مكونات المحفظة:

يعتبر من أهم القرارات الاستراتيجية في إدارة المحفظة والذي يتم بموجبه تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة. ويشمل قرار المزج الأمثل للمحفظة تحديد العناصر التالية:

1. أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة.
2. الوزن النسبي لكل أصل في هيكل المحفظة.
3. القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها.
4. الأصول التي سيتم الاستثمار فيها في كل قطاع.

ويعتبر قرار المزج قراراً استراتيجياً في بناء المحفظة، لكن هذا التوزيع قد يعاد ترتيبه في المستقبل وذلك إذا ما استجدت ظروف تستدعي ذلك. وحينئذ يحتاج الأمر إلى قرار جديد يسمى قرار التوقيت، والغرض منه تغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة عن طريق التخلص من بعضها

وإضافة بعضها الآخر¹¹⁹، وصولاً إلى ما يُعرف بالمحفظة المثلى والتي تعظم أرباح المحفظة من جهة وتخفف المخاطر إلى الحد الأدنى من جهة أخرى¹²⁰.

• المراقبة والتقييم المستمر:

تتضمن هذه المرحلة القيام بمراجعة دورية وإشراف مباشر للأدوات المالية المكونة للمحفظة، في ضوء حركة الأسعار في السوق الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى إعادة ترتيب وتغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة واستبعاد بعضها. إذ أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى خسائر، قد تطول رأس المال المستثمر¹²¹.

شروط تكوين المحفظة المالية:

يجب أن تتوافر مجموعة من الشروط المهمة التي تضمن النجاح في تكوين المحفظة المالية وعند إجراء تعديل على الأصول المكونة لها ومن تلك الشروط¹²²:

- 1- اختيار الأصول المكونة للمحفظة على أساس دراسة كل المعلومات المتوفرة عن حالة السوق وعن الأصول المنتقاة ودراسة البيئة الاستثمارية.
- 2- محاولة الحفاظ على ربحية المحفظة وقيمتها السوقية وذلك بالعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تحقق أهداف المستثمر بشكل أفضل.
- 3- توفير الأمان للمحفظة المالية من خلال العقلانية والتحوط وتحديد هامش معين لتقليل المخاطرة وذلك بتنويع الأصول المكونة للمحفظة بطريقة علمية والعمل بشفافية.
- 4- التنبؤ بأداء المحفظة المالية بطرق علمية ومقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة وذلك للوصول إلى أفضل النتائج في المستقبل، وبخاصة للمستثمرين المؤسسيين.
- 5- دراسة حساسية الأصول المكونة للمحفظة تجاه المتغيرات الاقتصادية كمؤشرات السوق والاقتصاد بشكل عام.
- 6- اتباع سياسة ومنهجية محددة مسبقاً لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتعديل هذه السياسة عند كل تغير في الظروف المحيطة وفي احتياجات المستثمر.

119 القاسم، عبدالرزاق، والعلی، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 75.

120 العلي، أحمد. (2006). إدارة محفظة الأوراق المالية. منشورات جامعة دمشق. ص: 36.

121 خطاب، سامي. مرجع سبق ذكره. ص: 7. بتصرف.

122 معروف، هوشيار. (2009). الاستثمارات والأسواق المالية. عمان. دار الصفاء للنشر. ص: 222.

7- توفر قدر جيد من السيولة النقدية لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وللاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة.

سياسات إدارة المحفظة المالية:

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية باختلاف أهداف وغايات المحفظة، فقد تهدف المحفظة إلى تحقيق الربح السريع مع تحمل مخاطرة عالية، أو تهدف إلى تحقيق الربح القليل مع الأمان والاستقرار، كما قد يكون هدفها هو الحصول على عائد معقول مع مخاطر تتناسب مع هذا العائد، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين السياسات التالية¹²³:

- السياسة الهجومية:

يلجأ مدير المحفظة إلى هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي تحقيق أرباح رأسمالية سريعة ناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المكونة للمحفظة، فهو يفضل عنصر الربحية على الأمان ويتحمل درجات مرتفعة من المخاطر، ويسمى هذا النوع من المحافظ بمحافظ رأس المال (محافظ النمو)، والأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80 % إلى 90 % من قيمة المحفظة¹²⁴. وتتبع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فيتم شراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة مازالت في طور الأول من نموها لجني أرباح رأسمالية في فترات لاحقة¹²⁵.

- السياسة الدفاعية:

يلجأ مدير المحفظة إلى هذه الاستراتيجية عندما يكون متحفظ جداً تجاه عنصر المخاطرة وهدفه التركيز على الأمان، ويطلق على هذه المحافظ محافظ الدخل، وأنسب الأدوات المالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل الأسهم الممتازة والسندات)، وبنسب تتراوح بين 60% إلى 80% من رأسمال المحفظة، وتكون هذه السياسة ناجحة في فترات الركود الاقتصادي¹²⁶.

- السياسة المتوازنة:

¹²³ Mondher, Y. (2003). option, contrat à terme et gestion des risques, 2ème edition, Economica, paris..

¹²⁴ عبدالقادر، السيد متولي. مرجع سبق ذكره. ص: 227. بتصرف.

¹²⁵ القاسم، عبدالرزاق، والعلوي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 89.

¹²⁶ مطر، محمد، وتيم، فايز. مرجع سبق ذكره. ص: 184.

في هذا النوع من السياسات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية، ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية متنوعة تحقق للمستثمر دخل ثابت دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة¹²⁷. وأغلب المستثمرين يميلون لهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد تتناسب ودرجة المخاطرة لكن ذلك لا يمنع من دخوله في عمليات المضاربة إن سمحت له الظروف¹²⁸. ويُفضل تطبيق هذه السياسة في حال عدم التأكد من الظروف الاقتصادية القادمة¹²⁹.

التحليلات الأساسية لتكوين المحفظة المالية:

حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم بشأن شراء أو بيع ورقة مالية معينة، فإن هذا يحتاج إلى تحليل عميق للمعلومات التي تكون متاحة له في شكلها الخام. ولهذا الغرض يوجد نوعين من التحليل: التحليل الأساسي والتحليل الفني¹³⁰.

التحليل الأساسي:

هو دراسة الظروف المحيطة بالجهة المصدرة للأدوات الاستثمارية، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو ظروف تلك الجهة بحد ذاتها والهدف من هذا التحليل هو الحصول على معلومات قد تفيد في التنبؤ واتخاذ القرار الاستثماري الأمثل بناءً على الأرباح المحققة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي قد تتعرض لها تلك الأرباح، والتي تعتبر محدداً أساسياً للقيمة السوقية للأدوات الاستثمارية التي تصدرها تلك الجهة¹³¹.

إن القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية تتحدد عن طريق دراسة عدة مراحل هي:

1- المتغيرات الدولية: يجب على المستثمر أن يكون على إطلاع بكافة المتغيرات الدولية السياسية منها والاقتصادية والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على الهيكل الاقتصادي والانتاجي للدولة التي سيقوم بالاستثمار فيها أو شراء الأدوات الاستثمارية التي تتكون محفظته منها حتى يتخذ قراره الاستثماري بشكل صحيح وبما يناسب الظروف المتغيرة¹³².

127 علوان، قاسم نايف. مرجع سبق ذكره. ص: 199.

128 جميل، أحمد صبحي. (2015). الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية

الجامعية. العدد الرابع والأربعون. ص: 279.

129 المومني، غازي فلاح. مرجع سبق ذكره. ص: 25.

130 عيو، عمر. مرجع سبق ذكره. ص: 105.

131 الشعراي، بشار. مرجع سبق ذكره. ص: 51.

132 المرجع السابق نفسه. ص: 51.

2- تحليل الظروف الاقتصادية:¹³³ من المعترف به أن الظروف الاقتصادية لها تأثير على مستوى الأسعار في السوق وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين، في مقدمتها السياسة المالية والسياسة النقدية للدولة إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم، وعن حجم الإنتاج القومي.

أ- السياسة المالية: تتمثل في الضرائب والإنفاق الحكومي، حيث تؤثر الضرائب على أسعار المنشآت وأسعار أسهمها، وأن تخفيض معدل الضرائب على أرباح الشركات يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، كما يعتبر الإنفاق الحكومي ذو آثار إيجابية وسلبية على المنشآت، فإذا قررت الحكومة تخفيض الإنفاق الحكومي فإن هذا يحمل انخفاضا في إيرادات وأرباح بعض الشركات، وبما أن ربحية المنشأة أساسية للسعر الذي يباع به السهم في السوق فحتما سوف تنخفض أسعار الأسهم.

ب- السياسة النقدية: البنك المركزي هو الذي يدير السياسة النقدية للبلاد، وهناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، فزيادة المعروض من النقود من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة ونظرا لهذا التأثير الإيجابي لهذه الأحداث على أرباح المنشآت فإنه يمكن القول أن مستوى أرباح الأسهم يرتفع.

ج- معدلات التضخم: إن التقارير عن معدل التضخم أثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنها أن تترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار، وذلك لأن هذه التقارير قد تحمل توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب من الاستثمار في الورقة المالية وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية.

د- حجم الناتج الوطني: إن تأثير التقارير عن حجم الناتج القومي يمكن أن يكون لها أثر إيجابي، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

3- تحليل الظروف الصناعية: يهدف تحليل ظروف الصناعة إلى التعرف على المستقبل للشركة في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة

¹³³ عيو، عمر. مرجع سبق ذكره. ص - ص: 105-106.

متساوية من أي ازدهار اقتصادي ولا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد¹³⁴، لذا يتطلب الأمر بل من الضروري تحليل ودراسة الصناعة فإذا كانت الصناعة المعنية من المقدر أن تمر بحالة كساد، فإن الشركات التي تنتمي إلى هذه الصناعة سوف تتأثر والعكس بالعكس¹³⁵.

ومن أكثر أدوات تحليل الظروف الصناعية شيوعاً ما يلي:¹³⁶

أ-دورة حياة الصناعة: يقصد بها دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة وتأخذ في الحسبان العديد من الاعتبارات الأساسية في تحليل الصناعة والتي تمر بأربع مراحل: مرحلة الظهور، مرحلة النمو السريع، مرحلة النضج، مرحلة الاستقرار.

ب -التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (متغيرات مستقلة) والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة.

ج-التنبؤ بمعدل نمو الربحية: يقتضي الأمر توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل يسير عمله التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.

4- تحليل الشركة:¹³⁷ يتأثر سعر السهم بأداء الشركة المصدرة له، فزيادة الأرباح في الشركة تؤدي إلى زيادة التوزيعات وزيادة القيمة السوقية للسهم، ويجب اتخاذ قرار الشراء بعد المقارنة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية لأسهم الشركة، ويعتمد تحليل وضعية الشركة على المبادئ الأساسية التالية:

- 1- مقارنة أداء الشركة مع الشركات الأخرى المنافسة داخل الصناعة.
- 2- خصائص الإدارة ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف الموضوعة.
- 3- تحليل المركز المالي للشركة.

¹³⁴ حسين، عصا. (2008). أسواق الأوراق المالية (البورصة). الأردن. دار أسامة للنشر والتوزيع. ص: 159.

¹³⁵ حنفي، عبدالغفار. مرجع سبق ذكره. ص: 257.

¹³⁶ عيو، عمر. مرجع سبق ذكره. ص: 106.

¹³⁷ الشعراني، بشار. مرجع سبق ذكره. ص: 52.

5- تحليل المخاطرة:¹³⁸ طالما أن القيمة السوقية للسهم العادي للشركة تتحدد على ضوء العائد والمخاطرة معاً، فإنه يصبح لازماً على المحلل أن يتعرف على حجم المخاطرة التي تتعرض لها المنشأة.

التحليل الفني:

هو علم رصد وتسجيل- عادة في شكل رسم بياني- جميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، سعر التداول، حجم التداول،...الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج من هذه المعلومات التاريخية اتجاه الأسعار في المستقبل¹³⁹.

ويعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطا معيناً من التغير في الأسعار لعدة مرات فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل¹⁴⁰.

أولاً: أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق:

يقصد بها مؤشرات السوق التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق، وتحديد اتجاه الأسعار فيه أي ما إذا كانت تتجه نحو الصعود أو نحو الهبوط¹⁴¹، نظراً لأن أسعار الأوراق المالية تتحرك معاً في فترات الهبوط أو الصعود الطويلة، لذلك يكون اتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد توقيت الشراء أو البيع للأوراق المالية، وفي الواقع فإن هذا الأمر يعد أهم عامل في الطرق والأساليب الفنية¹⁴². وهناك ثلاث أنواع من المقاييس تستخدم لهذا الغرض:

1) مقاييس ميل واتجاه المستثمرين:

تعطي مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، حيث تمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة¹⁴³، وأهم هذه المقاييس مؤشر الثقة لبارون: وهو مؤشر تنشره أسبوعياً مجلة بارون الأمريكية، وتقوم فكرة هذا المؤشر على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة

¹³⁸ عبو، عمر. مرجع سبق ذكره. ص: 106.

¹³⁹ Robert, E. (2007). **Technical Analysis of stock trend**. (by taylor & francis grou, London,). p:4.

¹⁴⁰ مريمت، عديلة. (2010). **استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية**. دكتوراه. تخصص نفوذ ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة باجي مختار.

¹⁴¹ الهندي، منير إبراهيم. (2008). **أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)**. مصر. منشأة المعارف. ص: 195.

¹⁴² شموط، مروان، كنجو، عبود كنج. (2008). **أسس الاستثمار**. مصر. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات. ص: 319.

¹⁴³ الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 220.

وأ أنهم متفائلون بشأن المستقبل، حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر، والنتيجة المتوقعة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها – بالتبعية – ليقتررب من عائد السندات مرتفعة الجودة، لتقتررب نسبة المؤشر من 100 % والعكس يصبح صحيحا لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة. وعلى العموم فإن قيمة المؤشر عادة تتراوح بين 85%، 95%.

والمعادلة التالية توضح كيفية قياسه¹⁴⁴:

مؤشر الثقة = (عائد السندات مرتفعة الجودة / عائد السندات متوسطة الجودة) × 100

يمثل البسط متوسط العائد على السندات ذات النوعية العالية (10 شركات)، والمقام عائد السندات متوسط الجودة (متوسط عائد 10 شركات)، ونتيجة المؤشر تحدد ظروف السوق واتجاهه¹⁴⁵.

عندما تكون قيمة مؤشر الثقة في صعود، فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود أكثر وأكثر في المستقبل، ومن ثم يكون التوقيت ملائم للشراء، أما إذا كانت قيمة المؤشر آخذة في الهبوط فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة غير مشجعة، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الانخفاض أكثر وأكثر في المستقبل، مما يعني أن التوقيت ملائم للبيع¹⁴⁶.

(2) مقاييس وجهة النظر المضادة (Contrary Opinion):

تقوم هذه المقاييس على فكرة أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناء عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية، ومن المتفق عليه أن المعلومات المتاحة لصغار المستثمرين عادة ما تكون أقل من تلك التي تتاح للمستثمرين المحترفين، ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمرا محتملا. يضاف إلى ذلك أنه قد لوحظ أن صغار المستثمرين حتى لو توافرت لديهم المعلومات عادة ما ينتظرون طويلا قبل انتهاز فرصة متاحة، فمثلا عندما تأخذ الأسعار في الاتجاه نحو الصعود فإنهم لا يستجيبون بالسرعة الكافية، بل وعادة ما يتخذون قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها، وعليه عندما يبدأ هؤلاء في إصدار أوامر

144 الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 195.

145 زيد، حياة. (2015). دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم. ماجستير. بكرة. جامعة محمد خيضر.

146 الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 196.

بالشراء، يكون الوقت ملائماً للمستثمر المحترف لأن يصدر أوامر بالبيع¹⁴⁷. ومن أكثر تلك المقاييس شيوعاً مؤشر توازن الكميات الكسرية.

مؤشر توازن الكميات الكسرية: وتوصف الكميات الكسرية بأنها العمليات التي تقل عن 100 سهم، ويقوم بها عادة صغار المستثمرين، ويقاس بالمعادلة التالية¹⁴⁸:

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية / مشتريات الكميات الكسرية

إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم وبالتالي كلما زادت قيمة المؤشر فإن على المستثمر الذي يعمل بوجهة النظر المضادة أن يقوم بعملية الشراء، ويقوم بعملية البيع في حال انخفضت قيمة المؤشر لأقل من الواحد الصحيح¹⁴⁹.

(3) مقاييس المستثمر المحترف:

يسود الاعتقاد بأن الصفقات التي يقوم بها المستثمر المحترف هي الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار الملاك والمديرين والمتخصصين وهم يعتبرون من المستثمرين الذين يحصلون على معلومات غير متاحة للعامة بسبب موقعهم داخل هذه الشركات وهذه المعلومات تمكنهم من الحصول على عوائد كبيرة، لذلك يستحسن تتبع قراراتهم الاستثمارية¹⁵⁰. ومن أهم المؤشرات التي تستخدم لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين نسبة البيع على المكشوف.

نسبة البيع على المكشوف (البيع القصير من قبل المتخصصين) (short selling by specialists):

نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين = المبيعات على المكشوف للمتخصصين / مجموع المبيعات على المكشوف.

وتمثل النسبة العادية للبيع على المكشوف بواسطة المتخصصين نحو 40 % وينظر الفنيون إلى انخفاض هذه النسبة إلى أقل من 30 % على أنه علامة تفاؤل لأنها تعني أن المتخصصين يقللون

¹⁴⁷ نفس المرجع السابق. ص: 200-201.

¹⁴⁸ حماد، طارق عبدالعال. (2005). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. مصر. الدار الجامعية. ص: 321.

¹⁴⁹ العلي، أحمد. مرجع سبق ذكره. ص: 90.

¹⁵⁰ زيد، حياة. مرجع سبق ذكره. ص: 103.

من عملية المشاركة في البيع على المكشوف، وعلى العكس من ذلك فإن الزيادة في هذه النسبة عن 50 % تعتبر علامة تشاؤم وهي إشارة إلى السوق الهابطة¹⁵¹.

ويلاحظ أن هذه النسبة تواجه بعض المشكلات التي تحد من منفعتها وأهمها:¹⁵²

1. وجود فرق زمني قد يكون أكثر من أسبوعين بين حدوث عمليات البيع على المكشوف للمتخصصين. وتقديم البيانات عنها، قد تتغير خلاله أحوال السوق، وبالتالي عدم الاستفادة من نتائج المؤشر.

2. قد يلجأ المتخصصين لتغطية اتجاهاتهم أو مواقفهم لتضليل من يقتفي أثرهم.

ويمكن أيضاً الاعتماد على مؤشر الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأسعار صعوديه / عدد الصفقات بأسعار صعوديه أو نزوليه، وكلما ازداد هذا المؤشر فإنه يدل على حالة ازدهار ورواج¹⁵³.

ثانياً: أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت :

يمكن تطبيق أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت على السوق ككل أو على أوراق مالية معينة، وحينما يتم تطبيقها على السوق ككل فإن الغرض منها يكون تحديد الاتجاه العام، وعند تطبيقها على الأوراق المالية الفردية فإن الغرض منها يكون إعطاء إشارة للمستثمر بالوقت الذي يقوم فيه بالشراء أو البيع أو التوقيت الذي يحافظ فيه على الموقف الحالي في ورقة مالية معينة. ومن أهم هذه الأدوات (خريطة القوة النسبية - خرائط الأعمدة البيانية - خرائط مستويات الدعم والمقاومة - خريطة الرأس والأكتاف - القمة المزدوجة)¹⁵⁴.

ثالثاً: الرسوم البيانية :

يوجد العديد من الرسوم البيانية المستخدمة في التحليل الفني أهمها (الخط البياني - الأعمدة البيانية - الشموع اليابانية - مخططات Point and Figure)¹⁵⁵.

151 حماد، طارق عبدالعال. مرجع سبق ذكره. ص: 191.

152 حماد، طارق عبدالعال. (2007). دليل التعامل في البورصة. مصر. الدار الجامعي. ص: 159.

153 حماد، طارق عبدالعال. مرجع سبق ذكره. ص: 376.

154 المرجع السابق نفسه. ص: 218.

155 الشعراي، بشار. مرجع سبق ذكره. ص: 54.

استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية:

عند بناء المحفظة المالية يراعي المستثمر الاستراتيجية التي ينوي اتباعها والتي يتم بناءً عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث استراتيجيات رئيسية لإدارة المحفظة.

أولاً: الاستراتيجية الساكنة أو السلبية (استراتيجية السوق الكفو):

وتتضمن استراتيجية شراء الأصل وحيازته ويشترط إتباع هذه الاستراتيجية توفر شرطي الكفاءة وتجانس التوقعات وذلك باعتبار أنه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة وتعكس القيمة الحقيقية للأصل المالي، وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق ربحاً غير عادي لأن المعلومات تصل لكل المستثمرين في نفس اللحظة وبدون تكلفة، كما أن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأوراق المالية، أما في حالة تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد على الأصول والمخاطر المرتبطة بها فإنه سيكون مقنعاً بحيازة بعض التوليفات من الأصول الخالية من المخاطر¹⁵⁶. ومن أبرز أساليب هذه الاستراتيجية ما يلي:

❖ استراتيجية الشراء والاحتفاظ:

وفق هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملاً في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفو لن يسمح بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعاً لعدة عوامل، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف المنشأة.... الخ وعليه فإنه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعاً لدرجة المخاطر التي يكون مستعداً لتحملها.¹⁵⁷

. ولتطبيق هذه الاستراتيجية في تكوين المحفظة يجب أن يراعي المستثمر عدة اعتبارات هامة منها:¹⁵⁸

¹⁵⁶ موصلي، سليمان، وسليمان، عدنان. (2013). الأسواق المالية. جامعة دمشق. ص: 299-300. بتصرف.
¹⁵⁷ العمري، صفية، (2018)، سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية – دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، ص: 116.
¹⁵⁸ لطرش، سميرة. (2010). كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم. دكتوراه. قسنطينة. جامعة منتوري، ص: 153 – 155.

1. تحقيق مستوى ملائم من التنوع:

يقصد بالتنوع ضرورة أن يستثمر الفرد أمواله في أكثر من ورقة مالية، بمعنى يستحسن أن ينوع المستثمر مكونات محفظة أوراقه المالية، تجنباً للوقوع في المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أسهم منشأة واحدة. ذلك لأن أي خطر يصيب هذه المنشأة قد يعرض صاحبه لخسائر فادحة. وهناك طريقتين للتنوع: التنوع الساذج أو البسيط، وتنوع ماركوتز كما تحدثنا عنهما في هذا الفصل.

2. السيولة:

يقصد بالسيولة، سهولة التخلص من الورقة المالية بأسرع وقت ممكن وبأقل خسائر ممكنة (أو دون خسائر نهائياً). ويعتبر هدف السيولة من الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها عند تكوين محفظة الأوراق المالية. ولكي يضمن المستثمر تحقيق هذا الهدف، فما عليه إلا الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية (كالسندات الحكومية، وأذونات الخزينة) التي تعتبر أوراق مالية شديدة السيولة بالإضافة إلى الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت ذات المراكز المالية القوية والسمعة الجيدة إذ يمكن تصريفها بسهولة.

3. مستوى المخاطر:

إن أي مستثمر يهدف دائماً من خلال تنوع محفظة أوراقه المالية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها. انطلاقاً من ذلك يمكن للمستثمر أن يخفض من مستوى المخاطر التي تتعرض لها محفظة أوراقه المالية، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الحكومية (السندات الحكومية، وأذونات الخزينة). بالإضافة إلى أسهم المنشآت القوية (ذات المراكز المالية القوية) والواعدة ففي هذه الحالة يضمن المستثمر إمكانية بيع هذه السندات والأسهم لأنها ذات سيولة عالية. كما أنه يضمن من جهة أخرى تقليل المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق خاصة السندات الحكومية، لأنها ذات عائد ثابت ويمكن تصريفها في أي وقت.

4. توقيت الاستثمار:

لن يكون المستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق ويطبق استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بهذه الكفاءة مضطراً لأجراء دراسة وتحليل من أجل تحديد توقيت الاستثمار المناسب خاصة في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ. إذ يمكن للمستثمر أن يشتري عندما يكون لديه ما يكفي من النقود

لتنفيذ عملية الشراء، كما يمكنه البيع عندما يكون بحاجة إلى النقود أو عندما ترتفع قيمة محفظته المالية.

5. الاعتبارات الضريبية:

تعتبر الاعتبارات الضريبية من الأمور المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تطبيق استراتيجية الشراء والاحتفاظ على محفظة الأوراق المالية. إذ عادة ما نجد كبار المستثمرين يفضلون الأوراق المالية التي لا تقوم المنشأة المصدرة لها بإجراء توزيعات عند تحقيق أرباح، أو تقوم بتوزيع جزء فقط من هذه الأرباح، خاصة إذا كان معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية، أي معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من معدل الضريبة على الأرباح الناتجة عن ارتفاع سعر الورقة المالية.

❖ استراتيجية صناديق المؤشرات: 159

يعد الاستثمار وفق هذه الاستراتيجية منخفض الكلفة لأنه لا يتطلب من المستثمرين إجراء التحليل الفني للأوراق المالية، وتقتضي تلك الاستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لنوع معين من محافظ مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر آند بور (S&P500)، أو مؤشر المتوسط الصناعي لداوجونز industrial average DOW JONES أو أي مؤشر آخر وذلك بشراء أوراق مالية تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر، وتهدف إلى الحصول على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، وذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق والمكونة لصندوق المؤشر.

ثانياً: الاستراتيجية النشطة أو المتحركة (استراتيجية السوق غير الكفو):

يعتقد المستثمر وفقاً لهذه الاستراتيجية أن السوق غير كفوء وأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس جميع المعلومات المرتبطة بتلك الأوراق المالية، لذا تراهم يبحثون عن الأوراق المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ليشتروها، وتلك المقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية فيبيعوها¹⁶⁰، وهذا ما يجعل

159 كعيد، أحمد & عبد علي، علي، (2018)، تأثير استخدام استراتيجية إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية، *المجلة العراقية للعلوم الإدارية*، المجلد 14، العدد 57، ص 217-181.

160 موصلي، سليمان & سليمان، عدنان، *الأسواق المالية*، مرجع سبق ذكره، ص 310.

إمكانية تحقيق أرباح غير عادية وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد عليه في اختيار الأوراق المالية المكونة لها¹⁶¹. ومن أهم أساليبها نجد:

(1) استراتيجية اختيار الأوراق المالية:¹⁶²

وفيها يقوم المستثمر باختيار الأوراق المكونة لمحفظة المالية بالاعتماد على التحليل الأساسي والتحليل الفني، وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلاً عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوئها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية.

(2) استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:¹⁶³

هي تلك الاستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، وهنا تصبح عملية توزيع أصول المحفظة عملية ديناميكية، يتم من خلالها تغيير الأوزان حسب التوقعات الخاصة بالعائد والمخاطرة.

ويمكن تصنيف أسهم القطاعات إلى:

- أسهم مؤسسات حساسة لتغيرات أسعار الفائدة (كأسهم البنوك والمؤسسات المالية... الخ)، ترتفع أسعار هذه الأسهم بشكل كبير مع انخفاض مستوى الفائدة والعكس صحيح.
- أسهم مؤسسات منتجة لسلع معمرة (أسهم أدوية): تتغير قيمها حيث ترتفع في فترات الرواج وتنخفض في حالة الكساد.
- أسهم مؤسسات منتجة لسلع رأسمالية: لا تتغير قيمة أسهمها في حالة الكساد أو الرواج قصيرة الأجل بل تتأثر بالكساد أو الرواج الطويل الأجل.

¹⁶¹ بلجيكية، سمية، (2010)، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لعوائد أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، ص75.

¹⁶² عبو، هدى & عبو، ربيعة، (2017)، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مجلة الأبحاث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، العدد الرابع، ص 115 – 130.

¹⁶³ إسماعيل، شهرزاد، (2024)، استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية وتأثرها بكفاءة السوق المالية، دفاثر البحوث العلمية، المجلد 12/ العدد 01، ص 169 – 188.

- أسهم دفاعية: من بين هذا النوع من الأسهم هي الأسهم الخاصة بالأدوية والأغذية، فهي أسهم لا تحمل صاحبها مخاطرة كبيرة نظراً لعدم تأثرها كثيراً بحالات الرواج والكساد.

(3) استراتيجية توقيت السوق: 164

تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية أو يقلل المخاطرة إذا أدرك وقت دخوله للسوق ووقت خروجه موجهاً حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية وأذون الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

ثالثاً: استراتيجية الاستثمار لصغار المستثمرين:

الذين لا يستثمرون أموالهم في صناديق الاستثمار، أو أنهم يستثمرون جزءاً من أموالهم في محفظة أوراق مالية، ويخصصون جزءاً آخر للاستثمار في أسهم منشأة واحدة بعينها. لذلك جاءت هذه الاستراتيجيات لتساعد صغار المستثمرين في التقليل من مخاطر الاستثمار في أسهم منشأة واحدة. ومن هذه الاستراتيجيات نذكر: استراتيجية السمة الواحدة، واستراتيجيات السمات المتعددة.

استراتيجية السمة الواحدة:

هذه الاستراتيجية تعتمد بصورة كبيرة على مبادئ التحليل الأساسي، إلا أنها لا تعترف بكفاءة السوق. ومن بين هذه الاستراتيجيات نذكر ما يلي:

1. استراتيجية المضاعف:

يقصد بهذه الاستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي¹⁶⁵. ومن بين تطبيقات هذه الاستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الأخيرة، أو أقل من 90 % من مضاعف الربحية لمؤشر S&P500. فشرء هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق.¹⁶⁶

164 عبو، هدى & عبو، ربيعة، (2017)، سياسات واستراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مجلة الأبحاث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، العدد الرابع، ص 115 – 130.

165 الهندي، منير إبراهيم. مرجع سبق ذكره. ص: 472.

166 إسماعيل، شهرزاد، 2024، استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية وتأثيرها بكفاءة السوق المالية، دفا تر البحوث العلمية، المجلد 12/ العدد 01 (2024)، ص 169 – 188.

2. استراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل التوزيعات: 167

يقصد باشتقاق السهم منح أسهم جديدة مقابل سهم قديم، هذه السياسة من شأنها أن تساهم في زيادة عدد الأسهم وانخفاض القيمة السوقية للسهم، وبالتالي لن يجد المستثمر صعوبة في تصريف هذا السهم. باختصار يتمتع السهم الذي يتوقع له الاشتقاق بسيولة أفضل، وقيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق، أما توزيع الأسهم مقابل توزيعات، فنقصد به قيام المنشأة بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها عوض القيام بتوزيعات نقدية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة رأسمال الشركة، وإلى انخفاض القيمة السوقية للسهم. الميزة في هذه السياسة أن يكون المستثمر قادراً على شراء السهم قبل اشتقاقه أو توزيع أسهم مجانية عليه، لأنه لو تمت عملية الاشتقاق والتوزيع فعلاً، فلن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية لأن سعر السهم سيرتفع بعد ذلك.

3. استراتيجية السهم ذو التوزيعات المتزايدة: 168

يمكن أن يحقق المستثمر أرباح غير عادية في حال علمه مسبقاً بزيادة نسبة الأرباح الموزعة لأسهم ما، فيقوم بشرائها قبل الإعلان عن ذلك التوزيع.

4. استراتيجية الإصدارات الجديدة: 169

في هذه الاستراتيجية يتم تفضيل شراء أسهم المؤسسات التي أصدرت أوراقها المالية (أسهمها) للتداول في السوق لأول مرة، لأن قيم تسعيرها لأول مرة تكون منخفضة أي بقيم أقل من قيمتها الحقيقية، بسبب نقص المعلومات عنها وبسبب المسؤولية القانونية.

5. استراتيجية الأسهم التي يعاد شرائها: 170

قد تقوم المنشأة في بعض الأحيان بإعادة شراء الأسهم التي سبق وأصدرتها، وذلك لعدة أسباب. من بين هذه الأسباب:

- اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي، وأن إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح.
- كذلك قد تستهدف من إعادة الشراء خلق تعامل نشط على السهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً على سيولته وعلى القيمة السوقية بالتبعية.

167 لطرش، سميرة. (2010)، مرجع سبق ذكره، ص 167-168.

168 إسماعيل، شهرزاد، (2024)، مرجع سبق ذكره.

169 العمري، صفية، (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 119.

170 الهندي، منير، مرجع سبق ذكره، ص 237 – 238.

- كما قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في تحريك سعر السهم، إذ أن قرار إعادة الشراء – بهدف تخفيض عدد أسهم رأس المال-من شأنه أن يحد من المعروض من أسهم المنشأة، وهو ما يسفر عن زيادة في ربحية السهم، وفي قيمته السوقية بالتبعية.
 - رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العاملين في ملكية المنشأة، أو استعدادا لاحتمال قيام المديرين بتنفيذ حقوق الاختيار التي حصلوا عليها STOCK OPTI.
- وتعتبر كل الأسباب السابقة مؤشرات ايجابية على مستقبل السهم، وقد أثبتت الكثير من الدراسات أن العائد المتوقع على الأسهم التي يعاد شرائها يكون أعلى من متوسط عائد السوق.

6. أسهم الشركات الصغيرة: 171

هناك اعتقاد سائد بأن أسهم الشركات الصغيرة تحقق عائد يفوق عائد السوق، لذلك يمكن للمستثمر الصغير أن يستثمر أمواله في أسهم هذا النوع من الشركات. فقط يجب الأخذ بعين الاعتبار نقص المعلومات الخاصة بهذه الشركات، كما أن هناك من يتخوف من الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة، نظرا لصغر حجمها، وانخفاض نسبة السيولة فيها.

7. أسهم المنشآت الخاسرة: 172

وهي استراتيجية الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت خسائر خلال سنة مالية معينة. هناك دراسات أثبتت أن الاستثمار في أسهم منشآت حققت خسائر، يكون أكثر ربحية من الاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباح. وتفسير ذلك أن المعلومات الواردة إلى السوق عن أداء الشركة المصدرة لهذه الأسهم تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم، وبذلك تنخفض قيمتها السوقية، وعندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح وتنخفض المخاطر ترتفع القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي يحقق المستثمر الذي اشترى هذه الأسهم أرباحاً رأسمالية.

¹⁷¹ لطرش، سميرة، مرع سيق ذكره، ص 169 – 170.

¹⁷² نفس المرجع السابق، بتصرف، ص 170.

استراتيجية السمات المتعددة: 173

تهدف هذه الاستراتيجيات إلى تحديد مجموعة من المميزات التي يجب أن تتوفر في المنشأة المراد الاستثمار في أوراقها المالية. واقترح العالم (Benjamin Graham) مجموعة من السمات الواجب توافرها في المنشأة وتتمثل هذه السمات في:

1. أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر تساوي على الأقل ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة AAA (Bond Yield).

2. أن يكون مضاعف الربحية (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من 40 % مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.

3. أن يكون معدل التوزيعات (Dividend Yield) يساوي ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل، ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى وأقل سعر يباع به السهم.

4. أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم تساوي ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل، ويقصد بنصيب السهم من الأصول ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

5. أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة، ويقصد بصافي الأصول المتداولة مجموع الأصول المتداولة مطروحاً منها القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة.

6. أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.

7. ألا تقل نسبة التداول عن 2.

8. أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.

9. أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا يقل عن 7%.

10. أن يتسم معدل نمو الربحية بالاستقرار، ويقصد بالاستقرار ألا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل 5% أو أكثر.

والملاحظ هو أن السمات الخمسة الأولى ترتبط بعائد السهم أما السمات الخمس الأخيرة فتربط بالمخاطر، ويضاف إلى ذلك أن السمات من الخامسة حتى الثامنة تعد مقياساً لقوة المركز المالي للمنشأة، أما السمتان التاسعة والعاشر فتعتبران مقياساً لاستقرار ربحية المنشأة، ويعتقد غراهام أنه ليس من الضروري أن تتوافر للسهم كافة هذه السمات إذ يكفي أن تتوافر بعضها فقط، فعلى سبيل المثال اتضح أن السهم الذي توافرت فيه السمات الست الأولى حقق ربحاً رأسمالي نسبته 19 % في نفس الوقت الذي لم يحقق فيه مؤشر دو جونز أكثر من 3.5 %، كما أن دراسة غراهام أكدت أن السمة الخامسة هي أهم سمة على الإطلاق والأسهم التي توافرت فيها هذه السمة وحدها حققت أداءً متميزاً.

وقدم العالم رينغانيوم (Reinganum) دراسة كشفت عن أربع سمات فقط، إذا توافرت في

السهم فإنه يحقق عائد يفوق متوسط عائد السوق وهي: 174.

1. تزايد مضطرد في الربحية ربع السنوية للمنشأة.
2. أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من 20 مليون سهم.
3. أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية أقل من الواحد مما يتيح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية في المستقبل.
4. أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي، على أن لا تقل القوة النسبية عن 70 وحدة نقدية، حيث أن القوة النسبية تعادل المتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الاثني عشر شهراً الماضية، وقد أعطى وزناً قدره 0.4 للربع الأخير وأعطى لكل من الثلاث أرباع الأخرى من السنة وزناً قدره 0.2.

174 حفيظ، عبد الحميد، (2022)، **تسيير المحافظ**، مطبوعة دروس موجهة لطلاب السنة الثانية ماستر تخصص نقدي وبنكي، جامعة تبسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، ص 109-110.

الفصل الثاني: مؤشرات الأداء المالي

المبحث الأول: ماهية الأداء المالي

أولاً: تعريف الأداء المالي وأهميته وأهدافه

ثانياً: مستويات تقويم الأداء المالي

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي

أولاً: نسب الربحية

ثانياً: نسب السيولة

ثالثاً: نسب النشاط

رابعاً: نسب السوق

خامساً: نسب المديونية (الرفع المالي)

المبحث الثالث: مؤشرات تقييم أداء محفظة الأوراق المالية

أولاً: نموذج شارب

ثانياً: نموذج ترينور

ثالثاً: نموذج جنسن

رابعاً: نموذج فاما

مفهوم الأداء المالي:

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الخطط والاستراتيجيات التي تتماشى ومصالح الأطراف الأساسية في المؤسسة المالية كالملاك، الإدارة، المقرضين... الخ، حيث يسعى كل طرف في المؤسسة المالية إلى تحقيق أهدافه بالقدر الذي يعظم المنفعة الموجودة؛ ذلك أن إدارة المؤسسة المالية بمثابة الجهاز العصبي أو القلب النابض الذي يجمع مختلف الأطراف باختلاف أهدافهم واستراتيجياتهم. فهل بإمكان القلب النابض تحقيق الهدف الأمثل¹⁷⁵؟ وهو ما سنراه في هذا البحث.

يعرف الأداء المالي: على أنه أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة المالية في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من أداء المؤسسة أو لأداء أسهمها في السوق المالي في يوم محدد وفترة معينة¹⁷⁶.

كما يعرف: بأنه قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة¹⁷⁷.

يعرف تقييم الأداء على أنه إحدى الحلقات المهمة في العملية الإدارية الشاملة، تعتمد على استخدام مجموعة من المؤشرات والمقاييس لفحص مدى تحقيق الوحدة الاقتصادية لأهدافها الموضوعية، وتحديد الانحرافات الايجابية والسلبية، ومعرفة أسبابها واقتراح المعالجة المناسبة لها¹⁷⁸. وهو الكفاءة والفاعلية معاً للنشاط المالي المتعلق بالمجموعة، أي القدرة على تحقيق النتائج التي تتطابق مع الخطط والأهداف المرسومة بالاستغلال الأمثل للموارد الموضوعية تحت تصرف المؤسسة المالية¹⁷⁹.

¹⁷⁵ Hervé, A. (2004), Gérard Charreaux, Une vision à travers la theories de la governance in revue économique, vol, 55, N°4 Juillet, P791-822; JEL G390 L330.

¹⁷⁶ الخطيب، محمود. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات. عمان: الأردن. دار الحامد. ط1. ص-ص: 45-46.

¹⁷⁷ عبدالغني، دادان. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية. دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة الجزائر.

¹⁷⁸ إبراهيم، سحر طلال. (2013). تقويم بطاقة أداء الوحدات الاقتصادية باستعمال بطاقة الأداء المتوازن. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد: الخامس والثلاثون. ص: 348.

¹⁷⁹ سبتي، إسماعيل، ومحلب، فائزة. (2014). فعالية حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية، الملتقى الدولي الخامس حول: دور الحوكمة في تحسين الأداء للمؤسسات بين تطبيق المعايير المحاسبية الدولية والإسلامية. جامعة حمه لخضر. الوادي. ص: 9.

والبعض يعرفه بمدى تمتع وتحقيق المؤسسة المالية لهامش أمان، يزيل عنها العسر المالي، ظاهرة الإفلاس أو بتعبير آخر مدى قدرة المؤسسة المالية، على تصدي المخاطر والصعاب المالية¹⁸⁰.

مما سبق ترى الباحثة بأن تقييم الأداء المالي هو قياس النتائج المحققة على ضوء المعايير الموضوعية مسبقاً للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة لفترة مالية معينة، ومدى قدرتها على تحقيق الأهداف المحددة بالاستغلال الأمثل للموارد المتاحة، والتعرف على أوجه الضعف والقوة والانحرافات وأسبابها ومعالجتها وتحديد الجهة المسؤولة عنها.

أهمية الأداء المالي:

إن لعملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة المالية أهمية كبيرة لاستمرار نشاط المؤسسة حيث تكمن فيما يلي:¹⁸¹

- يعتبر أحد مهام الإدارة المالية في المنشآت المختلفة ويساعدها في أداء مهامها بشكل فعال.
- يتناول التحليل المالي مخرجات النظام المحاسبي للوحدات المحاسبية المختلفة، سواء كانت منشآت تجارية أو صناعية أو غيرها، وبالتالي يمد متخذي القرارات في المجتمع بالمؤشرات التي ترشد سلوكياتهم لاتخاذ القرارات الرشيدة.
- يساعد في الحكم على سلامة السياسات التشغيلية والاستثمارية في المنشأة وكفاءة إدارتها.
- الاستفادة من المعلومات التي يوفرها التحليل المالي من أجل تحسين أساليب الرقابة الداخلية وأحكامها.
- يساعد التحليل المالي في تقييم الأداء في الماضي من ناحية، ويساعد في التخطيط المستقبلي لكافة النشاطات الاقتصادية من ناحية أخرى.

أهداف عملية تقييم الأداء المالي:

تتمثل أهداف عملية تقييم الأداء في الآتي:

- (1) تعد وسيلة يمكن أن تساعد الإدارة في حسن الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، فإذا أردنا اختيار مشروع استثماري لابد أن يخضع المشروع إلي دراسة عملية وأن يتم اختياره من بين

¹⁸⁰ عبدالغني، دادان. مرجع سبق ذكره. ص: 35.

¹⁸¹ Stickeny, C. (1999). **Financial Statement Analysis**, Harcourt Brace. Jovanovich. Publishing, p: 45.

عدة مشروعات مقترحة حتى يكون ناجحاً، أما المشروعات الفردية التي يتم اختيارها بدون دراسة عملية وبدون مفاضلة وتقويم تعد فاشلة.

(2) تعتبر عملية تقويم الأداء وسيلة تساعد في التقليل من درجة المخاطرة واختيار البديل المناسب من بين عدة بدائل مختلفة، فكلما كانت الأموال المستثمرة كبيرة كلما كان عنصر المخاطرة أكبر، وكلما كانت الأموال المستثمرة قليلة كان عنصر المخاطرة قليل، نجد أن مؤسسات التمويل الدولية لا تعطي القروض للدول النامية، نسبة لارتفاع درجة المخاطرة فيها إلا بعد دراسة وافية وعملية مثل المجال الذي يستخدم فيه القرض وضمان الحصول على أموال القرض من الفوائد.

(3) كما تساعد عملية تقويم الأداء على توجيه الأموال في المشروعات التي تحقق الأهداف المحدودة، فإذا لم يتم المفاضلة بين المشروعات واختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف، فإن هذه الأموال سوف توجه إلى مشروعات فاشلة لا تحقق تلك الأهداف المحددة.¹⁸²

(4) الكشف عن موطن الخلل والضعف في نشاط الوحدة الاقتصادية وإجراء تحليل شامل لها وبيان مسبباتها، وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها وتصحيحها.

(5) تسهيل تحقيق تقييم شامل للأداء على مستوى الاقتصاد الوطني وذلك بالاعتماد على نتائج التقييم الأدائي لكل مشروع ومن ثمة الوصول إلى تقييم شامل.

(6) تصحيح الموازنات التخطيطية ووضع مؤشرات في المعيار الصحيح بما يوازن بين الطموح والإمكانات المتاحة، حيث تشكل نتائج تقييم الأداء قاعدة معلوماتية كبيرة في رسم السياسات والخطط العلمية البعيدة عن المزاجية والتقدير الواقعية.¹⁸³

(7) إبراز مدى سلامة السياسات والاستراتيجيات المتبعة خلال السنة المالية.¹⁸⁴

(8) كذلك إبراز مدى قدرة المؤسسة المالية على استيعاب الخسائر الناجمة عن الاستثمار في الأصول.¹⁸⁵

¹⁸² العيساوي، كاظم جاسم. (2000). دراسات الجدوى الاقتصادية وتقويم المشروعات. عمان: الأردن. دار المناهج للنشر. ص: 97-99.

¹⁸³ كرخي، فؤاد مجيد. (2001). تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية. دار المنهج للنشر. عمان: الأردن. الطبعة الأولى. ص: 32.

¹⁸⁴ حنفي، عبدالغفار، وقرياقص، رسمية. (1999). الأسواق و المؤسسات المالية. مصر. مركز الإسكندرية للكتاب. ص: 213.

¹⁸⁵ المرجع السابق نفسه.

مستويات تقويم الأداء:

هنالك عدة مستويات لتقويم الأداء، تتمثل في:¹⁸⁶

١/ التقييم على مستوى المنشأة، من خلال قياس تكاليفها وعائدها خلال عمرها الإنتاجي وفقاً لمعايير محددة.

٢/ التقييم على مستوى القطاع، يعني قياس المنشأة على مستوى القطاع الإنتاجي، إنتاجاً وعائداً يمكن بعد ذلك ترتيب المشروع بين الوحدات الإنتاجية على أساس العائد والتكلفة المباشرة للمنشأة.

٣/ التقييم على مستوى المنشأة، يتم قياس أثر المشروع في النشاط الاقتصادي في الإقليم الذي يعمل فيه وتأثيره على الوحدات الإنتاجية الأخرى القائمة.

٤/ التقييم على المستوى القومي، ويتضمن هذا التقييم قياس تأثير المشروع في الأهداف الأساسية للخطة وقياس تكلفة المشروع من وجهة نظر الاقتصاد القومي.

مؤشرات الأداء المالي:

تعتبر مؤشرات الأداء المالي من أهم الأدوات التي تعتمد عليها الإدارة في تحليل قوائمها المالية لمعرفة مدى سلامة مركزها المالي وربحية المؤسسة، وهناك عدد كبير من المؤشرات المالية التي يمكن للمحللين استخدامها كمؤشرات في تقييم أداء المؤسسة المالية، وأوجه نشاطاتها المختلفة، ومن بين هذه المؤشرات:

1) نسبة الربحية:

تعبر الربحية عن العلاقة بين الأرباح التي حققتها الشركة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح.

كما تُعرف بأنها المؤشر الكاشف للمركز التنافسي للمؤسسة في نفس القطاع ولجودة إدارته، وهي تسمح للمؤسسة بالاحتفاظ بشكل مخاطرة معينة وتوفير وقاية ضد المشكلات القصيرة الأجل¹⁸⁷.

¹⁸⁶ أحمد، تاج الدين. (2001). تقويم الأداء في القطاع الاقتصادي. الخرطوم. ص: 35.

¹⁸⁷ حماد، طارق عبدالعال. (2005). إدارة البنوك التجارية، سلسلة البنوك التجارية المعاصرة. الإسكندرية: مصر. الدار الجامعية. ط2. ص: 27.

وتعرف الربحية من وجهة نظر مالية واقتصادية، فمن الناحية المالية هي: زيادة الإيرادات الكلية عن التكاليف الكلية خلال مدة معينة، أما من الناحية الاقتصادية فهي عبارة عن الزيادة في الثروة والتي تتضمن زيادة الإيرادات المتحققة عن التكاليف مضافاً إليها تكاليف الفرص البديلة¹⁸⁸.

وتعتبر الهدف الأساسي لجميع المؤسسات المالية للبقاء والاستمرارية¹⁸⁹، وتمثل صافي نتيجة الأعمال الناتجة عن العديد من السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة من الإدارة العليا وقدرتها على تحقيق الربح وهذه تهم الإدارة لكي تحكم على مدى نجاحها في تطبيق السياسات المخطط لها وكفاءتها في استخدام مواردها المتاحة، كما تهم المستثمرين الحاليين والمرقبين¹⁹⁰.

وتقيس الربحية مدى قدرة المنشأة على تحقيق العائد المناسب على الأموال المستثمرة في أنشطتها، وفي تحليل ربحية المنشأة يتوجب مراعاة العنصرين الأساسيين اللذان يحددان تلك الربحية: ¹⁹¹

1- قدرة المنشأة على الرقابة على التكاليف.

2- كفاءة إدارة المنشأة في استخدام الاصول على توليد المبيعات.

ومن خلال تحليل الربحية يمكن الإجابة على عدة تساؤلات، منها: هل تحقق المنشأة ربحاً كافياً، ماهي معدلات الربح المتحققة من مختلف الأنشطة، وهل استطاعت الإدارة تشغيل موجوداتها بكفاءة لتحقيق الأرباح.

ومن أهم المؤشرات المالية التي تستخدم في تقييم ربحية المؤسسات المالية هي النسب المالية التي يتم اشتقاقها عادة من القوائم المالية المنشورة لتلك المنشآت أي قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وفي بعض الأحيان قائمة التدفقات النقدية.

ومن النسب المالية المتعارف عليها في هذا المجال مايلي:

1. هامش مجمل الربح:

تعتبر مؤشراً لمدى كفاءة الإدارة في التعامل مع العناصر التي تكون تكلفة المبيعات أي تكلفة البضاعة المباعة، كما تعتبر مؤشراً عن المدى الذي يمكن أن تخفضه حصة المبيعات قبل أن

188 البكري، ثامر. (2008). استراتيجيات التسويق. عمان: الأردن الطبعة العربية. دار البازوري.

189 الشيخ، فهمي مصطفى. (2013). التحليل المالي. رام الله، فلسطين. الطبعة الثالثة. ص: 41.

190 الحياي، وليد ناجي. (2009). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي. مكتبة الجامعة. إسرائ للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى.

191 مطر، محمد. (2016). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والادوات والاستخدامات العملية. عمان: الأردن. ط 4. دار وائل للنشر والتوزيع. ص: 41.

يتحول الربح الإجمالي إلى قيمة سالبة¹⁹²، وتعبّر عن العلاقة بين سعر الخدمات وتكلفتها، فمجمّل الربح هو عبارة عن الفارق بين تكلفة الخدمة وسعر بيعها، وتقيس قدرة إدارة المنشأة على الرقابة على المصروفات التشغيلية في سعيها لتوليد الأرباح، وتحسب من خلال المعادلة التالية:¹⁹³

$$\text{هامش مجمل الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{الإيرادات}}$$

2. هامش الربح التشغيلي:¹⁹⁴

تعتبر هذه النسبة مؤشر عن الربحية الناتجة فقط عن النشاط الرئيسي للمنشأة، كما تعتبر مقياس حقيقي لكفاءة الإدارة حيث أنها تحييد أثر السياسات التمويلية في الشركة وتفحص كفاءة إدارة المشروع بدقة أعلى، لأنه ليس لإدارة المشروع سيطرة فعلية على السياسات التمويلية، لذا يكون المقياس الحقيقي لكفاءة الإدارة هو ربح العمليات، وتبين هذه النسبة مدى الانخفاض الممكن في سعر بيع الوحدة قبل أن تبدأ الشركة بتحمل الخسائر، لذا ينظر لهذه النسبة على أنها مقياس عام للكفاءة في التشغيل، وتحسب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الإيرادات}}$$

3. هامش صافي الربح:

تعتبر هذه النسبة من المقاييس الشائعة والمهمة لقياس مدى نجاح إدارة الشركة في عملياتها مع الأخذ بعين الاعتبار العائد من المبيعات¹⁹⁵، وتقيس هذه النسبة مقدار الربح المتحقق بعد الفوائد والضرائب عن كل وحدة من صافي المبيعات أو الإيرادات¹⁹⁶، وكلما زادت هذه النسبة كان هذا مؤشر إيجابي على جودة قرارات وسياسات المبيعات التي اتخذتها إدارة الشركة¹⁹⁷.

هامش الربح يظهر كنسبة مئوية، على سبيل المثال، نسبة هامش الربح 20%، تعني أن الشركة قد حققت ربحاً صافياً مقداره 0.20 مقابل كل وحدة من المبيعات.

192 هندي، منير إبراهيم. (2003). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الإسكندرية. الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث. ص-ص 96-97.

193 Gibson, H. 2013, Financial reporting & analysis. the Western College publishing

194 أبو عودة، حسن سليمان. (2017). مدى قدرة النسب المالية على تحسين نوعية المعلومات للشركات الخدمية المدرجة في

بورصة فلسطين. ماجستير. غزة. كلية التجارة. الجامعة الإسلامية

195 احمد، سمير عباس، وحنظل، عبد علي. (2012). استخدام النسب المالية كأداة لتقييم كفاءة الأداء. مجلة كلية بغداد للعلوم

الاقتصادية الجامعية. العدد: الثاني والثلاثون. ص: 256.

196 الشيخ، فهمي مصطفى. مرجع سبق ذكره. ص: 42.

197 أبو عودة، حسن سليمان. مرجع سبق ذكره. ص: 51.

وللتحليل المستفيض، لابد من مقارنة نتائج هذه النسبة بمثيلاتها في السنوات السابقة، وبالنسب المعيارية، أو نسب السوق، حيث أن زيادة الأرباح لا تعني أن هامش الربح للشركة قد تحسن، فإذا زادت التكاليف بمعدل أكبر من معدل المبيعات، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض هامش الربح. على سبيل المثال، إذا كان صافي ربح الشركة مليون ل.س، من مبيعات قدرها 10 مليون دينار، فإنه يعطينا هامش ربح 10% (1 مليون ل.س / 10 مليون ل.س)، وإذا ارتفع صافي الربح إلى 1,5 مليون ل.س في مبيعات قدرها 20 مليون ل.س، فإن هامش الربح للشركة سوف ينخفض إلى 7,5%، وهذا دليل على أن الشركة تحتاج لتحسين سيطرتها على التكاليف. وتجدر الإشارة إلى أن هناك مؤشران مرتبطان بها في الربح، وهما: صافي ربح السهم، وريع السهم، وهذان المؤشران مكملان لنسبة الربحية السابقة، حيث بواسطتهما يتم قياس مدى كفاءة الأداء في تحقيق الأرباح الصافية للمساهمين.

وتحسب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:198

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

4. معدل العائد على الأصول:

تُعد من أهم النسب التي تُظهر كفاءة السياسة المالية الاستثمارية للمؤسسات المالية¹⁹⁹ في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، فهي تعتبر مؤشراً على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها. ويشار إليها بالعائد على الاستثمار (Return on investment) وتعتمد بشكل كبير على نوع الصناعة وحجم الأصول المستخدمة في الإنتاج. وبالتالي تستخدم للمقارنة بين الشركات في القطاعات المماثلة لمعرفة حجم الأرباح الناتجة عن استثمار الأصول. وحيث إن أصول الشركة تتشكل من مجموع المطلوبات ورأس المال، وأن هذه الأموال تستخدم في تمويل نشاطات الشركة، لذلك فإن نسبة العائد على الأصول تعطي فكرة عن مدى فعالية الشركة في تحويل تلك الأموال المستثمرة إلى أرباح. على سبيل المثال، إذا حققت الشركة صافي أرباح قدرها مليون ل.س، وقد بلغ مجموع الأصول حوالي 5 ملايين ل.س، فإن العائد على الأصول هو 20%، ومع ذلك، إذا حققت شركة أخرى نفس الأرباح، ولكن مجموع أصولها 10 مليون ل.س، فإن العائد على

198 الشيخ، فهمي مصطفى. مرجع سبق ذكره. ص 42-43.

199 طبائبية، سليمة. تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستعمال النسب المالية، جامعة 08 ماي 1945 قالمة - الجزائر، ص 83.

الأصول 10%. وبالتالي فإن الشركة الأولى أفضل من الشركة الثانية في تحويل استثماراتها إلى أرباح.

معدل العائد على الأصول يقيس قدرة الشركة على استثمار الأصول التي تمتلكها من معدات ومباني وأراضي ومخزون. وذلك من خلال بيان كفاءة استخدام أصول الشركة المستثمرة لتحقيق عائد مناسب يبرر التكاليف الخاصة بالاستثمار في هذه الموجودات، مما ينجم عنه مسؤوليتان تقع على عاتق المديرين بهذا الصدد أولهما: مسؤولية التشغيل الكفء لتلك الأصول. وثانيهما: مسؤولية التمويل المطلوبة للحصول عليها.

وتبين قيمة العائد المحقق من كل ليرة مستثمرة في موجودات المنشأة وذلك بغض النظر عن مصدر تمويلها داخليا كان أم خارجيا، ويساوي²⁰⁰:

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

5. معدل العائد على حقوق المساهمين: 201

وهو ما يحصل عليه المالكون نتيجة استثمار أموالهم في عمليات المؤسسة المالية، ويتميز هذا المعدل بأنه يعبر عن الأرباح التي يحصل عليها المساهمون على شكل توزيعات مالية أو على شكل أرباح محتجزة، ويعد هذا المقياس من أكثر المقاييس أهمية للربحية، لأنه يحدد مد ملاءمة أداء المؤسسة عبر جميع فئات الربحية الأخرى.

$$\text{معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع حقوق المساهمين}} * 100$$

(2) نسب السيولة:

يمكن تعريف السيولة المالية بشكل عام على أنها القدرة على تحويل الأصول المتداولة إلى سيولة نقدية بغرض الوفاء بالالتزامات المستحقة، وعليه فهي النسب التي من خلالها تحكم على سيولة المؤسسات وقدرتها على سداد الديون قصيرة الأجل وتحديد إلى أي درجة توفر اليسر المالي في

200 الشيخ، فهمي مصطفى. مرجع سبق ذكره، ص44.

201 الطائي، عبدالله & الشكرجي، بشار، (2022)، مؤشرات الربحية وأثرها في القيمة السوقية-دراسة لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 41، العدد 133، ص296.

الوقت المناسب، وهي مقياس للمخاطرة بشكل أساسي، وعادة ما يلجأ لهذه النسب أصحاب الديون للاطمئنان على قدرة المقترض على سداد الديون والفوائد المترتبة عليها.²⁰²

ومن هذه النسب:

1. نسبة التداول:²⁰³

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية الديون قصيرة الأجل بأموالها المتداولة والتي يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية في المواعيد التي تتفق مع تواريخ الاستحقاق وتحسب بالعلاقة التالية:

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

إن ارتفاع هذه النسبة يعني استقرار التدفق النقدي الداخل مما يطمئن الدائنين قصيري الأجل، بينما الارتفاع الكبير لهذا المؤشر قد يعني وجود نقد معطل لدى المؤسسة أو زيادة حجم المخزون السلعي لديها أو ارتفاع قيمة حسابات الذمم المدينة.

2. نسبة السيولة السريعة:²⁰⁴

تعد هذه النسبة أكثر دقة من نسبة التداول في قياس قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، حيث يتم استبعاد عنصر المخزون من الأصول المتداولة باعتبار أن المخزون السلعي هو أقل عناصر الأصول المتداولة تحولاً إلى سيولة بالسرعة المطلوبة، وبالتالي فإن هذه النسبة تستخدم معايير أكثر تشدداً في قياس قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل. ويتم احتساب هذه النسبة كما يلي:

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

تعد نسبة السيولة السريعة 1:1 نسبة مقبولة، حيث ينظر إلى الشركات التي تكون نسبة السيولة السريعة لديها أقل من الواحد الصحيح بحذر شديد، وإذا كانت نسبة السيولة السريعة لديها أقل بكثير من نسبة التداول فهذا يعني أن الأصول المتداولة تعتمد اعتماداً كبيراً على المخزون السلعي.

²⁰² حمادي، بلعباس & بوطالبي، هشام، الأداء المالي وطرق قياسه، الملتقى الوطني الافتراضي الأول حول إدارة الأداء في المؤسسات الجزائرية (واقع مجالس التحسين)، جامعة مصطفى إسماعيل، جامعة جيلاني ليايس.

²⁰³ عوادي، مصطفى & عوادي، منير، (2021)، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد الثاني، العدد الأول، ص 350-371.

²⁰⁴ الجعبري، مجدي، (2014)، التحليل المالي المتقدم، ط1، دار الحكمة للطباعة والنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية، ص 92.

3. نسبة النقدية: 205

إن مصطلح النقدية بمعناه الواسع كما حدده مجلس معايير المحاسبة المالية، يشمل النقد والأصول شبه النقدية سريعة التحول إلى نقدية، وتسمى بالأوراق المالية القابلة للتداول، مثل أدونات الخزينة، والأوراق التجارية.

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية وما يعادلها}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

وتبين نسبة النقدية عدد مرات قابلية الأصول النقدية وشبه النقدية على تغطية الالتزامات المتداولة، وتعتبر مؤشر على المدى الذي تستطيع فيه الشركة دفع التزاماتها المتداولة، بواسطة السيولة النقدية المتوفرة لديها. وتجدر الإشارة إلى أن عدد قليل من الشركات تحتفظ بسيولة نقدية كافية لمواجهة كل الالتزامات قصيرة الأجل، وبالتالي فإن هذه النسبة غير شائعة الاستخدام، خاصة وأنها تتجاهل مواعيد استحقاق الالتزامات قصيرة الأجل خلال السنة المالية.

(3) نسب النشاط:

تقيس نسب النشاط كفاءة وفعالية إدارة المنشأة على إدارة الموجودات ومدى استغلالها لمواردها، وتعرف نسب النشاط أيضا بنسب التدوير لأنها تبين السرعة التي يتم بها تحويل أو تدوير الموجودات إلى المبيعات²⁰⁶، ولذلك تم تسميتها بنسب التشغيل بحيث تحتم بتقييم كفاءة أداء المؤسسة على مختلف الأصعدة التشغيلية.²⁰⁷

ومن هذه النسب: 208

1. معدل دوران المخزون:

بشكل عام يعكس هذا المقياس عدد المرات التي يتم فيها تداول كل ليرة مستثمرة بالمخزون خلال الفترة من تاريخ شراء المخزون حتى تاريخ بيعه.

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$$

²⁰⁵ الشيخ، فهمي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

²⁰⁶ أبو وردة، ناهض، (2012)، دور التحليل الفني والأساسي للتنبؤ بسعر السهم، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة،

ص 42.

²⁰⁷ حمادي بلعباس & بوطالبي، هشام، مرجع سبق ذكره، ص

²⁰⁸ الخلايلة، محمود، (2014)، التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، ط7، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، ص 71-73.

بشكل عام يعكس هذا المؤشر درجة السيولة للمخزون أي مدى سهولة تحويل المخزون إلى مبيعات، فكلما زاد معدل الدوران كلما كانت درجة السيولة أعلى، أي أن عملية تصريف المخزون أسهل وأسرع.

ومن جهة أخرى يعتبر معدل دوران المخزون مؤشراً أيضاً على كفاءة الإدارة في استخدام المخزون فالزيادة في معدل دوران المخزون تعكس تحسن في كفاءة استخدام المخزون.

2. متوسط فترة التخزين:

يشير إلى عدد الأيام بالمعدل التي يمكث فيها المخزون في المخازن قبل بيعه.

$$\text{متوسط فرق التخزين} = \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

بشكل عام كلما قصرت هذه المدة كلما كانت درجة السيولة أعلى وعملية بيع المخزون أسهل. فالزيادة في متوسط فترة التخزين يعتبر مؤشر غير جيد ويشير إلى فشل المنشأة في إدارة مخزونها.

3. معدل دوران الذمم المدينة:

يعبر هذا المقياس عن كفاءة استخدام الأموال المستثمرة في الذمم المدينة ومدى سهولة وسرعة تحويل الذمم المدينة إلى نقدية.

$$\text{معدل دوران الذمم} = \frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط الذمم المدينة}}$$

كلما زاد معدل الدوران كلما كانت درجة السيولة لهذا العنصر أعلى وكانت كفاءة استخدام الأموال المستثمرة في الذمم المدينة أعلى ويمكن أن يستخدم هذا المقياس أيضاً كمؤشر على قدرة الشركة على تحصيل ديونها.

$$\text{4. متوسط فترة التحصيل} = \frac{360}{\text{معدل دوران الذمم المدينة}}$$

ويعكس هذا الرقم متوسط فترة التحصيل للذمم المدينة وكلما قصرت هذا المدة كلما كانت درجة السيولة في الذمم أعلى. وللحكم على مدى كفاءة الشركة في تحصيل ديونها وإدارة الذمم المدينة بشكل عام، لابد من مقارنة هذا الرقم مع فترة الائتمان التي تمنحها الشركة للعملاء.

5. معدل دوران الأصول: 209

يتم احتساب معدل دوران الأصول كما يلي

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

ويشير معدل دوران الأصول إلى مدى كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتوليد الإيرادات، حيث تستخدم هذه النسبة لقياس حجم الإيرادات التي تتولد مقابل كل ليرة مستثمرة في الأصول، كما يشير إلى استراتيجية التسعير حيث ينخفض معدل دوران الأصول مع هامش الربح المرتفع، بينما يرتفع معدل دوران الأصول مع هامش الربح المنخفض.

6. معدل دوران رأس المال العامل: 210

$$\text{معدل دوران رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط رأس المال العامل}}$$

تستخدم هذه النسبة لقياس مدى كفاءة استخدام رأس المال العامل لتوليد الإيرادات، حيث توضح عدد مرات استخدام رأس المال العامل خلال فترة زمنية معينة بهدف معرفة تشغيل وحدة النقد الواحدة في تمويل العمليات وشراء المخزون السلعي وتحويلها إلى مبيعات، فإذا زاد معدل دوران رأس المال العامل فهذا يعني زيادة صافي المبيعات بمقدار عدد مرات دوران رأس المال العامل المستخدم في تمويل هذه المبيعات.

(4) نسب السوق :

يطلق عليها اسم نسب الأسهم لأنها تخدم محلي الأسهم عند أداء مهامهم ذات العلاقة بتقييم الأداء، كما تخدم هذه النسب المستثمرين الحاليين والمحتملين في التعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم، وتقيس العائد والمخاطرة²¹¹.

1. عائد السهم العادي: 212

ربح السهم هو متغير رئيسي يستخدم لتقييم أداء المنظمة، وهو أحد مقاييس خصائص الأسهم العادية أو مقاييس السوق ويتم استخراجها على الشكل التالي:

$$\text{عائد السهم العادي} = \frac{\text{صافي الدخل - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}}$$

209 الجعبري، مجدي، مرجع سبق ذكره، ص 127.

210 الشيخ، فهمي، مرجع سبق ذكره، ص 60-61.

211 حمادي، بلعباس & بوطالبي، هشام، مرجع سبق ذكره.

212 الحديد، محمود، (2021)، دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم التداول عليه وقيمه السوقية بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة المنارة، ص 38-39.

يعكس هذا المؤشر الأداء المالي للمؤسسة ومدى كفاءتها في استخدام الأموال المستثمرة لتعظيم قوتها في السوق، وتؤكد زيادة قيمته على أن المؤسسة تتمتع بمركز قوة داخل سوق الأوراق المالية. وهذا المؤشر مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام وتسعى الشركات لزيادته لأنه يلعب دوراً مهماً في تحديد سعر السهم حيث أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر في عين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم.

2. توزيعات السهم العادي: 213

تقوم المؤسسات باحتجاز جزء من أرباحها لذلك فإن المساهمين والملاك لا يحصلون على هذا الربح بشكل كامل، وتقاس هذه النسبة المقدار النقدي الذي سيحصل عليه كل مساهم مقابل كل سهم يملكه، ويهتم المساهمون بهذه النسبة بالإضافة إلى المستثمرين المحتملين بدافع الحصول على عوائد نقدية لاستثماراتهم في الأسهم ويفضل هؤلاء الحصول على توزيعات عالية لأسهمهم فضلاً عن سعيهم للحصول على توزيعات من عام لعام حتى ولو لم تكن نسبتها عالية ويمكن حساب نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح النقدية:

$$\text{توزيعات السهم العادي} = \frac{\text{توزيعات حملة الأسهم العادية}}{\text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}}$$

3. توزيعات الأرباح: 214

ويتم حسابها باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{توزيعات الأرباح} = \frac{\text{التوزيعات النقدية المعلنة}}{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}$$

ارتفاع هذا المؤشر بشكل ثابت يبين السياسة التي تتبعها المنشأة في توزيع أرباح نقدية جيدة لمساهميها من إجمالي الربح المتحقق.

4. نسبة سعر السهم إلى ربحه: 215

تعبر هذه النسبة عن العلاقة بين سعر السهم وربحية السهم. وتمثل السعر الذي يدفعه المستثمر لكل ليرة من أرباح الفترة المالية الحالية.

$$\text{نسبة سعر السهم إلى ربحه} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم العادي}}{\text{عائد السهم}}$$

213 عوادي، مصطفى & عوادي، منير، (2021)، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، مرجع سبق ذكره.

214 الزبون، عطالله، (2010)، استراتيجيات التحليل المالي، دار المتنبي للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ص122.

215 الخلايلة، محمود، مرجع سبق ذكره، ص174.

وبشكل عام ارتفاع نسبة الأسعار إلى الأرباح مؤشر على تفاؤل المستثمر بالقوة الإيرادية المستقبلية للشركة ولكن على المحلل أن يمارس الحذر عند تفسير هذه النسبة، فقد يكون سبب ارتفاع النسبة انخفاض مؤقت في الأرباح للسنة الحالية ناجم عن خسائر غير عادية طارئة.

5. القيمة الدفترية للسهم: 216

تعبر عن مقدار النمو المتحقق في حقوق المساهمين في الشركة منذ تأسيسها وتحسب القيمة الدفترية باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق المساهمين - الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

وكلما ارتفعت هذه القيمة كان ذلك دلالة على صحة أداء الشركة، وبالتالي تعتبر مؤشراً مهماً في اتخاذ قرارات الاستثمار بالأسهم. وبالتالي من المفترض نظرياً أن ينعكس ذلك على سعر السهم السوقي أيضاً.

6. القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم: 217

تبين هذه النسبة قيمة الاستثمار في الأسهم مقارنة بالقيمة الدفترية لها وتعطينا درجة الخطر التي تتعرض لها الاستثمارات في الأسهم إذا كان الهدف منها استثمار طويل الأجل، وأنه كلما زادت هذه النسبة عن معيار المقارنة كلما عكست كفاءة الإدارة المالية في المساهمة في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد وهو ما يرغب فيه حملة الأسهم العادية والراغبين في الاستثمار.

$$\text{القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

(5) نسب المديونية أو الرفع المالي:

تقيس هذه النسب الوضع المالي للشركة على المدى الطويل، كما أنها تشير إلى مدى اعتماد الشركة على أموال الآخرين في تمويل احتياجاتها وتبين مقدرة الشركة على تسديد ديونها والتزاماتها طويلة المدى²¹⁸.

ومن هذه النسب:

1. نسبة المديونية:

²¹⁶ سر كسيان، تاتول، (2010)، العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المرة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، ص23.

²¹⁷ عوادي، مصطفى & عوادي، منير، (2021)، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، مرجع سبق ذكره.

²¹⁸ أبو وردة، ناهض، مرجع سبق ذكره، ص47.

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{اجمالي الالتزامات}}{\text{حقوق الملكية}}$$

تمثل هذه النسبة مقدار ما يسهم به الدائنون في موجودات الشركة مقارنة مع ما يسهم به المالكون.²¹⁹

مؤشر الارتفاع غير جيد ويبين عدم قدرة الشركة على خدمة دينها مما يزيد من مخاطر اصحاب القروض والمستثمرين.

2. نسبة اجمالي الديون للموجودات: 220

وتسمى بنسبة الرافعة المالية وتشير هذه النسبة إلى درجة الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال المؤسسة وكلما زادت نسبة الرافعة المالية كلما انخفضت مساهمة حقوق الملكية في أموال المؤسسة

$$\text{نسبة اجمالي الديون للموجودات} = \frac{\text{اجمالي الالتزامات}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

3. نسبة الديون الطويلة الاجل الى الأصول الثابتة: 221

$$\text{نسبة الديون الطويلة الاجل الى الأصول الثابتة} = \frac{\text{اجمالي الالتزامات الثابتة}}{\text{اجمالي الأصول الثابتة}}$$

مؤشر الارتفاع يبين المساهمة الكبيرة للالتزامات الطويلة الأجل في تمويل امتلاك الأصول الثابتة وهو مؤشر مقلق لأصحاب الصلة وخاصة المقرضين والمستثمرين.

4. نسبة تغطية الفوائد: 222

يقيس هذا المعدل قدرة الشركة على تحقيق أرباح تكفي لمواجهة فوائد القروض والالتزامات المترتبة عليها.

$$\text{نسبة تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الدخل قبل الفوائد والضريبة}}{\text{مصرف الفائدة السنوية}}$$

حيث أن المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي لشركات الوساطة المالية في هذه الدراسة هي العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية.

219 الياسين، أحمد، (2019)، دور المتغيرات الجزئية في تحديد القيمة السوقية للأسهم، رسالة ماجستير، جامعة البصرة، ص 27.

220 عوادي، مصطفى & عوادي، منير، (2021)، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصاد، مرجع سبق ذكره.

221 حمادي، بلعباس & بوطالبي، هشام، مرجع سبق ذكره.

222 الزبون، عطالله، (2010)، استراتيجيات التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 106.

تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

قد يكون من الملائم ليكتمل إطار تقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ضرورة التعرض لكيفية تقييمها، والمستثمر الحق في معرفة مستوى أداء محفظته وكذلك أن يتساءل فيما إذا قد حقق الأهداف الأساسية التي استثمر في المحفظة من أجلها، وذلك بهدف التعرف على نقاط القوة والضعف للمحفظة واكتشاف الأخطاء قبل وقوعها ومعالجتها أو الحول دون استفحالها بعد وقوعها.

وتعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء المحفظة وتتم هذه العملية عن طريق تقييم المحفظة ككل وعناصرها على حدة وذلك بهدف المحافظة دوماً على حالة الاستقرار المستهدفة مع زيادة معدلات العائد إن أمكن، ويعبر ذلك عن متابعة مستمرة لاتخاذ القرارات الملائمة خاصة في حالة عدم استقرار السوق والتي تعبر عن الدور الديناميكي للإدارة بهدف التأكد من تحقيق الأهداف.²²³

وفي تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة المبادئ التالية بعين الاعتبار:²²⁴

- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية مكونات المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة المالية بعين الاعتبار.
- يجب أن يكون العائد على الاستثمارات المعتمد أساساً لتقييم أداء المحفظة وهو عائدها الإجمالي والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافاً إليها المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة، والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.
- يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار عنصري العائد والمخاطرة معا وهو الانتقاد الموجه إلى أحد المقاييس التي سوف نتناولها حيث يعتمد في التقييم على العائد فقط.
- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين التقييم والتي تليها، كلما ازدادت النتائج دقة وموضوعية، لكن كونها أطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.

²²³ محصل، نعمان، و محرز، نور الدين. (2018). تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، المجلد 15، العدد: 02. ص: 68.

²²⁴ رزق، عادل محمد. (2004). الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية: من منظور إداري ومحاسبي. القاهرة: مصر. دار طبية. ص: 89.

وتقييم أداء المحفظة يتم من آن لآخر، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

خطوات قياس أداء مدير المحفظة:

يتم قياس أداء مدير المحفظة عبر الخطوات الرئيسية التالية:

(1) تحديد قيمة مؤشر أداء المدير: يحدد هذا المؤشر من خلال تحديد العلاقة بين ثلاثة متغيرات هي:²²⁵

- معدل العائد المرجح للمحفظة R_p

- معدل العائد للأصل عديم المخاطرة R_f

- المخاطرة المرجحة للمحفظة σ_p

يعطى هذا المؤشر وفقا للعلاقة التالية:

$$R = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

إن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع أداء مدير المحفظة والعكس بالعكس.

(2) تصنيف أداء مدير المحفظة:

يتم تصنيف أداء مدير المحفظة بشكل عام ضمن واحد من المستويات الثلاثة التالية:²²⁶

c . أداء جيد

d . أداء مقبول

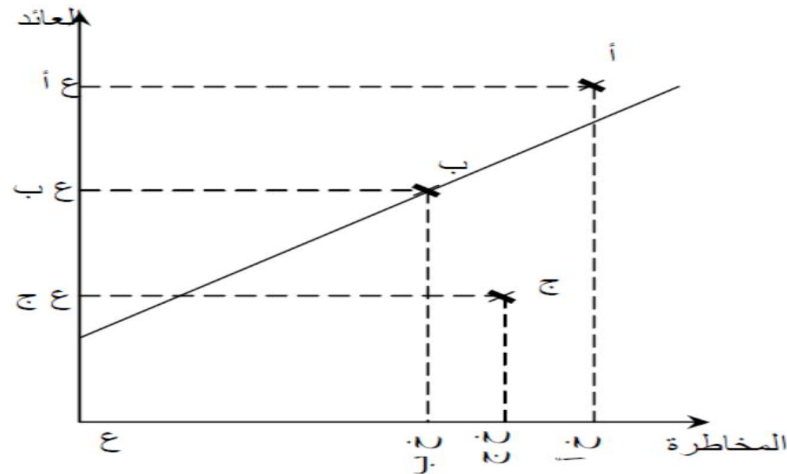
e . أداء غير مقبول.

ويتم ذلك بالاسترشاد بعلاقة العائد والمخاطرة واستخدام خط السوق (الممثل لمتوسط العلاقة بين العائد والمخاطرة) كمعيار لهذا التصنيف.

²²⁵ مطر، محمد، وتميم، فايز. مرجع سبق ذكره. ص: 186.

²²⁶ مفلح، هزاع. (2019). إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية. ص: 93.

(الشكل رقم 5) تصنيف أداء مدير المحافظ



المصدر: غازي فلاح المومني: مرجع سبق ذكره، ص: 223.

نلاحظ من الشكل أن: 227

1- أداء المحفظة (أ) نعتبره جيداً لأنه يفوق متوسط العائد على السوق ويقع أعلى من خط السوق، وقد حقق أعلى عائد وهو ع أ بمخاطرة خ أ.

2- أما أداء المحفظة (ب) فهو مقبول حيث تقع المحفظة على خط السوق، أي أن معدل عائد المحفظة يساوي معدل عائد السوق، عند مستوى المخاطرة في (ب) أي أن المحفظة (ب) حققت عوائد (ع ب) بمخاطرة معقولة وهي (خ ب).

3- بما أن المحفظة (ج) تقع تحت خط السوق وعوائدها أقل من متوسط العوائد للسوق بالتالي فإن هذه المحفظة (ج) غير مقبولة.

4- إذا قارنا المحفظة (ب) والمحفظة (ج) نجد أن المحفظة (ب) قد حققت عوائد (ع ب) والمحفظة (ج) حققت عوائد (ع ج) بمخاطرة (ب خ) أقل من (ج خ)، وهذا يدل على أن مدير المحفظة قد كانت قراراته صحيحة وحققت عوائد مالية، والتي تسمى تأثير الإدارة والتي تعتمد على عاملين هما: 228

- **التوقيت:** يعني أن مدير الحافظة يقوم باستغلال التوقيت الجيد لبيع وشراء الأوراق المالية حيث يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية ذات الخطورة العالية في حالة الرواج، والتخلص من الأوراق المالية ذات المخاطرة القليلة لتكون الأوراق المالية في الحافظة أكثر حساسية في الرواج الاقتصادي،

227 المومني، غازي فلاح. مرجع سبق ذكره. ص: 223.

228 المرجع السابق نفسه. ص: 24.

أما في حالة الكساد فيقوم بالعكس حيث يقوم بالتخلص من الأوراق المالية الأكثر خطورة ويحتفظ بالأوراق المالية الأقل خطورة من أجل المحافظة على وضع الحافطة و تقليل الخسائر.

- **الاختيار الصحيح:** وهو إختيار السهم الذي يحقق عائد أعلى من معدل عائد السوق بشكل عام.

تقييم أداء المحافظ المالية:

هناك نوعان من الأساليب لقياس أداء المحفظة المالية وهما:

الأسلوب البسيط:

وهو الأسلوب الذي يعتمد على احتساب معدل العائد على الأموال المستثمرة كأساس لتحديد كفاءة أداء شركة الاستثمار، والذي يعتمد على المعلومات المنشورة عن قيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات²²⁹، ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية:²³⁰

$$R = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}}$$

R: معدل العائد على الاستثمارات.

P_t : قيمة الأصل في نهاية المدة.

P_{t-1} : قيمة الأصل في بداية المدة.

D: الأرباح الإيرادية الموزعة.

2. الأسلوب العلمي أو المزدوج:

مما لا شك فيه أن الأسلوب البسيط في تحديد أداء المحفظة المالية غير كافي، لذلك ظهر الأسلوب الآخر وهو الطريقة العلمية المزدوجة التي تعتمد على معدل عائد المحفظة مع معدل مخاطر المحفظة المالية²³¹.

²²⁹ آل شبيب، دريد كامل. (2012). الأسواق المالية والنقدية. عمان: الأردن. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة. ص: 320.

²³⁰ المومني، غازي فلاح. مرجع سبق ذكره. ص: 225.

²³¹ ميكائيل، هيمان & المحمود، سعد، (2022)، تنوع الاستثمار في الأدوات المالية وأثره على أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة جامعة دهوك، المجلد 25، العدد 2، ص 950.

وهناك العديد من النماذج التي تعتمد على الأسلوب المزدوج لتقييم أداء المحفظة المالية أهمها مايلي:

نموذج شارب:

قدم وليام شارب عام 1966 م مقياسا مركبا لقياس أداء المحفظة المالية، حيث يطلق على مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب، ويقصد بالمكافأة بأنها الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطر والذي عادة ما يعرف بأنه سعر الفائدة على حوالات الخزينة أو سعر الفائدة على ودائع التوفير، منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب في عوائد أصول المحفظة المالية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة المالية

، أي أنه يقوم بقياس المخاطر الكلية التي تتكون من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة²³²، ويمكن حساب نسبة المكافأة من خلال المعادلة التالية:

$$S_p = \frac{RP - R_f}{\sigma_p}$$

SP: مؤشر شارب لقياس أداء المحفظة المالية (P).

RP: متوسط معدل العائد خلال فترة القياس.

Rf: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

σ_p : مخاطر المحفظة مقاسه بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

إن المحفظة التي تحمل أكبر قيمة ممكنة لمؤشر شارب هي المحفظة ذات الأداء الجيد وهذا لأنها تحقق أكبر معدل عائد عند نفس المستوى من الخطر.

وبهذا فإن المؤشر يسمح بإعطاء ترتيب بين محافظ مالية تختلف فيما بينها في مستوى الخطر²³³.

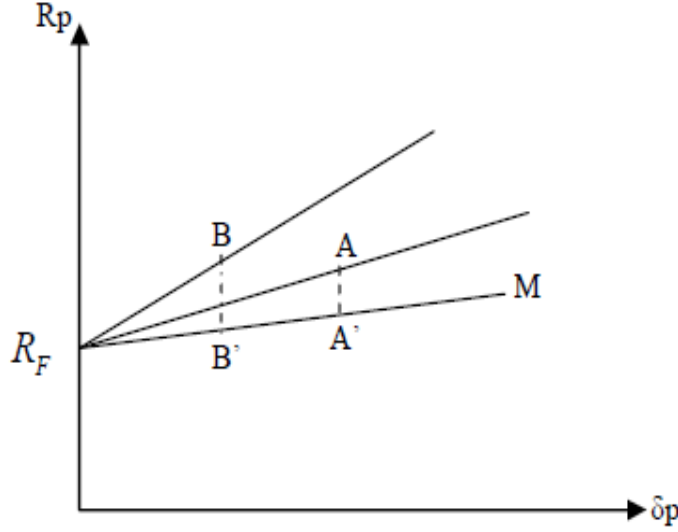
إن مؤشر شارب يعتمد على خط سوق رأس المال كمرجع لقياس الأداء، حيث يسمح بمقارنة العلاوة المتوقعة على خطر المحفظة المدارة مع انحرافها المعياري أو مخاطرها الكلية، كذلك يسمح مؤشر شارب بمقارنة قيمته الخاصة بالمحفظة مع قيمته الخاصة بالسوق وهذا لمعرفة إذا

²³² عبدالقادر، السيد متولي. مرجع سبق ذكره. ص: 222. بتصرف.

²³³ Monssieur de person. (2005). **économie financière et gestion de portefeuille**, **France, 2005-2006**. www.Florion.iplo, neuf.fr/ quittard/pdf/M arché financier d'après uncode f..

ما كان العائد المتوقع للمدير يكفي لتعويض الخطر الواقع، ولتوضيح الفكرة أكثر نفترض أن هناك مدير محفظة مالية له هدف معين و تهدده مخاطر، وبالتالي فأمامه استراتيجيتين لإدارة المحفظة ، إما أن يستثمر جزء من المبلغ في محفظة السوق وجزء في أصول خالية من المخاطر، وإما أن يختار أصول خطرة، وبذلك يكون الفرق بين الاستراتيجيتين موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (6) التمثيل البياني لمؤشر شارب للأداء



Source : pascal Grandin , opcit, P(28)

من خلال الشكل يمكن القول أن:

- مؤشر شارب يساوي ميل كلا من الخطوط "B R_f", "A R_f", "M R_f".
- أداء المحفظة "A" أفضل من أداء المحفظة "A'" التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من المخاطر مع العلم أن درجة مخاطرتها متماثلة $\delta_A = \delta_{A'}$.
- أداء المحفظة "B" أفضل من أداء المحفظة "B'" التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من المخاطر، أما درجة مخاطرتها فهي متماثلة²³⁴.
- إن المدير الكفء لا بد له أن يختار المحفظة ذات الأداء الجيد، لذا نجده يختار بين "A" و "B" إلا أنه وباستعمال مؤشر شارب يختار المحفظة "B" وهذا لأن الفارق (B-B') أكبر من الفارق (A-A')، أي أن مؤشر شارب للمحفظة "B" أكبر من مؤشر شارب للمحفظة "A".

²³⁴ Pascal Grandin. (1998). Mesure de performance des fonds(méthode et résultats),Economica, France, PP(27-28).

ومنه فإن المدير إذا أراد قياس أداء محفظته، لابد عليه أن يقارن بين مؤشر شارب للمحفظة ومؤشر شارب للسوق، وعندما يكون المؤشر الخاص بالمحفظة أكبر من المؤشر الخاص بالسوق فهذا يعني أن أداء المحفظة أفضل من أداء السوق.

وكنتيجة يمكن الوصول إليها هي أن كل محفظة تقع على خط سوق رأس المال فإن مؤشر شارب الخاص بها يساوي مؤشر شارب الخاص بالسوق، وكذلك كل محفظة تقع على خط يكون أعلى من خط سوق رأس المال فهذا يعني أن هذا الخط يتميز بميل أكبر من ميل خط سوق رأس المال وبالتالي يكون مؤشر شارب للمحفظة أكبر من مؤشر شارب للسوق²³⁵.

وتجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك الحوافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، كذلك إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة، ويرى البعض أن فكرة التنويع إذا ما توفرت داخل المحفظة فإن ذلك يعني القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة والتي تقاس بمعامل بيتا (β)²³⁶.

نموذج ترينور:

قدم ترينور في مقال له سنة 1965 طريقة لقياس أداء المحفظة المالية، معتمدا في ذلك على علاقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "MEDAF" التالية:

$$E(R) = R_F + \beta_P(E(R_M) - R_F)$$

فعندما يتساوى العائد المحقق مع العائد المرغوب - مع العلم أن معامل بيتا الخاص بمحفظة السوق مساوي للواحد ($\beta=1$) يمكن كتابة معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالصيغة التالية²³⁷:

$$R_P = \beta_F R_F + \beta_M R_M \quad (\beta_M=1)$$

$$\frac{R_P - R_F}{\beta_F} = \frac{R_M - R_F}{\beta_M}$$

²³⁵ Mondher, Y. (2003). option, contrat à terme et gestion des risques, 2ème édition, Economica. Paris, PP(262-263).

²³⁶ الحناوي، محمد صالح. (2005). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. مصر. مؤسسة النشر الجامعية. ص-ص: 282-285.

²³⁷ Bertrand, B.(2005). Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques. Dunod, Paris, P:18..

وهذه العلاقة توضح تساوي نسبة الفرق بين عائد المحفظة التي تتميز بالتنوع الجيد، والعائد الخالي من المخاطر بالنسبة للمخاطر المنتظمة مع الفرق بين عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطر، على اعتبار أن معامل بيتا للمحفظة مساوي للواحد.

لقد قدم ترينور طريقة لقياس أداء المحفظة المالية معتمدا فيها على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر العامة (المنتظمة) باستخدام معامل بيتا (β) كمقياس لمخاطر المحفظة وفق العلاقة التالية²³⁸:

$$T_P = \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

حيث:

R_P : عائد المحفظة P.

T_P : مؤشر ترينور لقياس الأداء.

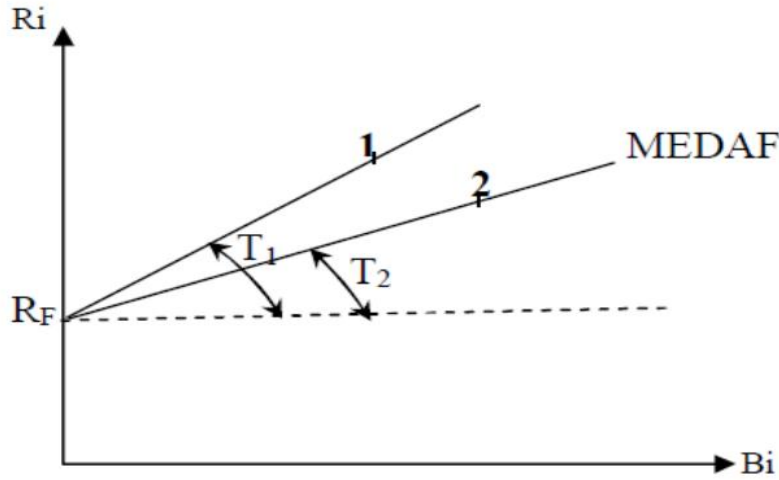
R_F : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

β_P : معامل بيتا للمحفظة.

إن المحافظ المالية ذات أكبر قيمة للمؤشر هي أحسنهم أداء وبالمقابل كل محفظة ذات قيمة أكبر من الفارق ($R_M - R_F$) تعتبر أحسن أداء من محفظة السوق على اعتبار أن معامل بيتا مساوي للواحد ويمثل المنحنى التالي طريقة ترينور لقياس الأداء.

²³⁸ Frédéric, C. Barillet, J & Peirre, N. (1998). **Financement et placement**, Armand Calin, Avril, p: 99.

الشكل رقم (7) قياس الأداء بطريقة ترينور



Source: Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, op cit, p(187).

إن المحفظة "1" تعتبر أحسن المحافظ أداء خلال فترة القياس مقارنة بالمحفظة "2" وهذا لأن T_1 أكبر من T_2 .

إن مؤشر ترينور (T_p) في هذا الرسم البياني هو بمثابة ميل للخط الذي يمر بالعائد الخالي من المخاطر ليصل إلى المحفظة "P" ولذلك نجد أن ميل المحفظة "1" أكبر من ميل المحفظة "2" على اعتبار أن هذه الأخيرة تقع على خط سوق رأس المال الخاص بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وبالتالي تكون المحفظة "1" ذات قيمة أكبر لمؤشر ترينور وهذا ما يعني أن أداء المحفظة "1" أحسن من أداء المحفظة "2".

مؤشر جنسن: 239

قدم جنسن سنة 1968، نموذج لتقييم أداء المحافظ المالية، ويسمى هذا المقياس أيضا جنسن ألفا أو العائد التفاضلي لجنسن، ويعتمد هذا المقياس على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، ويحسب وفق الصيغة التالية:

$$R_p = R_f + B_p + (R_m - R_f)$$

239 رشاق، سليمة & بسعد، هنية، (2020)، قياس أداء محفظة الأوراق المالية، ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، ص55-56.

ولو كانت العوائد الفعلية للمحفظة أعلى أو أقل من العائد المتوقع حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، عندها يمكن القول بأن هذا الانحراف يعود إلى الأداء الجيد أو السيئ للمحفظة، ويحسب مقياس جنسن وفق الصيغة التالية:

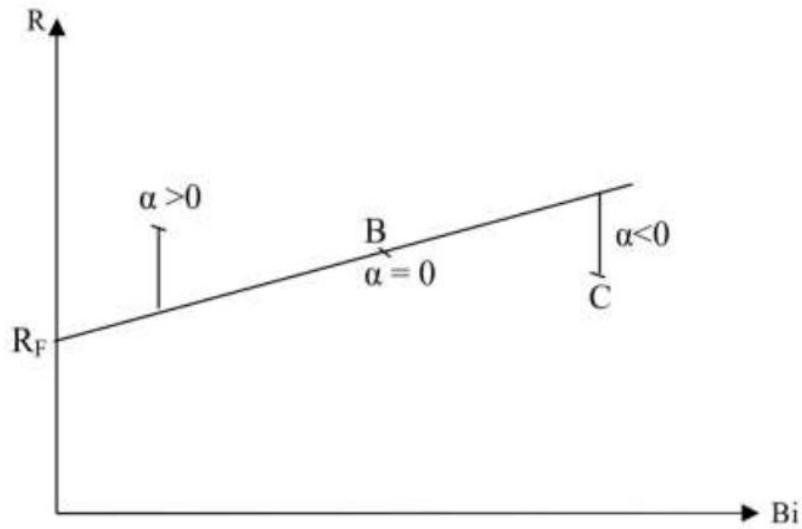
$$gp = (Rp - Rf) - [Bp(Rp - Rf)]$$

حيث أن:

gp : مقياس أو نسبة جنسن.

وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، فالمقدار الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار بالعائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين عائد محفظة السوق وعائد الاستثمار الخالي من المخاطر. ويطلق على هذا المقدار بعلاوة خطر السوق، أما الفرق بين المقدارين الأول والثاني فيمثل العائد غير المفسر من طرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتشير المعادلة السابقة إلى أن كون معامل ألفا معدوما فيدل ذلك على أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق، وبالتالي عائد التوازن. وإن معامل ألفا بيانياً يمثل بالمسافة العمودية التي تفصل بين العائد الذي تحققه المحفظة وخط سوق رأس المال ويمثل الشكل البياني التالي طريقة جنسن في قياس أداء المحفظة المالية:

الشكل رقم (8) طريقة جنسن في قياس أداء المحفظة المالية



ومن هذا الشكل البياني يمكن التوصل إلى:

- معامل ألفا الخاص بالمحفظة A موجب وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة A وعائد السوق موجب وبالتالي فآداء المحفظة جيد.
- معامل ألفا الخاص بالمحفظة B معدوم وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة B وعائد السوق معدوم وبالتالي فآداء المحفظة هو عائد التوازن.
- معامل ألفا الخاص بالمحفظة C سالب وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة C وعائد السوق سالب، وبالتالي فآداء المحفظة سيء.

نموذج فاما: 240

قدم فاما نموذج لتقييم أداء المحافظ المالية يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات المخاطرة، ويقوم هذا النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع الذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة، ويقوم النموذج على فرضية السوق الكاملة، يمكن تجزئته إلى ثلاث مكونات أساسية هي:

- **تقييم الانتقائية:** وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة، وذلك عن طريق عائد الانتقائية الذي يمثل الفرق بين عائد المحفظة وعائد محفظة متنوعة تنوعاً جيداً.

- **تقييم التنوع:** وهو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنوع حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما العائد الناجم عن الانتقائية، والعائد الناجم عن التنوع.

- **تقييم الخطر:** وهو مقياس لخطر المحفظة، يمكن قياسه كالآتي:

$$\text{الخطر} = \text{خطر المدير} + \text{خطر المستثمر}$$

ويمكن التعبير عن معادلة منحنى السوق المتوقع كما يلي: 241

$$CV = Rf + \left(\frac{Rm - Rf}{\delta m} \right) \left(\frac{cov(Rp, Rm)}{\delta m} \right)$$

CV: قيمة مؤشر النموذج.

Rf: العائد الخالي من المخاطرة.

240 الشكراني، بشار، مرجع سبق ذكره، ص72.

241 شبير، توفيق عوض، مرجع سبق ذكره، ص62-63.

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية المتوقع.

R_m : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق) المتوقع.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

$cov(R_p, R_m)$ التباين بين عائد المتوقع للمحفظة و عائد محفظة السوق.

ويتم حساب التباين بين العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق من خلال

المعادلة التالية:

$$COV = R_{mp} \delta_m \delta_p$$

COV : التباين بين عائد المتوقع للمحفظة و عائد محفظة السوق.

R_{mp} : معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

δ_p : الانحراف المعياري لعائد محفظة الاستثمارية.

حيث أن مؤشرات تقييم أداء المحفظة المعتمدة في هذه الدراسة كلاً من مؤشر شارب ومؤشر ترينور.

المقارنة بين نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:²⁴²

تتميز الطرق الثلاثة لقياس أداء المحفظة بدرجة كبيرة من التشابه، وسنوضح ذلك من خلال النقاط التالية:

-اعتمد نموذج شارب وترينور على نفس المقياس، معدل المردودية التاريخية الصافي من المعدل بدون مخاطر، واختلفا في تسمية هذا المقياس حيث سماه شارب بالتباين *variabilité* وسماه ترينور ب *volatilité*

²⁴² برامة، ربما، 2019، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، رسالة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ص 42-43.

-يعتمد اختبار شارب وترينور على توزيع الأصول بالنسبة للمستثمرين، حيث إذا كانت معظم الثروة مستثمرة في نفس المحفظة، سيقع الاختيار على مؤشر شارب لأنه يولي الاهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة، وبالمقابل إذا مثلت المحفظة جزء فقط من ثروة المستثمر، هذا يعني استخدام التقلب ومنه الاعتماد على مؤشر ترينور، حيث يعتبر في هذه الحالة المؤشر الأنسب، وفي كل الحالات فإن هذين المؤشرين يقدمان نتائج متشابهة شريطة أن تكون المحفظة متنوعة بشكل جيد، حيث الخطر الكلي يتناسب مع خطر السوق.

-يختلف مقياس شارب وترينور في قياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري، أما ترينور فيعتمد على معامل بيتا.

-يرتبط مؤشر شارب وترينور بمعامل المضاعف، كما أنهما يتقاربان كذلك مع مؤشر جونسون، ويتضح ذلك من خلال:

المعادلة (1) توضح أنه ليس من الضروري أن تقع كل المحافظ على خط السوق:

$$R_p - R_f = J_p + (R_m - R_f - R_p) B_p \dots\dots(1)$$

يظهر مؤشر ترينور مباشرة من المعادلة السابقة، وذلك عند قسمة طرفي المعادلة على معامل B للمحفظة:

$$T_p = \frac{(R_p - R_f)}{B_p} = \frac{J_p}{B_p} + (R_m - R_f) \dots\dots(2)$$

تبين المعادلة الثانية أن مؤشر ترينور ما هو إلا تحويل خطي لمؤشر جونسون على اعتبار أن $R_m - R_f$ ثابتة.

يمكن أن يظهر كذلك مؤشر شارب من المعادلة (1) إذا قمنا بتعويض B_p بالعلاقة الاحصائية الخاصة بها:

$$\frac{(p_{pm})(\sigma_p)(\sigma_m)}{\sigma_m^2}$$

حيث:

p_{pm} : يمثل معامل الارتباط بين مردودية المحفظة، والتي تقوم بقياس أدائها ومردودية المؤشر الممثلة لمحفظة السوق.

$$R_p - R_f = J_p + (R_m - R_f - R_p) \frac{(p_{pm})(\sigma_p)(\sigma_m)}{\sigma_m^2} \dots\dots(3)$$

في حالة محفظة متنوعة بشكل جيد، يمكن أن نختزل $1 = p_{pm}$ وذلك بقسمة المعادلة (3) على σ_p ، نحصل على مؤشر الأداء لشارب:

$$\sigma_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} = \frac{J_p}{\sigma_p} + \frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \dots (4)$$

حيث أن:

$$\text{ثابتة} : \frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$$

مؤشر شارب σ_m هي شبه تحويل خطي لجونسون، يكون التحويل خطي تام إذا كانت كل المحافظ التي تقوم بقياس أدائها، لها نفس معادلة دالة الارتباط.

الانتقادات الموجهة للطرق التقليدية: 243

لقد تم توجيه عدة انتقادات لطرق قياس وتقييم أداء المحافظ المالية، ونميز بين الانتقادات الأساسية القاعدية، وبين الانتقادات التقنية.

1- الانتقادات القاعدية:

لقد قام رول "Roll" سنة 1977 بتوجيه عدة انتقادات للطرق التقليدية لقياس أداء المحافظ المالية وأولها الانتقاد الموجه إلى طرق كل من ترينور وجونسون، حيث انتقد "رول" استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لقياس أداء المحفظة المالية، وخاصة ما يتعلق بالافتراضات التي بنيت عليها المؤشرين فيما يتعلق بإمكانية قياس أداء محفظة السوق وأنها تعتبر كفؤة، كما أكد "رول" على إمكانية إيجاد مؤشر يتضمن المعامل المرغوب فيه، وذلك من أجل كل محفظة وليس بالضرورة محفظة السوق، وأيضا من الممكن الوصول إلى أداء المحفظة المرغوب فيه سواء سالب أو موجب وذلك بعد اختبار دقيق للمؤشر.

أما ثاني انتقاد وجهه "رول" فقد كان مهم جدا ويتعلق بالمعطيات التاريخية التي على أساسها يتم حساب العائد في الوقت الذي تنص النظرية على إيجاد عوائد مستقلة، كما وجه انتقاد آخر يتعلق بعدم وجود تطابق بين أداء المحفظة وأداء المؤشر، حيث نجد بأن المحفظة المدارة تتحمل تكاليف الصفقة أو تكاليف إعادة استثمار الأرباح، وهذا غير مطابق في المؤشر.

وتجدر الإشارة إلى أن قياس أداء قدرات المدراء المسؤولين على الإدارة تعتبر عملية صالحة لمدة معينة فقط، حيث لا يمكن أن تبين الفرق بين الفرص الحقيقية وقدرة التسيير.

2- الانتقادات التقنية : هناك العديد من الانتقادات التقنية ، نذكر منها:

📌 الانتقادات الخاصة بقياس معامل بيتا:

وهي مرتبطة بعدم ثباته، إذ أن معامل بيتا المقاس في فترة معينة يختلف عن معامل بيتا المقاس في فترة موالية، مما يؤدي إلى الوقوع في أخطاء.

📌 الانتقادات الموجهة لتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

إن تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التطبيقي، يختلف عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية النظري، وحسب الاختبارات التي أجريت فإنه في معظم الحالات نجد أن التقديرات أدت إلى الحصول على خط سوق رأس المال، المتميز بارتفاع مستوى وقيمة العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر مقارنة بالعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر الخاص بسوق رأس المال النظري وأيضاً بميل أقل من ميل النموذج النظري.

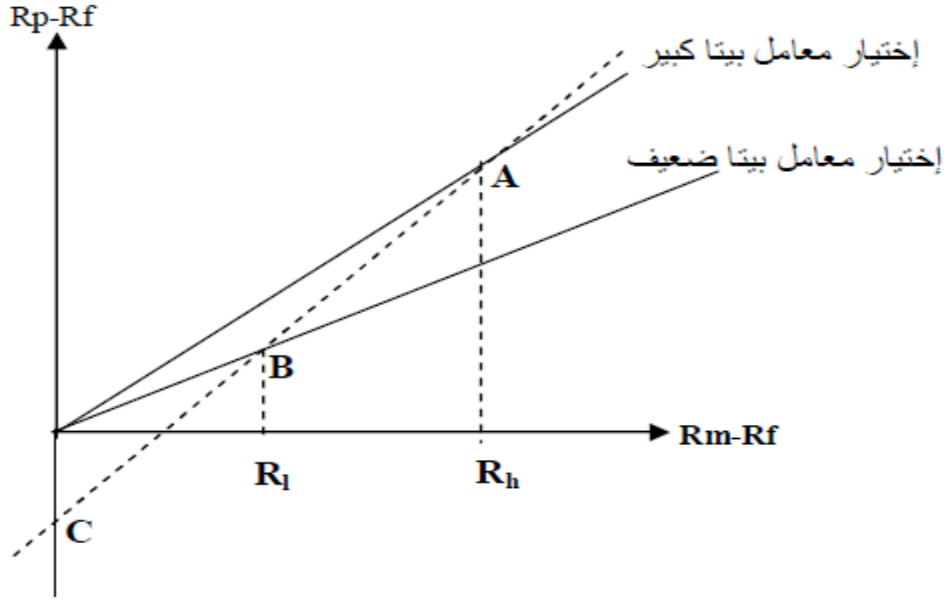
الانتقاد الموجه لمؤشر جونسون "Jensen":

لقد تم انتقاد مؤشر جونسون على وجه الخصوص وهذا لأنه المؤشر الذي يهتم بتقدير الخطر المنتظم بالاعتماد على استراتيجيات **Market- Timing**، هذه الأخيرة التي تهتم بتصحيح المحفظة وهذا انطلاقاً من توقعات المدير الخاصة بتطورات السوق.

إن هذا الانتقاد صادر عن جونسون نفسه، أدما تي "Admati"، روز "Ross"، ديبفيق "Dybvig"، قرينبلاط "Grinblatt" وتيتمان "Titman"، حيث قاموا بتوضيح الدليل على هذا الانتقاد كما يلي:

لنفترض أن مدير محفظة مالية له إمكانية الاختيار بين محفظتين وهذا حسب مستوى معامل بيتا، وقد تم تمثيل هذه المحافظ في المنحنى الموالي:

شكل رقم (9) تمثيل خاص بحالة معامل ألفا وجونسون سالب بالنسبة لـ MARKET-TIMING



كما نفترض أن المدير يتحصل على معلومات مهمة حول حالة السوق، ونفترض أيضا إمكانية أن المستثمر بإمكانه استقبال إشارة خاصة بتحسين السوق أكثر من المعدل "Rh" وإشارة خاصة بتدهور وضع السوق بأقل من المعدل "RL" فإذا استقبل الإشارة الأولى فإنه يختار الاستثمار في محفظة تتميز بمعامل بيتا مرتفع، أما إذا استقبل الإشارة الثانية فإنه سيختار الاستثمار في محفظة تتميز بمعامل بيتا ضعيف، وهاذين الاختبارين يقعان في الشكل على النقطتين "A" و "B" على الترتيب. وأي ملاحظ لا يعلم بهذه الاستراتيجية ويرغب في تقدير خطر هذه المحفظة، فسيتوصل إلى العلاقة التي تم عرضها بواسطة الخط المتقطع الذي يربط بين النقطتين، مما يؤدي إلى الحصول على النقطة "C" التي تمثل نقطة تقاطع الخط المتقطع مع المحور العمودي ذات المعامل ألفا سالب، إلا أن هذا الحكم يعتبر غير عادل في حق التوليفة أ والمحفظة "C" وهناك انتقادات أخرى لم يتم التطرق إليها.

الفصل الثالث: الدراسة التحليلية

المبحث الأول: واقع شركات الوساطة المالية في بورصة القاهرة للأوراق المالية

أولاً: نشأة بورصة القاهرة للأوراق المالية

ثانياً: ماهية شركات الوساطة المالية وأهميتها في بورصة القاهرة

ثالثاً: أعمال الوساطة في بورصة القاهرة للأوراق المالية

رابعاً: أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة القاهرة للأوراق المالية

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة

المبحث الثاني: خطوات إجراء الدراسة والمعالجة الإحصائية المتبعة

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج.

بورصة الأوراق المالية:

تعرف البورصة على أنها سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جداً في هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو "البورصة"، وفي أوقات محددة، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات.

كما تعرف بأنها اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر زبائنهم المتلقاة / قبل وأثناء فترة العمل، فسوق التداول (البورصة) تنظم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب، وهو وسيلة من وسائل الاتصال المعروضة للتعامل في أوراق مالية معينة، تتوفر فيها شروط محددة، وفقاً لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة.

وهي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولون والمستثمرون، أو المقرضون والمقترضون لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين²⁴⁴.

نشأة بورصة القاهرة للأوراق المالية:

تأسست بورصة القاهرة في عام 1903 وذلك بعد تأسيس بورصة الاسكندرية في عام 1883 لتكون جمهورية مصر العربية من الدول الرائدة في هذا القطاع.

تكونت شركة باسم الشركة المصرية للأعمال المصرفية والبورصة كشركة ذات مسؤولية محدودة من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة لهذا الغرض. وفي خلال عام 1903 تم اختيار المبنى القديم للبنك العثماني (وهو الآن مبنى جروبي - فرع عدلي) الكائن بشارع المغربي كمقر رسمي للشركة ثم وضعت نقابة سماسرة الأوراق المالية بعض قواعد لتنظيم شؤون المهنة شملت نظام قبول السماسرة في البورصة، شروط قبول الأوراق المالية للتعامل وقيدتها في جداول الأسعار، ضبط أصول المعاملات، الفصل فيما يقع بين السماسرة من خلافات والنظر في الشكاوى التي تقدم ضدهم من الجمهور.

²⁴⁴ كافي، مصطفى يوسف. (2014). تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية. دمشق. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع. ص: 17.

وفي خلال عام 1908 أصبح للقاهرة منصة تداول حقيقية يمكن الجمهور المهتم أن يراقب حركة تداول الأسهم من خلالها. ولقد تم تشييد هذا المبنى أمام القنصلية الفرنسية. ثم صدور أول قانون لتنظيم البورصات في 8 نوفمبر 1909.

وفي خلال عام 1928 انتقلت البورصة إلى المقر الكائن بشارع الشريفيين حتى يومنا هذا، وقد أنشئ هذا المقر بأموال شركة من السماسرة تكونت على أثر انقضاء أجل الشركة السابقة.

وبذلك تصبح البورصة المصرية هي سوق الأوراق المالية الرسمية في مصر هي مؤسسة تضم بورصة القاهرة والاسكندرية في مصر، وتدار كلتاها من نفس المدراء ويتشاركان في نفس المعاملات التجارية، أي أنهما مؤسسة واحدة لكن في موقعين منفصلين.

ماهية الوساطة المالية في البورصة:

ساهمت الوساطة المالية بتطوير النظام المالي من خلال الخدمات التي تقدمها فقد عرفت بأنها عملية الحصول على موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى²⁴⁵.

كما عرفها آخرون هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي²⁴⁶.

وفي قانون التجارة المصري الجديد 17 لسنة 1999 فقد نصت المادة 192:

السمسرة عقد يتعهد بمقتضاه السمسار لشخص بالبحث عن طرف ثان لإبرام عقد معين والتوسط في إبرامه.

وعرف الوسيط المالي : بأنه هو الذي يقوم بجمع الأموال بشروط يقبلها المدخرون والمقرضون ويقوم بالتمويل بالكميات والشروط التي يقبلها المقترضون والمستثمرون لهذه الأموال.²⁴⁷

كما عرفه بعض الفقهاء: بأنه شخص ذو دراية وكفاية في سوق الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية وذلك لحساب الزبائن

²⁴⁵ نادر، نهاد. (2016). تقييم شركات الوساطة والخدمات المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة البعث. المجلد 38، العدد: 13. ص: 18.

²⁴⁶ محمد، وفاء. (2012). الوساطة المالية في المصارف الإسلامية. بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي، مجلة الأستاذ، العدد 201.

²⁴⁷ نادر، نهاد. مرجع سبق ذكره..

ومقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعاً وشراءً²⁴⁸.

شركات الوساطة المالية في بورصة القاهرة للأوراق المالية:

هي الشركات الأعضاء التي منحتها الهيئة العامة للرقابة المالية ترخيص لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالبورصة. وتقوم البورصة بمنح تلك الشركة العضوية بها بعد اجتيازها اختبار نظام تداول البورصة. وتقوم شركات الوساطة بدور الوسيط بين المستثمر والبورصة حيث أنه غير مسموح للمستثمر أن يقوم ببيع أو شراء الأسهم مباشرة بالبورصة، فتقوم الشركة بتنفيذ عمليات البيع والشراء للعميل مقابل عمولة محددة ومتفق عليها. أيضاً تقوم شركات السمسرة بإمداد العملاء بالاستشارات والبحوث اللازمة²⁴⁹.

أهمية شركات الوساطة المالية في البورصة:

تلعب شركات الوساطة المالية عدة أدوار مهمة في إدارة عجلة الاقتصاد في الدول من خلال عملها كوسيط للأوراق المالية، فبالإضافة إلى دورها في عملية الوساطة في تداول الأوراق المالية لحساب الآخرين أو لحسابها الخاص، فإن لها عدة أدوار أخرى مهمة كتغطية الاكتتابات وإدارة الاستثمارات، وغيرها.

كما ويقع على عاتق هذه الشركات أيضاً جذب المستثمرين المحليين والأجانب سواء أصحاب رؤوس الأموال أو صغار المستثمرين للاستثمار في السوق، فوجود هذه الشركات يكمل حلقة الاستثمار من خلال سوق الأوراق المالية²⁵⁰.

تشمل أعمال الوساطة في بورصة القاهرة للأوراق المالية: 251

أ. السمسرة في الأوراق المالية.

ب. ترويج وتغطية الاكتتاب.

248 عبد القوي، ماجدة، وابختي، نزهة. (2019). النظام القانوني للوساطة المالية. ماجستير. كلية الحقوق والعلوم السياسية. جامعة أحمد دارية أدرار.

249 موقع البورصة المصرية، <https://www.egx.com.eg/ar/FAQ-Main.aspx>.

250 الشافعي، كمال كامل. (2008). الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين. ماجستير. جامعة بيرزيت.

251 احمد، بوسي. (2014). دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية. ماجستير. جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية).

أ. السمسرة في الأوراق المالية:

تعمل شركات السمسرة كنقطة التقاء من أجل المتاجرة، فهي تتلقى وتنفذ طلبات المستثمرين مع مستثمرين آخرين وتحصل على عمولة مقابل تلك الخدمات. تقوم الشركات الكبيرة منها بتحليل الأوراق المالية، تمد عملاءها بالمعلومات الحديثة عن السوق، وتقدم لها نصائح هامة لتحقيق أهدافهم من الاستثمار في الأوراق المالية.

ب. ترويج وتغطية الاكتتاب:

تعمل هذه الشركة على توفير التمويل اللازم للشركات سواء عند التأسيس أو عند التوسع بزيادة حقوق الملكية من خلال زيادة رأس المال بإصدار الأسهم، أو توفير التمويل من خلال زيادة المديونية بإصدار السندات، وذلك عن طريق أما الترويج للاكتتاب في شكل وساطة بين الشركة وجهة التمويل أو عن طريق إما الترويج للاكتتاب في شكل وساطة واشترك في تقديم الأموال أو الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة وغير المطروحة للاكتتاب العام ثم إعادة طرحها في الاكتتاب العام. هذا بالإضافة إلى الخدمات المالية الأخرى المتعلقة بالتمويل وإدارة محافظ الأوراق المالية.

تساهم هذه الشركات في تنشيط سوق الإصدار من خلال توفير الموارد المالية اللازمة للمشروعات المصدرة للأوراق المالية وتقديم الخدمات الاستثمارية فيما يتعلق بتحديد هيكل وحجم التمويل ووقت الإصدار ونوعية الورقة المصدرة، وتساهم في تنشيط سوق التداول عن طريق ترويج الاكتتاب من خلال تعريف الجمهور بالورقة المطروحة ومزاياها، بالإضافة لضمان تغطية الاكتتاب وأيضاً عن طريق قيامها ببيع الأوراق المالية التي اكتتبت فيها السوق الثانوي.

كما يمكنها تقديم خدمات أخرى ولكن بعد حصولها على ترخيص من الهيئة العامة للرقابة المالية ومن هذه الخدمات: 252

1- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

2- رأس المال المخاطر.

3- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

4- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

5- تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية.

6- امساك سجلات الأوراق المالية.

7- تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عن الأوراق المالية.

8- صناعة السوق.

1- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها: 253

تعتبر شركة ما عاملة في نشاط تأسيس الشركات، إذا ما توافرت بها الشروط التالية:

1- إذا كان غرضها الرئيسي مباشرة النشاط المشار إليه.

2- إذا كانت الشركة منفردة أو مع مؤسسيها تمتلك أكثر من نصف رأس مال خمس شركات أو أكثر من الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم.

3- إذا كانت الشركة منفردة أو مع مؤسسيها لها السيطرة على تكوين مجلس إدارة خمس شركات أو أكثر من الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم.

4- إذا مارست الشركة بالفعل نشاط تأسيس الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم أو زيادة رؤوس أموالها بما يجعله نشاطاً رئيسياً لها.

2- رأس المال المخاطر 254:

يتضمن نشاط رأس المال المخاطر تمويل نشاط الشركات التي تصدر أوراقا مالية أو دعمها أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية، أو المشاركة في المشروعات أو المنشآت وتنميتها بغرض تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطرة أو تعاني من قصور في التمويل وما يتبعه من طول فترة الاستثمار.

253 المادة (122) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (95) لسنة 1992.

254 المادة (123) من اللائحة التنفيذية للقانون رقم (95) لسنة 1992.

3- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية²⁵⁵:

شهد عام 1994 تأسيس أول شركة لهذا النشاط في مصر، وهي شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية.

ويتمثل غرض الشركة الرئيسي هو إتمام عمليات المقاصة والتسوية لمعاملات الأوراق المالية بالبورصة، وما يرتبط بها من خدمات على النحو التالي:

1- استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة.

2- حفظ الأوراق المالية والقيام بإجراءات التسجيل.

3- تحصيل الكوبونات وتسويتها.

4- القيام بخدمات أخرى متعلقة بالنشاط بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال.

4- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار²⁵⁶:

التي تقدم المساعدة للمستثمر في تكوين وإدارة المحفظة الخاصة للأوراق المالية بما تتناسب مع أهدافه الاستثمارية، وهي تختلف عن صناديق الاستثمار والتي تمثل محفظة عامة يشارك فيها كل من يرغب، تكمن أهميتها في قدرتها على جذب المستثمرين الذين يرغبون في دخول سوق الأوراق المالية وتنقصهم الخبرة والمعرفة وهي بذلك تسهم بشكل غير مباشر في جذب المزيد من المدخرات التي يصعب دخولها في السوق.

5- تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية²⁵⁷:

وتتخصص هذه النوعية من الشركات في تقدير الجدارة المالية للأوراق المالية التي تصدرها الشركات ويتم تصنيف الأوراق المالية المصدرة وفقاً للنظام الذي تضعه شركات التقييم ثم تقدر خبراتها وطبقاً لأسس فنية علمية عملية مرتبة هذه الأوراق ويمكن التقييم والترتيب الذي تضعه شركات التقييم والتصنيف للأوراق المالية والمتعاملين في هذه الأوراق من تقدير المخاطر المرتبطة بعوائد تلك الأوراق المالية بما يمكنها في النهاية من تقدير عوائد ومخاطر الاستثمارات المالية.

²⁵⁵ الأسرج، حسين. (2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر. ماجستير. فرع بنها. كلية التجارة والاقتصاد جامعة الزقازيق.

²⁵⁶ أحمد، بوسي. (2014). دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، (ص54).

²⁵⁷ الباب الثامن من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال مضاف بقرار وزير الاقتصاد رقم (586) لسنة 2000.

6- امساك سجلات الأوراق المالية: 258

وعادةً ما يشار إلى كل نشاط يتناول حفظ الأوراق المالية والتعامل عليها وإدارتها بنشاط أمناء الحفظ ويباشر أمين الحفظ نشاطه وبالأخص في المجالات الآتية:

1. توريق الحقوق المالية.
2. شراء الأوراق المالية بالهامش.
3. إقراض واقتراض الأوراق المالية بغرض تداولها.
4. المالك المسجل.

7- تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عن الأوراق المالية: 259

وتتخصص في تجميع البيانات المالية وغير المالية للشركات التي تصدر أوراقا مالية مقيدة (وغير مقيدة في بعض الأحيان) في بورصة الأوراق المالية وتحليل هذه البيانات ونشرها بصفة دورية لعملائها. وتمكن هذه التحليلات والمعلومات المنشورة المحللين الماليين في إدارة الاستثمار ومدير الاستثمار لصناديق الاستثمار وغيرهم من المتعاملين في بورصة الأوراق المالية من اتخاذ القرارات المالية الخاصة بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية التي تصدرها الشركات وتحديد المخاطر المرتبطة بعوائدها أيضاً.

8- صناعة السوق: 260

حيث يعتبر وجوده ضرورة ملحة لتنشيط وضبط السوق. حيث يتمثل دوره الأساسي في التدخل في سوق الأوراق المالية في الوقت المناسب لمنع حدوث الارتفاع العشوائي أو الانخفاض الحاد في الأسعار بدون مبرر اقتصادي. ففي حالة زيادة الطلب بكميات كبيرة يقوم صناع السوق بعرض كميات مما لديه من الأسهم لمواجهة هذه الزيادة في الطلب، والعكس في حالة زيادة العرض في السوق، حيث يقوم صناع السوق بشراء الأسهم المعروضة بما لا يضر بأسعارها وهو ما يعيد التوازن في السوق. وبالرغم من مرور عدة سنوات على وجود قواعد منظمة لصناع السوق لكن لم يتم تفعيل هذه الآلية حتى الآن.

258 المادة رقم (45) مستبدلة بقرار وزير الاستثمار رقم 193 لسنة 2005 – الوقائع المصرية – العدد 145.
 259 لطفى، أمين. (2008). المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية. الإبراهيمية، ط1. الدار الجامعية.
 260 أحمد، بوسي. مرجع سبق ذكره. ص: 55.

أنواع الأوراق المالية التي تحويها محفظة شركات الوساطة المالية والمتداولة في بورصة القاهرة للأوراق المالية:

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية، ويمكن تقسيم تلك الأوراق المالية إلى نوعين أساسيين هما، الأسهم والسندات، ويندرج تحت هذين التقسيمين عدة أنواع من الأوراق المالية.

وفيما يلي يتم تناول أهم الأدوات المسموح بإصدارها وطرحها في سوق الأوراق المالية وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها في مصر وهي:

1 - الأسهم

2 - السندات

3 وثائق صناديق الاستثمار

1- الأسهم: 261

يحتاج تأسيس المشروعات الكبيرة لمواجهة ظروف المنافسة إلى رؤوس أموال ضخمة تفوق قدرات شخص واحد أو موارد مجموعة محدودة من الأفراد، لهذا دعت الضرورة إلى إنشاء الشركات المساهمة لتأسيس مثل هذه المشروعات الكبيرة، فرأسمال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً.

والسهم عبارة عن صك يؤكد لحاملة ملكية حصة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه، وهذا الصك يعطى لحاملة الحق في الاشتراك في توجيه سياسة الشركة، من خلال الآراء التي يطرحها في الاجتماعات التي تعقد للمساهمين أو من خلال حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

ولكل سهم قيمة اسمية *par value* وقيمة سوقية *Market value* والقيمة الاسمية هي التي يصدر بها أصلاً، وتدرج على وجه الصك، وتسجل في دفاتر الشركة، وعلى ذلك فإن القيمة الاسمية للسهم تعدل قيمته في دفاتر الشركة، غير أن القيمة الدفترية للسهم *Book value* تتغير في المدى الطويل، إذ تعادل القيمة الاسمية للسهم مضافاً إليها الأرباح المحتجزة أثناء حياة الشركة، أما القيمة السوقية فهي تتحدد في البورصة وفقاً لقوى العرض والطلب.

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث تداولها إلى أسهم اسمية ، وأسهم لحاملها ، كما يمكن تقسيمها من حيث نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية إلى أسهم عادية، وأسهم ممتازة ، وأسهم التمتع.

2- السندات: 262

قد تحتاج الحكومة أو إحدى الشركات إلى تمويل، وقد لا يفضل الحصول على ذلك التمويل بإصدار أسهم جديدة. ونظرا لكبر المبلغ وصعوبة تدبيره من مقرض واحد، وخاصة أنه يكون لآجال طويلة، وكذلك تتغير تكلفة القرض من مقرض لآخر، ومن وقت لآخر، فإنه يتم تقسيم القرض إلى أجزاء صغيرة يسمى كل منها سندا، وي طرح للجمهور.

والسندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، بمقتضى هذا الاتفاق يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محددة وسعر فائدة معين. والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه، وهو بذلك يحتفظ بدرجة عالية من السيولة لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها.

والسندات تتضمن علاقة دائنيه ومديونية تربط بين مصدري السندات باعتبارهم مدينين، ومالكي السندات باعتبارهم دائنين، ويتعهد المقرض في السند بدفع فائدة محددة سنوياً في حالة السندات ذات الفائدة الثابتة، ولا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر.

والسندات إما أن تصدرها الحكومة أو الشركات:

- فالسندات الحكومية : Government Bonds هي سند تصدرها الدولة لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وهي إما أن تكون دائمة لا تحدد الدولة التاريخ الذي تستدد فيه قيمة السند، ولكنها تتعهد بأن تدفع لحامله فائدة محددة كل سنة أو ستة أشهر، وقد تكون قابلة للاستهلاك بأن تتعهد الدولة بأن تسدد قيمة السند في أجل محدد، وغالبا ما يكون على أقساط سنوية.

- أما سندات الشركات : Corporate Bonds فهي سندات تصدرها الشركات المساهمة للاقتراض من الجمهور، وطبقاً للتشريع المصري فإنه يحظر إصدار هذه السندات على شركات الأشخاص والشركات المغلقة ذات المسؤولية المحدودة، والشركات المساهمة التي لم يدفع رأسمالها بالكامل، والشركات حديثة التأسيس إلا بعد نشر الميزانية الأولى لها، ولا

يجوز أن تصدر الشركات سندات بقيمة تزيد على رأس المال المدفوع طبقاً لآخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العمومية.

3- وثائق صناديق الاستثمار:²⁶³

ويوجد في بورصة القاهرة نوعان من صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار المغلقة:

وهي التي تسمح بإصدار عدد محدد من الوثائق ولا يجوز لها بعد ذلك زيادة أو تخفيض هذا العدد. وعند انتهاء الاكتتاب في وثائق الصندوق يتم قيدها في البورصة والتداول عليها، ويتحدد سعرها وفقاً لآليات العرض والطلب. وتتميز عدد الوثائق المصدرة والمتداولة بالثبات ولا يقوم الصندوق ببيع أو شراء الوثائق بين المستثمرين بعضهم البعض من خلال البورصة عن طريق سمسار معتمد مقابل عمولة ويتحدد سعر تداولها بالبورصة طبقاً لآليات العرض والطلب عليها.

صناديق الاستثمار المفتوحة:

ويتسم ذلك النوع بأنه الأكثر انتشاراً، ويسمح هذا النوع ببيع عدد غير محدد من وثائق الاستثمار ومع ذلك يجب على الشركة المصدرة أن تسترد وثائق الصندوق في حالة إذا ما رغب المستثمرين في بيعها حيث يتم الاسترداد على أساس نصيب الوثيقة الواحدة في صافي أصول الصندوق. وتنشر إدارة الصندوق يومياً أسعار الوثائق وبالتالي يتغير عدد الوثائق وقيمة رأس مال الصندوق يومياً أسعار الوثائق وبالتالي يتغير عدد الوثائق وقيمة رأس مال الصندوق يومياً بالبيع والشراء.

إجراءات عملية القيد في البورصة المصرية:

تتطلب عملية القيد بالبورصة سلسلة من الإجراءات وتنقسم إلى ثلاثة مراحل أساسية أولها الإعداد للقيد وتجهيز المستندات المطلوبة وتقديمها للإدارة المختصة بالبورصة وتتوافر لدى البورصة قائمة من وكلاء القيد المتخصصين في مساعدة الشركة في كيفية إنهاء إجراءات القيد بالبورصة، وفي حالة تفضيل الشركة لتقديم طلب القيد من خلال مفوض لديها دون الاستعانة بوكلاء القيد فإن فريق عمل متخصص في شؤون القيد بالبورصة المصرية جاهز لمعاونه الشركة في هذه المرحلة وما يليها من مراحل، ثم ثانياً تأتي مرحلة الطرح للتداول بالبورصة ونشر تقرير افصاح بغرض الطرح بعد مراجعته وتنفيذ الطرح بالبورصة، ثم تأتي المرحلة الثالثة والاختيرة وهي

²⁶³ لطفي، أمين. مرجع سبق ذكره. ص: 62.

تداول اسهم الشركة في احد اسواق البورصة، وتجدر الإشارة الى انه من المحتمل ان تكون هناك تحديات بالنسبة لهذه العملية، الا ان الشركة يمكنها التغلب على هذه التحديات من خلال الدعم الفني المتمثل في النصح والارشاد والاستشارات الذى تحصل عليه من ادارة البورصة بما لديها من متخصصين على مستوى فنى في هذا المجال اثناء مراحل القيد المختلفة

الشروط العامة لقيد الأوراق المالية:

يشترط للقيد بداول البورصة التسجيل المسبق لدى الهيئة واستيفاء الشروط العامة الآتية:

1. أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع والقيد المركزي.
2. ألا يزيد رأس المال المرخص به للشركة الراغبة في قيد أوراقها المالية على خمسة أمثال رأس المال المصدر.
3. ألا يتضمن النظام الأساسي للجهة المصدرة أو شروط الإصدار إيه قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها مع عدم الإخلال بالقيود الواردة بالتشريعات المنظمة لبعض الأنشطة أو مناطق جغرافية معينة.
4. أن يتم القيد لجميع الأوراق المالية المصدرة من ذات النوع، وكذا قيد الإصدارات التالية وحق الأولوية في الاكتتاب وفقاً للأحكام الواردة بهذه القواعد.
5. أن تلتزم الشركة طالبة القيد بإنشاء موقعاً إلكترونياً على شبكة المعلومات الدولية فور قيد أي من أوراقها المالية بالبورصة وقبل بدء التداول عليها لنشر القوائم المالية السنوية والدورية والايضاحات المتممة لها وتقارير مراقبي الحسابات وغيرها من البيانات والمعلومات التي تحددها إدارة البورصة من بين ما يجب على الشركات إخطارها بها وفقاً لهذه القواعد، وذلك دون الإخلال بمتطلبات الإفصاح الواردة بهذه القواعد وبديلاً عن ذلك يجوز ان تنشر البيانات المشار إليها على موقع تخصصه البورصة لهذا الغرض.
6. أن يتم تقديم طلب القيد ومرفقاته من خلال الممثل القانوني للجهة طالبة القيد أو من خلال وكيل قيد معتمد لدى البورصة وفقاً للضوابط التي تحددها الإجراءات التنفيذية لهذه القواعد.
7. أن تبرم الجهة طالبة قيد أوراقها المالية عقداً مع البورصة ينظم حقوق والتزامات كل منهما بما في ذلك التزامات الجهة طالبة القيد المترتبة على مخالفة قواعد واجراءات القيد أو نصوص العقد.

8. وجوب استخدام أسلوب التصويت التراكمي في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة بما يسمح بالتمثيل النسبي في عضوية مجلس الإدارة كلما أمكن ذلك.

9. ألا يقل نسبة تمثيل المرأة في مجلس إدارة الشركة عن 25% أو عضوتين على الأقل.

10. حظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي للشركة. وللهيئة الاستثناء المؤقت من هذا الشرط في ضوء المبررات التي تقدمها الشركة وتقبلها الهيئة.

مجتمع وعينة البحث:

تستهدف الدراسة تحليل تأثير إدارة محفظة شركات الوساطة المالية على أدائها المالي في بورصة القاهرة للأوراق المالية خلال الفترة من 2018 إلى 2021، وتم استخدام بيانات ربعية واختيار عينة تشمل 10 شركات (160 مشاهدة) من بين 60 شركة وساطة مالية بناءً على تنوع الأنشطة والخدمات التي تقدمها، وتمثيلها الواسع للسوق بما في ذلك شركات كبرى ومعروفة مثل المجموعة المالية هيراميس وسي أي كابيتال. كما توفر الشركات في العينة بيانات مالية دقيقة وشاملة، مما يضمن جودة التحليل وموثوقيته. هذا التوازن بين شمولية البيانات وجودتها يعزز من قدرة الدراسة على تقديم رؤى دقيقة وشاملة حول تأثير إدارة المحفظة على الأداء المالي.

الرقم	اسم الشركة
1	شركة أصول E.S.B للوساطة في الاوراق المالية
2	شركة العروبة للسمسرة في الأوراق المالية
3	شركة القاهرة الوطنية للاستثمار والاوراق المالية
4	الشركة القابضة المصرية الكويتية لتداول الأوراق المالية
5	شركة النعيم القابضة للاستثمارات المالية

6	شركة برايم القابضة للاستثمارات المالية
7	شركة بلتون المالية القابضة
8	شركة سي أي كابيتال القابضة للاستثمارات المالية
9	شركة المجموعة المالية هيراميس القابضة
10	شركة المصرية العربية (ثمار) لتداول الأوراق المالية

خطوات إجراء الدراسة:

قامت الباحثة بتقييم أداء المحافظ المالية لكل شركة من شركات الوساطة المالية عينة الدراسة بناء على نماذج التقييم شارب وترينور ثم قامت الباحثة بتقييم الأداء المالي للشركات عينة الدراسة وذلك وفق الخطوات التالية:

- 1- تم الحصول على البيانات المالية من القوائم المالية لشركات الوساطة المالية من عام 2018 حتى عام 2021 حيث كانت البيانات ربعية (160 مشاهدة)، وقد تم الحصول على هذه البيانات من موقع مباشر مصر.²⁶⁴
- 2- تم حساب العائد ربع السنوي لكل محفظة شركة وساطة دراسة خلال الفترة (2018 - 2021) وذلك باستخدام المعادلة التالية:²⁶⁵

$$\frac{Mp_t - Mp_{t-1} + CD}{Mp_{t-1}}$$

²⁶⁴ www.mubasher.info.

²⁶⁵ القاضي، لورين إبراهيم، (2016)، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، ص8.

وذلك حيث:

Mpt : القيمة السوقية للمحفظة في نهاية السنة المالية.

Mpt - 1 : القيمة السوقية للمحفظة في بداية السنة المالية.

CD : التوزيعات النقدية للمحفظة.

3- تم حساب متوسط العائد ربع السنوي لكل محفظة شركة وساطة خلال فترة الدراسة (2018-2021).

4- تم حساب الانحراف المعياري ربع السنوي لكل محفظة شركة وساطة باستخدام المعادلة التالية:²⁶⁶

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(Rp - E(R))^2}{n-1}}$$

وذلك باستخدام برنامج Excel.

5- تم اعتبار معدل العائد على أذن الخزينة المصرية كمعدل للعائد الخالي من المخاطر وتم حساب المتوسط السنوي لمعدل العائد الخالي من المخاطر لكل سنة من سنوات الدراسة (2018 - 2021) وتقسيمه على 4 للحصول على المعدل ربع السنوي.

6- تم حساب مؤشر شارب باستخدام المعادلة التالية:²⁶⁷

$$S_p = \frac{RP - R_f}{\sigma_p}$$

S_p: مؤشر شارب لقياس أداء المحفظة المالية (P).

R_p: متوسط معدل العائد خلال فترة القياس.

R_f: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

²⁶⁶ الشريف، حرية. (2005). عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها. غزة: الجامعة الإسلامية. ص: 8.

²⁶⁷ Monssieur de person. (2005). economie financiere et gestion de portefeuille, **France, 2005-2006**. www.Florion.iplo, neuf.fr/ quittard/pdf/M arché financier d'après uncode f..

σ_p : مخاطر المحفظة مقاسه بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

7 - تم اعتبار مؤشر بورصة مصر (EGX30) كمؤشر لمحفظة السوق.

8 - تم حساب المتوسط للعوائد الشهرية لمؤشر بورصة مصر (EGX30) خلال كل ربع سنة لتقدير العوائد ربع السنوية، ثم تم حساب معدل العائد ربع السنوي لمحفظة السوق باستخدام المعادلة التالية:²⁶⁸

$$R = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

حيث:

V_1 : قيمة المحفظة في نهاية الفترة.

V_0 : قيمة المحفظة في بداية الفترة.

9- تم حساب متوسط العائد ربع السنوي لمحفظة السوق ثم تم حساب تباين محفظة السوق ربع السنوي خلال فترة الدراسة (2021-2018) باستخدام المعادلة التالية:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(R_m - E(R))^2}{n-1}$$

وذلك باستخدام برنامج الأكسل.

10- تم حساب معامل بيتا ربع السنوي لكل محفظة باستخدام المعادلة التالية:²⁶⁹

$$\hat{\beta}_P = \frac{COV_{Pm}}{\sigma_m^2}$$

وذلك باستخدام برنامج Excel.

11- تم حساب مؤشر ترينور باستخدام المعادلة التالية:²⁷⁰

$$T_P = \frac{RP - RF}{\beta_P}$$

حيث:

R_P : عائد المحفظة P.

²⁶⁸ خيرة، مجدوب، (2020)، محاضرات في إدارة المخاطر المالية، جامعة ابن خلدون تيارت، ص79.

²⁶⁹ عبدالعزيز، داليا، التنويع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين، رسالة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، ص56.

²⁷⁰ Frédéric, C. Barillet, J & Peirre, N. (1998). Financement et placement, Armand Colin, Avril, p: 99.

T_P : مؤشر ترينور لقياس الأداء.

R_F : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

β_P : معامل بيتا للمحفظة.

12- تم استخراج مجموع الأصول ربع السنوية لكل شركة من شركات عينة الدراسة من القوائم المالية الخاصة بكل شركة من عام 2018 حتى عام 2021 .

13- تم استخراج مجموع حقوق الملكية ربع السنوية لكل شركة من شركات عينة الدراسة من القوائم المالية الخاصة بكل شركة من عام 2018 حتى عام 2021 .

14- تم استخراج صافي الربح ربع السنوي لكل شركة خلال الفترة 2018 – 2021 .

15- تم حساب معدل العائد على الأصول باستخدام المعادلة التالية:²⁷¹

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

16- تم حساب معدل العائد على حقوق الملكية باستخدام المعادلة التالية:²⁷²

$$\text{معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE)} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع حقوق المساهمين}}$$

²⁷¹ الشيخ، فهمي مصطفى. مرجع سبق ذكره، ص44.

²⁷² الطائي، عبدالله & الشكرجي، بشار، (2022)، مؤشرات الربحية وأثرها في القيمة السوقية-دراسة لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 41، العدد 133، ص296.

المعالجة الإحصائية المتبعة

• الإحصاء الوصفي Descriptive statistics

يتضمن السرد الوصفي لجداول المتغيرات المالية والهيكلية ومتغيرات المخاطر وتطورها والتغيرات التي تطرأ عليها بالإضافة للرسم البياني التوضيحي للمؤشرات على مستوى كل شركة من الشركات الداخلة في الدراسة.

• اختبار Unit Root للاستقرارية:

يعتبر استقرار السلسلة الزمنية أحد شروط تحليل السلاسل الزمنية ويمكن أن تكون السلسلة مستقرة عند مستوى البيانات نفسه دون استخدام تحويلة لجعلها مستقرة ويرمز له عندئذ $L(0)$ أو قد تكون السلسلة مستقرة عند الفروق الأولى ويرمز لها $L(-1)$ أو قد تكون السلسلة مستقرة عند الفروق الثانية $L(-2)$ حيث معرفة عند أي مستوى تستقر السلسلة الزمنية يرشدنا على أفضل نموذج لتحليل السلسلة الزمنية.

• تحليل الارتباط Correlation

يهدف لدراسة فيما إذا كان يوجد ارتباط معنوي بين متغيرات الدراسة والذي من خلاله يتبين قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرين ويأخذ قيمة بين (-1) وال $(+1)$ فكلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من الواحد دلّ ذلك على قوة علاقة الارتباط بين المتغيرين بينما كلما اقتربت من الصفر دلّ ذلك على انخفاض أو عدم وجود علاقة بين المتغيرين أما بالنسبة لإشارة معامل الارتباط فهي تشير لاتجاه العلاقة بين المتغيرين عكسية أم طردية.

• Panel data analysis:

من أجل التوصل إلى نتائج وهدف الدراسة تم اعتماد بيانات Panel (سلاسل زمنية وبيانات مقطعية) والتي تعتمد على منهجية خاصة لتحليلها نماذج تحليل (panel data) والتي تعتمد بشكل أساسي على ثلاث نماذج نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model، نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects Model بالإضافة لاختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاث السابقة لاختيار النموذج الأفضل لاعتماد نتائجه حيث تم استخدام اختبار likelihood Ratio للمفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة واختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

الدراسة التطبيقية باستخدام السلسلة الزمنية

أولاً: الإحصاء الوصفي والتوزيع الطبيعي

جدول رقم (1) الإحصاء الوصفي للمتغيرات

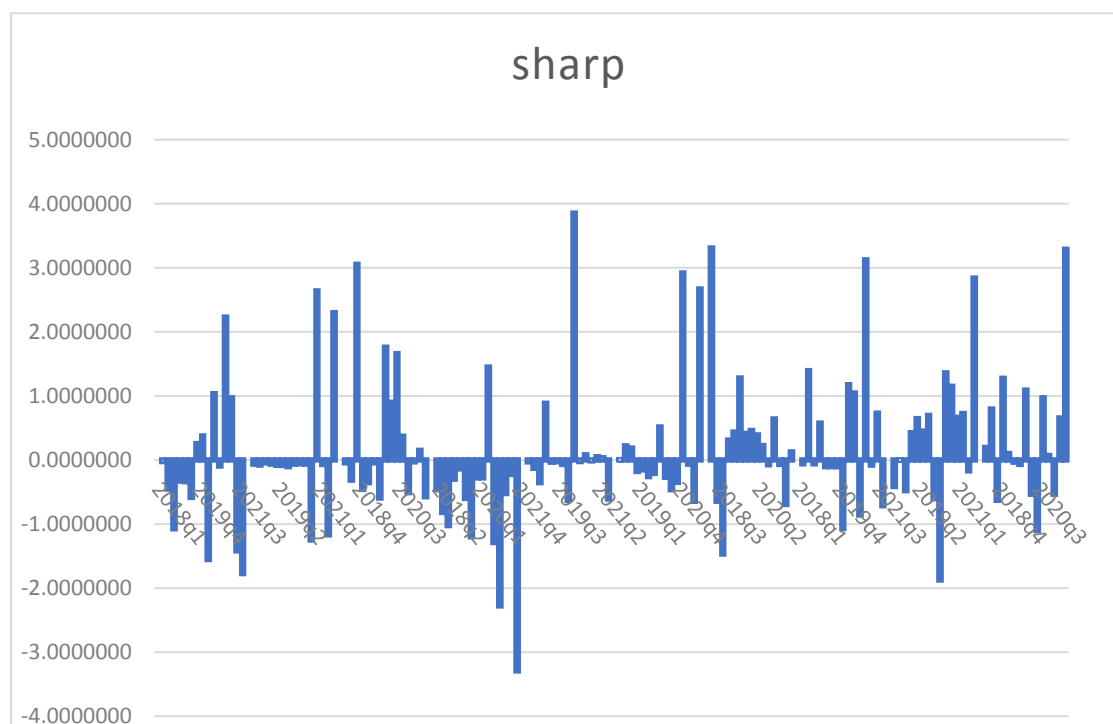
	sharp	Treynor	ROA	ROE
Mean	0.125010	0.066129	-0.001435	0.060466
Median	-0.042793	0.001043	0.002233	0.004615
Maximum	3.853570	1.927853	0.255255	9.523813
Minimum	-3.292051	-1.290652	-0.286031	-0.325522
Std. Dev.	1.048536	0.402197	0.041773	0.754966
Skewness	0.980632	1.040436	-1.379083	12.42290
Kurtosis	5.601907	8.191737	26.70415	156.2424
Jarque-Bera	70.77652	208.5611	3796.627	160670.3
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

من الجدول السابق يلاحظ ما يأتي:

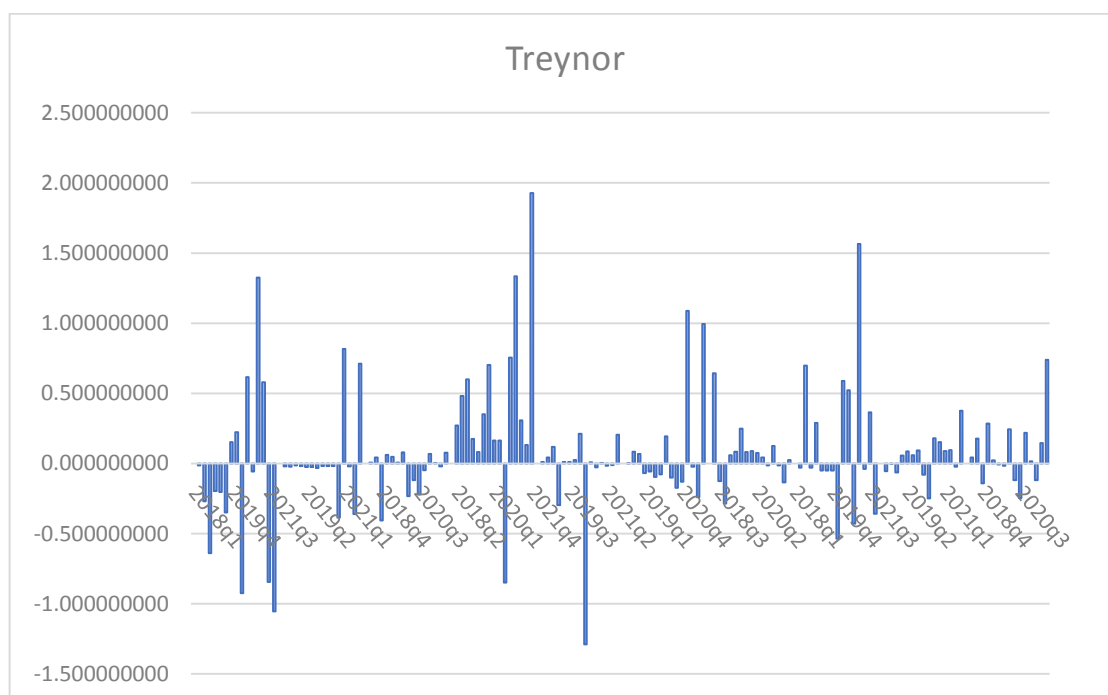
- بالنسبة لبيانات مؤشر sharp فإنها لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث إن قيمة احتمالية اختبار التوزيع الطبيعي Probability للمتغيرات قيد الدراسة أصغر من α مستوى الدلالة الذي يساوي 5%.
- بالنسبة لبيانات مؤشر Treynor فإنها لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث إن قيمة احتمالية اختبار التوزيع الطبيعي Probability للمتغيرات قيد الدراسة أصغر من α مستوى الدلالة الذي يساوي 5%.
- بالنسبة لبيانات معدل العائد على الأصول فإنها لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث إن قيمة احتمالية اختبار التوزيع الطبيعي Probability للمتغيرات قيد الدراسة أصغر من α مستوى الدلالة الذي يساوي 5%.
- بالنسبة لبيانات معدل العائد على حقوق الملكية فإنها لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث إن قيمة احتمالية اختبار التوزيع الطبيعي Probability للمتغيرات قيد الدراسة أصغر من α مستوى الدلالة الذي يساوي 5%.

ثانياً: الرسومات البيانية

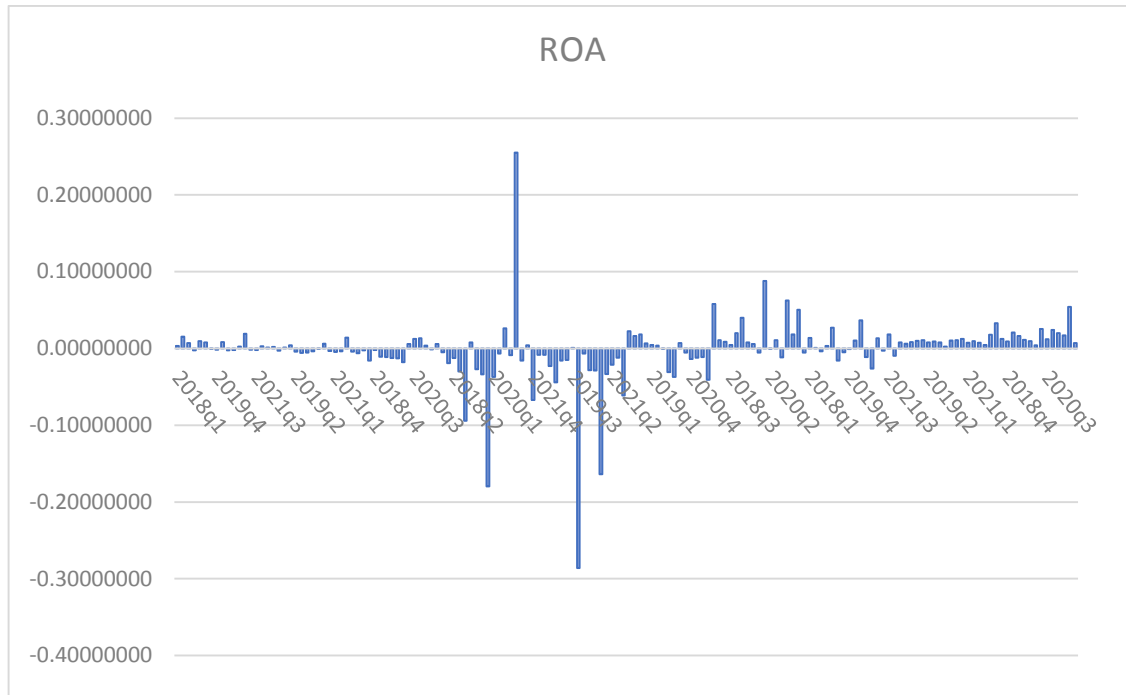
الشكل رقم (10)؛ سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات مؤشر sharp



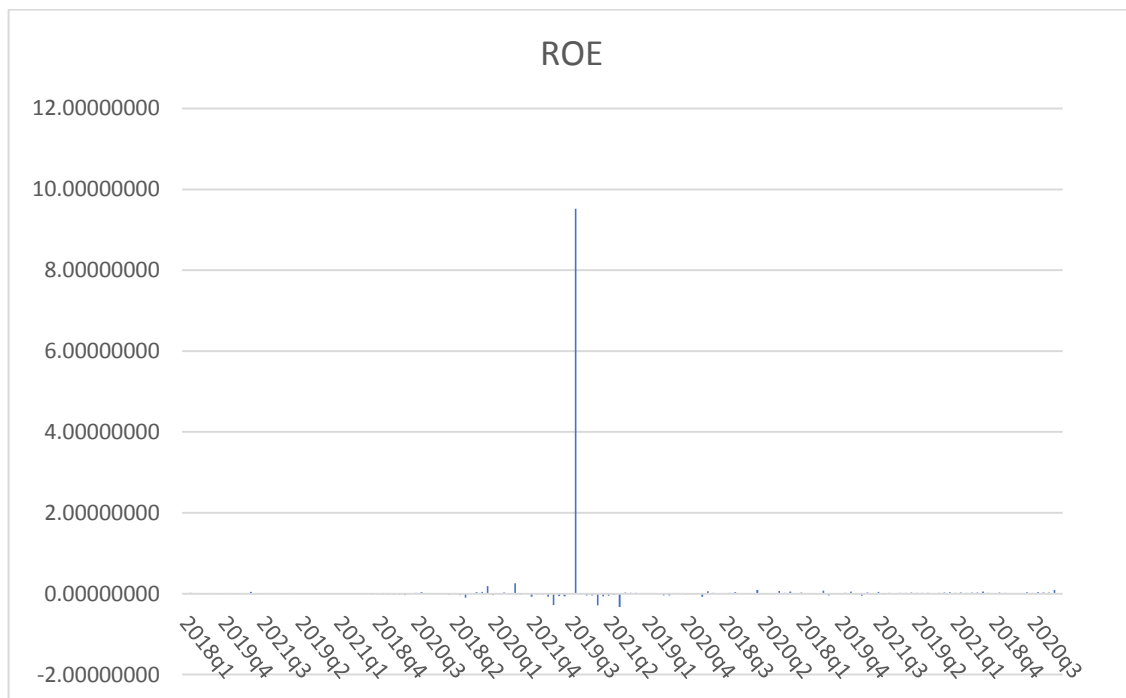
الشكل رقم (11)؛ سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات مؤشر Treynor



الشكل رقم (12)؛ سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات معدل العائد على الأصول



الشكل رقم (13)؛ سلسلة زمنية (2018-2021) لبيانات معدل العائد على حقوق الملكية



ثالثاً: دراسة الاستقرارية

يهدف اختبار الاستقرارية لتوصيف حالة المنحنى البياني للمتغير المدروس فالاستقرارية تعني عدم وجود تشتت في بيانات المنحنى كذلك ثبات المتوسط والتباين خلال سنوات الفترة الزمنية المدروسة وعدم وجود موسمية. فإذا لم يكن المنحنى نفسه ثابت تجرى عليه تحويلات تسمى تحويلات الفروق ليتحول لسلسلة مستقرة.

جدول رقم (2) دراسة استقرار السلاسل الزمنية

	Levin, Lin & Chu t*		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	Prob	Level	Prob	Level	Prob	Level	Prob	Level
Sharp	0.000000	0	0.000000	0	0.000000	0	0.000000	0
Treynor	0.000000	0	0.000000	0	0.000000	0	0.000000	0
ROA	0.0001	0	0.000000	0	0.0001	0	0.000000	0
ROE	0.0001	0	0.0001	0	0.0003	0	0.000000	0

بموجب الجدول السابق؛

بالنسبة لبيانات المتغير مؤشر Sharp يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر الوحدة عند المستوى 0 وعليه فإن المتغير مستقر عند $L(0)$.

بالنسبة لبيانات المتغير مؤشر Treynor يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر الوحدة عند المستوى 0 وعليه فإن المتغير مستقر عند $L(0)$.

بالنسبة لبيانات المتغير معدل العائد على الأصول يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر الوحدة عند المستوى 0 وعليه فإن المتغير مستقر عند $L(0)$.

بالنسبة لبيانات المتغير معدل العائد على حقوق الملكية يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر الوحدة عند المستوى 0 وعليه فإن المتغير مستقر عند $L(0)$.

رابعاً: مصفوفة الارتباط

يبين الارتباط أو معامل الارتباط قوة العلاقة واتجاه العلاقة بين المتغيرات العشوائية في الظواهر المختلفة (ظاهرتين، أو أكثر، أو متغيرين، أو أكثر) في عملية تحليل بيانات الدراسة، حيث يمكننا من معرفة ما إذا كان تغير أحدهما أو مجموعة منها مرتبطاً بتغير الأخرى، وقد يرغب الباحث في دراسة العلاقة بين أكثر من متغيرين في وقت واحد.

يعرف تحليل الارتباط بأنه دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، والهدف الأساسي له هو تحديد مدى درجة العلاقة بين هذه المتغيرات، ونوضح هنا ان نتائج اختبار الارتباط قد تتراوح بين الصفر إلى الواحد، وتتحدد نوعية الارتباط من خلال نتائج الاختبار، حيث ان النتائج القريبة من الصفر (لا يوجد ارتباط no Correlation) والنتائج القريبة من الواحد (الارتباط الكامل (Perfect Correlation)).

وتختلف العلاقة بين متغيرين من حيث قوتها، فإذا كان تغير أحد المتغيرات أو بعضها يعتمد كلياً على تغير الأخرى، نقول إن الارتباط بينهما كاملاً **Perfect Correlation**، أما إذا كان الارتباط بين المتغيرات غير كامل، بمعنى أن تغير أحدهما لا يعتمد كلياً على تغير الآخر، فنقول بأن الارتباط هو ارتباط غير تام. يمكن تحديد الارتباط بين متغيرين من خلال استخدام مجموعة من الإحصاءات تعرف باسم معاملات الارتباط، إذ أن معامل الارتباط هو رقم يلخص التحسن في تنبؤ القيم المتغير الأول على أساس معرفة قيم المتغير الثاني، فكلما ارتفع المعامل قوي الارتباط، ومن ثم تحسنت قدرتنا التنبؤية أو التفسيرية. وتتراوح معاملات الارتباط بين صفر وواحد (أو -1)، وتشير القيم التي تقترب من 1 إلى وجود ارتباط قوي نسبياً أما تلك التي تقترب من صفر فتشير إلى ارتباط ضعيف نسبياً.. إضافة إلى حجم الارتباط يهتم الباحث بمعرفة اتجاه العلاقة بين المتغيرين فهل هي علاقة طردية أو عكسية. وأخيراً يهتم الباحث باختبارات الدلالة الإحصائية وهي الاختبارات التي توضح مدى معنوية الارتباط أي أن يكون ارتباط ذو دلالة إحصائية. إن قيمة معامل الارتباط محصورة في الفترة المغلقة [-1، 1] وتتحدد نوعية الارتباط من الجدول التالي:

قيمة معامل الارتباط	نوع الارتباط
صفر	ارتباط منعدم
من صفر إلى أقل من 0.4	ارتباط ضعيف
من 0.4 إلى أقل من 0.7	ارتباط متوسط
من 0.7 إلى أقل من 1+	ارتباط قوى
1+	ارتباط تام

وتمت دراسة الارتباط بين المتغيرات عن طريق معامل الارتباط سبيرمان لأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

الجدول التالي من مخرجات برنامج E-view يوضح مصفوفة الارتباط بين متغيرات البحث:

جدول رقم (3) دراسة الارتباط

Probability	SHARP	TRAYNOR	ROA	ROE
SHARP	1.00			

TRAYNOR	0.63	1.00		
	0.0023	-----		
ROA	0.42	-0.40	1.00	
	0.0000	0.0000	-----	
ROE	0,35	0,30	0.50	1.00
	0.0000	0.0000	0.0000	-----

بموجب الجدول السابق؛

بالنسبة لمؤشر sharp؛ يوجد علاقة ارتباط طردية متوسطة بينه وبين معدل العائد على الأصول حيث بلغت قيمة الارتباط (0.42) والقيمة الاحتمالية (0) أصغر من مستوى الدلالة 5% بالتالي العلاقة معنوية.

ويوجد علاقة ارتباط طردية ضعيفة بينه وبين معدل العائد على حقوق الملكية حيث بلغت قيمة الارتباط (0.35) والقيمة الاحتمالية (0) أصغر من مستوى الدلالة 5% بالتالي العلاقة معنوية. وبالنسبة لمؤشر Treynor يوجد علاقة ارتباط عكسية متوسطة بينه وبين معدل العائد على الأصول حيث بلغت قيمة الارتباط (-0.40) والقيمة الاحتمالية (0) أصغر من مستوى الدلالة 5% بالتالي العلاقة معنوية.

ويوجد علاقة ارتباط طردية ضعيفة بينه وبين معدل العائد على حقوق الملكية حيث بلغت قيمة الارتباط (0.30) والقيمة الاحتمالية (0) أصغر من مستوى الدلالة 5% بالتالي العلاقة معنوية.

خامساً: دراسة الانحدار البسيط

بغرض تحقيق أهداف وفرضيات الدراسة تم استخدام نماذج بيانات ال Panel Data، ولكن قبل الشروع في بناء النماذج لابد من التطرق إلى الجانب النظري لهذه النماذج وتوضيح أهمية النماذج وكيفية بناءها.

تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات ال Panel):

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة. 273 تكون بيانات السلاسل الزمنية المقطعية متوازنة "Balanced"

²⁷³ ذكر يا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد (21)، ص 272

"Panel Data" إذا كانت المشاهدات المقطعية جميعها مقاسة لنفس الفترة الزمنية لكل الأفراد وهي حالة الدراسة الحالية، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية المقاسة من فرد الآخر تكون البيانات غير متوازنة. "Unbalanced Panel Data". بشكل عام يمكن كتابة نموذج بيانات ال Panel كما يلي:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

معادلة 1 النموذج العام Panel Data

حيث أن:

y_{it} : تمثل قيمة المتغير التابع للملاحظة i عند الفترة الزمنية t .
 $\beta_{0(i)}$: تمثل قيمة نقطة تقاطع مستوي معادلة الانحدار مع محور المتغير التابع عند الملاحظة i .

β_j : تمثل قيمة معلمة الانحدار الخاصة بالمتغير المستقل j .

$x_{j(it)}$: تمثل قيمة المتغير المستقل j للملاحظة i عند الفترة الزمنية t .

ε_{it} : تمثل قيمة الخطأ في الملاحظة i عند الفترة الزمنية t .

$i = 1, 2, \dots, N$: تشير إلى رمز الوحدات المقطعية.

$t = 1, 2, \dots, T$: تشير إلى رمز الفترات الزمنية.

$j = 1, 2, \dots, K$: تشير إلى رمز المتغيرات المستقلة.

أهمية نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

السماح بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين المقاطع (المصارف) خلال الزمن.
تساعد في منع ظهور مشكلة عدم ثبات تباين حد الخطأ العشوائي Heteroscedasticity
شائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية²⁷⁴
تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة.

النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

نموذج الانحدار التجميعي ((Pooled Regression Model (PRM)²⁷⁵:

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات β_0, β_j ثابتة لجميع الفترات الزمنية (أي يهمل تأثير للزمن)، ويكتب بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , \quad i = 1, 2, \dots, N \quad , \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة.

نموذج التأثيرات الثابتة ((Fixed Effects Model (FEM)²⁷⁶:

الهدف منه هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة القطع $\beta_{0(i)}$ ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن النموذج يتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , \quad i = 1, 2, \dots, N \quad , \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث أن: $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ، $var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$.

يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معاملات النموذج في المعادلة (3) وللسماع لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تُستخدم متغيرات وهمية لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تُستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير النموذج.

²⁷⁵ زكريا يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، ص 5-9، 2012.

²⁷⁶ مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013 ص 16

كما يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية Least Squares (IFRS15 Variable Model)، وبعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج بالشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 ليصبح النموذج كما يلي:

معادلة 2: معادلة 3 بعد إضافة المتغيرات الوهمية

$$y_{it} = \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model (REM):²⁷⁷

في نموذج التأثيرات العشوائية يكون حد الخطأ ε_{it} وذ توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوٍ لـ σ_ε^2 ، ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات العشوائية صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه، في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ : أي:

$$\beta_{0(i)} = \mu + V_i, \quad i = 1, 2, \dots, N$$

ويكون نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي:

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

معادلة 3: معادلة 4 بعد المعالجة

²⁷⁷ عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل Panel، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1، 2010، ص 19

حيث أن V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i .

تفشل طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطي مقدرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التباين المشترك بين W_{it} ، W_{is} لا يساوي الصفر، أي أن:

$$\text{cov}(W_{it}, W_{is}) = \sigma_V^2 \neq 0, \quad t \neq s$$

وعليه لتقدير معلمات هذا النموذج بشكل صحيح تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة. GLS معادلة 4 نموذج التأثيرات العشوائية العام

المفاضلة بين النماذج

للمقارنة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة نعتمد على اختبار likelihood Ratio

تتم المقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ونعتمد في ذلك على اختبار Hausman.

اختبار Hausman:²⁷⁸

يستخدم في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة، ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية K .

ويعطى اختبار Hausman العلاقة التالية:

$$W = (\hat{b}_{lsdv} - \beta_{GLS})[Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})]^{-1}(\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS})$$

حيث أن: $(\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية. و $var(\hat{b}_{lsdv}) - var(\hat{\beta}_{GLS})$ هي الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية.

²⁷⁸ عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام تحليل Panel، مجلة دراسات اقتصادية وإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، العدد 1، ص 25.

وتكون الفرضيات كما يلي:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم للبيانات المدروسة.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم للبيانات المدروسة.

ويتم الحكم على الاختبار كالتالي: إذا كانت قيمة المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع (k) نرفض

فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، كذلك يمكن الحكم عن طريق (P -value) فإذا كانت (P -

value) للاختبار أقل من مستوى الدلالة المعتمد نرفض الفرضية الصفرية.

اختبار الفرضية الأولى

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر sharp في معدل العائد على الأصول:

1. الانحدار التجميعي

يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الأول من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (4) دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع ROA وفق نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced)
observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARP	0.003013	0.00316	0.953414	0.0000
C	-0.001812	0.003327	-0.54463	0.5868
Root MSE	0.041523	R-squared		0.1764
Mean dependent var	-0.001435	Adjusted R-squared		0.1664
S.D. dependent var	0.041773	S.E. of regression		0.041785
Akaike info criterion	-3.500132	Sum squared resid		0.275867
Schwarz criterion	-3.461693	Log likelihood		282.0106
Hannan-Quinn criter.	-3.484523	F-statistic		0.908999
Durbin-Watson stat	1.8178	Prob(F-statistic)		0.000

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر شارب يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على الأصول، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يظهر قيمة معامل التحديد 0.1764 أي أن النموذج يفسر 17.64% من التغيرات في المتغير التابع، وبالتالي 82.36% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

2. نموذج التأثيرات الثابتة

يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الثاني من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (5) دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع ROA وفق نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced)

observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARP	0.0016	0.003083	0.51893	0.0000
C	-0.00164	0.003098	-0.52789	0.5984
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.037518	R-squared	0.188256	
Mean dependent var	-0.00144	Adjusted R-squared	0.158256	
S.D. dependent var	0.041773	S.E. of regression	0.038879	
Akaike info criterion	-3.59047	Sum squared resid	0.225222	
Schwarz criterion	-3.37905	Log likelihood	298.2373	
Hannan-Quinn criter.	-3.50462	F-statistic	3.455552	
Durbin-Watson stat	2.223849	Prob(F-statistic)	0.000417	

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر شارب يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على الأصول، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.188256 أي أن النموذج يفسر 19% من التغيرات في المتغير التابع، وبالتالي 81% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

3. نموذج التأثيرات العشوائية

جدول رقم (6) دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع ROA وفق نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: ROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARP	0.001988	0.003044	0.653198	0.0000
C	-0.00168	0.006079	-0.277	0.7821
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.016541	0.1533
Idiosyncratic random			0.038879	0.8467
Weighted Statistics				
Root MSE	0.038591	R-squared		0.1236401
Mean dependent var	-0.00073	Adjusted R-squared		0.1206301
S.D. dependent var	0.038765	S.E. of regression		0.038835
Sum squared resid	0.238285	F-statistic		0.427635
Durbin-Watson stat	2.102065	Prob(F-statistic)		0.005141
Unweighted Statistics				
R-squared	0.120630	Mean dependent var		-0.00144
Sum squared resid	0.276051	Durbin-Watson stat		1.814488

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر شارب يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على الأصول، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.1236401 أي أن النموذج يفسر 12% من التغيرات في المتغير التابع، وبالتالي 88% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

4. المفاضلة بين النماذج

1. المفاضلة بين الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

جدول رقم (7) المفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر شارب على معدل العائد على الأصول

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.722837	-9,149	0.0003
Cross-section Chi-square	32.45347	9	0.0002

باعتبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 5% يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الأكثر ملاءمة للدراسة.

2. المفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية

جدول رقم (8) المفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية في دراسة أثر شارب على معدل العائد على الأصول

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.642395	1	0.0042

باعتبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 5% يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأكثر ملاءمة للدراسة.

اختبار الفرضية الثانية

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر sharp في معدل العائد على حقوق الملكية

1. الانحدار التجميعي

حيث يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الأول من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (9) دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع ROE وفق نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: ROE
Method: Panel Least Squares
Sample: 2018Q1 2021Q4
Periods included: 16
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced)
observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARP	0.007696	0.057278	-0.13437	0.0000
C	0.061428	0.060297	1.018754	0.3099
Root MSE	0.75256	R-squared		0.1225
Mean dependent var	0.060466	Adjusted R-squared		0.0925
S.D. dependent var	0.754966	S.E. of regression		0.757308
Akaike info criterion	2.294328	Sum squared resid		90.61541
Schwarz criterion	2.332767	Log likelihood		-181.5462
Hannan-Quinn criter.	2.309937	F-statistic		0.018054
Durbin-Watson stat	2.132767	Prob(F-statistic)		0.003285

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر شارب يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على حقوق الملكية، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.1225 أي أن النموذج يفسر 12.25% من التغيرات في المتغير التابع، وبالتالي 87.75% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

2. نموذج التأثيرات الثابتة

يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الثاني من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (10) دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع ROE وفق نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: ROE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARP	0.011501	0.060588	-0.18982	0.0000
C	0.061904	0.060885	1.016732	0.3109
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.73742	R-squared	0.039939	
Mean dependent var	0.060466	Adjusted R-squared	0.009939	
S.D. dependent var	0.754966	S.E. of regression	0.764156	
Akaike info criterion	2.366183	Sum squared resid	87.00624	
Schwarz criterion	2.577601	Log likelihood	-178.2946	
Hannan-Quinn criter.	2.452033	F-statistic	0.619852	
Durbin-Watson stat	2.222089	Prob(F-statistic)	0.007951	

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر شارب يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على حقوق الملكية، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.039939 أي أن النموذج يفسر 4% من التغيرات في المتغير التابع، وبالتالي 96% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

3. نموذج التأثيرات العشوائية

جدول رقم (11) دراسة أثر المتغير المستقل شارب على المتغير التابع ROE وفق نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: ROE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced)

observations: 160

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SHARP	0.007696	0.057796	-0.13316	0.7230
C	0.061428	0.060842	1.009624	0.3142
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.00000	0.000000
Idiosyncratic random			0.764156	1.000000
Weighted Statistics				
Root MSE	0.75256	R-squared		0.002014
Mean dependent var	0.060466	Adjusted R-squared		0.001014
S.D. dependent var	0.754966	S.E. of regression		0.757308
Sum squared resid	90.61541	F-statistic		0.018054
Durbin-Watson stat	2.132767	Prob(F-statistic)		0.683285
Unweighted Statistics				
R-squared	0.001014	Mean dependent var		0.060466
Sum squared resid	90.61541	Durbin-Watson stat		2.132767

من الجدول السابق يلاحظ أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05، وبالتالي فإن نموذج التأثيرات العشوائية غير معنوي.

4. المفاضلة بين النماذج

1. المفاضلة بين الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

جدول رقم (12) المفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر شارب على معدل العائد على حقوق الملكية

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.686754	-9,149	0.7201
Cross-section Chi-square	6.503119	9	0.6887

باعتبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 5% يتم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الأكثر ملاءمة للدراسة.

اختبار الفرضية الثالثة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر Treynor في معدل العائد على الأصول

1. الانحدار التجميعي

حيث يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الأول من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (13) دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع ROA وفق نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TREYNOR	-0.005889	0.00825	0.713858	0.0000
C	-0.001825	0.003352	-0.54432	0.587
Root MSE	0.041575	R-squared		0.16
Mean dependent var	-0.001435	Adjusted R-squared		0.16
S.D. dependent var	0.041773	S.E. of regression		0.041838
Akaike info criterion	-3.497616	Sum squared resid		0.276562
Schwarz criterion	-3.459176	Log likelihood		281.8093
Hannan-Quinn criter.	-3.482007	F-statistic		0.509594
Durbin-Watson stat	1.801197	Prob(F-statistic)		0.004763

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر ترينور يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على الأصول، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.16 أي أن النموذج يفسر 16% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وبالتالي 84% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تعود لمتغيرات أخرى غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

2. نموذج التأثيرات الثابتة

يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الثاني من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (14) دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع ROA وفق نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: ROA

Method: Panel Least

Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Treynor	-0.006155	0.008146	0.755611	0.0000
C	-0.001842	0.003117	-0.59098	0.5554
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.037481	R-squared		0.189894
Mean dependent var	-0.001435	Adjusted R-squared		0.159894
S.D. dependent var	0.041773	S.E. of regression		0.03884
Akaike info criterion	-3.592485	Sum squared resid		0.224768
Schwarz criterion	-3.381067	Log likelihood		298.3988
Hannan-Quinn criter.	-3.506636	F-statistic		3.492647
Durbin-Watson stat	2.21587	Prob(F-statistic)		0.000371

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر ترينور يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على الأصول، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني

رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.189894 أي أن النموذج يفسر 19% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وبالتالي 81% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تعود لمتغيرات أخرى غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

3. نموذج التأثيرات العشوائية

جدول رقم (15) دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع ROA وفق نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: ROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Treynor	-0.006087	0.008024	0.758606	0.0000
C	-0.00184	0.006382	-0.28795	0.7738
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.017614	0.1706
Idiosyncratic random			0.03884	0.8294
Weighted Statistics				
Root MSE	0.003652	R-squared		0.038474
Mean dependent var	-0.00265	Adjusted R-squared		0.008474
S.D. dependent var	0.038717	S.E. of regression		0.038665
Sum squared resid	0.57914	F-statistic		0.236839
Durbin-Watson stat	0.447784	Prob(F-statistic)		0.001030
Unweighted Statistics				
R-squared	0.033211	Mean dependent var		-0.00144
Sum squared resid	0.276563	Durbin-Watson stat		1.800952

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر ترينور يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على الأصول، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.038474 أي أن النموذج يفسر 4% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وبالتالي 96% من التغيرات الحاصلة في النموذج التابع تعود لمتغيرات أخرى غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

4. المفاضلة بين النماذج

1. المفاضلة بين الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

جدول رقم (16) المفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر ترينور على معدل العائد على الأصول

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.815018	-9,149	0.0002
Cross-section Chi-square	33.17914	9	0.0001

باعتبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 5% يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الأكثر ملاءمة للدراسة.

2. المفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية

جدول رقم (17) المفاضلة بين نموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية في دراسة أثر ترينور على معدل العائد على الأصول

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.002355	1	0.0096

باعتبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 5% يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأكثر ملاءمة للدراسة.

اختبار الفرضية الرابعة

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر Treynor في معدل العائد على حقوق الملكية

1. الانحدار التجميعي

حيث يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الأول من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (18) دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع ROE وفق نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: ROE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TREYNOR	0.003478	0.149334	0.023291	0.0000
C	0.060236	0.060683	0.992635	0.3224
Root MSE	0.752602	R-squared		0.09
Mean dependent var	0.060466	Adjusted R-squared		0.08
S.D. dependent var	0.754966	S.E. of regression		0.75735
Akaike info criterion	2.294438	Sum squared resid		90.62545
Schwarz criterion	2.332878	Log likelihood		-181.5551
Hannan-Quinn criter.	2.310047	F-statistic		0.000542
Durbin-Watson stat	2.131286	Prob(F-statistic)		0.009814

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر ترينور يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على حقوق الملكية، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.09 أي أن النموذج يفسر 9% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وبالتالي 91% من التغيرات تعود لمتغيرات أخرى غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

2. نموذج التأثيرات الثابتة

يعرض الجدول الآتي مخرجات ملخصة لنموذج الانحدار الثاني من مخرجات برنامج Eviews وفق الآتي:

جدول رقم (19) دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع ROE وفق نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: ROE

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 160

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Treynor	0.046206	0.160251	0.288337	0.0000
C	0.05741	0.061325	0.936166	0.3507
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.737304	R-squared		0.040243
Mean dependent var	0.060466	Adjusted R-squared		0.010243
S.D. dependent var	0.754966	S.E. of regression		0.764035
Akaike info criterion	2.365867	Sum squared resid		86.97875
Schwarz criterion	2.577285	Log likelihood		-178.2694
Hannan-Quinn criter.	2.451717	F-statistic		0.624757
Durbin-Watson stat	2.222686	Prob(F-statistic)		0.007909

من الجدول السابق يلاحظ أن مؤشر ترينور يؤثر بشكل إحصائي معنوي على معدل العائد على حقوق الملكية، حيث أن قيمة الاحتمالية (prob) هي 0.0000 وهي أصغر من 0.05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية. كما يلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.040243 أي أن النموذج يفسر 4% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وبالتالي 96% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع تعود لمتغيرات أخرى غير مفسرة بواسطة هذا النموذج.

3. نموذج التأثيرات العشوائية

جدول رقم (20) دراسة أثر المتغير المستقل ترينور على المتغير التابع ROE وفق نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: ROE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Sample: 2018Q1 2021Q4

Periods included: 16

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced)

observations: 160

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TREYNOR	0.003478	0.150652	0.023087	0.6340
C	0.060236	0.061218	0.98395	0.3266
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.000000
Idiosyncratic random			0.764035	1.000000
Weighted Statistics				
Root MSE	0.752602	R-squared		0.003003
Mean dependent var	0.060466	Adjusted R-squared		0.002103
S.D. dependent var	0.754966	S.E. of regression		0.75735
Sum squared resid	90.62545	F-statistic		0.000542
Durbin-Watson stat	2.131286	Prob(F-statistic)		0.981447
Unweighted Statistics				
R-squared	0.003003	Mean dependent var		0.060466
Sum squared resid	90.62545	Durbin-Watson stat		2.131286

من الجدول السابق يلاحظ أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 وبالتالي فإن نموذج التأثيرات العشوائية غير معنوي.

4. المفاضلة بين النماذج

1. المفاضلة بين الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

جدول رقم (21) المفاضلة بين نموذجي الانحدار التجميعي والتأثيرات الثابتة في دراسة أثر ترينور على معدل العائد على حقوق الملكية

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	0.694115	-9,149	0.7134
Cross-section Chi-square	6.571415	9	0.6816

باعتبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 5% يتم قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الأكثر ملاءمة للدراسة.

سادساً: نتائج الدراسة التطبيقية

1- وجود علاقة ارتباط إيجابية متوسطة بين مؤشر شارب ومعدل العائد على الأصول حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما (0.42) هذا يعكس تأثيراً ملموساً لمؤشر شارب على الأداء المالي للشركات، حيث يظهر أن الشركات التي تدير المخاطر بفعالية وفقاً لمؤشر شارب تميل إلى تحقيق عوائد أعلى على أصولها. وقد تم اختيار نموذج التأثيرات الثابتة كأفضل نموذج يفسر 19% من التباين في ROA، مما يدل على أن 19% من التغيرات في معدل العائد على الأصول تعود لمؤشر شارب وبالتالي فإن 81% من التغيرات في معدل العائد على الأصول تعود لمتغيرات أخرى.

2- وجود علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة بين مؤشر شارب ومعدل العائد على حقوق الملكية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما (0.35) هذا يشير إلى أن تأثير مؤشر شارب على ROE محدود نسبياً. تم قبول نموذج الانحدار التجميعي كأفضل نموذج يفسر 12% من التباين في ROE، مما يدل على أن 12% من التغيرات الحاصلة في ROE تعود لمؤشر شارب وبالتالي فإن 88% من التغيرات الحاصلة في ROE تعود لمتغيرات أخرى. وتغزو الباحثة ذلك لأسباب سياسية واقتصادية وكذلك تأثير جائحة كورونا هذه العوامل أدت إلى تقلبات في الأسواق التي أثرت على أداء الشركات قد تكون تسببت في تقليل قوة العلاقة بين مؤشر شارب و ROE.

3- وجود علاقة ارتباط سلبية متوسطة بين مؤشر ترينور ومعدل العائد على الأصول حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما (-0.40). وقد تم اعتماد نموذج التأثيرات الثابتة كأفضل نموذج يفسر 19% من التباين في ROA أي أن 19% من التغيرات في معدل العائد على الأصول تعود إلى مؤشر ترينور وبالتالي 81% من التغيرات في معدل العائد على الأصول تعود لمتغيرات أخرى. وفقاً للباحثة، يعزى ذلك إلى العوامل السياسية والاقتصادية بالإضافة إلى تأثير جائحة كورونا، حيث لم تتمكن الشركات ذات المخاطر العالية من تحقيق عوائد أعلى على أصولها، مما يفسر العلاقة السلبية بين المؤشرين.

4- وجود علاقة ارتباط طردية ضعيفة بين مؤشر ترينور ومعدل العائد على حقوق الملكية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بينهم (0.30). وتم قبول نموذج الانحدار التجميعي كأفضل نموذج يفسر 9% من التباين في ROE أي أن 9% من التغيرات في معدل العائد على حقوق الملكية تعود إلى مؤشر ترينور وبالتالي 81% من التغيرات في معدل العائد على حقوق الملكية تعود لمتغيرات أخرى. وتعتقد الباحثة أن العوامل السياسية والاقتصادية، بالإضافة إلى تأثير جائحة

كورونا قد أسهمت في حدوث تقلبات في الأسواق مما أثر على أداء الشركات بطرق قد تحد من قوة العلاقة بين مؤشر ترينور وROE.

التوصيات:

1- نظراً لتأثير العوامل الاقتصادية والسياسية على الأداء المالي للشركات، يجب على الشركات متابعة هذه العوامل عن كثب وتطوير استراتيجيات مرنة للتكيف مع التغيرات الاقتصادية والسياسية غير المتوقعة. يمكن أن يشمل ذلك تعديل استراتيجيات الاستثمار وتخصيص الموارد بشكل يتماشى مع التغيرات الاقتصادية.

2- من الضروري تعزيز مستوى الشفافية والإفصاح المالي لدى شركات الوساطة المالية لضمان اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة. يمكن أن يؤدي ذلك إلى تعزيز الثقة لدى المستثمرين وزيادة تدفق الاستثمارات.

3- يجب أن تضع الشركات خطاً استراتيجياً للاستعداد للأزمات المستقبلية. يمكن أن تشمل هذه الخطط تطوير سياسات احتياطية، تحسين قدرات التكيف مع الأزمات، وضمان استمرارية الأعمال خلال فترات عدم اليقين.

4- تعزيز برامج التعليم والتدريب المستمر للعاملين في شركات الوساطة على أحدث أدوات إدارة المحفظة والمهارات المالية المتقدمة. هذا يمكن أن يساهم في رفع مستوى الأداء الكلي للشركة.

5- تعزيز التعاون بين شركات الوساطة والخبراء الماليين أو المستشارين الخارجيين لتحسين استراتيجيات إدارة المحفظة. يمكن أن يساعد هذا التعاون في تبني أفضل الممارسات وتحقيق عوائد أعلى للمستثمرين.

6- يجب على شركات الوساطة المالية أن تقوم بمتابعة محافظها المالية وتقييمها بشكل دوري وإجراء التغييرات اللازمة من أجل الوقوف على مواطن الضعف لتلافيها وتحديد مواطن القوة لتعزيزها.

7- ضرورة قيام الجهات المختصة في بورصة القاهرة بإعداد قاعدة بيانات تحتوي على عائدات المحافظ المالية لأهميتها في إعداد الدراسات ومساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار استثمار بشكل رشيد.

8- قيام الباحثين والدارسين بتطبيق هذه الدراسة على قطاعات أخرى أو على نفس القطاع ولكن بزيادة حجم العينة في بورصة القاهرة وبفترات أكثر استقراريه للوصول إلى نتائج متكاملة حول أثر إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المالية على أدائها المالي.

المراجع العربية:

الكتب:

1. الصيرفي، محمد. (2007). البورصات. دار الفكر الجامعي.
2. محمد، مطر، وفايز، تيم. (2005). إدارة المحفظة الاستثمارية. ط: 1، عمان: الأردن. دار وائل.
3. الخضير، محسن أحمد. (1999). كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة. مصر الجديدة. اينزاك للنشر والتوزيع.
4. الحناوي، محمد صالح. (2005). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. مصر. مؤسسة النشر الجامعية.
5. سالم، جمال. (1997). ميكانيكية إدارة محافظ المصرف. طرابلس. أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية.
6. آل شبيب، دريد كامل. (2016). الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان: الأردن. دار البازري العلمية للنشر والتوزيع.
7. خطاب، سامي. (2007). المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار. بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي.
8. مفلح، هزاع. (2019). إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية. جامعة حماه، الطبعة الرابعة.
9. مطر، محمد. (2016). الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. عمان. دار وائل للنشر والتوزيع.
10. آل شبيب، دريد كامل. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: الأردن. الطبعة الأولى. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
11. أحمد، مصطفى. صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكيف الشرعي. أبحاث ندوة صناديق الاستثمار مصر: الواقع والمستقبل، مركز صالح عبد الله كامل، جامعة الأزهر.
12. مفلح، هزاع. (2019). إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية. جامعة حماه.
13. علوان، قاسم نايف. (2009). إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق. عمان: الأردن. الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع.
14. عبدالقادر، السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. الطبعة الأولى. عمان: الأردن. دار الفكر.
15. موسى، شقيري، الزرقان، صالح، الحداد، وسيم، والدوبكات، مهند. (2012). إدارة الاستثمار. عمان: الأردن. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

16. مطر، محمد. (2009). إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية). عمان: الأردن. دار وائل. الطبعة الخامسة.
17. برغام، أجين. (2010). الإدارة المالية: مفاهيم أساسية، تقييم الأدوات المالية. حلب. شعاع للنشر والعلوم.
18. قاسم، عبدالرزاق، والعلي، أحمد. (2010). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. جامعة دمشق.
19. علوان، قاسم نايف. (2009). إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق. الطبعة الأولى. عمان: الأردن. دار الثقافة للنشر والتوزيع.
20. لطفي، أمين السيد. (2000). التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية. جامعة القاهرة. مصر.
21. حماد، طارق عبد العال. (2006). التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية. الدار الجامعية. الإسكندرية.
22. عبد اللطيف، أحمد سعد. (1998). بورصة الأوراق المالية. مركز القاهرة للتعليم المفتوح. القاهرة. ص: 42.
23. المومني، غازي فلاح. (2022). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. عمان: الأردن. دار المنهاج للنشر والتوزيع. ط2.
24. الشريف، حرية. (2005). عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها. غزة. الجامعة الإسلامية.
25. كافي، مصطفى يوسف. (2009). بورصة الأوراق المالية. ط1. سوريا. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
26. هندي، منير إبراهيم. (2015). الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الإسكندرية: مصر. ط3. منشأة المعارف.
27. الداغر، محمود محمد. (2019). الأسواق المالية. عمان. دار الشروق للنشر. ط4.
28. خربوش، حسني علي، وأرشيد، عبدالمعطي رضا. الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. عمان: الأردن. دار زهران للنشر والتوزيع. ط1.
29. حماد، طارق عبد العال. (2002). بورصة الأوراق المالية. الإسكندرية. الدار الجامعية.
30. رمضان، زياد. (2018). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. الأردن. دار وائل للنشر والتوزيع. الطبعة الخامسة.
31. الحضيرى، حامد العربي. (2000). تقييم الاستثمارات. مصر. دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع.

32. الراوي، خالد وهيب. (2009). إدارة المخاطر المالية. عمان. دار المسيرة للنشر والتوزيع.
33. عطا الله، ماجد أحمد. (2011). إدارة الاستثمار. عمان. دار أسامة للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى.
34. العلي، أحمد. (2007). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. جامعة دمشق.
35. التميمي، أرشد، وسلام، أسامة. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة. عمان. دار المسيرة. الطبعة الأولى.
36. العلي، أحمد. (2006). إدارة محفظة الأوراق المالية. منشورات جامعة دمشق.
37. معروف، هوشيار. (2009). الاستثمارات والأسواق المالية. عمان. دار الصفاء للنشر.
38. حسين، عصا. (2008). أسواق الأوراق المالية (البورصة). الأردن. دار أسامة للنشر والتوزيع.
39. الهندي، منير إبراهيم. (2008). أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات). مصر. منشأة المعارف.
40. شموط، مروان، كنجو، عبود كنج. (2008). أسس الاستثمار. مصر. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
41. حماد، طارق عبدالعال. (2005). دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. مصر. الدار الجامعية.
42. حماد، طارق عبدالعال. (2007). دليل التعامل في البورصة. مصر. الدار الجامعي.
43. موصلي، سليمان، وسليمان، عدنان. (2013). الأسواق المالية. جامعة دمشق.
44. الخطيب، محمود. (2010). الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات. عمان: الأردن. دار الحامد. ط1.
45. سبتي، إسماعيل، ومحلب، فائزة. (2014). فعالية حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية، الملتقى الدولي الخامس حول: دور الحوكمة في تحسين الأداء للمؤسسات بين تطبيق المعايير المحاسبية الدولية والإسلامية. جامعة حمه لخضر. الوادي.
46. العيساوي، كاظم جاسم. (2000). دراسات الجدوى الاقتصادية وتقويم المشروعات. عمان: الأردن. دار المناهج للنشر.
47. كرخي، فؤاد مجيد. (2001). تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية. دار المنهج للنشر. عمان: الأردن. الطبعة الأولى.
48. حنفي، عبدالغفار، وقرياقص، رسمية. (1999). الأسواق و المؤسسات المالية. مصر. مركز الإسكندرية للكتاب.

49. أحمد، تاج الدين. (2001). تقويم الأداء في القطاع الاقتصادي. الخرطوم.
50. حماد، طارق عبدالعال. (2005). إدارة البنوك التجارية، سلسلة البنوك التجارية المعاصرة. الإسكندرية: مصر. الدار الجامعية. ط2.
51. البكري، ثامر. (2008). استراتيجيات التسويق. عمان: الأردن الطبعة العربية. دار اليازوري.
52. الشيخ، فهمي مصطفى. (2013). التحليل المالي. رام الله، فلسطين. الطبعة الثالثة.
53. الحياي، وليد ناجي. (2009). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي. مكتبة الجامعة. إسرائ للنشر و التوزيع. الطبعة الأولى.
54. مطر، محمد. (2016). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والادوات والاستخدامات العملية. عمان: الأردن. ط 4. دار وائل للنشر والتوزيع.
55. هندي، منير إبراهيم. (2003). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الإسكندرية. الطبعة الخامسة. المكتب العربي الحديث.
56. طبائبية، سليمة. تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستعمال النسب المالية
57. رزق، عادل محمد. (2004). الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية: من منظور إداري ومحاسبي. القاهرة: مصر. دار طيبة.
58. مفاح، هزاع. (2019). إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية.
59. آل شبيب، دريد كامل. (2012). الأسواق المالية والنقدية. عمان: الأردن. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
60. الحناوي، محمد صالح. (2005). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. مصر. مؤسسة النشر الجامعية.
61. كافي، مصطفى يوسف. (2014). تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية. دمشق. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
62. لطفي، أمين. (2008). المحاسبة في شركات السمسة في الأوراق المالية. الإبراهيمية، ط1. الدار الجامعية.
63. حفيظ، عبدالحميد، (2022)، تسيير المحافظ، مطبوعة دروس موجهة لطلاب السنة الثانية ماستر تخصص نقدي وبنكي، جامعة تبسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية.
64. حمادي، بلعباس & بوطالبي، هشام، الأداء المالي وطرق قياسه، الملتقى الوطني الافتراضي الأول حول إدارة الأداء في المؤسسات الجزائرية (واقع مجالس التحسين)، جامعة مصطفى إسمبولي، جامعة جيلاني لباس.

65. الجعبري، مجدي، (2014)، التحليل المالي المتقدم، ط1، دار الحكمة للطباعة والنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية.
66. الخلايلة، محمود، (2014)، التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، ط7، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع.
67. الزبون، عطا الله، (2010)، استراتيجيات التحليل المالي، دار المتنبي للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن،

الصحف والمجلات:

1. الربيعي، خلود، وصادق، أحمد. (2019). تنويع المحفظة الاستثمارية للمصرف وأثره في تحقيق صافي الأرباح. مجلة أهل البيت، العدد 29. العراق.
2. بن موسى، كمال. (2004). المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث. عدد: 3.
3. ميكائيل، هيمان، والمحمود، سعد. (2022). تنويع الاستثمار في الأدوات المالية وأثره على أداء المحفظة الاستثمارية. مجلة جامعة دهوك. المجلد 2. العدد: 2.
4. شعوفي، فاطيمة الزهراء. (2020). أثر سياسة التنويع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية. دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد السادس، العدد: 2.
5. العارضي، جليل كاظم، وجعفر، زيد عبد الزهرة. (2016). إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى. مجلة الغرى للعلوم الاقتصادية والإدارية. السنة الثانية عشر-المجلد الرابع عشر- العدد (38).
6. فاضل، أحمد عباس. (2022). تقييم المحفظة الاستثمارية المثلى لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة 2016-2020، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. العدد: 67.
7. صلاح الدين، شريط. (2013). تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات المركبة "ترينور". مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد: 10. ص: 11.
8. جميل، أحمد صبحي. (2015). الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية. العدد الرابع والأربعون.
9. إبراهيم، سحر طلال. (2013). تقويم بطاقة أداء الوحدات الاقتصادية باستعمال بطاقة الأداء المتوازن. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد: الخامس والثلاثون.
10. احمد، سمير عباس، وحنظل، عبد علي. (2012). استخدام النسب المالية كأداة لتقييم كفاءة الأداء. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية. العدد: الثاني والثلاثون.
11. نادر، نهاد. (2016). تقييم شركات الوساطة والخدمات المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة البعث. المجلد 38، العدد: 13.

12. محمد، وفاء. (2012). الوساطة المالية في المصارف الإسلامية. بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي، مجلة الأستاذ، العدد 201.
13. دهال، رياض. (2003). الأدوات المالية. سلسلة جسر التنمية، العدد: الخامس عشر.
14. الحكيم، منير. (2011). صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، الجزء الثاني. مجلة الدراسات المالية والمصرفية. المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. مح 19، ع: 11.
15. العبدلي، عابد. (2010). محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل Panel، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1.
16. محصول، نعمان، و محرز، نور الدين. (2018). تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، المجلد 15، العدد: 02.
17. الجمال، زكريا. اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21.
18. الطائي، عبدالله & الشكرجي، بشار، (2022)، مؤشرات الربحية وأثرها في القيمة السوقية-دراسة لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 41، العدد 133.
19. ميكائيل، هيمان & المحمود، سعد، (2022)، تنويع الاستثمار في الأدوات المالية وأثره على أداء المحفظة الاستثمارية، مجلة جامعة دهوك، المجلد 25، العدد 2.
20. إسماعيل، شهرزاد، (2024)، استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية وتأثرها بكفاءة السوق المالية، دفا تر البحوث العلمية، المجلد 12/ العدد 01.
21. كعيد، أحمد & عبد علي، علي، (2018)، تأثير استخدام استراتيجية إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 14، العدد 57.
22. عوادي، مصطفى & عوادي، منير، (2021)، مؤشرات ونسب تقييم الأداء المالي، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد الثاني، العدد الأول.

رسائل الماجستير والدكتوراه:

1. الأسرج، حسين. (2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر. ماجستير. فرع بنها. كلية التجارة والاقتصاد جامعة الزقازيق.
2. عبدالقوي، ماجدة، وابختي، نزهة. (2019). النظام القانوني للوساطة المالية. ماجستير. كلية الحقوق والعلوم السياسية. جامعة أحمد دارية أدرار.
3. موقع البورصة المصرية، <https://www.egx.com.eg/ar/FAQ-Main.aspx>.
4. الشافعي، كمال كامل. (2008). الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين. ماجستير. جامعة بيرزيت.
5. احمد، بوسي. (2014). دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية. ماجستير. جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية).
6. أبو عودة، حسن سليمان. (2017). مدى قدرة النسب المالية على تحسين نوعية المعلومات للشركات الخدمية المدرجة في بورصة فلسطين. ماجستير. غزة. كلية التجارة. الجامعة الإسلامية
7. زيد، حياة. (2015). دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم. ماجستير. بسكرة. جامعة محمد خيضر.
8. عائشة، بخالد. (2010). التنوع كأداة لتدنية المخاطر الغير نظامية في حافظة الأوراق المالية. دراسة حالة سوق دبي. ماجستير. الجزائر. جامعة ورقلة.
9. عبدالغني، دادان. (2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية. دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة الجزائر.
10. شبير، توفيق عوض. (2015). بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم. دراسة مقارنة. ماجستير. غزة. الجامعة الإسلامية.
11. بوزيد، سارة، 200. (2007). إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري. ماجستير. قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة منتوري.
12. السنيح، سهى نبيل. (2014). تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية. ماجستير. جامعة دمشق.
13. لطرش، سميرة. (2010). كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم. دكتوراه. قسنطينة. جامعة منتوري.
14. مريم، عديلة. (2010). استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية. دكتوراه. تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. جامعة بابجي مختار.

15. النواجحة، فؤاد عبد الحميد. (2010). قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. دراسة مقارنة. ماجستير. غزة. الجامعة الإسلامية.
16. عبو، عمر. (2016). الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية). دكتوراه. جامعة حسيبة بن بو علي بالشلف.
17. الشعراني، بشار. (2015). التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية). ماجستير. جامعة دمشق.
18. شريط، صلاح الدين. (2012). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية (مع إمكانية تطبيقها على الجزائر). دكتوراه. جامعة الجزائر.
19. مينة، دعاء، (2023)، تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، ماجستير، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة.
20. الضرب، حسين عبد الحسن، (2017)، أثر العائد والمخاطرة و قرار الاستثمار في الاداء المالي للمصرف، ماجستير، جامعة كربلاء.
21. برارمة، ريما، 2019، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، رسالة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
22. العمري، صفية، (2018)، سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية – دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر.
23. بلجيلية، سميرة، (2010)، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لعوائد أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة.
24. أبو وردة، ناهض، (2012)، دور التحليل الفني والأساسي للتنبؤ بسعر السهم، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
25. الحديد، محمود، (2021)، دراسة العلاقة بين ربحية السهم وحجم التداول عليه وقيمه السوقية بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة المنارة.
26. سركيان، تاتول، (2010)، العوامل المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية المرة في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط.
27. الياسين، أحمد، (2019)، دور المتغيرات الجزئية في تحديد القيمة السوقية للأسهم، رسالة ماجستير، جامعة البصرة.

المراجع الأجنبية:

1. Gitman, L& Joelink, M, (2005). **Investment et marches financiers**, person education, 9ème edition, Paris.
2. Hervé, A. (2004), **Gérard Charreaux, Une vision à travers la theories de la governance in revue économique**, vol, 55, N°4 Juillet, P791-822; JEL G390 L330.
3. Robert, E. (2007). **Technical Analysis of stock trend**. (by taylor & francis grou, London,). p:4. Mondher, Y. (2003). **option, contrat à terme et gestion des risques**, 2ème edition, Economica, paris,.
4. Stickeny ,C. (1999). **Financial Statement Analysis**, Harcourt Brace. Jovanovich. Publishing.
5. Gibson, H. 2013, **Financial reporting & analysis** . the Western College publishing
6. Davidson, Russell; MacKinnon, James G. (2004). **Econometric Theory and Methods**. New York: Oxford University Press.
7. Hsiao C. (2003). **Analysis of panel Data**. Cambridge University Press, Cambridge.
8. Mondher Bellalah, Yeves Simon.(2003). **option, contrat à terme et gestion des risques, 2ème édition, Economica**, Paris, PP(262-263).
9. Monssieur de person, (2005). **economie financière et gestion de portefeuille**, France.
10. Pascal Grandin, (1998). **Mesure de performance des fonds(méthode et résultats),Economica**, France.
11. Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik.(2005). **Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris.

12. Frédéric Herbien, **Cat Herive Barllet, Octave Jokung**, Peirre N'gahane, 1998, Financement et placement, Armand Calin, Avril.
13. Dedek, O. (2009). **Portfolio Theory and Investment Management**. Institute of Economic Studies, Charles University.
14. Ross, S, Westerfield, R, & Jordon, B.(2004), **Essentials of Corporate Finance** , 4 th Ed, McGraw – Hill Irwin
15. Edwin, E & Martin, G. (1995). **Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**. fifth edition, John Wiley & Sons, INC.
16. Jorion, P. (2003). **Financial Risk Manager Handbook**, GARP, John Wiley and Sons.
17. Brigham, F & Ehrhardt, M. (2011). **Financial Management Theory and Practice**. 13th Edition. Lachina pub.
18. k.peilly, F & Brown, K. (1999) .
19. Brigham, E & Ehrhardt, M, (2011), **Financial Management Theory and Practice** , 13th Edition, Lachina pub.
20. Bodie, Z & Alex , A, (2007), **Essentials of Investments** , The M C Graw- Hill, Irwin. 4Brigham, Eugene F, Houston, Joel F, 2007, Fundamental of Financial Management , 11th Edition , Florida.
21. Ross , S, Westerfield , R, & Jordon, B, (2004). **Essentials of Corporate Finance**. 4th. ed, McGraw-Hill.
22. Pelly, F & Brown, K, (1999), **Investment Analysis and portfolio management**. South-Western College Publishing , 6th edition.
23. Peyrad , J. (1997). **la bourse** , Vuibert.
24. Aprilian Ade Rioyaldi, Najmudin Najmudin, Ary Yunanto.(2020). A Study on Market Return and the impact of Macroeconomics Factors, **journal of research in business and management**, vol 10, issue9

Abstract

This study aimed to demonstrate the impact of the performance of the financial portfolio of financial brokerage companies on their financial performance on the Cairo Stock Exchange. The study was conducted on 10 financial brokerage companies listed on the Cairo Stock Exchange for the period (2016-2021). The researcher calculated the Sharpe index and the Treynor index as independent variables, and the rate of return on assets and the rate of return on equity as dependent variables. The descriptive analytical approach was followed using the E-views program to carry out statistical analysis of the financial data extracted from the quarterly financial reports of financial brokerage companies listed on the Cairo Stock Exchange. The Spearman correlation coefficient was relied upon to identify the strength and direction of the relationship between the independent variables and the dependent variables.

The study of panel data models was relied upon to choose the best one to study simple linear regression to test the effect of the independent variables on the dependent variables and to build the most effective regression equation.

The most important results of the study were the presence of a significant effect of the Treynor index on both the rate of return on assets and the rate of return on equity, in addition to the presence of a significant effect of the Sharpe index on both the rate of return on assets and the rate of return on equity.

Syrian Arab Republic

Damascus university

Faculty of Economics

Department of Finance and Banking



**The effect of brokerage firms' portfolio management
on their financial performance
(An analytical study in the Cairo Stock Exchange)**

**A thesis submitted in fulfillment of the requirements for
Obtaining a master's degree in financial markets**

Prepared by:

Fayhaa Abdul Rahman Albasha

The supervision by:

Dr: Motee Asaad Alshalaby

Assistant professor in the Department of Finance and Banking

Faculty of Economics – Damascus University