

The Islamic University – Gaza  
Research and Postgraduate Affairs  
Faculty of Commerce  
Master of Accounting & Financ



الجامعة الإسلامية – غزة  
شئون البحث العلمي والدراسات العليا  
كلية التجارة  
ماجستير المحاسبة والتمويل

قدرة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في بناء محافظ  
استثمارية كفؤة: دراسة تحليلية مقارنة في بورصة فلسطين

**The Ability of Accounting and Non-Accounting  
Information in forming of Efficient Investment  
Portfolios. Acomparative Analysis Study on the  
Palestine Exchange**

إعداد الباحث

سامح أحمد جمال عبد الناصر الشرفا

إشرافُ

الأستاذ الدكتور

علي عبدالله شاهين

قُدِّمَ هَذَا الْبَحْثُ اسْتِكْمَالاً لِمَتَطَلِبَاتِ الْحُصُولِ عَلَى دَرَجَةِ الْمَاجِسْتِيرِ  
فِي الْمَحَاسِبَةِ وَالتَّمْوِيلِ بِكُلِّيَّةِ التِّجَارَةِ فِي الْجَامِعَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ بِغَزَّةِ

أبريل/2016م

## إقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

**قدرة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في بناء محافظ**

**استثمارية كفاءة: دراسة تحليلية مقارنة في بورصة فلسطين**

**The Ability of Accounting and Non-Accounting  
Information in forming of Efficient Investment  
Portfolios. Acomparative Analysis Study on the  
Palestine Exchange**

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه  
حيثما ورد، وإن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل درجة أو لقب علمي أو  
بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

### DECLARATION

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification

Student's name

اسم الطالب/ة سامح أحمد جمال عبد الناصر الشرفا

Signature

التوقيع: 

Date:

التاريخ: 2016 / 05 /31



## نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ سامح احمد جمال عبد الناصر سلامة الشرفا لنيل درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل وموضوعها:

قدرة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في بناء محافظ استثمارية كفؤة: دراسة تحليلية مقارنة في بورصة فلسطين

**The Ability of Accounting and Non-Accounting Information in forming of Efficient Investment Portfolios A comparative Analysis Study on the Palestine Exchange**

وبعد المناقشة التي تمت اليوم الثلاثاء 05 رجب 1437هـ، الموافق 2016/04/12م الساعة الواحدة ظهراً، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

أ.د. علي عبد الله شاهين	مشرفاً و رئيساً
أ.د. سالم عبد الله حلس	مناقشاً داخلياً
أ.د. جبر إبراهيم الداعور	مناقشاً خارجياً

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في كلية التجارة/ قسم المحاسبة والتمويل.

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق ،،،

نائب الرئيس لشئون البحث العلمي والدراسات العليا

أ.د. عبدالرؤوف علي المناعمة

# الإهداء

- إلى منارة العلم ومعلم الخير الهادي الأمين سيد الخلق رسولنا الكريم سيدنا محمد ﷺ.
- إلى من تحت أقدامها تكمن الجنة أُمي الحنونة حفظها الله ورعاها.
- إلى من بذل لأجلي كل غالٍ ونفيسٍ والدي الحبيب حفظه الله ورعاها.
- إلى من أزرتني في دربي زوجتي الغالية.
- إلى من لأجلهم سرت في الدرب بناتي الحبيبات.
- إلى من أتمنى لهم كل خيرٍ إخواني وأخواتي الأعزاء.
- إلى زملاء العمل في شركة الاتصالات الخلوية الفلسطينية - جوال.

## شكر وتقدير

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ (رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي ذُرِّيَّتِي إِنِّي تُثُتُّ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ).

(الأحقاف: 15)

الحمد والشكر أولاً وأخيراً لله سبحانه وتعالى على عظيم نعمه التي لا تعد ولا تحصى وعلى فضله وكرمه الذي لا يرد وعلى أن هدانا وجعلنا مسلمين، وله الحمد والشكر على أن وفقني لإتمام هذه الرسالة، والصلاة والسلام على نبينا الكريم محمد بن عبد الله الطاهر الأمين، وعلى آل بيته وصحابته أجمعين، ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

يسعدني في هذا المقام أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى صاحب الخلق الرفيع والعلم الغزير الأستاذ الدكتور الفاضل/ علي عبد الله شاهين، على تفضله بالإشراف على هذه الرسالة، الذي لم يدخر وقتاً وجهداً ونصحاء في سبيل إنجاز هذا العمل.

كما وأتقدم بالشكر إلى الأستاذ الدكتور/ سالم عبد الله حلس، والأستاذ الدكتور/ جبر إبراهيم الداعور على تفضلهما بمناقشة الرسالة وإثرائها بملاحظتهما القيمة التي كان لها الأثر العظيم في تحسين الرسالة.

ويطيب لي أيضاً أن أتقدم بخالص الشكر إلى صديقي وأخي العزيز/ أ. فؤاد عبد الحميد النواجحة، لما قدمه لي من نصح ومساهمة في إتمام هذه الدراسة، وإلى كل من قدم لي يد العون في سبيل ذلك ولم أذكر اسمه فجزاهم الله كل خير.

والشكر موصول إلى الأخوة الأفاضل في إدارة شركة الاتصالات الفلسطينية الخلية - جوال، لتحفيزهم لي على إتمام مسيرتي العلمية ولغاية الآن، وجزاهم الله خير الجزاء.

## ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى تحليل قدرة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في تكوين محافظ استثمارية كفؤة، ولتحقيق ذلك تم تشكيل محفظتي استثمار إحداها مرتفعة القيمة والأخرى منخفضة القيمة، استناداً على قيم متغيرات الدراسة وهي القيمة الدفترية، معدل العائد على إجمالي الأصول، أسعار الأسهم السوقية، والمخاطر الكلية المقاسة بالانحراف المعياري، وذلك للفترة من عام (2010-2014) لعدد (27) شركة، وقد تم الحصول على البيانات اللازمة لذلك من خلال أسعار الإغلاق الشهرية والقوائم المالية للشركات محل الدراسة باستخدام التحليلات الإحصائية اللازمة. وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن محافظ الاستثمار المرتفعة القيمة المبنية على أساس معدل العائد على إجمالي الأصول تستطيع تحقيق عائدات أفضل من عائدات كل من محفظة السوق ومحافظ الاستثمار المرتفعة المبنية على أساس القيمة الدفترية وأسعار الأسهم السوقية والمخاطر الكلية المقاسة بالانحراف المعياري، كما تبين أن المعلومات المحاسبية التي تعتمد على معدل العائد على إجمالي الأصول والقيمة الدفترية يكون لها دور مهم في بناء المحافظ الاستثمارية الكفؤة، حيث أن الاعتماد عليها كمؤشر للاستثمار في السوق كان أفضل من أداء كل من محفظة السوق والمحافظ المبنية على أساس المعلومات غير محاسبية. وقد أوصت الدراسة بضرورة الاعتماد على المعلومات المحاسبية بشكل أكبر من المعلومات غير المحاسبية، كمصدر معلومات أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري في بورصة فلسطين، بالإضافة إلى ضرورة توجيه المستثمر في بورصة فلسطين إلى أهمية ودور التحليل المالي عند الرغبة في تكوين المحافظ الاستثمارية، وذلك على أساس المعلومات المحاسبية، وخاصة معدل العائد على إجمالي الأصول.

**كلمات مفتاحية:** معدل العائد على إجمالي الأصول، القيمة الدفترية، المخاطر الكلية، أسعار الأسهم السوقية، المحفظة الاستثمارية.

## Abstract

The study aimed at analyzing accounting and non-accounting information ability in forming efficient investment portfolio. To achieve that two investment portfolios were structured, one is of high value and the other is of low value, based on the variable value ratios that the study represents including book value, return on assets, market stock prices and total risk measured by standard deviation during the period from 2010 to 2014 for (27) companies. The necessary data were obtained from the monthly closed prices and the financial statements for the companies under investigation using the necessary statistical analysis required.

The most important findings in the study show that high value investment portfolios based on return on assets can achieve better returns from market portfolio and high value portfolios based on book value, market stock prices and total risk measured by standard deviation. It also shows that accounting information based on return on assets and book value has a significant role in constructing efficient investment portfolios and proved reliable as an indicator of investment in the market and is better than the performance of market portfolio and portfolios based on non-accounting information.

The study recommended the necessity of relying largely on accounting information than non-accounting information as a basic information resource when making investment decisions in Palestine exchange and the necessity of directing investors in Palestine exchange to the role and significance of financial analysis when feeling the need to construct an investment portfolio based on accounting information and particularly return on asset.

**Key words:** Return on Assets, Book value, Total Risk, Stock prices, investment portfolio

## فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	صفحة العنوان
أ	الإهداء
ب	شكر وتقدير
ج	ملخص الدراسة بالعربية
د	ملخص الدراسة بالإنجليزية
هـ	فهرس المحتويات
ز	فهرس الجداول
ح	فهرس الأشكال
ح	فهرس الملاحق
<b>الفصل الاول: الاطار العام للدراسة</b>	
3	المقدمة
5	مشكلة الدراسة
6	أهداف الدراسة
7	أهمية الدراسة
7	فرضيات الدراسة
8	منهجية الدراسة
9	متغيرات الدراسة
9	حدود الدراسة
9	الدراسات السابقة
21	التعليق على الدراسات السابقة
<b>الفصل الثاني: أسس وآليات تكوين المحافظ الاستثمارية</b>	
23	المقدمة
<b>المبحث الأول: أسس تكوين المحفظة الاستثمارية</b>	
25	تمهيد
25	العائد (مفهومه، أنماطه، أنواعه، وأساليب قياسه)
31	المخاطرة (مفهومها، تصنيفاتها، وأساليب قياسها، طرق مواجهتها)

<b>المبحث الثاني: آليات بناء المحفظة الاستثمارية</b>	
40	تمهيد
40	المحفظة الاستثمارية
47	المحفظة الاستثمارية المثلى
49	نظرية المحفظة الاستثمارية
51	سياسات إدارة بناء المحافظ الاستثمارية
52	قياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية
56	مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية
<b>الفصل الثالث: المعلومات المحاسبية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية</b>	
61	المقدمة
<b>المبحث الأول: دور المعلومات المحاسبية في بلورة القرار الاستثماري</b>	
63	تمهيد
63	البيانات والمعلومات
64	قيمة المعلومات في عملية اتخاذ القرار
65	المعلومات المحاسبية
75	كفاءة الأسواق المالية
<b>المبحث الثاني: الاستثمار والقرارات الاستثمارية</b>	
79	تمهيد
80	مفهوم الاستثمار
84	البيئة الاستثمارية
87	الاتجاهات الحديثة للبيئة الاستثمارية
89	القرار الاستثماري
<b>الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية</b>	
97	المقدمة
97	نبذة عن بورصة فلسطين
98	مجتمع الدراسة
99	عينة الدراسة
100	مصادر البيانات
100	منهج تحليل البيانات
100	خطوات إجراء الدراسة

102	قياس المتغيرات
103	التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات
<b>الفصل الخامس: النتائج والتوصيات والمقترحات</b>	
116	نتائج الدراسة
117	التوصيات
<b>المراجع</b>	
118	المراجع العربية
126	المراجع الاجنبية
127	الملاحق

### فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاعات خلال فترة سنوات الدراسة.	99
2	يوضح توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات	99
3	يوضح سنوات الأساس وسنوات الاستثمار	101
4	قيمة العائد المتحقق من تشكيل المحافظ الاستثمارية وفقا لمتغيرات الدراسة ومحفظة السوق	104
5	نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة القيمة الدفترية المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق	106
6	نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة و محفظة السوق	108
7	نتائج اختبار شيفيه (Scheffe) للفروق بين العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق	109
8	نتائج تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة أسعار الأسهم السوقية المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق	110
9	نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة	111
10	يوضح نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ المرتفعة	112
11	يوضح نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ المنخفضة	113

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
54	حالة الارتباط التام الموجب.	1
55	حالة عدم الارتباط.	2
55	حالة الارتباط التام السالب.	3
69	هرم الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية.	4
71	النظام المحاسبي للمعلومات	5
81	أنماط الاستثمارات.	6

## فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
i	أسماء الشركات عينة الدراسة.	1
I	أسعار صرف العملات من دينار أردني إلى دولار أمريكي.	2
li	بيانات الدراسة.	3
viii	نتائج التحليل الإحصائي.	4

# الفصل الأول

## الإطار العام للدراسة

- مقدمة عامة عن الدراسة.
- مشكلة وأسئلة الدراسة.
- أهداف الدراسة.
- أهمية الدراسة.
- فرضيات الدراسة.
- منهجية الدراسة.
- متغيرات الدراسة.
- حدود الدراسة.
- الدراسات السابقة.

## 1. المقدمة

يُعد الاستثمار في الأسهم من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوماً بعد يوم، نظراً لانتشار التعامل بها بين عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وحتى الحكومات، وأيضاً لضخامة الأموال المستثمرة فيها، حيث أصبح الاستثمار في الأسهم نشاطاً اقتصادياً أساسياً له تأثير واضح في الاقتصاديات المحلية والدولية، ومع تزايد الاهتمام بهذا النشاط برزت العديد من النظريات والأساليب العلمية التي تبحث فيه، وفي كيفية بناء المحافظ الاستثمارية المكونة من الأسهم على أسس علمية واقتصادية سليمة، ومن بين تلك الأساليب والنظريات العلمية في هذا الميدان نظرية المحفظة الاستثمارية، ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية **Capital Assets Pricing Model (CAPM)** (عبد الحميد، وآخرون، 2010، ص1).

وترتكز نظرية المحفظة التي وضعها العالم **Markowitz** عام 1952م على التنويع، وأن لا يضع المستثمر ثقته في استثمار واحد، وعليه توزيع استثماراته للتخفيف من درجة المخاطرة، فالتنويع الكفؤ هو الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة للحد من درجة المخاطرة عند مستوى معين من العائد، حيث قدمت النظرية مفهوم التنويع باستخدام درجة الارتباط بين العوائد للأصول، فكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار أقرب إلى -1 ويكون هناك ارتباط سلبي كامل ويكون التنويع أفضل ويعطي نتائج جيدة في التقليل من المخاطرة، أما إذا كان الارتباط أقرب إلى +1 يكون أثر التنويع محدود جداً، وتكون درجة المخاطرة كبيرة جداً (حطاب، 2007، ص11).

أما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **(CAPM)** الذي قدمه العالم **Sharpe** عام 1964 فإنه يقوم على أساس استخدام نموذج الانحدار وتطبيقه في مجال الاستثمار، حيث يعتبر معامل

ببيتا أهم متغير من متغيرات نموذج الانحدار، والذي يربط عوائد الأوراق المالية مع عوائد السوق، ويعكس مقدار تأثير تلك العوائد بعائد السوق، ولذلك فإن لمعامل بيتا دوراً رئيسياً في اتخاذ القرار الاستثماري، كونه هو الذي يحدد مدى اقتناء السهم من عدمه عند بناء المحفظة الاستثمارية (عبد الحميد، وآخرون، 2010، ص1).

علاوة على دور تلك النظريات المالية في اتخاذ قرار الاستثمار، فإن للمعلومات المحاسبية أيضاً أدواراً هامة في البورصة، منها تنشيط السوق وتحقيق كفاءته، وذلك من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه القوائم والتقارير المالية للشركات من مراكز مالية، والأرباح المحققة والمتوقعة مستقبلاً، كما أنها تسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية (خليل، 2005، ص4). كما يبرز دورها في توجيه المستثمرين وتحديد اتجاهاتهم المستقبلية، فاستخدام المؤشرات المالية مثل الربحية والسيولة المستخلصة من القوائم المالية تمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كسهم وحدة اقتصادية ما، أو بيع ما يملكونه من أسهم وحدة اقتصادية أو زيادة الاستثمار في وحدات اقتصادية أخرى (عبد الحميد، 1999، ص406). فالمعلومات المحاسبية لها تأثير مباشر وغير مباشر على قرارات المستثمرين، وكذلك على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ويتضح تأثير المعلومات المحاسبية عند تأخير نشر المعلومات المحاسبية أو عدم اعتمادها على مبادئ ومعايير المحاسبة المتفق عليها أو عند التحيز في عرضها أو عدم دقتها، فإن ذلك يحدث تأثير سلبي على سلوك المستثمر وتؤثر في درجة المخاطرة التي يرغب في تحملها، مما يؤدي إلى ضعف في فعالية سوق الأوراق المالية في عملية الإفصاح عن المعلومات (Lambert, et, al, 2007, p390).

ونظراً لأهمية الموضوع جاءت الدراسة الحالية بهدف إبراز الدور الذي تلعبه المعلومات المحاسبية في بناء المحافظ الاستثمارية ومقارنته بالمعلومات غير المحاسبية، حيث أن هناك العديد من المعلومات التي يمكن أن يستند عليها المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار من أهمها حجم الشركة ورأسمالها (مقاس بالقيمة الدفترية)، ومدى قدرتها على تحقيق الأرباح، كل تلك المعلومات لا يُعقل تجاهلها عند بناء المحافظ الاستثمارية والاعتماد فقط على معامل beta أو درجة الارتباط بين الأسهم عند اتخاذ قرار الاستثمار، لذا ستقدم هذه الدراسة استراتيجية مبسطة للاستثمار في المحافظ الاستثمارية وفقاً لبعض المتغيرات المحاسبية وغير المحاسبية والتي يمكن الحصول عليها بسهولة من بورصة فلسطين، حيث يتم تكوين محافظتين الأولى مرتفعة تحتوي على أكبر (5) شركات، وأخرى تحتوي على أصغر (5) شركات، بناءً على كل متغير من متغيرات الدراسة ومقارنة عائدها بعائد محفظة السوق.

## 2. مشكلة الدراسة

استحوذ بناء المحفظة الاستثمارية على جل اهتمام الباحثين والخبراء الاقتصاديين، وأيضاً على المقرضين (المستثمرين)، وذلك لأن المخاطرة التي تكتنف العملية الاستثمارية كثيرة، وعوائدها متفاوتة، لذا بات من الضرورة بمكان البحث عن وسيلة ناجعة وكفؤة تسهم في بناء المحافظ الاستثمارية، وتعتبر المعلومات المتاحة في البورصة، وخاصة المعلومات المحاسبية هي الأساس التي يعتمد عليه المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه فإن مشكلة الدراسة تتمثل في السؤال الرئيسي التالي:

ماهي قدرة المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية المتاحة في بورصة فلسطين في بناء

محافظ استثمارية كفؤة؟ ويتفرع منه الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي قيمة العائد المتوقع من تشكيل المحافظ الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة ومحفظه السوق.

2. ما هي قدرة القيمة الدفترية للسهم في بناء محافظ استثمارية كفؤة للمستثمر؟

3. ما هي قدرة العائد على إجمالي الأصول في بناء محافظ استثمارية كفؤة للمستثمر؟

4. ما هي قدرة أسعار الأسهم السوقية في بناء محافظ استثمارية كفؤة للمستثمر؟

5. ما هي قدرة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) في بناء محافظ استثمارية كفؤة للمستثمر؟

6. ما قدرة المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعلومات المحاسبية على تحقيق أداء

أفضل من تلك المبنية على أساس المعلومات غير المحاسبية؟

### 3. أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة ومتغيراتها، فإن الدراسة تسعى إلى تحقيق الأهداف التالية:

1. تمكين المستثمرين في بورصة فلسطين من بناء محافظ استثمارية بسيطة وذات أداء كفوء.

2. إبراز دور المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية في بناء محفظة استثمارية كفؤة.

3. الوقوف على أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها في وضع استراتيجيات استثمارية

رشيدة.

4. التعرف على أبعاد المحفظة الاستثمارية وأساليب قياسها وأساليب المقارنة بينها.

#### 4. أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية المحفظة الاستثمارية التي ركز عليها الفكر المالي المعاصر في تطوير آليات وأساليب الاستثمار، إذ لبت المحافظ الاستثمارية حاجات المستثمرين المتمثلة في تجميع الموارد المالية لتقليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وتعظيم العوائد في ظل أسواق مالية تتسم بالتقلب المستمر مما يستدعي استخدام الأساليب العلمية في اتخاذ قرارات الاستثمار، والتي تؤكد على أهمية التنوع في تخفيض مخاطر الاستثمار في إطار نظرية المحفظة، فوجود عدة طرق لبناء المحافظ الاستثمارية، وكذلك إمكانية توزيع الاستثمارات في المحفظة بأكثر من طريقة يتطلب المقارنة بين أداء تلك الطرق للوصول إلى الأسلوب الأفضل في بناء المحافظ استثمارية، وبالتالي تساهم الدراسة في توجيه الاستثمارات والمدخرات لأفراد المجتمع نحو الاستثمار في الأسواق المالية لتحقيق منفعة للمستثمرين وللاقتصاد الفلسطيني بشكل عام .

#### 5. فرضيات الدراسة

1. لا توجد فروق ذات إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظة القيمة الدفترية المرتفعة والمنخفضة وبين محفظة السوق.
2. لا توجد فروق ذات إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة وبين محفظة السوق.
3. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظة أسعار الأسهم السوقية المرتفعة والمنخفضة وبين محفظة السوق.

4. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظة المخاطرة الكلية المرتفعة والمنخفضة (الانحراف المعياري) وبين محفظة السوق.

5. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري للمحافظ المرتفعة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على إجمالي الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).

6. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha \leq 0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري للمحافظ المنخفضة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).

## 6. منهجية الدراسة:

تتناول الدراسة طبيعة العلاقة بين متغيرات كمية، حيث تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي، باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS، وذلك لإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة لاختبار فرضياتها من خلال قياس دور متغيرات المعلومات المحاسبية والمتمثلة بالقيمة الدفترية والعائد على إجمالي الأصول والمعلومات غير المحاسبية والمتمثلة بأسعار الأسهم السوقية والمخاطر الكلية المقاسة بالانحراف المعياري.

## 7. جمع البيانات:

تعتمد الدراسة في جمع البيانات اللازمة لإجرائها على الكتب والدراسات والرسائل التي لها علاقة بالموضوع، وكذلك على التقارير والقوائم المالية المنشورة في الصحف والمجلات والمواقع الإلكترونية ذات الصلة.

## 8. متغيرات الدراسة:

### • المتغير التابع:

عائد المحفظة = (إجمالي أسعار أسهم المحفظة في نهاية الفترة - إجمالي أسعار أسهم المحفظة في بداية الفترة) + توزيعات ارباح اسهم المحفظة/ إجمالي أسعار أسهم المحفظة في بداية الفترة.

### • المتغيرات المستقلة:

1. القيمة الدفترية للسهم = إجمالي حقوق الملكية / عدد الأسهم.
2. العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول.
3. سعر السهم السوقي = سعر إغلاق السهم في السوق في نهاية العام.
4. المخاطرة الكلية للأسهم = الانحراف المعياري لعائدات الأسهم الشهرية خلال العام.

## 9. حدود الدراسة:

- الحدود المكانية: تجرى الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الحدود الزمنية: ستجرى الدراسة عن الفترة (2010 وحتى 2014).

## 10. الدراسات السابقة

### أولاً: الدراسات العربية:

1. دراسة (شبيير، 2015) بعنوان: "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم

دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تقييم أداء الأسهم (شارب، ترينور، جنسن) ببناء

محافظ استثمارية كفؤة في بورصة فلسطين خلال فترة 2010م - 2014م، واستخدمت

البيانات الشهرية لعائدات الأسهم، حيث تم بناء محافظ نصف سنوية وفقاً للنماذج السابقة، وتم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي لاختبار الفرضيات. وتوصلت الدراسة إلى أن المحافظ المبنية على أساس نموذج شارب أفضل مالياً من محفظة السوق ومحفظة نموذجي جنسن وترينور من حيث العائد المعدل بالمخاطرة، كما توصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha = 0.05$ ) بين عائد المحافظ الاستثمارية تعزى لنوع المحفظة شارب، ترينور، جنسن والسوق. وأوصت الدراسة المستثمرين في بورصة فلسطين عند اتخاذ قرار تشكيل المحافظ الاستثمارية الاهتمام بتقييم استثماراتهم من حيث العائد والمخاطرة معا (معامل الاختلاف) واختيار الأسهم التي تحقق معامل اختلاف أقل من غيرها.

## 2. دراسة (هاشم، وإسماعيل، 2013) بعنوان: "بناء محافظ الاستثمار في سوق العراق للأوراق

### المالية - توقيت السوق مقابل الاختيار الكفؤة".

هدفت الدراسة إلى التعرف على الفرق بين المحافظ المبنية على أساس حالة السوق (الاستثمار في الأسهم الهجومية والتي يكون فيها معامل beta أكبر من واحد في حالة صعود السوق، والاستثمار في الأسهم الدفاعية والتي يكون فيها معامل beta أقل من واحد في حالة نزول السوق) وبين المحافظ الكفؤة المبنية على أساس نموذج Treynor، واستخدمت الدراسة البيانات الشهرية لـ (20) شركة مدرجة بسوق العراق للأوراق المالية خلال عامي (2008-2009)، حيث تم التفضيل بين المحافظ وفقاً لنموذج Treynor. وتوصلت الدراسة إلى أن المحفظة الهجومية في حالة السوق الصاعد تحقق عائدات أفضل من المحفظة الدفاعية، أما في حالة السوق النازل فإن المحفظة الهجومية تحقق عائدات أقل من المحفظة الدفاعية، كما توصلت الدراسة إلى أن المحفظة الكفؤة تحقق عائدات أفضل من المحفظة الهجومية والدفاعية في حالة

السوق النازل والصاعد. وأوصت الدراسة بضرورة بناء المحافظ الاستثمارية الكفؤة والمبنية على أساس نموذج Treynor.

### 3.دراسة (بلفيطح، وآخرون، 2012) بعنوان: "اختبار عملي لأداء استراتيجية Dow10 للاستثمار في بورصة عمان"

هدفت الدراسة إلى اختبار الأداء الاستثماري لاستراتيجية Dow10 المستندة إلى الربحية العالية للسهم في بورصة عمان، وتأثير أسلوب ترجيح المحفظة ونوع العينة والمخاطرة في أدائها، واستخدمت الدراسة أسعار الإغلاق الشهرية لجميع الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من (1994 - 2009)، حيث تم اتباع أسلوبين للترجيح في تكوين المحافظ، وهما الترجيح متساوي الأوزان والترجيح بالقيمة السوقية، ومقارنة أداء هذه المحفظة مع أداء محفظة السوق المكونة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان، ومع أداء محفظة مؤشر بورصة عمان، وذلك باستخدام مقاييس (Sharpe, Treynor, Jensen). وتوصلت الدراسة إلى فشل استراتيجية Dow10 في التفوق على أداء السوق، كما وتوصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين أداء المحافظ تُعزى لاعتماد أسلوب ترجيح عوائد الأسهم المكونة لها ولنوع العينة التي اختيرت منها هذه الأسهم. وأوصت الدراسة بإعادة اختبار أداء الاستراتيجيات مع الأخذ بعين الاعتبار القطاعات المختلفة.

### 4.دراسة (الحمودني، 2011) بعنوان: "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على سوق عمان المالي"

هدفت الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس نوع الصناعة باستخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة وفقاً لنماذج (Sharpe, Treynor, Jensen)، حيث تم

اختيار (116) شركة مساهمة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال فترة 2009. وتوصلت الدراسة إلى وجود تباين في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لنماذج ( Sharpe, Treynor, Jensen)، كما توصلت الدراسة إلى أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام مقياسي العائد والمخاطرة كلٍ على حدة. وأوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات بدراسة إمكانية تحقيق عوائد إضافية ناشئة عن عوامل تخصصها ولا يساهم السوق فيها بشكل كبير.

5.دراسة (الصعيدي،2011) بعنوان: "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، دراسة

تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية".

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير المتغيرات التالية (القيمة الدفترية، التوزيعات/ سعر السوق، جودة الأرباح) على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة بالبورصة الفلسطينية، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية لهذه الشركات من الفترة 2006م حتى 2009م، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد وأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحقيق هدف الدراسة، حيث تم بناء محافظ استثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة كلاً على حدة. وتوصلت الدراسة إلى مجموع العائد المتوقع خلال فترات الدراسة لمحظة القيمة الدفترية المرتفعة والمنخفضة ومحظة السوق، حيث بلغ على التوالي (5%، -19%، -17%)، وكذلك إلى مجموع العائد المتوقع خلال فترات الدراسة لمحظة جودة الأرباح المرتفعة والمنخفضة ومحظة السوق، حيث بلغ على التوالي (2%، -17%، -17%). توصلت أيضاً إلى أن مجموع العائد المتوقع خلال فترات الدراسة لمحظة (التوزيعات/ سعر السوق) المرتفعة والمنخفضة ومحظة السوق بلغ على

التوالي (13%، -22%، -17%). وأوصت الدراسة المستثمرين في بورصة فلسطين ببناء محافظهم الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة.

6. دراسة (دلول، 2010) بعنوان: "تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) دراسة حالة على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بناءً على نموذج التأكد المعادل وبناء محفظة الاستثمار بناءً على قدرة النموذج في تحديد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، واستخدمت الدراسة بيانات (15) شركة من الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية خلال فترة من (2002-2007). وتوصلت الدراسة إلى أن هناك ثلاثة شركات مقيمة بسعر أقل مما يجب، مما يجعلها مغرية للشراء، حيث بلغ متوسط عائد المحفظة الاستثمارية لتلك الشركات ما نسبته 63%. وأوصت الدراسة المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية بضرورة الاعتماد على نموذج التأكد المعادل لتقييم الأسهم وبناء المحافظ الاستثمارية.

7. دراسة (محمد، حسن، 2010) بعنوان: "بناء محفظة استثمارية مثلى - دراسة تطبيقية".

هدفت هذه الدراسة إلى بناء محفظة استثمارية مثلى من خلال تحليل العائد على الموجودات والمخاطر الكلية لأسهم (33) شركة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من (2000-2006)، حيث قامت الدراسة ببناء محافظتين وهما محفظة المستثمر المغامر، وتشتمل على جميع الأسهم التي تحقق عائد على الأصول أكبر من العائد المطلوب ومحفظة المستثمر المتحفظ وتشتمل على جميع الأسهم التي تكون المخاطر الكلية لها أقل من المخاطر الكلية للقطاع التي تنتمي له)، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام الأساليب الإحصائية

التالية (الانحدار البسيط والانحراف المعياري والمتوسط الحسابي)، وتوصلت الدراسة إلى أن عائد محفظة المستثمر المتحفظ حققت عائدات أفضل من محفظة المستثمر المغامر حيث بلغت عائدات تلك المحافظ على التوالي كالتالي (21.1%، 19.9%)، في حين كانت المخاطر الكلية لمحفظة المستثمر المتحفظ أقل من المخاطر الكلية لمحفظة المستثمر المغامر حيث بلغت المخاطر الكلية لتلك المحافظ على التوالي كالتالي (0.032%، 0.035%)، وأوصت الدراسة بضرورة قيام المستثمر بدراسة الجوانب المتعلقة بمستويات العائد والمخاطر عند تكوين المحفظة المثلى.

8. دراسة (عبد الحميد، وآخرون، 2010) بعنوان: "دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية - دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية، وذلك على عينة مكونة من (16) شركة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة (2004م - 2009م) واستخدمت البيانات الشهرية للأسهم، حيث توصلت الدراسة إلى أن بناء محفظة الأسهم على أساس مؤشر العائد المتوقع للأسهم والمحسوب وفقاً لنموذج (CAPM) يحقق عائدات أعلى من أي سهم منفرد، وأوصت الدراسة بضرورة استخدام الأسس العلمية في العملية الاستثمارية، وذلك استناداً إلى نظرية المحفظة الاستثمارية ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).

9.دراسة (الموسوي، 2009) بعنوان: "تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس M<sub>2</sub> ودوره في

اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوة - دراسة تطبيقية تحليلية على عينة من الشركات

المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور مقياس M<sub>2</sub> والعائد والمخاطرة في اختيار المحفظة

الاستثمارية الكفوة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من (2001-2005م)، حيث تم

بناء ثلاثة محافظ استثمارية كل محفظة مكونة من (5) شركات، المحفظة الأولى مبنية على

أساس أعلى عائد، والثانية مبنية على أساس أقل مخاطرة، والثالثة مبنية على أساس أعلى أداء

وفقاً لمقياس M<sub>2</sub> (وهو مقياس لتقييم الأسهم يجمع بين العائد والمخاطرة)، حيث توصلت الدراسة

إلى أن محفظة العائد ومحفظة M<sub>2</sub> ومحفظة المخاطرة حققت عوائد على التوالي (18.1%،

18.1%، 0.75%)، وأوصت الدراسة بضرورة قيام المستثمرين بدراسة وتحليل أداء الشركات

المراد الاستثمار بها وفقاً لمقياس M<sub>2</sub>، لأنه يجمع بين العائد والمخاطرة معاً.

10.دراسة (الشمري، 2009) بعنوان "دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية

الكفوة - دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية".

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم نموذجين لبناء محفظة استثمارية كفوة من خلال الاعتماد على

العلاقة بين مضاعف الربحية (القيمة السوقية/ الأرباح) والمتغيرات التالية نسبة التكاليف ومعدل

النمو في المبيعات كمؤشرات للميزة التنافسية للشركات الصناعية المدرجة بالسوق العراقي

للأوراق المالية خلال (1993م - 2006)، حيث تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط لبناء

نموذجي الدراسة (النموذج الأول الذي يكون فيه نسبة التكاليف متغير مستقل ومضاعف الربحية

متغير تابع، أما النموذج الثاني يكون فيه معدل النمو في المبيعات متغير مستقل ومضاعف

الربحية متغير تابع)، حيث تم تقسيم عينة الدراسة البالغة (10) شركات إلى مجموعتين، المجموعة الأولى سميت بالمحفظة الكفؤة (والتي تحتوي على الشركات ذات مضاعف ربحية أكبر من مضاعف الربحية المحسوب وفقاً لكل من النموذجين كلا على حدة)، أما المجموعة الثانية سميت بالمحفظة غير الكفؤة (والتي تحتوي على الشركات ذات مضاعف ربحية أقل من مضاعف الربحية المحسوب وفقاً للنموذجين)، كما تم استخدام نموذج شارب لتقييم أداء محافظ الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن أداء المحفظة الأولى كان أفضل من أداء المحفظة الثانية في كلا النموذجين، وكذلك إلى أن للميزة التنافسية دور كبير في بناء المحفظة الاستثمارية، وأوصت الدراسة المستثمرين في السوق العراقي للأوراق المالية بضرورة الاستفادة من نموذجي الدراسة في التمييز بين أسهم الشركات التي ينبغي تضمينها في المحفظة الاستثمارية والأسهم التي ينبغي عدم تضمينها في المحفظة الاستثمارية.

ثانياً: الدراسات الأجنبية:

1. دراسة (Sen and Fattawat, 2014) بعنوان: "نموذج مؤشر شارب الأحادي وتطبيقه في بناء محفظة استثمارية: دراسة تجريبية"

"Sharpe Single Index Model and its Application Portfolio Construction: an Empirical Study."

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج تقييم الأداء شارب في بناء محفظة استثمارية ومقارنة أداء تلك المحفظة مع أداء المحفظة المبنية وفقاً لنموذج ماركويتز، واشتملت عينة الدراسة على (30) شركة من الشركات المدرجة في سوق سينسكس (sensex) للأوراق المالية الهندية، وذلك خلال الفترة من (2010-2013)، واستخدمت الدراسة البيانات الشهرية لتلك الشركات، ولتحقيق هدف الدراسة تم اتباع الأساليب الإحصائية التالية (الارتباط والتباين واختبار

ت)، حيث تم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى من الشركات التي كانت قيمة نموذج شارب لها أكبر من معدل القطع، ويُعبر معدل القطع عن متوسط قيم نموذج شارب للشركات التي معامل بيتا لها أكبر من واحد، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (5%) بين حجم المخاطر الكلية بين المحفظة المثلى وفقاً لنموذج شارب وبين المحفظة المثلى وفقاً لنموذج ماركويتز، كما وبلغت على التوالي (1.38%)، (2.21%)، وكذلك توصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى (5%) بين متوسط عائد المحفظة المثلى وفقاً لنموذج شارب وبين متوسط عائد المحفظة المثلى وفقاً لنموذج ماركويتز، وأوصت الدراسة بضرورة بناء المحافظ الاستثمارية من خلال نموذج شارب.

2. دراسة (Tapon, Alexeev, 2013) بعنوان: "تنويع محفظة حقوق الملكية - ما هي الأسهم التي تعتبر دليل كافي من خمسة أسواق مالية متطورة"

**"Equity Portfolio Diversification How Many Stocks are Enough- Evidence From Five Developed Markets".**

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل الحجم المطلوب من المحافظ اللازمة لتحقيق أكبر قدر من فوائد التنويع الاستثماري، باستخدام البيانات اليومية لخمسة أسواق مالية لدول متقدمة وهي (الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، واليابان، وكندا، وأستراليا) خلال الفترة من (1975-2011)، حيث تم استخدام أسلوب الرسم البياني في تحليل البيانات. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تغير في الارتباطات بين أسهم تلك الأسواق عند الأزمات المالية، وكذلك إلى أن عدد الأسهم المطلوب الاستثمار فيها في تلك الدول، والتي يمكن من خلالها تخفيض خطر الاستثمار بنسبة (90%) تتراوح ما بين (29-66) سهم في الولايات المتحدة و(26-53) سهم في المملكة المتحدة و(32-39) سهم في اليابان و(26-39) سهم في كندا و(31-39) سهم في أستراليا،

وأوصت الدراسة مديري المحافظ الذين يستخدمون الانحراف المعياري كمقياس للخطر أن تشمل محافظهم الاستثمارية (49) سهم في الولايات المتحدة و(43) سهم في المملكة المتحدة و(39) سهم في اليابان و(40) سهم في كندا و (38) سهم في استراليا.

3.دراسة (Michailidis, et, al, 2007) بعنوان: "المقطع العرضي لعوائد الأسهم المتوقعة لبورصة أثينا"

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

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

4.دراسة (Hou, et, al, 2006) بعنوان: "ما هي العوامل الأساسية المحركة لعوائد السهم العالمية"

"What Fundamental Factors Drive Global Stock Returns".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في توضيح الاختلاف في متوسط عائدات الأسهم العالمية، حيث بلغ حجم العينة النهائي (26615) سهم

عادي عبر (49) دولة و(34) صناعة، وكانت بيانات عينة الدراسة تقع ما بين يناير 1975 وحتى ديسمبر 2003، استناداً إلى العائد الشهري للسهم، باستخدام أسلوب الانحدار (cross-sectional regression tests) وأيضا اختبار تأثير المحافظ الاستثمارية وفقاً للصناعة والبلدان، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير إيجابي لكل من الزخم (سلوك سعر السهم بالماضي) ومعدل نصيب السهم من التدفق النقدي من العمليات التشغيلية على عائد السهم يفوق تأثير عائد محفظة السوق، وأن القدرة التفسيرية لنموذج (CAPM) ترتفع بعد إضافة معدل نصيب السهم من التدفق النقدي من العمليات التشغيلية للنموذج، حيث بلغت القدرة التفسيرية لنموذج (CAPM) على سبيل المثال في الولايات المتحدة وبريطانيا (0.69)، (0.52) على التوالي، في حين بلغت القدرة التفسيرية للنموذج بعد إضافة معدل نصيب السهم من التدفق النقدي من العمليات التشغيلية في الولايات المتحدة وبريطانيا (0.73)، (0.56) على التوالي.

#### 5. دراسة (Fama, French, 1998) بعنوان: "القيمة مقابل النمو، دليل دولي"

##### "Value versus Growth the International Evidence".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى توافق قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تفسير التغير في قيمة ونمو الأسهم العالمية كما هو الحال في الولايات المتحدة، ومقارنة القدرة التفسيرية لنموذج CAPM مع القدرة التفسيرية لنموذج متعدد العوامل، واستندت الدراسة إلى بيانات (13) دولة من بينها الولايات المتحدة وبريطانيا من سنة (1974 - 1994)، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى لتحديد معاملات انحدار النموذجين، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك فرق بين متوسط عائد المحفظة العالمية المبنية على أساس معدل القيمة الدفترية/القيمة السوقية لحقوق الملكية (B/M)، حيث كان متوسط العائد السنوي للمحافظ التي تمتلك

معدل عالي والمعدل المنخفض على التوالي (14.76% و 7.09%، أي بفرق 7.67%) سنوياً تقريباً، في حين بلغ عائد محفظة السوق (9.6%)، وأن نموذج العاملين (إضافة B/M لنموذج CAPM) يعطي قدرة توضيحية أفضل من (CAPM) للتغيرات في عائدات الأسهم العالمية، حيث انخفض متوسط المقدار الثابت (intercepts) لعائدات المحافظ العالمية من (33) نقطة عند استخدام نموذج انحدار (CAPM) إلى 4.5 نقطة عند استخدام نموذج العاملين.

6.دراسة (Fama, French, 1992) بعنوان: "المقطع العرضي لعوائد الأسهم المتوقعة".

#### "The Cross-Section of Expected Stock Returns "

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

## 11. التعليق على الدراسات السابقة

تناولت الدراسات السابقة العديد من الموضوعات المتعلقة ببناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج معينة، ثم العوامل المؤثرة على معدلات الأسهم السوقية إلى جانب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، كما تعرضت أيضاً إلى كيفية تنويع محفظة حقوق المساهمين، وقد أجريت هذه الدراسات في بيئات مختلفة، وتتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث الموضوع، فالدراسة الحالية تحاول تسليط الضوء على كيفية بناء وتقييم المحافظ الاستثمارية.

وتأتي هذه الدراسة لتستكمل الدراسات السابقة، حيث تعمل على تسليط الضوء حول كيفية بناء وتقييم المحافظ الاستثمارية وذلك في بيئة جديدة مختلفة إلى جانب أنها تتجه نحو بناء وتقسيم المحافظ الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة إلى محفظتين وهما المحفظة المرتفعة القيمة والتي تحتوي على أعلى (5) شركات، والمحفظة المنخفضة القيمة التي تحتوي على أقل (5) شركات لكل متغير من متغيرات الدراسة، ثم تحليل الفروق بين المحفظتين ومحفظة السوق من خلال استخدام تحليل التباين الأحادي. وبالتالي فإن هذه الدراسة تتميز باستخدام عدة متغيرات ذات طبيعة شاملة بهدف قياس أثرها على بناء المحافظ الاستثمارية بغرض توجيه المستثمرين في البيئة الفلسطينية وبورصة فلسطين نحو الاعتماد على المعلومات المحاسبية بشكل أكبر عند تكوين محافظهم الاستثمارية.

## الفصل الثاني

### أسس وآليات تكوين المحافظ الاستثمارية

## مقدمة

يتناول هذا الفصل الوقوف على الجوانب المتعلقة بالعائد والمخاطرة كونهما تعدان الركيزتان الأساسيتان في مجال تقييم الاستثمارات، حيث يتم التطرق في المبحث الأول عن العائد ومفهومه وأنماطه وأنواعه وطرق قياسه، كما يتحدث عن المخاطرة ومفهوما، وتصنيفاتها (نظامية ولا نظامية)، وأساليب قياسها وسبل مواجهتها.

ويتناول المبحث الثاني مناقشة المحفظة الاستثمارية كونها السبيل أمام المستثمرين للتقليل من المخاطر، حيث يتم التطرق إلى المحفظة الاستثمارية ومفهوما ومكوناتها وأهدافها وقراراتها، إلى جانب الوقوف على المحفظة الاستثمارية المثلى ومفهوما ومواصفاتها وقواعد بنائها، إلى جانب تناول نظرية المحفظة الاستثمارية وفرضياتها، ولذلك فإن هذا الفصل يُعنى بتحليل الموضوعات التالية:

المبحث الأول: أسس تكوين المحفظة الاستثمارية.

المبحث الثاني: آليات تكوين المحفظة الاستثمارية.

## المبحث الأول

### أسس تكوين المحفظة الاستثمارية

- تمهيد
- أولاً: العائد (مفهومه، أنماطه، أنواعه، وأساليب قياسه).
- ثانياً: المخاطرة (مفهومها، تصنيفاتها، وأساليب قياسها، طرق مواجهتها).

## المبحث الأول

### أسس تكوين المحافظ الاستثمارية

#### • تمهيد

يُعد موضوع العائد والمخاطرة من أهم القضايا في مجال تقييم الاستثمارات، حيث أن أي مشروع استثماري يرتكز على العائد المتوقع ودرجة المخاطرة التي يتعرض لها، وللوصول إلى الاستثمار المنشود يتطلب الأمر حساب العائد والمخاطرة، وفي هذا المبحث يتم التطرق إلى موضوع العائد بأنواعه والمخاطرة بأنواعها وآليات قياسها، وسبل الحد منها.

#### • أولاً: العائد:

يقوم إنشاء المشاريع على أساس العائد المتوقع الحصول عليه سواء كان عائداً إيجابياً أو سلبياً، وترتبط درجة النجاح في تحقيق العائد على درجة الانحراف عن التقديرات بسبب المخاطر التي يتعرض لها المشروع، لذلك هناك اتفاق على العلاقة بين العائد والمخاطر المحيطة بالمشروع (آل شبيب، 2009، ص37). ولكن يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار وإن كان يستطيع أن يضع إطاراً للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد، وللتوزيع الاحتمالي للعائد أهميته بالنسبة للمستثمر، فهو لا يُعد فقط السبيل لتقدير العائد المتوقع الذي يمكن أن يتولد عن الاستثمار، بل يُعد أيضاً السبيل لتقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد (أي مدى التذبذب المحتمل أن يتعرض له)، لذلك يمثل العائد المتوقع والمخاطر المتغيرين الأساسيين اللذين يتخذ على أساسهما قرار الاستثمار (هندي، 2004، ص39).

## 1. مفهوم العائد:

يُعرف العائد بأنه مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي، وقد يكون العائد على شكل عوائد فعلية أو متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها (آل شبيب، 2009، ص153). كما يُعرف بأنه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال، وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة، ولكن الذي يمكن أن يعول عليه من كون الاستثمار فعال من عدمه هو معدلات العائد وليس العائد نفسه (العامري، 2007، ص413). ويُعرف أيضاً بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر، مُعبّراً عن هذه المكافأة بنسبة مئوية (معدلات العائد) من قيمة الاستثمار في بداية الفترة (النعيمة، والتميمي، 2009، ص90). وكذلك يُعرف بأنه صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين، وقد يتم قياسه بالأرقام المطلقة أو تتم نسبته إلى الأموال التي ولدته (موسى وآخرون، 2012، ص52). وأيضاً يُعرف بأنه عبارة عن الربح الصافي الذي يحققه المستثمر نتيجة استثماره لأمواله خلال مدة معينة في أي مجال من مجالات الاستثمار، وقد يكون هذا العائد جاريًا نقدياً مثل نصيب السهم من الربح الموزع، وقد يكون عائداً رأسمالياً يتّثل في زيادة قيمة الأصل الذي تم استثمار أمواله فيه (الأنصاري وآخرون، 1999، ص36). وبناءً على ما سبق يمكن القول أن العائد يمثل صافي الدخل الناتج عن استثمار معين خلال فترة محددة تكتنفها حالة من عدم التأكد.

## 1/1- أنماط العوائد الاستثمارية:

هناك ثلاثة أنماط لعوائد الاستثمار هي (علوان، 2009، ص 49)

### أ. توزيعات الأرباح:

إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقاً في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، وحقوقه هي من حقوق المساهمين.

### ب. الفوائد:

إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات، فحامل السند مُقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يُعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة.

### ج. الأرباح الرأسمالية:

وهي الأرباح التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به، يكون الفرق هو ربح رأسمالي.

## 2/1- أنواع العائد:

هناك عدد من الأنواع المتعلقة بعوائد الاستثمار، أهمها:

### أ. معدل العائد المطلوب:

يقصد به هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرين على الأصول ذات المخاطرة، ويعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة (النعيمة، والتميمي، 2009، ص 95)، كما يمثل أدنى عائد ينبغي تحقيقه عند الشراء أو الاستثمار بالأسهم العادية، ويمثل كلفة التمويل، وتحقيق عائد الحد الأدنى لا يعني أن المنشأة في وضع جيد تجاه مساهميها، إذ أن ذلك يتطلب تحقيق عائد

بمستوى أعلى من الحد الأدنى، لأن تحقيق العائد المطلوب لا يغيري المستثمر بالاستقرار في الاحتفاظ بالسهم، بحكم كونه لا يمثل سوى العائد الموجود عديم المخاطرة مع تعويضه عن المخاطرة التي يتحملها بما يكافئها، لذا تسعى المنشآت عادة إلى تحقيق مستويات عائد أعلى من ذلك لكي تحافظ على موقعها في السوق وتعزز مركزها التنافسي (العارضي، والشمري، 2012، ص184). كما يعرف بأنه العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار (علوان، 2009، ص60)، ويتم احتسابه من خلال المعادلة التالية (Brigham, Houston, 2007, P273):

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

$r_i$  معدل العائد المطلوب على السهم  $i$ .

$r_{RF}$  معدل العائد الخالي من المخاطر.

$r_m$  عائد السوق.

$b_i$  معامل بيتا.

يتبين مما سبق أن معدل العائد المطلوب يمثل أقل عائد يمكن أن يقبله المستثمر للتخلي عن أمواله لفترة زمنية مع تحمل درجة من المخاطر.

**ب. معدل العائد الحقيقي أو الفعلي:**

يُعرف بأنه العائد الذي يقبل به المستثمر نظير تنازله عن أمواله في الفترة الحالية، بغية حصوله على عائد في المستقبل (آل شبيب، 2009، ص96). ويمثل أيضاً نسبة صافي الدخل المتوقع من جراء استثمار الأموال في الأسهم مقسوماً على مجموع الأموال التي استثمرت في تلك الأسهم، ويتألف من شقين: الأول معدل العائد الرأسمالي، ويمثل الفرق بين سعري بيع



$$\hat{k} = \sum_{i=1}^n P_{ri} K_i$$

$n$  عدد النتائج الممكنة.

$P_{ri}$  احتمال حدوث الحالة  $i$ .

$K_i$  العائد في حال حدوث الحالة  $i$

### 3/1- قياس العوائد:

هناك عدد من المعايير المستخدمة لقياس العوائد، وهي على النحو التالي:

#### 1. العائد على الاستثمار:

يتم قياس العائد على الاستثمار من خلال احتساب قيمة الورقة المالية بنهاية الفترة مضافاً إليها أية توزيعات نقدية حصل عليها المستثمر خلال فترة الاحتفاظ بالورقة المالية، وقد يكون هذا العائد موجباً أو سالباً بالاعتماد على قيمة الورقة في نهاية الفترة (خصاونة، 2011، ص96)،

حيث يحسب هذا المقياس على النحو التالي (Van Horne, 1995, p27):

$$r = \frac{\text{Dividends} + (\text{Ending price} - \text{Beginning Price})}{\text{Beginning Price}}$$

Dividends التوزيعات.

Ending Price السعر في نهاية الفترة.

Beginning Price السعر في بداية الفترة.

#### 2. العائد على حقوق الملكية:

يقيس مقدار كفاءة إدارة الاستثمار في استغلال أموال المالكين والمتاجرة فيها لتوليد الأرباح بعد

الضريبة، ويتم احتسابه من خلال المعادلة التالية (آل شبيب، 2009، ص38)

$$\text{Return On Equity} = \frac{R}{E}$$

## ثانياً المخاطر:

تعتبر المخاطر عنصراً مهماً من العناصر التي يتوقف عليها اتخاذ قرار الاستثمار نظراً للعلاقة الوثيقة التي تربطها بالعائد (علوان، 2009، ص61). كما تختلف مخاطر الاستثمار باختلاف الجهة المصدرة، فالأوراق المالية الحكومية تتمتع بضمانة عالية لتحقق العائد، لذلك تكون خالية المخاطر إلى حد كبير، في حين الاستثمار في أسهم الشركات المساهمة يتسم بالمخاطرة، لأنه يصعب التنبؤ الدقيق بحجم وتوقيت تدفقاتها النقدية (النعيمي، التميمي، 2009، ص101).

### 1. مفهوم المخاطرة:

يعني مفهوم المخاطرة بأنه عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، كما يمكن أن ينظر إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية الذي يتم الحصول عليه مستقبلاً (هندي، 2004، ص42). وتُعرف بأنها أحداث غير مرئية وغير مرغوبة في المستقبل (الراوي، 2011، ص8). فمن المعروف أن أي قرار للاستثمار أو التمويل يترافق معه شيء من عدم التأكد بشأن النتائج المتحققة من ذلك القرار، وعدم التأكد هي عدم معرفة ما الذي سيحدث في المستقبل بالضبط، وهو موجود في أغلب الأمور الذي تقوم بها الإدارة المالية بسبب عدم معرفتهم الدقيقة بالتغيرات التي ستحدث، كما وتعرف بأنها احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار، وكذلك تعرف بأنها التغير في العائد الفعلي مقارنة بالعائد المتوقع، فكلما كان التغير أكبر كان خطر الاستثمار أعلى والعكس صحيح (آل شبيب، 2009، ص101). وبناءً على ما سبق يمكن القول بأن المخاطرة هي مقدار التغير الحاصل في العوائد المتوقعة في المستقبل بسبب ظروف المشروع أو الظروف الخارجة عن سيطرته.

## 2. تصنيفات المخاطر الاستثمارية (الكلية):

تصنف المخاطرة الكلية التي تعبر عن التباين أو النقلب الكلي في معدلات العائد إلى نوعين وهما المخاطر النظامية واللانظامية، وقد استمد هذا التصنيف من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) (العامري، 2007، ص421-424).

### 1/2- المخاطر النظامية:

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري والذي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك تعرف بالمخاطر العامة للسوق، وهذا النوع من المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات، وأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة معينة (علوان، 2009، ص63). كما تعرف بأنها المخاطر الناشئة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية، إذ أن قيمة الموجودات (الأسهم) تميل إلى التحرك (ارتفاعاً وانخفاضاً) وفقاً لمسار السوق، وبعبارة أخرى هي التي لا يمكن استبعادها، لكونها تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية العامة (العارضى، والشمرى، 2012، ص188). وهذا النوع من المخاطر يؤثر على عدد كبير من الاستثمارات والموجودات والشركات، وتأثير هذا النوع من المخاطر يشمل معظم قطاعات السوق (العلي، 2010، ص215). وتشتمل المخاطر النظامية على المكونات التالية (موسى وآخرون، 2012، ص40-42):

### أ. مخاطر سعر الفائدة:

يقصد بها قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق، وهذه التغيرات تؤثر في كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى، فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات بصورة أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية.

## ب. مخاطر القوة الشرائية (مخاطر التضخم):

يقصد بها فرصة تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو للثروة المستثمرة بسبب التضخم، أي أنها عدم التأكد بشأن القوة الشرائية المستقبلية للأموال المستثمرة، وتصل هذه المخاطر إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت.

## ج. مخاطر السوق:

تنشأ نتيجة تغير أسعار الأوراق المالية في السوق المالي، وتعود لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية.

## 2/2- المخاطر اللانظامية:

يرجع هذا النوع من المخاطر إلى ظروف المنشأة أو الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، حيث لا يوجد ارتباط بين التغيرات في عائد سهم منشأة ما والتي تُعزى إلى المخاطر اللانظامية وبين التغيرات التي تحدثها المخاطر اللانظامية لعائد سهم منشأة أخرى لاختلاف ظروف كل منهما، ويمكن للمستثمر الحد من تلك المخاطر بتنوع مكونات محفظة الأوراق المالية، فمصطلح المخاطر اللانظامية يعد مرادفاً لاصطلاح المخاطر التي يمكن التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع (هندي، 2004، ص 53-54). وكذلك هي المخاطر المتبقية غير المفسرة من خلال حركة السوق، لذلك لا توجد مخاطر لانظامية بالنسبة للسوق ككل.، ويتأثر هذا النوع من المخاطر بالعديد من العوامل، منها (علوان، 2009، ص 65):

## أ. الظروف الصناعية:

تنشأ عن ظروف خاصة بنوع معين من الصناعة، كظهور اختراعات جديدة، وظهور منافسين جدد، وصعوبة توفير مواد خام، وهو ما يترك أثره على التدفقات النقدية للشركة.

## ب. سوء الإدارة:

تتسبب القرارات الخاطئة بحدوث آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة، وبالتالي على العائد على الاستثمار، كما أن اتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لمعلومات غير دقيقة من شأنه أن يؤثر على أرباح الشركة.

## ج. الدورات التجارية الخاصة:

يقصد بها احتمال تقلب الحالة الاقتصادية الخاصة بالشركة من كساد إلى رواج والعكس، حيث تؤثر هذه التقلبات تأثيراً ملحوظاً على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للاقتراح الاستثماري، وعلى صافي القيمة الحالية على الاقتراح الاستثماري بالتبعية. وبناءً على ما تقدم فإن العوامل المؤثرة في الصناعة والقرارات الخاطئة للإدارة بالإضافة إلى تقلب الحالة الاقتصادية جميعها تشكل المخاطر اللانظامية، والذي يعتبر التنويع ضرورة للحد من آثارها.

## 3. قياس المخاطر:

يتم قياس المخاطر من خلال المقاييس التالية:

### أ. الانحراف المعياري:

يُعرف بأنه الجذر التربيعي للتشتت، ويعتبر التشتت والانحراف المعياري أفضل معيار لقياس المخاطر غير النظامية أو مخاطر السهم الواحد (المومني، 2009، ص82). كما ويعد من أكثر الأساليب الإحصائية فعالية واستخداماً عند قياس المخاطرة، لأنه يساعد على قياس درجة تشتت العائد المحتمل حدوثه عن القيمة المتوقعة له. إن استخدام هذا الأسلوب يتطلب وضع ثلاثة تقديرات احتمالية للعائد المتوقع الحصول عليه، وهما التقدير المتفائل والاحتمال المناظر

له، والتقدير الأكثر احتمالاً والاحتمال المناظر له، والتقدير المتشائم والاحتمال المناظر له بعد ذلك يتم حساب القيمة المتوقعة للعائد والانحراف المعياري (داود، 2012، ص244). ويُعبر

عنه بالمعادلة التالية (Reilly, Brown, 2012, p13):

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

$\sigma$  الانحراف المعياري.

n عدد الفترات.

$P_i$  احتمال الحدوث.

$R_i$  العائد i الأكثر احتمالاً (المتوسط)

$E(R_i)$  العائد المتوقع.

**ب. معامل الاختلاف:**

يقيس مخاطرة كل سهم على انفراد، ويعد أساساً للمقارنة بين بديلين مختلفين في العوائد المتحققة (العارضى، والشمرى، 2012، ص193). ويعتبر الاعتماد على الانحراف المعياري وحده كمقياس للمفاضلة بين الاستثمارات وكذلك الاعتماد على معدل العائد المتوقع من شأنه إعطاء نتائج مضللة، لذا أصبح من الضروري استخدام مقياس آخر وهو معامل الاختلاف الذي يأخذ في الاعتبار مقياسي العائد والمخاطرة معاً عند إجراء مفاضلة بين القرارات الاستثمارية (العلي، 2010، ص216). ويتم احتساب معامل الاختلاف وفق المعادلة التالية ( Ehrhardt, )

(Brigham, 2011, p228):

$$\text{Coefficient of variation} = CV = \frac{\sigma}{\hat{r}}$$

$\sigma$  الانحراف المعياري.

$\hat{r}$  العائد المتوقع.

ج. معامل بيتا:

يعتبر من أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمارات بالأسهم، ويحسب من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق المالية، وبموجبه تجري مفاضلة الاستثمار بالأسهم، إذ يتوقف عليه تحديد معدل العائد المطلوب من الأسهم، وكذلك تحديد قيمتها في السوق المالي (العامري، 2007، ص419).

ينظر إلى معامل بيتا السوق على أنه مساوي إلى الواحد صحيح، في حين معامل بيتا للاستثمارات ذات المخاطرة إما أن تكون موجبة أو سالبة أو قد تكون أقل أو أكبر من الواحد صحيح، فإذا كان المعامل أكبر من (1) صحيح فإن هناك موجودات توصف بكونها استثمارات هجومية، لأنها تتحرك بمعدل أسرع من معدل التغير في محفظة السوق، وقد يكون باتجاه السوق عندما يكون المعامل موجباً، كما قد يكون باتجاه معاكس للسوق عندما يكون المعامل سالباً، أما المعامل الأقل من (1) صحيح فإنه يؤشر للطبيعة الدفاعية للأصل الاستثماري كونه يتحرك بمعدل أقل سرعة من محفظة السوق، أما باتجاه السوق إذا كان موجباً أو بعكس اتجاه السوق إذا كان سالباً (النعمي، والتميمي، 2009، ص107-108).

ويستخدم معامل بيتا في العديد من الاستخدامات مثل استخدامه في عملية المبادلة بين المخاطر والعوائد عند الاستثمار بالأسهم أو السندات باتباع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وكذلك التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها، وأيضاً المساعدة في الكشف

عن الأوراق الحساسة للسوق للتغيرات الحاصلة في السوق (علوان، 2009، ص69)، ويتم احتساب معامل بيتا من خلال المعادلة التالية (Schall, Haley, 1986, p155):

$$\text{Beta}_j = \frac{\text{Corr}_{jm} \text{SD}_j}{\text{SD}_m}$$

$\text{Corr}_{jm}$  ارتباط السهم  $j$  بعائد السوق.

$\text{SD}_j$  الانحراف المعياري لعائد السهم  $j$ .

$\text{SD}_m$  الانحراف المعياري لعائد السوق.

#### 4. طرق مواجهة المخاطر

يقصد بطرق مواجهة المخاطر إدارة المخاطر، ويمكن إدارتها من خلال التعرف على مصدر الخطر، ثم تقدير حجم الخسارة المحتملة في حال وقوع الخطر، ومن ثم اختيار الوسيلة المناسبة لمواجهة هذا الخطر، وذلك في ضوء كلفة تلك الوسيلة، وهناك وسائل عديدة لمواجهة الخطر يمكن توضيحها فيما يلي:

##### أ. الوقاية والمنع

يطلق عليها البعض "سياسة تخفيض الخطر"، وتقوم هذه الطريقة على أساس منع الخطر كلياً إن أمكن أو الحد من الخسائر الناتجة إن وقع هذا الخطر، وذلك من خلال استخدام وسائل الوقاية والحد من الخسائر لتقليل عبء الخطر.

##### ب. تحويل الخطر

يتم وفق هذه الطريقة مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف مع احتفاظ صاحب الشيء بموضوع الخطر الأصلي بملكيته لهذا الشيء.

### ج. تحمل الخطر

يعني قيام صاحب المخاطر (مدير الخطر) بالاعتماد على نفسه في مواجهة الآثار المترتبة على تحقيق مسبب الخطر في صورة حادث.

### د. التجزئة والتنويع

يقصد بهذه الطريقة أن يتم تجزئة الشيء المعرض للخطر بشكل يضمن عدم تعرض جميع الأجزاء في وقت واحد لتحقيق مسبب الخطر (موسى وآخرون، 2012، ص 27-29). فالتنويع في الاستثمار يقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وهذا بحد ذاته هدف رئيسي لإدارة المحافظ (جابر، 2005، ص 25). وينتج التنويع عن تنوع الأوراق المالية داخل المحفظة، والذي يمكن إدراكه من خلال مقارنة الانحراف المعياري لمحفظة الأوراق المالية، والمتوسط المرجح للانحرافات المعياري للأوراق المالية الفردية المكونة لهذه المحفظة (الحنوي وآخرون، 2012، ص 270). ويعد قرار تنويع المحفظة الاستثمارية من القرارات الاستراتيجية لإدارة المحفظة الاستثمارية، لأنه يأخذ بالاعتبار كل الظروف المحيطة بالأدوات الاستثمارية المختارة، ويقوم مبدأ التنويع على أساس تعدد وتنويع المحفظة من أدوات وجهات مصدرة للأوراق المالية ومن حيث الشركات أو القطاعات أو المجالات الاستثمارية المحلية أو الدولية، وينبغي النظر إلى تنويع الأدوات الاستثمارية بنظرة رشيدة وعدم المغالاة في عدد الأدوات (النعيمي، التميمي، 2009، ص 110).

يتبين مما سبق أن المستثمر يمكنه اللجوء عند مواجهته للمخاطر باتباع الأساليب السابقة الذكر، والذي يعتبر التنويع أهم تلك الوسائل، كما ويستحوذ على جل اهتمام المستثمرين والباحثين في مجال الاستثمار للحد من أثر المخاطر.

## المبحث الثاني

### آليات بناء المحفظة الاستثمارية

## • تمهيد

تُعتبر المحفظة الاستثمارية عن مجموع ما يملكه الأفراد والشركات من أصول، الهدف منها تنمية القيمة السوقية لتلك الأصول، ويرجع الاهتمام بها إلى تعاظم فرص الاستثمار وتوفر المدخرات لدى كل من الأفراد والشركات، كما تعتبر المحفظة الاستثمارية مدخلاً للحد من المخاطر، مقارنة بأي استثمار منفرد، بسبب منفعة التنوع التي تحظى بها، ويتناول هذا المبحث التطرق إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية ونظريتها ومكوناتها والأساليب المتبعة في قياس مخاطرها، وكذلك مقاييس أداء المحفظة.

### أولاً: المحفظة الاستثمارية

#### 1. مفهوم المحفظة الاستثمارية:

تعرف بأنها مجموعة مختلفة من الأدوات الاستثمارية سواءً أكانت هذه الأدوات ذات أصول حقيقية أم مالية (علوان، 2009، ص185). وتعرف أيضاً بأنها عبارة عن أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى، أو هي مجموعة الأصول التي يمتلكها المستثمر، وقد تكون هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر وعلى أن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر، سواء أكان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد (آل شبيب، 2010، ص15). وكذلك ينظر لها على أنها مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات المتجمعة في وعاء واحد، وعادة ما يلجأ إليها المستثمر على أمل إذا حققت بعض الأصول المالية أداءً متواضعاً، فيمكن أن تحقق بعض الأصول الأخرى أداءً عالياً أو مناسباً (عمارة، 2010، ص10). وتعرف كذلك بأنها كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه هو تنمية القيمة

السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة (حردان، 2012، ص75). كما تُعرف على أنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والأذونات والأوراق بأنواعها، وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة (معروف، 2009، ص222). ويشار إليها على أنها تتساق بين عدد من الأصول الاستثمارية ذات القيمة، والتي إن نمت نجحت المحفظة وإن فشلت تأكلت المحفظة وخسرت. ويترتب على العناصر المكونة للمحفظة أن تتكامل وظائفها ومكوناتها وتعمل كوحدة متكاملة ومتناغمة (شاكر، 2005، ص2). وتعرف أيضاً بأنها أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله مأخوذة كوحدة واحدة شريطة أن يكون هدف المستثمر من تكوينها هو تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها، وتنمية القيمة السوقية للمحفظة وتحقيق أرباح رأسمالية إلى جانب الأرباح الإيرادية التي قد يحصل عليها المستثمر من جراء احتفاظه بتلك الأصول (رمضان، 2007، ص30). ويتضح مما سبق أن المحفظة هي الوعاء الذي يضم كافة الاستثمارات التي يملكها المستثمر سواءً أكانت استثمارات حقيقية أو مالية لتخفيض المخاطر عن طريق التنويع.

## 2. مكونات المحافظ الاستثمارية:

تشتمل المحافظ الاستثمارية على مفهومين، الأول مفهوم موسع ويتضمن كافة الأصول الاستثمارية التي يملكها الفرد، والثاني هو مفهوم متخصص يحتوي على الأصول المالية وهي الأسهم والسندات فقط:

### أ. الأسهم العادية:

تمثل حقوق ملكية في الشركات المساهمة، لذلك فإن حاملي الأسهم العادية يتمتعون بنفس الحقوق التي يتمتع بها مالك أي شيء، فلهم حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ورسم السياسة العليا للشركة، وكذلك استلام انصبتهم من الأرباح، وكذلك استلام ما يتبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها (جابر، 2005، ص 27-28).

### ب. الأسهم الممتازة:

هي عبارة عن أوراق مالية تحمل بعض صفات السندات وبعض صفات الأسهم العادية، وتتشابه مع السندات بثبات الأرباح الموزعة للسهم، وكذلك حق الأولوية في التوزيعات على السهم العادي، وليس له الحق في التصويت في الهيئة العمومية (النعيمة وآخرون، 2009، ص 217).

### ج. السندات:

تمثل قروضاً طويلة الأجل، تستحق الدفع في فترات محددة، وتحمل سعر فائدة ثابت، وتقوم المنشأة بدفع قيمة السند عند استحقاقه علاوة على دفع الفوائد حسب ما يتفق عليه، وتكون في أوقات منتظمة، ويختلف السند عن باقي أنواع القروض الأخرى طويلة الأجل من حيث أنه يباع إلى فئات مختلفة (جمهور عادي، ومؤسسات مالية)، بينما يتم الحصول على القروض

المصرفية من مصادر معينة ومحدودة، كما أن مشتري السند يمكنه بيعه لجهة أخرى حسب رغبته (أحمد، 2007، ص198)، وهناك بعض المقومات الواجب مراعاتها عند بناء المحافظ الاستثمارية، أهمها (شاكر، 2005، ص14):

1. الاختيار السليم للأدوات والأصول.
2. التمويل الصحيح والأجل المناسبة.
3. أسس سليمة لاتخاذ قرارات الإدارة.
4. استخدام وسائل جيدة ومرنة لحماية المحفظة وصيانتها.
5. الشكل والحجم والأهداف التي يجب أن تدرس لتلبية حاجات المستثمرين.

### 3. محددات تكوين المحفظة الاستثمارية:

لغرض الوصول إلى بناء محفظة استثمارية مثلى لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المحددات والعوامل التي تؤثر على بناء هذه المحفظة وهي كالتالي (آل شبيب، 2010، ص18-19):

أ. أهمية نمو رأسمال المحفظة: أي المعدل الذي يتزايد فيه رأسمال المحفظة خلال فترة الاستثمار في الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة.

ب. العائد أو نمو الأرباح: يمكن أن يختلف في أهميته اعتماداً على طبيعة الورقة المالية، والهدف من الاستثمار فيها.

ج. المخاطرة: أي احتمال خسارة بعض أو كل الاستثمارات، فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر.

#### 4. أهداف المحفظة الاستثمارية:

تهدف المحفظة الاستثمارية إلى الآتي (آل شبيب، 2010، ص17-18):

- أ. الحفاظ على قدر من السيولة من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحويل إلى نقد بدون خسارة مع سهولة التحويل إلى نقد لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى شركات الاستثمار التي تعتمد نظرية المحفظة في إدارة أموالها.
- ب. المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة، حيث أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تعني الاستعداد لتقبل المخاطر، إلا أن هذا الاستعداد ينبغي أن يبتعد عن المخاطرة برأسمالها الأصلي.
- ج. تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطر ممكنة.
- د. تأمين الحصول على الدخل المتواصل إلى المحفظة وعلى دخل جاري لتلبية احتياجات المستثمرين وفقاً لحاجاتهم ولتسديد مصاريفها التشغيلية.
- هـ. المزج بين الأوراق المالية سواء بين الأسهم أو السندات أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة، أي تحديد الأوزان النسبية والتنويع أحد أهم أهداف المحفظة الاستثمارية وإدارتها.
- و. قابلية الأوراق المالية للتسويق وقدرة إدارة المحفظة على تداولها في السوق المالي أي مدى إمكانية تحويل الأوراق المالية في المحفظة عند الحاجة للنقد إلى سيولة.

#### 5. قرارات المحفظة الاستثمارية

هناك العديد من القرارات التي تتخذها إدارة المحفظة الاستثمارية أهمها (موسى وآخرون،

2012، ص166-168):

أ. **قرار المزج أو تنويع الأصول:** يتم اتخاذ قرار المزج عندما يكون هناك عدد من الأدوات الاستثمارية، حيث أن أي تغيير في أسعار وعوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤثراً على عوائد المحفظة ككل، خاصة إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات المكونة منها المحفظة سالباً، حيث أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية المكونة منها المحفظة الاستثمارية، انخفضت المخاطر الكلية، وكان بالإمكان تجنب المخاطر غير النظامية.

ب. **اختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة لأهداف المحفظة:** تعتبر عملية انتقاء الأوراق المالية من أهم الخطوات بعد تحديد رأس مال المحفظة وتحديد النسبة المئوية (الوزن النسبي) لكل ورقة مالية، ولكي يمكن اختيار الأدوات أو الأوراق المالية وضمها إلى المحفظة الاستثمارية لا بد من معرفة طبيعة الشركة المراد شراء أسهمها من حيث منتجاتها وإمكانيات التوسع المستقبلي وكفاءة إدارة الشركة وحجم الأرباح، ومدى تأثير الشركة بالقرارات الحكومية، وسعر سهمها بالسوق ونسبة النمو في سعر السهم ومدى تأثير الشركة بالدورات الاقتصادية.

ج. **قرار التوقيت الاستثماري:** إن اتخاذ قرار البيع أو الشراء من القرارات الأساسية لإدارة المحفظة الاستثمارية، فالتحليل الأساسي يبين ماذا نشترى من خلال تحليل البيانات والمعلومات المالية للمنشأة بهدف التعرف على عائدها والمخاطر المصاحبة لها، والتحليل الفني يبين لنا متى نشترى من خلال تحليل التغيرات التاريخية التي تطرأ على الورقة المالية واكتشاف الأنماط من التغيرات بما يسمح بتحديد قيمة الورقة مستقبلاً.

## 6. قواعد الاستثمار في المحفظة الاستثمارية:

يعتمد قرار الاستثمار في المحفظة الاستثمارية على اتباع قواعد رئيسية كي يكون قراراً ناجحاً وفعالاً، وهذه القواعد تتمثل بالتالي (علوان، 2009، ص193-194):

أ. **التخطيط للاستثمار:** يعتبر من عوامل نجاح القرار الاستثماري، حيث أن اختيار الاستثمار طويل الأجل أفضل من المضاربة أو بيع وشراء الأسهم في وقت قصير برغم تحقيق عوائد عالية في بعض الحالات، لأن ذلك يحوي قدراً كبيراً من المخاطرة.

ب. **تنويع الاستثمار:** ويقصد به تنويع توليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، لأن التنويع الجيد يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

ج. **دقة المعلومات:** يجب على المستثمر أن يتحرى الدقة في جمع المعلومات عن السندات أو الأسهم التي يرغب بشرائها، حيث تشمل هذه المعلومات على نشاط الشركة، أرباحها، بيئة عملها، الصناعة التي تتبعها، النوعية الدارة، لأن ذلك من شأنه أن يقلل من المخاطر التي تتعرض لها عوائد الاستثمار خلال فترة زمنية معينة.

د. **مستوى المخاطرة:** ينبغي أن يعتمد بناء المحفظة المالية على أهداف المستثمر واحتياجاته الشخصية، فإذا رغب المستثمر بزيادة مدخراته أو تحقيق أرباح سريعة عن طريق المضاربة، فهذا الهدف يجب أن يكون المعيار الرئيسي في تكوين المحفظة المالية، ومستوى المخاطرة التي تتضمنها.

هـ. **توزيع الأموال:** من الضروري للمستثمر توزيع أمواله بطريقة متوازنة، بحيث يؤدي الانخفاض في أحد الأسهم إلى إفلاس محفظة الاستثمار.

بناءً على ما سبق يمكن القول أن قرار الاستثمار كي يكون صائباً وفعالاً لا بد من المستثمر انتهاج أسس سليمة، تلك الأسس من شأنها أن ترقى بقرار الاستثمار نحو النجاح والأفضلية.

## ثانياً: المحفظة الاستثمارية المثلى

### 1. مفهوم المحفظة الاستثمارية الكفؤة (المثلى):

لا يوجد تعريف محدد ودقيق لمفهوم المحفظة المثلى، حيث أن مفهوم المحفظة المثلى مفهوم نسبي، وما يكون مثالي لشخص ما ليس بالضرورة أن يكون مثالي لشخص آخر، ويمكن تعريف المحفظة المثلى بأنها المحفظة التي تتكون من مجموعة من الأصول والأوراق المالية تم تحديدها واختيارها بطريقة ملائمة بهدف تحقيق أهداف المستثمر، حيث أن أهداف المستثمرين ودرجة تحملهم للمخاطر تختلف من مستثمر إلى آخر (خصاونة، 2011، ص121). وتُعرف أيضاً بأنها التي تعطي أكبر عائد ممكن وبأقل مخاطر ممكنة، أو تعطي نفس العائد ولكن بمخاطر أقل (حنفي، 2007، ص126). ويشار لها بأنها تلك التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق أقل درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد (داود، 2012، ص243). وينظر لها بأنها تلك التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية التي تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر أو من يتولى إدارتها (علوان، 2009، ص194). ويشار إليها بأنها عبارة عن سلات من الأصول والمنتجات المالية التي تحقق معدلات مرتفعة ومتواصلة من العائد في ظل مستويات مقبولة من المخاطر، أو تحقق أقل مخاطر في ظل مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة (عمارة، 2010، ص28). ويمكن أن تعرف بأنها هي تلك التي تحقق أقصى عائد متوقع عند درجة معينة من

الخطر، أو أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع (الحناوي وآخرون، 2012، ص276).

وبناءً على ما تقدم يمكن القول بأن المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي يتم تنويع أصولها للحصول على أعلى عائد ممكن في ظل درجة معينة من الخطر أو العكس، وبما يتناسب مع طبيعة المستثمر.

## 2. مواصفات المحفظة الاستثمارية المثلى:

تتصف المحفظة الاستثمارية بالعديد من المواصفات، أهمها (عبد القادر، 2010، ص210):

أ. تحقق للمستثمر توازناً معقولاً بين عنصرَي العائد والأمان أو المخاطر.

ب. تتسم أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي، مع مراعاة ألا تقتصر أهداف مدير

المحفظة على مجرد تنويع أصولها فقط.

ج. أن تحقق أدوات المحفظة حداً أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق، مما يوفر لمديرها

ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أي تعديلات جوهرية يراها ضرورية وبأقل قدر من

الخسائر.

وبناءً على ما سبق، يتضح أنه كي تكتسب المحفظة الاستثمارية صفة المثلى، لا بد وأن تأخذ

في الحسبان التوازن المعقول في العائد والمخاطرة والتنويع الإيجابي في أصولها، وتوفر الحد

الأدنى من السيولة أو القابلية للتسويق.

### 3. قواعد بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة قواعد أساسية هي (مطر، 2006، ص113):

1. إذا ما خُير هذا المستثمر بين محفطتين استثماريتين تحققان نفس العائد مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطر الأقل.
2. إذا ما خُير بين محفطتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة، ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.
3. إذا خير بين محفطتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائداً وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

#### ثالثاً: نظرية المحفظة الاستثمارية

اشتملت نظرية المحفظة الاستثمارية على المبادئ الأساسية لبنائها ، والتي قامت على تحليل نمطي لشخصية مستثمر عقلائي بما يجب أن يعمل، واقترح H. Markowitz صيغاً لتحديد المعدل المتوقع لعائد المحفظة ولقياس المخاطر المتوقعة أيضاً، ولهذا الغرض اعتمد على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة، وقد وجد بأن الارتباط إن كان موجباً فإن ذلك يؤكد إمكانية التأثير التعويضي للخسائر وبالعكس إن كان الارتباط سالباً (معروف، 2009، ص240). وكذلك تقوم هذه النظرية على تنويع الأصول أو الأدوات الاستثمارية في المحفظة، بحيث يتناسب هذا التنويع مع الأهداف (أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة) ويأخذ التنويع أو المزج مقدار العوائد المتحققة عن كل أداة أو أصل مالي في

المحفظة المخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي والعائد المتوقع لهذه الأصول من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطر لهذه العوائد (آل شبيب، 2009، ص291).

• **فرضيات نموذج Hary Markowitz (نظرية المحفظة الاستثمارية)**

تضمنت نظرية المحفظة الاستثمارية العديد من الفرضيات، أهمها (عبد الجواد، والشديفات، 2006، ص34-35):

1. يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.

2. يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة.

3. يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة، علماً بأن المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة، وعليه يضع المستثمرون قراراتهم على ما يتوقعونه من علاقات العوائد بالمخاطر وتكون منحنيات منافعهم الاستثمارية دوال للعوائد المتوقعة من جانب وللتباين (أو الانحراف المعياري) المتوقع لهذه العوائد فقط.

4. يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني، وبالتالي فإنهم يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.

#### رابعاً: سياسات إدارة بناء المحافظ الاستثمارية:

يمكن حصر الأنماط المتبعة في سياسات إدارة بناء المحافظ الاستثمارية على النحو الآتي:

##### 1. السياسة المغامرة (الهجومية):

يهدف هذا النوع من الإدارات إلى كسب الأرباح السريعة العالية، وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباحاً عالية، ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالتغيرات الاقتصادية المختلفة (علوان، 2009، ص199). وهذا النوع من السياسات يوجه عادة نحو هدف تعظيم الأرباح مع عدم الاكتراث بالمخاطر، اعتماداً على مبدأ (البحث عن أقصى العوائد يعني القبول بأكبر المخاطر)، وهنا غالباً ما يجري التركيز على تداول الأسهم العادية وأدوات السوق النقدية (معروف، 2009، ص244).

##### 2. السياسة الدفاعية (المتحفظة):

يتبع المستثمر سياسة مخالفة للسياسة الأولى، بحيث يكون متحفظاً جداً اتجاه عنصر المخاطرة، وذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت أكثر من اهتمامه بالأرباح الرأسمالية، وعليه يطلق على هذه المحفظة اسم محفظة الدخل، وتتشكل قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح ما بين (60%-80%) (حردان، 2012، ص81-82). وهي سياسة يتبناها المستثمرون المتحفظون جداً تجاه عنصر المخاطرة، وبذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد (رمضان، 2007، ص80).

### 3. السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين السياسة الهجومية والدفاعية، ويتبناها غالبية مدراء المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة ضمن مستويات مقبولة من المخاطر، وبذلك فإن رأس مال هذه المحافظ يكون موزع على استثمارات تحقق حداً أدنى من الدخل الثابت مع وجود فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن ارتفاع قيمة أصول المحفظة، وتتكون الاستثمارات في هذه المحفظة من أدوات الخزينة وشهادات الإيداع والسندات طويلة الأجل، بالإضافة إلى بعض الأسهم الممتازة والأسهم العادية (موسى وآخرون، 2012، ص166). والاستراتيجية المتوازنة هي التي تجمع بين الاستراتيجيتين السابقتين الهجومية والدفاعية وذلك بغرض تحقيق أقصى كفاءة اقتصادية للمحفظة الاستثمارية عند القبول بهامش محدود من المخاطر، وفي ظل هذه الاستراتيجية يتم تداول كافة الأدوات ولكن حسب كفاءتها الحدية المتوقعة (عبد الجواد، الشديفات، 2006، ص23).

#### خامساً: قياس عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية:

##### 1. قياس عائد المحفظة الاستثمارية:

يعبر عائد المحفظة الاستثمارية عن العائد المرجح (الموزون) للعناصر المكونة منها المحفظة، ويمكن كتابة معادلة العائد المتوقع للمحفظة على النحو التالي (خصاونة، 2011، ص103):

$$\hat{k}_p = \sum_{i=1}^n W_i \hat{K}_i$$

$\hat{k}_p$  العوائد المتوقعة للمحفظة.

$W_i$  وزن العنصر في المحفظة.

$\hat{K}_i$  العائد المتوقع من السهم.

## 2. قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية:

تختلف مخاطر الورقة الفردية في حالة الاستثمار خارج المحفظة عن مخاطرها في داخل المحفظة الاستثمارية، ويرجع ذلك إلى أن مخاطر المحفظة لا تتمثل بتأثر تقلب عائد الورقة، بل يتأثر أيضاً بارتباط هذا التقلب مع تقلبات الأوراق الأخرى في المحفظة (الداغر، 2007، ص208). ويتم قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال الآتي:

أ. **الانحراف المعياري:** هو مقياس إحصائي يبين درجة انتشار (توزيع) العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة (الوسط الحسابي)، وتحسب وفق المعادلة التالية (العامري، 2007، ص432):

$$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 (r_{12} \sigma_1 \sigma_2)}$$

$\sigma_p$  الانحراف المعياري للمحفظة (مخاطر المحفظة).

$w_1$  الوزن الاستثماري في الاستثمار (1).

$w_2$  الوزن الاستثماري في الاستثمار (2).

$\sigma_1$  الانحراف المعياري للاستثمار (1).

$\sigma_2$  الانحراف المعياري للاستثمار (2).

$r_{12}$  معامل الارتباط بين الاستثمارين 1 و2.

ب. **معامل بيتا:** هو مقياس يعكس اتجاه حركة السهم مع حركة السوق، ويسمى بمعامل ارتباط

بيتا، ويتم قياس حركة السوق مع أحد مؤشرات الأسواق مثل مؤشر ستانداند بور، ويعبر عنه

بالمعادلة التالية (Ehrhardt, Brigham, 2011, p242):

$$b_p = \sum_{i=1}^n w_i b_i$$

$w_i$  نسب الأصول المكونة للمحفظة.

$b_i$  هي معاملات بيتا للأصول.

ج. معامل الارتباط: هو مقياس لدرجة العلاقة بين متغيرين (Brigham, Houston, 2009, )

(p243)، هذا ويمكن وصف حالات الارتباط بين عوائد الأصول كما يلي (آل شبيب،

2010، ص132-134):

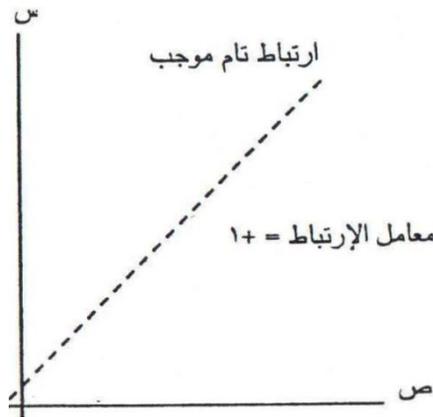
1. حالة الارتباط التام الموجب: وتكون عندما يكون معامل الارتباط  $(1+)$ ، فإذا ارتفع عائد سهم

شركة (س) سيزداد عائد سهم الشركة (ص) والعكس صحيح، وهذا يعني أن عملية التنويع

سوف لا تؤدي إلى تخفيض درجة المخاطر، وستكون المخاطر مرتفعة، بمعنى أن التنويع لا

يفيد شيئاً.

شكل رقم (1)

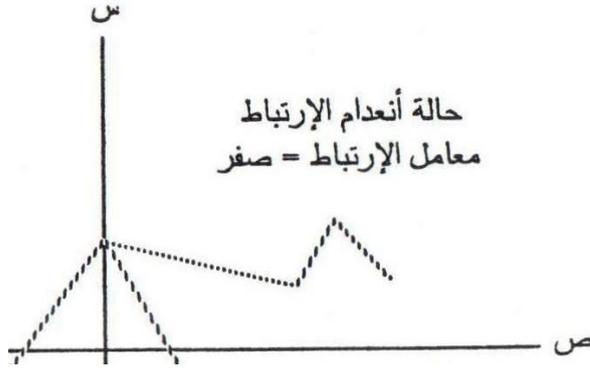


2. حالة عدم الارتباط: وتكون عندما يكون معامل الارتباط (صفر)، أي لا يوجد ارتباط بين

عوائد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة، وفي هذه الحالة يكون التحوط من المخاطر

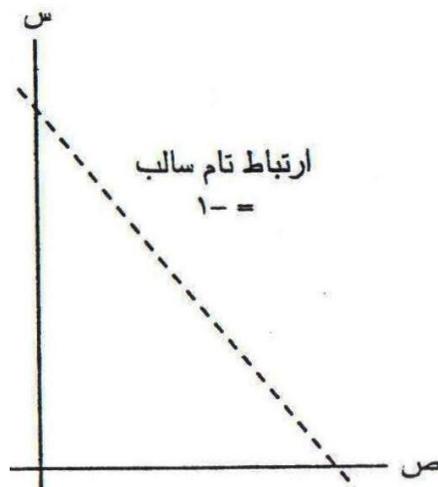
بالتنوع لهذه المحفظة أفضل من حالة الارتباط الموجب، ولكنها أقل درجة من حالة الارتباط السالب.

شكل رقم (2)



3. حالة الارتباط السالب: ويكون تماماً عندما يكون معامل الارتباط  $(-1)$ ، ونقصد به إذا زاد عائد أحد الأوراق المالية يقابله انخفاض في العائد للورقة المالية الأخرى داخل المحفظة الاستثمارية.

شكل رقم (3)



شكل رقم (3)

يتبين مما سبق أن لكل حالة من حالات الارتباط أعلاه مزايا وعيوب، فمنها ما يحقق عوائد مرتفعة في ظل مخاطرة عالية (ارتباط تام موجب) أو أنه قد يقلل المخاطر إلى أدنى مستوى ممكن مع تخفيض العائد بدرجة كبيرة (ارتباط سالب تام)، وعليه فإن المستثمر يحدد درجة الارتباط لاستثمارات محفظته حسب طبيعته (مضارب، محافظ، رشيد) وبما يتلاءم مع حالة السوق ككل.

#### سادساً: مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية:

يوجد نوعان لقياس أداء المحفظة الاستثمارية، وهما الأسلوب البسيط والأسلوب العلمي المدروس (المزدوج):

1. الأسلوب البسيط: يعتمد هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة منسوبة إلى كلفة الاستثمار، ويناسب هذا الأسلوب شركات الاستثمار المفتوحة أو صناديق الاستثمار المفتوحة، حيث يتم تقييم أداء هذه الصناديق كل فترة زمنية، وكل شهر مثلاً، ويمكن أن يحسب يومياً، حيث أن هذه الصناديق تحدد قيمة كل أصل يومياً وكذلك إيرادات أو الأرباح الموزعة ومن هذه المعلومات يمكن تحديد مقياس لأداء مدير المحفظة أو الصندوق عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في الصندوق أو لكل ورقة مالية لوحدها (المومني، 2009، ص225). ويعبر عنه بالمعادلة التالية (آل شبيب، 2012، ص320):

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

R العائد على الاستثمارات.

P<sub>1</sub> قيمة الأصل في نهاية المدة.

$P_0$  قيمة الأصل في بداية المدة.

$R_f$  الأرباح الإيرادية الموزعة.

$R_i$  الأرباح الرأسمالية.

## 2. الأسلوب العلمي المدروس (المزدوج):

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم المحافظ الاستثمارية تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطر، فقد تحقق محفظة ما عائداً أكبر من العائد الذي تحققه محفظة أخرى، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليه الاستثمار فيها مقارنة بالمحافظ الأخرى، ولتجنب ذلك العيب، فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء محافظ الاستثمار، والتي تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر، لذا فقد أطلق عليه الأسلوب المزدوج، وأبرز نماذجه ما يلي (حنفي، وقرياقص، 2005، ص169).

أ. نموذج شارب: قدم ويليام شارب عام 1964 مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، ويقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، ويقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، وبهذا فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، ولا يمكن استخدام نموذج شارب إلا في حالة المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيم مماثلة كأن تكون المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، ويعبر عنه بالمعادلة التالية (عبد القادر، 2010، ص222-223):

$$\text{Sharpe Measure} = \frac{TR_p - R_f}{SD_f}$$

Sharpe Measure متوسط العائد الكلي على استثمارات المحفظة.

$TR_p$  معدل عائد المحفظة.

$R_F$  معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

$SD_F$  الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

ب. نموذج ترينور: قدم ترينور عام 1965 نموذجاً الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر

المنتظمة وغير المنتظمة (عبدالقادر، 2010، ص 224). ووفقاً لهذا النموذج يتم قياس

المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا، ومعامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي واحد

صحيح، ويقاس معامل بيتا عن طريق حساب التغيرات بين عائد محفظة ما وعائد محفظة

السوق بمجموع حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوماً

على عدد الفترات مطروحاً منها درجة حرية واحدة (الحناوي، 2000، ص 286). ويعبر

عنه بالمعادلة التالية (شاكر، 2005، ص 14):

$$\text{Treynor Ratio} = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_F}}{\beta_p}$$

$\overline{R_p}$  هي متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة.

$\overline{R_F}$  هي متوسط العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

$\beta_p$  معامل بيتا للمحفظة خلال الفترة.

ج. نموذج جنسن: سُمي هذا المقياس بمقياس جنسن ألفا أو العائد التفاضلي لجنسن، ويعتمد

على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (الحمدوني، 2011، ص 322). وتقوم فكرة النموذج

على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة

ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد

الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر (وهي الفرق

بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد الخالي من الخطر)، ومعامل ألفا إما أن يكون موجباً ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالباً ويظهر ذلك الأداء السيء للمحفظة، وإما أن يكون معامل ألفا صفراً، ويشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف عائد المحفظة عن عائد السوق (داود، 2012، ص266). ويعبر عنه بالمعادلة التالية

المعادلة (Brentani, 2004, p44):

$$\text{Jensen measure} = \alpha = R_p - R_b$$

$$R_b = R_f + \beta_b(R_m - R_f)$$

$\alpha$  معامل ألفا وهو قيمة نموذج جنسن.

$R_p$  العائد على المحفظة التي تم تقييمها.

$R_b$  العائد على المحفظة القياسية.

$\beta_b$  بيتا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للمحفظة القياسية.

$R_f$  العائد الخالي من المخاطر.

$R_m$  عائد محفظة السوق.

## الفصل الثالث

### المعلومات المحاسبية

### ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية

## مقدمة

يتناول هذا الفصل تحليل قرارات الاستثمار ودور المعلومات المحاسبية في توجيهها وترشيدها، حيث يتم التطرق في المبحث الأول منه إلى مفهوم الاستثمار وأنواعه وأهميته والأهداف التي تخدم العملية الاستثمارية، بالإضافة إلى العوامل المحفزة للاستثمار، وكذلك بيان أثر البيئة الاستثمارية أو مكوناتها واتجاهاتها في تعزيز النشاط الاستثماري، كما يتعرض إلى مقومات وأسس قرار الاستثمار.

ويتناول المبحث الثاني في هذا الفصل المعلومات المحاسبية كونها ركيزة أساسية يعتمد عليها أي جهد استثماري لخدمة المستثمرين الحاليين أو المرتقبين، كما يتم التعرض إلى مفهوم كل من البيانات والمعلومات، وإبراز أهميتهما في عملية اتخاذ القرار بشكل عام، كما يتم استعراض الخصائص الأساسية والقانونية للمعلومات المحاسبية وأوجه الاختلاف فيما بينها، ودورها في حل المشاكل والقرارات، وكذلك تحديد القيمة السوقية للسهم، كما يتعرض إلى بيان كفاءة السوق المالي وأهمية المعلومات في تحديد مستوى كفاءة تلك الأسواق، لذلك فإن هذا الفصل يعنى بتحليل الموضوعات التالية:

المبحث الأول: المعلومات المحاسبية ودورها في بلورة القرارات الاستثمارية.

المبحث الثاني: الاستثمار والقرارات الاستثمارية.

## المبحث الأول

دور المعلومات المحاسبية في بلورة القرار الاستثماري

## • تمهيد:

تمثل المعلومات المحاسبية مصدراً مهماً يركز عليه المستثمرون الحاليين أو المرتقبين لتحديد مدى قدرة الشركة على توليد التدفقات النقدية المستقبلية، وكذلك العائد المطلوب للملائم للنشاط الاستثماري، كما أن هذه المعلومات تهم المقرضون في إبراز قدرة الشركة على سداد التزاماتها من خلال وفائها بالأقساط في المواعيد المحددة لها، وأيضاً تقدير العائد المطلوب الذي يتلاءم مع مستويات المخاطرة في حال عدم الوفاء بهذا الالتزام.

## أولاً: البيانات والمعلومات

### 1. مفهوم البيانات والمعلومات

تعبر البيانات عن حدث أو أحداث معينة بهيئة رموز أو حروف أو أرقام أو رسوم بيانية، تكون بصيغة غير مرتبة (طبقاً للاستفادة المطلوبة من استخدامها) يتم جمعها أو الحصول عليها من مصادر مختلفة بهدف تحويلها إلى معلومات يمكن الاستفادة منها بعد إجراء العمليات اللازمة عليها وترتيبها، فهي المواد الخام الأساسية اللازمة لإنتاج المعلومات (السقا، 2011، ص28). ويشار إليها بأنها عبارة عن الأعداد والأحرف الأبجدية والرموز التي تقوم بتمثيل الحقائق والمفاهيم بشكل ملائم يمكن من إيصالها وترجمتها من قبل الإنسان أو الأجهزة لتتحول إلى نتائج (قاسم، 2004، ص13). أما المعلومات فيقصد بها المعرفة التي لها معنى وتفيد الفرد الذي تقدم إليه في تحقيق أهدافه، وبالتالي فإن للمعلومات قيمة سواءً لدى الوحدة الاقتصادية ذاتها أو لدى الأفراد المستخدمين لها، وهذا ضروري حتى يتم اتخاذ قرار سليم، ولتحقيق الأهداف المرغوبة (عبد اللطيف، 2006، ص8)، وتمثل المعلومات مجموعة من البيانات أو الحقائق المجردة التي تم تنظيمها بطريقة هادفة وبما يجعل لها قيمة إضافية على قيمة البيانات

ذاتها، فهي نتاج معالجة وتشغيل البيانات بهدف زيادة مستوى المعرفة لمتخذ القرار بما يمكنه من الحكم على واقع الأمور واتجاهات المستقبل (الهادي، 2002، ص73). ويعبر مصطلح المعلومات عن بيانات تم تشغيلها بطريقة معينة أدت إلى الحصول على نتائج ذات معنى مفيد لمستخدميها، فمثلاً الرقم الممثل للإيراد من المبيعات يعتبر بيان يعبر عن حقيقة وقوع عمليات بيع خلال الفترة الحالية، هذا البيان بمفرده لا يعتبر مفيد لمتخذ القرار، أما إذا تم مقارنته برقم مبيعات الفترة السابقة يعطي معلومة مفيدة تشير إلى اتجاه المبيعات بالزيادة أو النقص عن الفترة السابقة (حسين، 2006، ص25).

وبناءً على ما تقدم يمكن القول بأن البيانات هي المادة الخام الضرورية واللازمة لمرحلة المعالجة، والتي بعد الانتهاء من معالجتها تفضي إلى معلومات يمكن الاعتماد عليها من قبل متخذي القرارات.

## 2. قيمة المعلومات في عملية اتخاذ القرار:

تشتمل عملية اتخاذ القرار على العديد من الخطوات، تتمثل في تحديد الهدف وعادة يكون حل مشكلة معينة، ثم تحديد الظروف البيئية المحيطة بهذه المشكلة، وبالتالي تؤثر في تحقيق الهدف ثم تحديد البدائل المختلفة التي يمكن أن تساعد في حل المشكلة والتعرف على نتيجة كل بديل في ضوء الظروف المحيطة، وأخيراً المفاضلة بين تلك البدائل واختيار أفضلها (الأكبر ربحاً أو الأقل تكلفة). ويمكن التمييز بين ثلاث أنواع من الظروف البيئية المحيطة بعملية اتخاذ القرار، ويتم هذا التمييز وفقاً لكمية ونوعية المعلومات المتاحة لدى متخذ القرار في المشكلة القرارية المعنية، وتشمل تلك الظروف البيئية ثلاث حالات للطبيعة، هي حالة التأكد التام، حيث افتراض توافر المعلومات الكاملة عن البدائل، وبالتالي لا توجد مشكلة عند اتخاذ القرار، وحال

المخاطر، حيث افتراض توافر معلومات جزئية تساعد متخذ القرار على تحديد احتمالات لتحقيق الظروف البيئية المرتقبة، وحالة عدم التأكد، حيث افتراض ندرة المعلومات، ويعتمد متخذ القرار في هذه الحالة على خبراته الذاتية ومدى تفاؤله أو تشاؤمه ودرجة تفضيله للمخاطرة (ديبان وآخرون، 2005، ص22).

### ثانياً: المعلومات المحاسبية

تتكون المعلومات المحاسبية من البيانات التي تم استرجاعها، ومعالجتها لأغراض استدلالية أو لإبداء الرأي أو كأساس للتنبؤ أو لاتخاذ القرار، وتستمد المعلومات المحاسبية من القوائم المالية مثل قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل وقائمة الأرباح المحتجزة وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغيرات في المركز المالي وتقارير الأداء عن التنفيذ الفعلي للموازنات التقديرية والتي توفر معلومات مسترجعة عن الأداء الفعلي للأعمال والأنشطة في المؤسسة (جمعة وآخرون، 2007، ص8)، فهي تمثل مجموعة من البيانات التي تم جمعها وإعدادها بالطريقة التي جعلتها قابلة للاستخدام (مفيدة) بالنسبة للمستخدمين، وهي تمثل المخرجات في نظام المعلومات المحاسبي، ولها تأثير في اتخاذ القرارات المختلفة. (عطية، 2000، ص9). وتعبر المعلومات المحاسبية عن البيانات التي تم معالجتها للحصول على مؤشرات ذات معنى، تستخدم كأساس في عملية اتخاذ القرارات والتنبؤ بالمستقبل، ويتعين التوازن في إعداد هذه المعلومات من حيث الحاجة إلى التفصيل فيها من جهة ومدى اختصارها على شكل دلالات رقمية مركزة من جهة أخرى لكي تكون ذات دلالة ومنفعة لمتخذي القرار (فرج الله، 2011، ص51)

## • خصائص المعلومات المحاسبية

تحمل المعلومات المحاسبية قيماً مضافة ومفيدة لمتخذي القرارات، فالهيئات المحاسبية سارعت إلى وضع خصائص محددة يلزم أن تتصف بها المعلومات المحاسبية، وهي كالتالي:

### أ. الملائمة:

يقصد بها قدرة المعلومات على إحداث تغيير في اتجاه قرار مستخدم معين ليس لديه علم مسبق بهذه المعلومات، وبتطبيق مفهوم الملائمة على التقارير المالية، فإن التقارير المالية الصادرة سوف تعمل على تكوين توقعات عن النتائج المتعلقة بالفترة المستقبلية، استناداً على أحداث الماضي والحاضر، أما إذا كان لدى مستخدمي التقارير توقعات قائمة بالفعل وقت حصولهم على المعلومات، فإن ملائمة هذه المعلومات تعني في هذه الحالة قدرتها على تعزيز التوقعات الحالية أو إحداث تغييرات في هذه التوقعات، وفي كلتا الحالتين تعتبر المعلومات المحاسبية ملائمة لأنها أدت إلى تغيير درجة التأكد بالنسبة للقرار محل الدراسة (شاهين، 2011، ص112).

### ب. القدرة على التنبؤ:

لكي تكون المعلومات المحاسبية ذات تأثير على عملية اتخاذ القرارات يجب أن تؤدي هذه المعلومات إلى تحسين قدرة متخذ القرار على التنبؤ بالنتائج المتوقعة في المستقبل، أي أنها في ذاتها لها قدرة تنبؤية تؤدي إلى تعزيز أو تصحيح توقعاته (عبد العال، محمود، 2012، ص24).

### ج. المعلومات الارتدادية (التغذية الراجعة):

أهم ما يميز منتجات أي نظام للمعلومات هو قدرته على إمداد متخذي القرار بمعلومات ارتدادية تقيس مدى قدرة وفاعلية ذلك النظام، وبما أن المحاسبة مهمة لإمداد متخذي القرار الاقتصادي بالمعلومات، فمن باب أولى أن تتعزز فائدتها للمستفيد عند تميز معلوماتها بإمداد المستفيد بمعلومات ارتدادية لفحص توقعات سابقة بُني عليها قرارات اقتصادية فعلية، ومن ثم إمداد متخذ القرار بمعلومات لفحص نتائج قراراته وتعديلها بناءً على المعلومات الارتدادية (الحמיד، 2009، ص115).

### د. التوقيت الملائم:

يقصد به تقديم المعلومات في الوقت المناسب، بحيث تكون متوافرة وقت الحاجة إليها، حتى تكون مفيدة ومؤثرة، وبطبيعة الحال لن تكون للمعلومات المقدمة لمتخذ القرارات المتأخرة جداً عن موعدها أي قيمة أو تأثير على سلوكه مهما كانت درجة أهميتها وحيويتها لهذا القرار (حسين، 2006، ص26).

### هـ. درجة الثقة (الموثوقية):

يقصد بهذه الخاصية أن المعلومات المحاسبية ينبغي أن تحوز ثقة مستخدميها، وإلا فقدت الهدف منها، والثقة هنا ليست الثقة المطلقة، بل هي عملية نسبية أو بمعنى آخر أن هناك درجات متفاوتة من الثقة، ولتحقيق الهدف من وراء خاصية الثقة، فإن المعلومات المحاسبية يجب أن تحتوي على مواصفات مكونة لخاصية الثقة، وهي إمكانية التحقق والصدق في العرض والحيادة (الدهراوي وهلال، 2013، ص20).

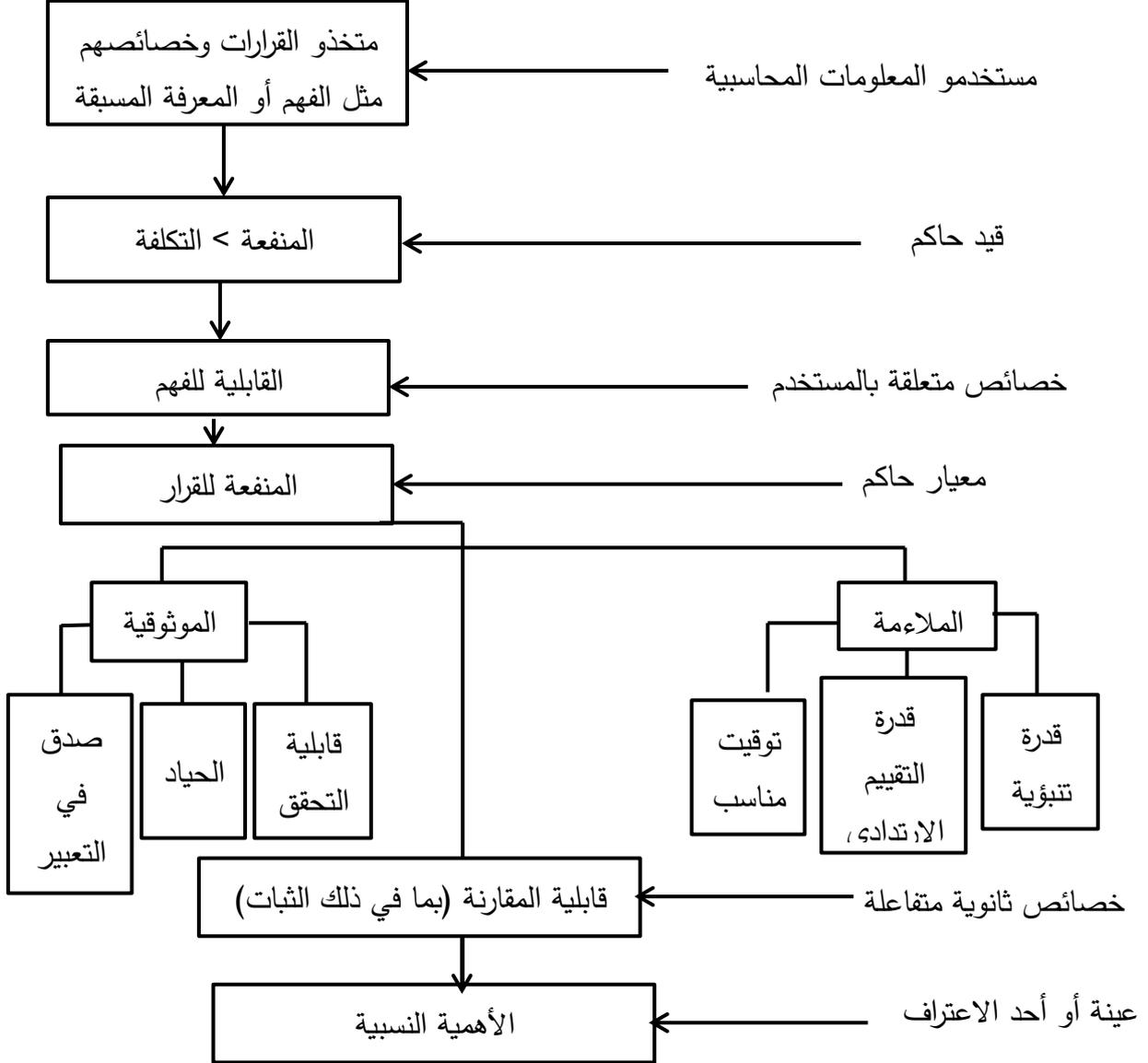
## و. القابلية للمقارنة:

يعتبر استخدام المعلومات في إجراء المقارنات أمراً هاماً للمستخدم، وذلك لعدم توفر مقاييس مطلقة لتقييم الأداء، ويهدف المستخدم من خلال توفر هذه الخاصية إلى إجراء المقارنات في المنشأة الواحدة لسنوات متعددة أملاً في رصد التغيرات وتفسيرها، كما يسعى لإجراء المقارنات بين الوحدات والمنشآت المختلفة في القطاع الواحد لتقييم أدائها والتعرف على مواطن الضعف والقوة فيها (خنفر والمطارنة، 2006، ص20). وأهم ما تتضمنه هذه الخاصية هي إعلام المستخدمين عن السياسات المحاسبية المستخدمة في إعداد البيانات المالية، وأي تغييرات في هذه السياسات وآثار هذه التغيرات، ووفق هذه الخاصية ينبغي أن يتمكن المستخدمون من تحديد الاختلافات في السياسات المحاسبية المستخدمة في المشروع للعمليات المالية المتشابهة والأحداث الأخرى من فترة لأخرى، وبين المشاريع المختلفة، ولذلك فإن الامتثال للمعايير المحاسبية الدولية بما في ذلك الإفصاح عن السياسات المحاسبية المستخدمة من قبل المنشأة يساعد في تحقيق القابلية للمقارنة (جمعة، 2011، ص96).

مما سبق يجدر القول بأن الخصائص النوعية والثانوية للمعلومات المحاسبية تهدف إلى إضفاء طابع مميز لتلك المعلومات، بحيث تكون ذات قيمة وقادرة على تلبية احتياجات متخذي القرارات في الوقت المناسب، والمساعدة في عملية التنبؤ والمقارنة أيضاً.

شكل رقم (4)

### هرم الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية



المصدر (Kieso, et. al, 2009, 35)

• أوجه التعارض والاختلاف بين خصائص المعلومات المحاسبية:

تطراً عند المفاضلة بين خصائص المعلومات المحاسبية بعض الاختلافات، وتبرز على النحو التالي (الخطيب، والقشي، 2004، ص11-12).

1. إمكانية التعارض بين خاصيتي الملاءمة والموثوقية، فقد لا يوجد توافق بين ملاءمة المعلومات ودرجة الثقة بها، فعلى سبيل المثال قد ترفض معلومة ما أو تقبل إذا كانت ملائمة ولكنها غير موثوق بها أو العكس، فأرقام التكلفة التاريخية تتمتع بدرجة عالية من الثقة لخلوها من التحيز، إلا أنها تتمتع بدرجة منخفضة من الملائمة لأنها أقل تمثيلاً للواقع العملي.

2. احتمال الاختلاف بين التوقيت الملائم والقدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية، فقد تصل المعلومة في الوقت المناسب ولكنها لا تملك قدرة تنبؤية عالية، كما هو الحال في أرقام التكلفة التاريخية، كما أن سرعة الحصول على المعلومات غالباً ما يكون على حساب درجة الدقة والاكتمال وعدم التأكد.

3. لا تعد كل المعلومات الملائمة والموثوق بها معلومات مفيدة، فقد لا تكون لها أهمية نسبية تذكر. فالبنء يعتبر مفيداً وله أهمية نسبية إذا أدى حذفه أو الإفصاح عنه بطريقة محرفة إلى التأثير على متخذ القرار.

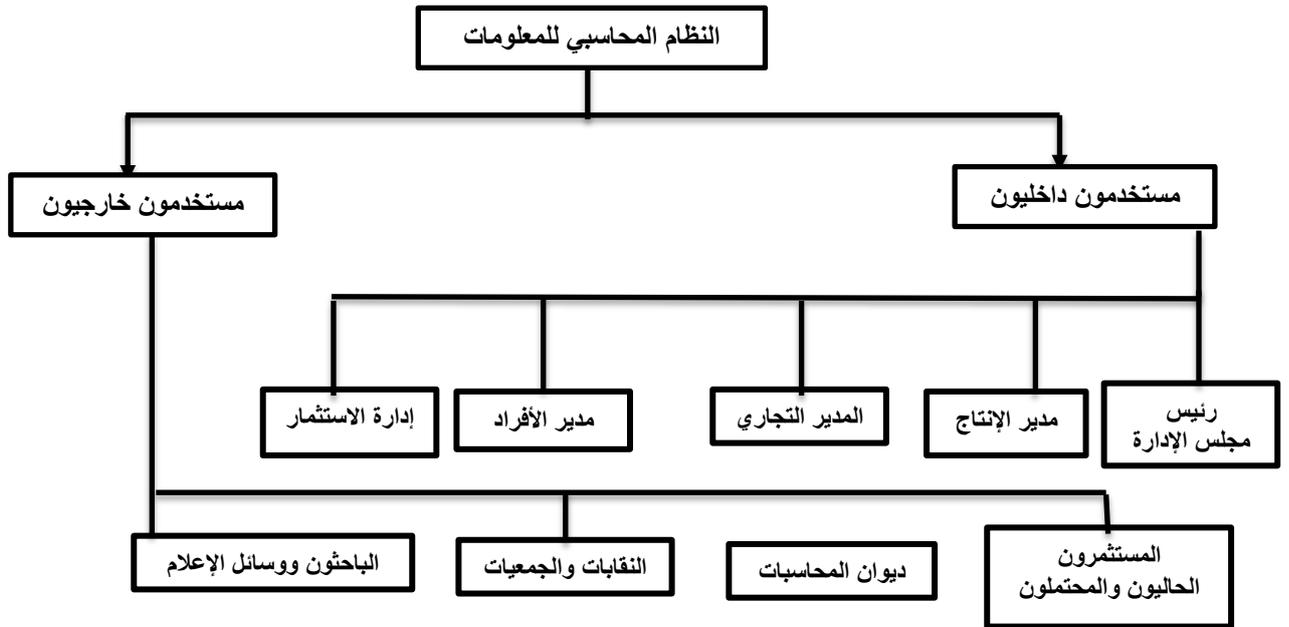
• مستخدمو المعلومات المحاسبية:

تعد المحاسبة العقل المسيطر في الجهاز المركزي للمنشأة، وذلك لأهمية المعلومات التي تقدمها للإدارة كي تتخذ قراراتها بصورة صحيحة وسليمة، كما أنها تساهم بتزويد أطراف مختلفة داخل المنشأة وخارجها بما يلبي أغراضها المختلفة وفقاً لأنواع القرارات التي يتخذونها (الجباوي

ونعوم، 2007، ص55). كما يمكن تصنيف المستخدمين إلى نوعين: مستخدمون داخليون ومستخدمون خارجيون، فالمستخدمون الخارجيون أيضاً ينقسمون إلى نوعين: مستخدمون خارجيون حاليون ومحتملون، والذين لهم مصالح مالية مباشرة مثل المستثمرون والدائنون، أو لهم مصالح مالية غير مباشرة مثل مصلحة الضرائب والجهات الحكومية المختلفة واتحادات العمال والمستهلكين، والعلاقة بين هؤلاء المستخدمين والعمليات المحاسبية تتضح من خلال

الشكل رقم (5) (الدهراوي، 2008، ص12-13)

شكل رقم (5)



1/4. المستخدمون الداخليون:

تشتمل هذه المجموعة على كافة الأطراف التي يتصل عملها بإدارة أنشطة المنشأة واستخدام مواردها الاقتصادية والبشرية في سبيل تحقيق الأهداف الموضوعية، فالمحاسبة تقوم بتلبية احتياجات كل طرف من خلال فروع المحاسبة الأخرى كالمحاسبة الإدارية ومحاسبة التكاليف

(الجباوي وآخرون، 2009، ص67-68)، وتتضمن هذه المجموعة الفئات التالية (الرمحي ونصار، 2010، ص17):

أ. ملاك المشروع: وهم أصحاب الأموال التي يتم استثمارها داخل المشروع، حيث تحتاج هذه الفئة إلى التعرف على نتائج أعمال المشروع ومركزه المالي حتى يستطيعوا تقييم أداء المشروع وقدرة المشروع على الاستمرار.

ب. إدارة المشروع: كي تتمكن الإدارة من تحقيق أهدافها وتضمن نجاح المشروع فهي بحاجة إلى الحصول على معلومات عن الوضع المالي للمشروع الذي يقومون على إدارته.

ج. العاملون في المشروع: العاملون في المشروع بحاجة إلى معرفة نتائج أعمال المشروع ومركزه المالي، وكذلك موقف السيولة المالية، وذلك للاطمئنان على وضع المشروع المالي، وانعكاس ذلك على استمرارية العاملين وحصولهم على الحوافز والمكافآت في حالة تحقيق أرباح مرضية.

#### 2/4. المستخدمون الخارجيون:

توجد عدة أنواع من المستخدمين الخارجيين للمعلومات المحاسبية، ويمكن تقسيمهم إلى نوعين: فئات لها مصالح مالية مباشرة في المنشأة، وفئات لها مصالح مالية غير مباشرة، وتتضمن الفئات ذات المصالح المالية المباشرة الأطراف التالية (حنان، 2009، ص33-35):

أ. المستثمرون الحاليون والمرقبون مثل ملاك المنشأة، وهم يستخدمون المعلومات المحاسبية لاتخاذ القرارات بشراء الأسهم أو استمرارية الاحتفاظ بها أو بيعها، ويهتم هؤلاء المستثمرون بمعرفة مدى تقدم المنشأة وقياس نتيجة أعمالها من ربح أو خسارة، وأيضاً مقارنة النتائج مع المنشآت الأخرى المماثلة.

ب. المقرضون الحاليون والمرتبون: مثل البنوك والمؤسسات المالية المختلفة وحاملو سندات الدين، وهؤلاء يستخدمون المعلومات المحاسبية لتقييم مخاطر منح الائتمان والقروض والتنبؤ بمقدرة المنشأة على سداد ديونها والتزاماتها.

ج. النقابات العمالية: تحتاج إلى المعلومات المحاسبية للنظر في الوضع المالي ومستويات الأرباح المحققة في المنشأة للدفاع عن حقوق العمال وتحسين ظروف عملهم والدخول في مفاوضات مع أرباب العمل لزيادة رواتبهم. وفيما يتعلق بالمصالح المالية غير المباشرة، فتتمثل في الفئات التالية:

أ. الدوائر والسلطات الحكومية ذات العلاقة: مثل دائرة ضريبة الدخل، ودائرة ضريبة المبيعات، ودائرة الإحصاءات العامة.

ب. السلطات القضائية: تحتاج المعلومات المحاسبية للفصل في أمور الإفلاس والمنازعات القضائية.

ج. المحللون الماليون والوسطاء الماليون: هم بحاجة إلى المعلومات المحاسبية بغرض إجراء التحليلات المالية وتقديم الاستشارات لاتخاذ قرارات استثمارية.

د. المستهلكون أو العملاء: يعتمدون إلى تكوين فكرة عامة عن مدى قدرة المنشأة على الاستمرار بتزويدهم بالسلع وفق جودة ونوعية معينة وبكميات كافية بأسعار معقولة، وكذلك يهتمون بتقييم قدرة المنشأة على الاستمرارية في تقديم خدمات ما بعد البيع وخدمات ضمان المنتج.

بناءً على ما سبق، يمكن القول أنه في ضوء ما يفرزه النظام المحاسبي من معلومات محاسبية تخدم مستخدمي تلك المعلومات فإن احتياجات المستخدمين لها تختلف باختلاف فئاتهم، سواءً

كانوا داخليين أو خارجيين، كما وتخدم تلك المعلومات المستخدمين لها داخل نطاق كل فئة كل حسب حاجته لتلك المعلومات.

#### • دور المعلومات المحاسبية في حل المشاكل واتخاذ القرارات:

يتكون نظام المعلومات المحاسبي من مجموعة من الإجراءات توفر عند تنفيذها معلومات تدعم عملية صنع واتخاذ القرارات عند كافة مستويات الهيكل التنظيمي للوحدة الاقتصادية، ويكمن الهدف الرئيسي من المعلومات التي يقوم بتوفيرها النظام المحاسبي في مساعدة إدارة الوحدة الاقتصادية في تحقيق وظائفها وأهدافها، ورغم أهمية نظم المعلومات المحاسبية وما توفره من بيانات لحل الكثير من المشاكل عند مختلف المستويات الإدارية، إلا أنها تعتبر نظاماً فرعياً داخل نظام المعلومات الإداري الذي يوفر بيانات تساعد على حل معظم المشاكل والقرارات عند مختلف المستويات الإدارية (ديبان وآخرون، 2005، ص22).

#### • دور المعلومات المحاسبية في تحديد القيمة السوقية للأسهم:

تحدد قيمة الشركة وفقاً للقيمة السوقية لأسهمها، فزيادة القيمة السوقية للأسهم تعني زيادة قيمة الشركة، والعكس صحيح. وبينت نظرية السوق الكفؤ الكيفية التي يتم بموجبها تسعير الأسهم في سوق الأوراق المالية، حيث تستند تلك النظرية على مجموعة الفروض التالية (سعادة، 2010، ص71-72):

أ. لا توجد تكاليف للأحداث المالية المتعلقة بالإتجار في الأوراق المالية.

ب. تتوافر المعلومات بنفس القدر لكافة الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، دون

تحمل تكاليف إضافية للحصول عليها، وبصورة تتمتع بالشفافية الكاملة.

ج. يوجد اتساق في توقعات المستثمرين المعتمدة على المعلومات المتاحة، انطلاقاً من فكرة

المستثمر الرشيد، والذي يستفيد بالمعلومات المتاحة له على نحو رشيد.

د. يسلك سعر السهم في بورصة الأوراق المالية سلوك عشوائي، وبالتالي ليس من الممكن

النتنبؤ بهذا السعر نظراً لتعدد المتغيرات المؤثرة فيه.

### ثالثاً: كفاءة الأسواق المالية:

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية بالدرجة الأساسية على البيانات والمعلومات المتوفرة عن

الشركة التي يتم تداول أوراقها في السوق المالي، لذلك فإن كفاءة السوق المالي تعني استجابة

الأسعار بسرعة ودون تحيز للبيانات والمعلومات المتاحة للمتعاملين (آل شبيب، 2009،

ص202).

### 1. مفهوم كفاءة الأسواق:

بحسب مفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل

معلومة جديدة ترد إلى السوق، وبالتالي فإن سعر السهم عبارة عن دالة للمعلومات المتوفرة عنه،

وحيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، وبالتالي بما

أن المعلومات تأتي بشكل عشوائي فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار للأسهم عشوائية،

حيث ستتجه صعوداً مع الأنباء السارة والعكس صحيح في الأنباء غير السارة (موسى وآخرون،

2012، ص98).

## 2. مستويات كفاءة السوق:

تأخذ مستويات كفاءة السوق ثلاثة مستويات، وذلك بناءً على نوع المعلومة وتأثيرها على سعر السهم:

أ. **الكفاءة عند المستوى الضعيف:** يكون سوق رأس المال كفوً عند هذا المستوى إذا انعكست كافة المعلومات التاريخية في سعر السهم، ويعرف هذا المفهوم بنظرية السير العشوائي للأسعار، ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي، أي أنه لا يوجد ترابط بين سعر الأمس وسعر اليوم وسعر الغد (موسى وآخرون، 2012، ص103).

ب. **الكفاءة عند المستوى شبه القوي:** تقضي بأن الأسعار الحالية للأوراق المالية هي تعكس للمعلومات التاريخية كافة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات مثل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة وكذلك التقارير المالية، فإذا كانت الأسعار الحالية تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر في حال قيامه بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات من أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جيدة غير متاحة لهؤلاء، وبدلالة نوعية المعلومات المرتبطة بالاستثمارات فإن الشكل المتوسط للكفاءة يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية سابقة أو معلومات جديدة (حالية) (عبد القادر، 2010، ص108)

ج. الكفاءة عند المستوى القوي: ويقصد بالمستوى القوي أن الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة كتوسيع الاستثمار في الشركة أو الوصول إلى عقود مبيعات ذات أرباح عالية أو تلك التي يصل إليها المحللون نتيجة امتلاكهم الإمكانية والكفاءة والخبرة في التحليل والتنبؤ، وهذا يعني أن السوق المالي يوفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواءً كانت تاريخية أو حالية عامة أو داخلية خاصة (آل شبيب، 2009، ص211).

بناءً على ما تقدم، يمكن القول إن كفاءة السوق المالي تتحدد في ضوء مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في السوق المالي، كما وتختلف طبيعة ونوعية تلك المعلومات من مستوى إلى آخر، ففي المستوى الضعيف تتحقق كفاءة السوق عند انعكاس كافة المعلومات التاريخية في سعر السهم، وفي السوق شبه القوي فإن كفاءة السوق تتحقق عند توفر كل من المعلومات التاريخية والحالية، وفي السوق القوي فإن كفاءة السوق تتحقق عندما تتوفر جميع المعلومات سواءً التاريخية أو الحالية لدى جميع المستخدمين وانعكاسها على الأسعار المتداولة.

## المبحث الثاني

### الاستثمار والقرارات الاستثمارية

## • تمهيد

تستحوذ العملية الاستثمارية على أهمية كبيرة من بين العديد من الفعاليات والأنشطة الاقتصادية، كونها تمثل العنصر الحيوي والفعال والضروري لإنجاز التنمية الاقتصادية، كما أن فهم المستثمر ورؤيته المستقبلية وتقييمه للأنشطة الاستثمارية يساعده على اتخاذ قرارات استثمارية ناجحة، ونتناول من خلال هذا المبحث الحديث عن مفهوم الاستثمار وأهميته وأهدافه والعوامل المشجعة له، وكذلك أنواع القرار الاستثماري ومقوماته الأساسية والمبادئ التي يركز عليها والخصائص التي يتصف بها.

### أولاً: ما هية الاستثمار:

يعتبر الاستثمار على اختلاف أشكاله من الركائز الأساسية التي تدفع عجلة التنمية الاقتصادية إلى الأمام، لاسيما وأن له دوراً فعالاً لا يمكن إغفاله في استخدام وإعادة توجيه الموارد المتاحة في المجتمع صوب المشاريع القائمة أو المزمع إقامتها بكفاءة عالية، وبالتالي المساهمة في رفع مستوى الأداء الاقتصادي الوطني في مختلف القطاعات، وكذلك ضمان تحقيق أعلى مستوى رفاه اجتماعي للمواطنين، والذي ينبغي أن يكون في الحاضر أفضل منه في الماضي، في المستقبل أفضل منه في الحاضر (الشواورة، 2008، ص42). وتتطوي عملية اتخاذ قرارات الاستثمار على القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة، وكمية الأموال المستثمرة في كل منها وتوقيت الاستثمار، كما وتشتمل عملية الاستثمار تحليلاً لطبيعة قرارات الاستثمار وتنظيماً للأنشطة التي تتضمنها عملية اتخاذ القرار (الحنوي وآخرون، 2012، ص21).

## 1. مفهوم الاستثمار:

يعرف الاستثمار بأنه عبارة عن تخصيص الأموال الفائضة في أدوات ومجالات استثمارية متنوعة، بهدف خلق انتاج جديد أو توسيع الإنتاج الحالي وزيادة تكوين رأس المال على مستوى الاقتصاد والمجتمع، أو لتحقيق لزيادة فعلية في الثروة (آل شبيب، 2009، ص18)، كما يُعرف بأنه التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاك حالي من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي أكبر (علوان، 2009، ص29). ويُعرف أيضاً بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الأموال التي تولى عنها، والنقص المتوقع في القوة الشرائية بتلك الأموال بفعل التضخم والمخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها (رمضان، 2007، ص13)، وكذلك يعرف بأنه التضحية عن إشباع رغبة استهلاكية حاضرة (وليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للمدخر)، وذلك آملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل (مطر، 2006، ص20). ويعرف بأنه الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية أو الإضافة إلى رأس المال (موسى وآخرون، 2012، ص18). ويعرف بأنه عبارة عن تضحية بقيم (مبالغ) حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل (عبد القادر، 2010، ص25). ويعرف بأنه تخصيص للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل (الحناوي وآخرون، 2012، ص18).

مما سبق يجدر القول بأن الاستثمار يعني تقديم مبلغ من المال في نشاط ما، بهدف جني عوائد مادية تتناسب ومقدار الخطر التي قد يترتب على ذلك الاستثمار.

## 2. أنواع الاستثمار:

توجد أنواع مختلفة للاستثمار، حيث يمكن أن تصنفها إلى الآتي:

أ. **الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي:** يشار إلى الاستثمار الحقيقي بأنه الاستثمار الذي

يهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع، أي هو الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة في

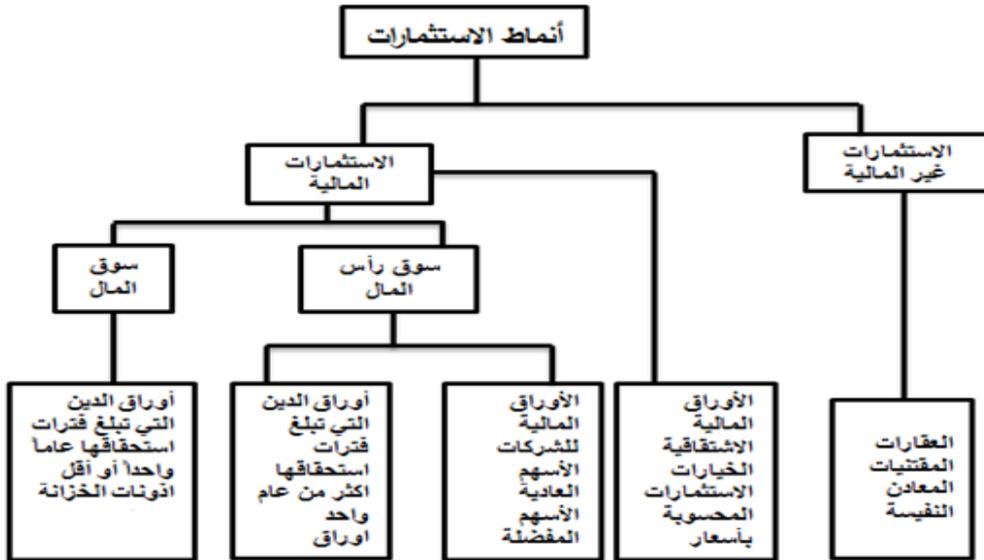
الدخل القومي الإجمالي. بينما الاستثمار المالي يعرف بأنه شراء وبيع أدوات الاستثمار مثل

الأسهم والسندات وشهادات الإيداع والتي تعرف بالأوراق المالية، وهذا الاستثمار يوصف بأنه

استثمار غير حقيقي لأنه لا يخلق طاقة إنتاجية جديدة، بل هو عبارة عن استملاك جزء من

طاقة قائمة أصلاً (موسى وآخرون، 2012، ص26).

### شكل رقم (6)



ب. **الاستثمار طويل الأجل وقصير الأجل:** الاستثمار طويل الأجل عادة ما تكون مدته أكثر من سنة، وقد تصل إلى عشرات السنين، في حين الاستثمار قصير الأجل هو ذلك الاستثمار الذي تكون مدته أقل من سنة (أيام أو أسابيع أو أشهر)، كما أن أساليب التحليل المتبعة بشأن القرار الاستثماري قصير الأجل تختلف عن تلك المتبعة بشأن القرار الاستثماري طويل الأجل، وذلك بسبب اختلاف الغرض من الاستثمار، فالاستثمارات قصيرة الأجل يغلب عليها طابع المضاربة والاستفادة من فروقات الأسعار، بينما في الاستثمارات طويلة الأجل يغلب عليها طابع الحصول على دخل مستمر، وكذلك أيضاً القيمة الزمنية للنقود غير ذات أهمية في تقييم قرارات الاستثمار قصيرة الأجل، بينما تصبح عنصراً حاسماً في تقييم قرارات الاستثمار طويلة الأجل (كداوي، 2008، ص14).

ج. **الاستثمار المستقل والاستثمار المحفز:** يعتبر الاستثمار المستقل هو الأساس في زيادة الدخل والنتاج القومي من قبل قطاع الأعمال أو القطاع الحكومي أو الاستثمار الأجنبي، في حين الاستثمار المحفز هو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل (العلاقة بينهما طردية) (علوان، 2009، ص36).

د. **الاستثمار الوطني والاستثمار الأجنبي:** الاستثمار الوطني هو الذي يقوم به أشخاص طبيعيين ومعنويون من داخل الدولة، بينما الاستثمار الأجنبي هو استثمار دولي يقوم به أشخاص طبيعيين ومعنويون (عرب أو أجانب) من دول أخرى (الشواورة، 2008، ص36).  
مما سبق يتبين وجود عدة تصنيفات، حيث يتم تصنيف كل نوع وفق الهدف المرجو منه، فتم تصنيف الاستثمار إلى حقيقي ومالي، وكذلك إلى طويل وقصير الأجل، وأيضاً إلى مستقل ومحفز، بالإضافة إلى وطني وأجنبي.

### 3. أهمية الاستثمار:

تتبع أهمية الاستثمار من خلال إيجاد فرص العمل والحد من نسبة البطالة، وتوفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمال الماهرة، وكذلك توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين، بالإضافة إلى زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة، والعمل على زيادة الإنتاج والإنتاجية، الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه، وأيضاً إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج، مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات (موسى وآخرون، 2012، ص20).

### 4. أهداف الاستثمار:

تختلف أهداف الاستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الاستثمار، حيث قد يكون الهدف من عملية الاستثمار، هو تحقيق النفع العام، كما هو عليه الحال بالنسبة للمشروعات العامة التي تقوم بها الدولة مثل إنشاء مستشفى أو جامعة حكومية أو خط سريع، وقد يكون الهدف من عملية الاستثمار تحقيق العائد أو الربح، كما هو الحال بالنسبة للمشروعات التي يقوم بها قطاع الأعمال (الوادي وآخرون، 2010، ص20)، ويمكن إجمال أهم أهداف عملية الاستثمار بما يلي (العيساوي، 2005، ص19-20):

أ. تحقيق عائد مناسب، حيث أن هدف أي مستثمر هو الحصول على عائد مناسب، يساعد على استمرارية المشروع.

ب. المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية، أي المحافظة على رأس المال الأصلي المستثمر في المشروع، ولضمان ذلك لا بد من اللجوء إلى أسلوب المفاضلة والتي تتضمنها دراسات الجدوى الاقتصادية وصولاً لاختيار البديل والفرصة الاستثمارية المناسبة.

ج. استمرارية الحصول على الدخل والعمل على زيادته.

د. ضمان السيولة اللازمة، لتغطية حالات الطوارئ والحالات غير المحسوبة التي قد تواجه

العملية الإنتاجية.

#### 5. العوامل المشجعة على الاستثمار:

يوجد العديد من العوامل التي تحفز وتشجع على الاستثمار، يُذكر منها (مطر، 2006،

ص20-21):

أ. توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى المواطنين لأنه بوجود مثل هذا الوعي يتولد

لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة على توظيف مدخراتهم.

ب. توفير المناخ القانوني والاجتماعي والسياسي المناسب للاستثمار، وذلك لتوفير حد أدنى من

الأمان، يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار.

ج. وجود سوق مالي كفؤ وفعال يوفر للمستثمرين تشكيلة متنوعة من فرص الاستثمار تهيئ لكل

منهم اختيار المجال المناسب من حيث الأداء والتكلفة والعائد والمخاطرة.

مما سبق يتضح أن وجود التوعية الاستثمارية وتوفر المناخ القانوني والسياسي والاجتماعي من

العناصر الضرورية والمهمة التي تسهم في زيادة وتيرة الاستثمار في المدخرات، وتعمل على

تفهم المدخرين لدرجة المخاطر المواقبة للنشاط الاستثماري.

#### ثانياً: البيئة الاستثمارية

تتألف البيئة الاستثمارية من الأطر السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتكنولوجية الواقعة خارج

نطاق السيطرة المباشرة للإدارة، وتمثل البيئة بشكل بسيط القيود المفروضة على الإدارة سواء

كانت هذه القيود خارجية مثل القيود السياسية والاقتصادية والاجتماعية أم كانت داخلية مثل

العلاقات بين العاملين والإدارة واللوائح والتعليمات التي تنظم العمل داخل المنظمة (الصريفي، 2002، ص26)

### 1. مفهوم البيئة الاستثمارية:

تعرف بأنها البيئة التي تتوفر فيها مستلزمات الاستثمار، والتي تتيح للمستثمرين فرصة إمكانية استثمار أموالهم في أفضل فرصة استثمارية، استناداً إلى الدراسات المالية والاقتصادية التي تجرى من قبل المتخصصين لهذه الفرص، وتتأثر البيئة الاستثمارية لدولة ما بما يحيط بها من الدول الإقليمية بما فيها من مقومات مشجعة للاستثمار أو عوامل مؤثرة بشكل سلبي على عملية الاستثمار عموماً، فإن ذلك يؤثر في البيئة الاستثمارية للدولة إذ لا يمكن أن تكون بعيدة عن التأثير بالمحيط الإقليمي ولاسيما توجد علاقات اقتصادية مع هذه الدول وكذلك فإن التأثير والتأثير يصبح متبادل ولكن الدولة الأقوى سياسياً واقتصادياً تكون مؤثرة في الطرف الآخر بشكل أكبر وقد يكون التأثير ايجابي أو سلبي، وبالتالي فإن القرارات السياسية وبالتالي الاقتصادية سيكون لها الأثر الواضح في تنمية الاستثمارات وبما ينعكس بشكل ايجابي على الاقتصاد الوطني (محمد، 2008، ص27).

بناءً على ما تقدم، يمكن القول بأن البيئة الاستثمارية تعد بمثابة الأرضية التي من خلالها يتمكن المستثمرين من اقتناص الفرص الاستثمارية التي تمكنهم من استغلال أموالهم المدخرة استغلالاً أمثل.

## 2. مكونات البيئة الاستثمارية:

تتألف بيئة الاستثمار من الأوراق المالية وأسواق الأوراق المالية ومؤسسات الوساطة المالية:

أ. **الأوراق المالية:** وتعرف بأنها التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً (الحناوي، 2000، ص5). وتعتبر من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحاضر، وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى، وتختلف فيما بينها من عدة زوايا، وذلك من حيث الحقوق التي ترتبها لحاملها، ومن حيث الدخل المتوقع منها، وكذلك من حيث درجة الأمان التي يتوفر لحاملها (مطر، 2006، ص80-81).

ب. **أسواق الأوراق المالية:** هي المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات أو مشتقات) وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية أو العكس (الشواورة، 2008، ص45). ويمكن أن يعرف بأنه عبارة عن ذلك السوق الذي يوفر آلية لخلق وتبادل الأصول المالية كأسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات وغيرها من الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالي، وبطبيعة الحال فإن الأصول المالية يمكن تداولها بعيداً عن السوق أو خارج هذا السوق عن طريق البيع أو الشراء فيما بين الأفراد والمؤسسات وبدون اللجوء إلى السوق المالي (الأنصاري وآخرون، 1999، ص115).

## ج. الوسطاء الماليون:

هي أحد تصنيفات المؤسسات المالية، وهي عبارة عن تلك الفئة التي تتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المصدرة لهذه الأوراق وتسمى الأوراق المالية الأولية، وفي نفس الوقت تباع هذه الأوراق في السوق الثانوي إلى المدخرين وتسمى بالأوراق المالية الثانوية (حنفي، قرياقص، 2000، ص11). ويلعب الوسطاء الماليون دوراً فاعلاً في السوق المالي، كما أن الوسطاء أنواع، منهم وسطاء الخدمة الكاملة الذين يقدمون مجموعة متنوعة من الخدمات وأهمها خدمة الاستشارات وتزويد المستثمرين بالمعلومات المتواترة عن الأوراق المالية واتجاهات السوق، ويقوم الوسطاء بإدارة حسابات العملاء، والنوع الآخر من الوسطاء هم وسطاء الخصم، وهو الوسيط الذي يقدم خدمات محدودة ويقوم بتنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية مقابل عمولة محددة، وتوسع دور وسطاء الخصم بعد التوسع في استخدام الانترنت في عمليات التداول (آل شبيب، 2012، ص137).

وبناءً على ما سبق يمكن القول بأن البيئة الاستثمارية تتكون من مزيج من المكونات الأساسية والضرورية لنجاح أي نشاط استثماري، ولكل مكون من المكونات مزايا تخدم المستثمر وتعزز النشاط الاستثماري.

## ثالثاً: الاتجاهات الحديثة للبيئة الاستثمارية

تتميز بيئة الاستثمار بالعديد من الخصائص التي تؤثر على قرار الاستثمار، ومنها:

1. **عدم التأكد في بيئة الاستثمار:** وهي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية، وهنا يعتمد اتخاذ القرار على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية (آل شبيب، 2009، ص36)، وفي ظل حالة هذه الحالة يقوم

المستثمر عادة بشراء الأصول المالية المختلفة متوقعاً تحقيق عوائد معينة في المستقبل، إلا أن هذه العوائد قد لا تتحقق بالمرّة لأنه في مجال الاستثمار هناك دائماً احتمال أن يكون العائد الفعلي على الأصول ذات الخطورة مختلفاً عن العائد المتوقع، ويعود ذلك إلى عدم دقة التوقعات نفسها (الحناوي وآخرون، 2012، ص28).

2. الاستثمار في أسواق المال العالمية: وتشتمل على جميع الفرص المتاحة في الاستثمار في الأسواق الأجنبية، بغض النظر عن أدوات الاستثمار المستخدمة، وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر (عبد القادر، 2010، ص26).

### 3. الاستثمار عبر الإنترنت:

مع توسع تكنولوجيا الإنترنت في الولايات المتحدة بالإضافة إلى صعوبة دخول مستثمرين جدد وارتفاع تكاليف تنفيذ العمليات عمدت كثير من شركات التبادل التجاري إلى المسارعة في إنشاء مواقع خاصة للاستثمار المباشر عن طريق الشبكة العالمية وفتح حسابات سريعة للمستثمرين، ويتم خلال هذه الحسابات فتح صفحات خاصة للاتصال بالسوق وتنفيذ عمليات البيع والشراء وكذلك صفحات لمراجعة رصيد المستثمر والتاريخ الفعلي للعمليات، وكذلك وفرت هذه الشركات لمشتركيها التحاليل اليومية والتوقعات المستقبلية للأسواق، مما زاد إقبال الأفراد بكافة طبقات المجتمع للدخول في هذه التعاملات التي كانت قبل دخول الإنترنت ليست بالأمر اليسير (الشعبي، الملاح، 2001، ص221)

#### 4. ظاهرة المستثمر المؤسسي:

تشمل أقسام الاستثمار في البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين، ويقع على رأس هذه المؤسسات فئة متميزة من مديري الاستثمار الذين يتمتعون بالكفاءة والخبرة، ويسيطر المستثمر المؤسسي على نسبة كبيرة من إجمالي الاستثمارات في الأوراق المالية، وعلى الرغم من عدم تجانس هذه المجموعة من المستثمرين إلا أن صناديق الاستثمار تمثل أهم عناصر هذه المجموعة من حيث دورها في مجال الاستثمار في الأصول المالية (الحناوي، 2012، ص31)

#### رابعاً: القرار الاستثماري:

يعتبر القرار الاستثماري من أهم قرارات الإدارة المالية، حيث تسعى لاستخدام أموالها الاستثمارية إما في خلق أصول مالية مثل النقد والاستثمارات قصيرة الأجل أو في خلق استثمارات عينية مثل المخزون السلعي، الآلات، المعدات، هذا يعني أن قرارات الاستثمار سوف تنحصر في اختيار نوع الموجودات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة المنشآت لتحقيق عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار (الحسنية، ب ت، ص3). ويقوم القرار الاستثماري على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين فأكثر، ويعتبر من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين هما: اعتماده كلياً على التنبؤات، ومراعاته لأن يكون الاستثمار الجديد متماشياً مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياساتها (بورديمة، 2015، ص362)

## 1. أنواع القرارات الاستثمارية:

يمكن تقسيم القرارات الاستثمارية إلى خمسة أنواع من القرارات كما يلي (الهندي، 2008، ص20):

- أ. قرارات تحديد أولويات الاستثمار: تتخذ تلك القرارات في حالة وجود أكثر من مشروع استثماري مقترح يتم المفاضلة بينهم وترتيبهم وفقاً لمعيار معين على أن يتم البدء بتنفيذ أفضل تلك المشروعات وتأجيل المشروعات الأخرى، ليتم تنفيذها لاحقاً حسب الترتيب.
- ب. قرارات قبول أو رفض الاستثمار: تتخذ تلك القرارات في حالة وجود مشروع استثماري واحد أو أكثر، بحيث يتم تقييم تلك المشروعات، وفقاً لمعيار أو أكثر، وبناءً عليه يتم قبول المشروعات التي تحقق المعيار المطلوب ورفض المشروعات التي لا تحقق ذلك المعيار.
- ج. قرارات الاستثمار المانعة تبادلياً: في هذا النوع توجد العديد من فرص الاستثمار، ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين، فإن ذلك لا يمكن المستثمر من اختيار نشاط آخر، فالنشاط يمنع تبادلياً النشاط الآخر.
- د. القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد: حيث يمكن أن تتخذ القرارات في ظروف التأكد التي تكاد تنعدم المخاطرة أو تقترب من الصفر ومن ثم تتم عملية اتخاذ القرار الاستثماري بسهولة وبساطة، وتكون لدى متخذ القرار معلومات كاملة ولديه دراية تامة بالمستقبل ونتائجه وهو وضع يكاد لا يحدث إلا قليلاً فيما يتعلق بالقرارات الاستثمارية، لأنها دائماً مصحوبة بدرجة معينة من المخاطر، ولذلك توجد القرارات التي تتم في درجة معينة من درجات المخاطرة هي فوق الصفر وتقترب من 100%، وهذه القرارات هي التي يتم في إطارها اتخاذ معظم القرارات الاستثمارية في الواقع العملي، وكذلك هناك القرارات الاستثمارية

التي تتم في حالة عدم التأكد، وهي الحالات التي تكون درجة المخاطرة فيها تقترب بقوة من 100%، وهي قرارات قل أن تحدث في مجال الاستثمار وتحتاج إلى خبرة عالية في إجراء دراسات الجدوى في مجال الاستثمار.

هـ. القرارات الاستثمارية التي تعتمد على التحليل الوصفي والتحليل الكمي: يمكن أن يوجد قرارات استثمارية تعتمد على التحليل الوصفي فقط، وهي قليلة الحدوث في عالم اليوم، كما أن هناك قرارات تعتمد على التحليل الكمي فقط، وهي أيضاً ليست بالكثيرة الحدوث، ولكن يغلب في الواقع العملي وجود قرارات استثمارية يغلب عليها الأخذ بالتحليل الوصفي والكمي معاً (عبد الحميد، 2000، ص 45).

## 2. المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية:

أ. اختيار استراتيجية الاستثمار الملائمة: يعتمد اختيار استراتيجية الاستثمار الملائمة على مؤهلات ومجالات التميز التي يبدع بها المستثمر، وإمكانية تطويرها وطبيعة البيئة المحيطة وسياسة السوق وإمكانية بناء الميزة التنافسية، وأولى مراحل هذه الاستراتيجية تكون في بناء الحصة في السوق من خلال تطوير الميزة التنافسية الحالية وخلق مزايا للتنافس المتميز واتباع استراتيجية الربح في ظل ثبات قوى التنافس في السوق من أجل زيادة العوائد المالية، ويمكن تقسيم مراحل بناء الاستراتيجية الاستثمارية إلى مرحلة بناء الحصة، وزيادتها، ثم مرحلة التمركز في السوق ومرحلة النضوج في اختيار الاستثمارات المناسبة ومرحلة التمسك والاحتفاظ أو تحقيق الربح (آل شبيب، 2009، ص 39-40).

ب. الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار: يُفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين، الأول أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار، والذي يقوم عادة على خطوات محددة أهمها تحديد الهدف الأساسي للاستثمار، وتجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، بالإضافة إلى تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار، أما الأمر الثاني أن يراعي متخذ القرار الاستثماري بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذه (مطر، 2006، ص 39-40).

ج. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة: يربط المستثمر قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية، ولهذا على المستثمر قبل أن يتخذ قراره الاستثماري أن يعرف مقدماً كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، أي عليه أن يتنبأ بكل من العائد ودرجة احتمال تحقق هذا العائد (كداوي، 2008، ص 19-20).

بناءً على ما سبق يتضح أن بلورة قرار الاستثمار يعتمد بشكل كبير على تحديد استراتيجية الاستثمار المناسبة والتي بدورها تحتاج إلى تطوير، كما لا بد من الارتكاز على الأسس والمبادئ العلمية، وكذلك الأخذ في الحسبان طبيعة العلاقة ما بين العائد والمخاطرة.

### 3. المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار

هناك مجموعة من المبادئ العامة التي يجب على المستثمر أن يقوم بمراعاتها عندما يريد أن يتخذ قراراً استثمارياً باختيار أحد البدائل المتاحة، ومن هذه المبادئ ما يلي:

أ. مبدأ الاختيار: المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض

هذا المبدأ على المستثمر الذي ليست لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الحاليين ممن لديهم خبرة في هذا المجال.

ب. مبدأ المقارنة: أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الفني أو الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة (مطر وآخرون، 2012، ص22).

ج. مبدأ الملاءمة: يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله، وكذلك حالته الاجتماعية، ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار، والتي يكشفها التحليل الجوهري أو الأساسي وهي معدل العائد على الاستثمار، ودرجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار، وكذلك مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

د. مبدأ التنوع: يلجأ المستثمرون إلى تنوع استثماراتهم للحد من مخاطر الاستثمار. (رمضان، 2007، ص29).

#### 4. خصائص القرار الاستثماري:

يمر القرار الاستثماري الرشيد بعدد من الخصائص أهمها (عبد الحميد، 2000، ص39):

أ. أنه قرار غير متكرر، حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة.

ب. إن القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل.

ج. إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة مستغرقة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.

د. يحيط بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها.

هـ. يمتد القرار الاستثماري دائماً إلى أنشطة مستقبلية، وبالتالي يرتبط غالباً بدرجة معينة من المخاطرة.

يتبين مما سبق أن قرار الاستثمار يستند على العديد من الخصائص، في مجملها تحمل طابع النظرة إلى المستقبل، كما وتكتنفه المخاطرة في ظروف عدم التأكد وتغيير قيمة النقود.

## الفصل الرابع

### الدراسة التطبيقية

- مقدمة عن الأسواق المالية
- نبذة عن بورصة فلسطين
- مجتمع الدراسة
- عينة الدراسة
- مصادر البيانات
- منهج التحليل البيانات
- خطوات إجراء الدراسة
- قياس المتغيرات
- نتائج التحليل واختبار الفرضيات

## 1. مقدمة

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في دفع عجلة النمو الاقتصادي، وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه، كما تعد من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، كونها ضرورية لجمع الأموال وحشد الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين (آل شبيب، 2012، ص34-35). وبذلك فإن وظيفة الأسواق المالية في أي اقتصاد هي ربط الوحدات الاقتصادية التي تملك أو تولد الأموال والنقود بالوحدات الاقتصادية التي تحتاج لمثل هذه الأموال والنقود، أي أن يتم الربط بين الوحدات الاقتصادية التي يتاح لها فائض من الأموال والنقود بالوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال والنقود عن حاجتها لمثل هذه الأموال والنقود (خلف، 2006، ص9).

## 2. نبذة عن بورصة فلسطين:

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997. وفي مطلع شباط من عام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق هويتها المؤسساتية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها. وتعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004، وتوسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن. في العام 2009، وضمن تصنيف لأسواق

المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ(33) عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية. وبلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 49 شركة كما بتاريخ 2016/01/31 بقيمة سوقية تجاوزت 3,330 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات. وتهدف بورصة فلسطين إلى تحقيق الأهداف الرئيسية التالية (موقع بورصة فلسطين، 2016):

- توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والإقليمية والدولية.
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

### 3. مجتمع الدراسة

يتألف مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، والتي يتم تداول أسهمها خلال الفترة الواقعة بين (2010/1/1 وحتى 2014/12/31)، والموزعة على خمسة قطاعات مختلفة، وهي (الصناعة، البنوك، التأمين، الاستثمار، والخدمات). والجدول رقم (1) يوضح توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاعات خلال فترة الدراسة.

### جدول رقم (1)

توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاعات خلال فترة سنوات الدراسة.

الرقم	اسم القطاع	2010	2011	2012	2013	2014
1.	البنوك	7	8	9	9	9
2.	التأمين	5	7	7	7	7
3.	الصناعة	9	11	11	12	12
4.	الخدمات	11	12	13	13	13
5.	استثمار	8	8	8	8	8
	الإجمالي	40	46	48	49	49

(<http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>)

### 4. عينة الدراسة

تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- أن تكون الشركة مدرجة في بورصة فلسطين وأن يتم تداول أسهما خلال الفترة الواقعة بين (2010/1/1 وحتى 2014/12/31).

- عدم إيقاف تداولها مطلقاً خلال الفترة محل الدراسة.

- إمكانية توفر البيانات والمعلومات اللازمة لإجراء للدراسة.

وبناءً على ذلك، فإن عدد الشركات عينة الدراسة (27) شركة.

والجدول رقم (2) يوضح تصنيف حجم العينة حسب القطاعات التي تنتمي لها.

### جدول رقم (2)

يوضح توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات

اسم القطاع	البنوك	التأمين	الاستثمار	الخدمات	الصناعة	الإجمالي
عدد الشركات	6	3	6	3	9	27
النسبة	%22	%11	%22	%11	%34	%100

## 5. مصادر البيانات.

تم الحصول على بيانات الشركات المدرجة في بورصة فلسطين من خلال:

- التقارير السنوية المنشورة لها.
- الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين.
- الكتب والمجلات والأبحاث ذات العلاقة.

## 6. منهج تحليل البيانات

اعتمدت الدراسة على برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) لإجراء الاختبارات الإحصائية

التحليلية الآتية:

1. المتوسط الحسابي: للتعرف على عائد المحافظ الاستثمارية.
2. الانحراف المعياري: لقياس المخاطر الكلية للأسهم.
3. تحليل التباين الأحادي: للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ.
4. اختبار شيفيه: للتعرف على مصدر الفروق بين المتغيرات.

## 7. خطوات إجراء الدراسة

تم حساب المتغيرات والبيانات اللازمة لإجراء الدراسة كما يلي:

أ. يتم حساب قيمة كل متغير من متغيرات الدراسة، وهي (القيمة الدفترية، العائد على إجمالي الأصول، وأسعار الأسهم السوقية، والمخاطرة الكلية المقاسة بالانحراف المعياري)، وفي ضوء ذلك يتم تشكيل محفظتي الاستثمار إحداهما تسمى المحفظة المرتفعة القيمة، وتضم خمس شركات ذات القيمة المرتفعة للمتغير الأول، والأخرى تسمى المحفظة المنخفضة

القيمة، وتضم خمس شركات ذات القيمة المنخفضة لنفس المتغير، ولكل سنة مالية على حده، وهكذا بالنسبة لباقي المتغيرات.

ب. يتم الحصول على الأسعار السوقية، لأسهم الشركات المكونة لكل محفظة، لغرض احتساب العائد الشهري لكل سهم، ثم العائد الشهري للمحفظة ككل.

ج. يتم اعتبار بيانات عام 2010 كأساس لبناء المحافظ الاستثمارية (المرتفعة والمنخفضة)، وبالتالي يكون عام 2011 هو سنة الاستثمار الأولى وسنة الأساس للعام الذي يليه وهكذا. والجدول التالي يوضح سنوات الأساس لبناء المحافظ وسنوات الاستثمار التي يتم حساب العائد الشهري لكل محفظة منها.

### جدول رقم (3)

يوضح سنوات الأساس وسنوات الاستثمار

السنة	البيان
2010	سنة الأساس الأولى
2011	سنة الاستثمار الأولى، وسنة الأساس الثانية
2012	سنة الاستثمار الثانية، وسنة الأساس الثالثة
2013	سنة الاستثمار الثالثة، وسنة الأساس الرابعة
2014	سنة الاستثمار الرابعة

سنوات الأساس يتم من خلال بياناتها بناء المحافظ الاستثمارية، أما سنوات الاستثمار يتم من خلالها حساب عائد المحافظ التي تم بنائها وفقاً لسنة الأساس.

د. تم تحليل بيانات الدراسة من خلال أسلوبين وهما:

- الأسلوب المالي: وهو التعرف على مقدار العائد المتحقق من وراء كل محفظة، ووفقاً لهذا الأسلوب يتم تفضيل المحافظ التي تحقق عائدات أكبر بغض النظر عن حجم الفروق، ويتمثل ذلك من خلال نتائج مقارنة قيمة العائد المتحقق من تشكيل تلك المحافظ والمتمثلة في متغيرات الدراسة ومحفظة السوق.

- الأسلوب الإحصائي ويتم بموجبه التعرف على أهمية الفروق إحصائياً، إن كانت ذات دلالة إحصائية أم لا.

### 8. قياس متغيرات الدراسة

يتم قياس متغيرات الدراسة وفقاً لما يلي:

- القيمة الدفترية = إجمالي حقوق الملكية / عدد الأسهم
- معدل العائد على إجمالي الأصول = صافي الدخل / إجمالي الأصول.
- الانحراف المعياري، ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$SD = \frac{\sqrt{\sum(x - y)^2}}{n}$$

حيث أن:

$y$  = المتوسط الحسابي لعائد السهم خلال الفترة.

$x$  = العائد الشهري للسهم

$n$  = عدد القيم (12 شهر).

- أسعار الأسهم السوقية: وهي القيمة السوقية للأسهم في نهاية كل عام والمتوفرة على موقع بورصة فلسطين.

- عائد المحفظة: يحسب من خلال المعادلة التالية:

$$R_p = R_{t1} \times E_{i1} + R_{t2} \times E_{i2} + \dots + R_{tn} \times E_{in}$$

حيث أن:

$R_p$  = عائد المحفظة

$R_{t1}, R_{t2}, \dots, R_{t5}$  = عائد السهم الأول وعائد السهم الثاني حتى عائد السهم الخامس في كل فترة

استثمارية الداخل في المحفظة، ويحسب من خلال متوسط عائد السهم خلال الفترة الاستثمارية.

$E_{t1}, E_{t2}$  = نسبة الاستثمار في السهم الأول والثاني.

$n$  = عدد الأسهم الداخلة في المحفظة.

ويمكن حساب عائد المحفظة من خلال متوسط عائدات الأسهم الداخلة في المحفظة خلال الفترة.

• عائد السهم: ويحسب من خلال المعادلة التالية:

$$R_i = \frac{P_{t+1} - P_{t-1} + D}{P_{t-1}}$$

حيث أن:

$R_i$  = عائد السهم

$P_{t+1}$  = سعر السهم في نهاية المدة.

$P_{t-1}$  = سعر السهم في بداية المدة.

$D$  = التوزيعات النقدية والمجانية للأسهم.

### التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

تم إدخال البيانات المالية للشركات موضوع العينة للمحافظ الاستثمارية خلال فترة الدراسة

لغرض إجراء التحليل باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS، باستخدام الأساليب

الإحصائية التالية:

- المتوسط الحسابي، لاحتساب متوسط العائد للشركات وللمحافظ خلال كل فترة من فترات الدراسة.

- إجراء تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA)، وذلك للتعرف على الفروق في متوسط العائد بين جميع المحافظ.

- اختبار شيفيه (scheffe)، للتعرف على مصدر الفروق بين المتغيرات.

أولاً: الأسلوب المالي في تحليل بيانات الدراسة

ووفقاً لما سبق إيضاحه فيما يلي نتائج تحليل المحافظ المرتفعة والمنخفضة التي تم تشكيلها وفق كل متغير من متغيرات الدراسة.

#### جدول رقم (4)

قيمة العائد المتحقق من تشكيل المحافظ الاستثمارية وفقاً لمتغيرات الدراسة ومحفظة السوق

الرقم	نوع المحفظة	المرتفعة	المنخفضة
1	القيمة الدفترية	0.0017	-0.0061
2	معدل العائد على إجمالي الأصول	0.0094	-0.009
3	المخاطر الكلية المقاسة بالانحراف المعياري	-0.0044	-0.0025
4	أسعار الأسهم السوقية	0.0029	0.0011
5	محفظة السوق	0.0008	
	*متوسط العائد المتحقق من محافظ المرتفعة للمعلومات المحاسبية	0.00555	
	**متوسط العائد المتحقق من محافظ المرتفعة للمعلومات غير محاسبية	-0.00075	

\* تم حساب المتوسط من خلال جمع عائدات المحافظ المرتفعة للمعلومات المحاسبية والمتمثلة في (القيمة الدفترية والعائد على إجمالي الأصول).

\*\* تم حساب المتوسط من خلال جمع عائدات المحافظ المرتفعة للمعلومات غير المحاسبية والمتمثلة في (أسعار الأسهم السوقية والانحراف المعياري).

يتبين من الجدول السابق ما يلي:

1. بلغ معدل العائد على إجمالي الأصول للمحفظة المرتفعة المبنية على أساس معدل العائد على إجمالي الأصول (0.0094) وهي أعلى من عائد محفظة السوق، وكذلك أعلى من المحافظ المبنية على أساس المعلومات الأخرى (أسعار الأسهم، القيمة الدفترية، الانحراف المعياري)، حيث كان مستوى العائد المحقق لتلك المحافظ (0.0029، 0.0017، -0.0044)، على التوالي، الأمر الذي يشير إلى وجود فروق كبيرة مقارنة مع محفظة العائد على إجمالي الأصول.
  2. حققت المحافظ الاستثمارية المرتفعة عوائد أعلى من عائد محفظة السوق باستثناء محفظة الانحراف المعياري، فقد حققت خسائر استثمارية.
  3. حققت المحافظ الاستثمارية المنخفضة خسائر باستثناء محفظة أسعار الأسهم السوقية، فقد حققت عائداً موجباً، وأكبر من عائد محفظة السوق.
  4. حققت كل من المحفظة الاستثمارية (المرتفعة والمنخفضة) المبنية على أساس الانحراف المعياري خسائر استثمارية.
  5. أظهر متوسط العائد المتحقق من المحافظ المرتفعة المبنية على أساس المعلومات المحاسبية عائداً أكبر من متوسط المحافظ المرتفعة المبنية على أساس المعلومات غير المحاسبية، كما كانت أكبر من محفظة السوق.
- مما سبق يتبين أن المعلومات المحاسبية والمتمثلة بمعدل العائد على إجمالي الأصول وكذلك القيمة الدفترية تعتبر ذات دور مهم في بناء محافظ استثمارية كفؤة، وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية كانت أفضل من المعلومات غير المحاسبية لاتخاذ القرار الاستثماري، فضلاً على أنها كانت أفضل من أداء محفظة السوق.

## ثانياً: اختبار فرضيات الدراسة (الإسلوب الإحصائي)

يتبين من التحليل المالي السابق أن عائد المحافظة المكون على أساس المعلومات المحاسبية كان أفضل من عائد المحافظ المكونة على أساس المعلومات غير المالية من الناحية المالية والمحاسبية، ويأتي التحليل الإحصائي للتعرف على الفروق بين عائدات تلك المحافظ كما يلي:

1. اختبار الفرضية الأولى:

تنص الفرضية على ما يلي: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لكل من محفظة القيمة الدفترية المرتفعة ومحفظة القيمة الدفترية المنخفضة ومحفظة السوق.

لاختبار هذه الفرضية تم إدخال بيانات كل من العائد الشهري لأسهم المحفظة المرتفعة وأسهم المحفظة المنخفضة وأسهم السوق التي تم الحصول عليها من البيانات المالية المنشورة للشركات المكونة للمحافظ، وتم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA) للتعرف على فروق العوائد المذكورة، وكانت النتائج حسب الجدول التالي.

### جدول رقم (5)

نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة القيمة الدفترية المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق

مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة Sig
بين المجموعات	0.002	2	0.001	1.11	0.332
داخل المجموعات	0.11	141	0.001		
الإجمالي	0.112	143			

قيمة f الجدولية عند درجات حرية (2، 141) عند مستوى دلالة 0.05 = 3

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة للفروق بين عائدات كل من محفظة القيمة الدفترية المرتفعة، والمنخفضة، ومحفظة السوق قد بلغ (0.332) وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05 (قيمة f المحسوبة أقل من f الجدولية)، مما يشير إلى عدم وجود فروق

بين تلك المحافظ، وعليه يتم قبول الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لكل من محفظة القيمة الدفترية المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق". وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة (الصعيدى، 2011) التي توصلت إلى أن عائد المحافظ المبنية على أساس القيمة الدفترية المرتفعة كان أكبر من عائد المحافظ المبنية على أساس القيمة الدفترية المنخفضة.

ويرى الباحث أن هذه النتيجة تعود إلى اختلاف وجهات نظر المستثمرين حول أسعار الأسهم الدفترية عند شرائها أول مرة، حيث لا يقوم بعضهم بمتابعة التغيرات التي تطرأ على قيمتها بعد ذلك ومقارنتها بعائد السوق، كما أن التغيرات التي تحدث في القيمة الدفترية لتلك الأسهم في ظل الظروف الطبيعية تكون ناتجة في الغالب عن أداء الشركات من ربح وخسارة، وبالتالي فمن المتوقع أن يلجأ المستثمرين إلى تقييم وضع استثماراتهم وفقاً لربح وخسارة تلك الشركات.

## 2. اختبار الفرضية الثانية:

تنص الفرضية على ما يلي: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لكل من محفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمحفظة المنخفضة ومحفظة السوق".

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA) للتعرف على الفروق بين عائدات محفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق وكانت النتائج حسب الجدول التالي.

### جدول رقم (6)

نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة و محفظة السوق

مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة Sig
بين المجموعات	0.008	2	0.004	4.105	0.018
داخل المجموعات	0.139	141	0.001		
الإجمالي	0.147	143			

قيمة f الجدولية عند درجات حرية (2، 141) عند مستوى دلالة 0.05 = 3

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة للفروق بين عائدات محفظة كل من معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة و محفظة السوق قد بلغ (0.018)، وهو أقل من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05 (قيمة f المحسوبة أكبر من f الجدولية)، مما يشير إلى وجود فروق بين تلك المحافظ. بناءً على ذلك يتم رفض الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (α=0.05) بين متوسط العائد الشهري لمحفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق".

وللتعرف على مصدر الفروق تم استخدام الاختبار البعدي شيفيه (Scheffe)، والنتائج موضحة في الجدول رقم (7)، حيث يتبين أن الفروق كانت بين محفظة معدل العائد على الأصول المرتفعة وبين محفظة معدل العائد على الأصول المنخفضة لصالح محفظة معدل العائد على الأصول المرتفعة.

ويرى الباحث أن تلك النتيجة ترجع إلى حقيقة أن الهدف الرئيسي للاستثمار هو تحقيق الأرباح، وبالتالي فإن المستثمر في بورصة فلسطين يبني قراره الاستثماري عند بيع وشراء الأسهم وفقاً للعائد المتوقع على الأصول المستثمرة، وتتعارض هذه النتيجة مع دراسة (بلفيطح، وآخرون،

2012) التي توصلت إلى أن الأداء الاستثماري للمحافظ المبنية على أساس استراتيجية Dow

10 المستندة إلى الربحية العالية للسهم فشلت في تحقيق عائد أعلى من عائد السوق.

### جدول رقم (7)

نتائج اختبار شيفيه (Scheffe) للفروق بين العائد على

إجمالي الأصول المرتفعة والمنخفضة ومحفظه السوق

المحافظ (I)	المحافظ (J)	متوسط الفروق	مستوى الدلالة
مرتفعة	منخفضة	.01835(*)	0.019
	السوقية	0.00863	0.407
منخفضة	مرتفعة	-.01835(*)	0.019
	السوقية	-0.00973	0.319
السوقية	مرتفعة	-0.00863	0.407
	منخفضة	0.00973	0.319

### 3. اختبار الفرضية الثالثة:

تنص الفرضية على ما يلي: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظه أسعار الأسهم السوقية المرتفعة والمحفظه المنخفضة ومحفظه السوق".

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA)

للتعرف على الفروق بين عائدات محفظه أسعار الأسهم السوقية المرتفعة والمحفظه المنخفضة

ومحفظه السوق والنتائج موضحة في الجدول التالي.

جدول رقم (8)

نتائج تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظة أسعار

الأسهم السوقية المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق

مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة Sig
بين المجموعات	0.000128	2	0.000064	0.058	0.943
داخل المجموعات	0.157	141	0.0011		
الإجمالي	0.157	143			

قيمة f الجدولية عند درجات حرية ( 2، 141 ) عند مستوى دلالة 0.05 = 3

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة للفروق بين عائدات محفظة أسعار الأسهم السوقية المرتفعة والمحفظة المنخفضة ومحفظة السوق قد بلغت (0.943)، وهي أكبر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05 (قيمة f المحسوبة أقل من f الجدولية)، مما يشير لعدم وجود فروق بين تلك المحافظ، بناءً على ما سبق يتم قبول الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظة أسعار الأسهم السوقية المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق".

ويرى الباحث أن هذه النتيجة ترجع إلى أن المستثمر يهتم بعائد السهم السوقي بغض النظر عن حجم الشركة المستثمر فيها عند اتخاذ قراره الاستثماري، كما يمكن القول بأن المستثمر في بورصة فلسطين لا يبني استراتيجية استثماره وفقاً للمعلومات غير المحاسبية، وتتفق تلك النتيجة مع نتيجة دراسة (Michailidis, et, al, 2007) التي توصلت لعدم وجود علاقة بين القيمة السوقية وعائدات الأسهم، وتتعارض مع دراسة (Fama, French, 1992) التي توصلت لوجود فروق في عائدات الأسهم تعزى للقيمة السوقية للأسهم لصالح الشركات الصغيرة.

#### 4. اختبار الفرضية الرابعة:

تنص الفرضية على ما يلي: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظه المخاطرة الكلية المرتفعة والمحفظه المنخفضة (الانحراف المعياري) ومحفظه السوق".

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA) للتعرف على الفروق بين عائدات محفظه المخاطر الكلية (الانحراف المعياري) المرتفعة والمحفظه المنخفضة ومحفظه السوق والنتائج موضحة في الجدول التالي.

#### جدول رقم (9)

نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للفروق بين عائدات محفظه

الانحراف المعياري المرتفعة والمنخفضة ومحفظه السوق

مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة Sig
بين المجموعات	0.00064	2	0.00032	0.267	0.766
داخل المجموعات	0.17	141	0.0012		
الإجمالي	0.171	143			

قيمة f الجدولية عند درجات حرية (2، 141) عند مستوى دلالة  $0.05 = 3$

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة للفروق بين عائدات محفظه الانحراف المعياري المرتفعة والمحفظه المنخفضة ومحفظه السوق قد بلغ (0.766) وهو أكبر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05 (قيمة f المحسوبة أقل من f الجدولية)، مما يشير لعدم وجود فروق بين تلك المحافظ، وعليه يتم قبول الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري لمحفظه الانحراف المعياري المرتفعة والمحفظه المنخفضة ومحفظه السوق".

ويرى الباحث أن هذه النتيجة تعتبر مؤشراً على أن المستثمر في بورصة فلسطين لا يبني استراتيجية استثماره وفقاً للمعلومات غير محاسبية، وتتفق مع دراسة ( Michailidis, et, al, ) (2007) التي توصلت لعدم وجود علاقة ما بين معامل بيتا كمقياس للمخاطرة وبين عائدات الأسهم.

##### 5. اختبار الفرضية الخامسة:

تنص الفرضية على ما يلي: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري للمحافظ المرتفعة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).  
لاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA) للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ المرتفعة والنتائج موضحة في الجدول التالي:

##### جدول رقم (10)

يوضح نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ المرتفعة

مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة Sig
بين المجموعات	0.005	3	0.002	1.568	0.199
داخل المجموعات	0.183	188	0.001		
الإجمالي	0.187	191			

قيمة f الجدولية عند درجات حرية ( 2، 141 ) عند مستوى دلالة 0.05 = 3

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة للفروق بين عائدات المحافظ المرتفعة قد بلغت (0.199)، وهي أكبر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05 (قيمة f المحسوبة أقل f من الجدولية)، مما يشير لعدم وجود فروق بين تلك المحافظ، وعليه يتم قبول الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد

الشهري للمحافظ المرتفعة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).

ويرى الباحث أن تلك النتيجة ترجع إلى أن قيمة الفروق بين عائدات المحافظ ليست كبيرة لدرجة أن تكون ذات دلالة إحصائية، لكنها دالة مالياً وتؤثر في اتخاذ قرار الاستثمار، كما هو موضح في نتائج السؤال الأول، وتتعارض تلك النتيجة مع دراسة (محمد، حسن، 2010) التي توصلت إلى أن المحافظ التي تم تشكيلها على أساس معدل العائد على الأصول حققت عائدات أكبر من عائدات محفظة الانحراف المعياري.

#### 6. اختبار الفرضية السادسة:

تنص الفرضية على ما يلي: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري للمحافظ المنخفضة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way ANOVA) للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ المنخفضة والنتائج موضحة في الجدول التالي.

#### جدول رقم (11)

يوضح نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي للتعرف على الفروق بين عائدات المحافظ المنخفضة

مصدر التباين	مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى الدلالة Sig
بين المجموعات	0.003	3	0.001	0.908	0.438
داخل المجموعات	0.19	188	0.001		
الإجمالي	0.193	191			

قيمة f الجدولية عند درجات حرية ( 2، 141 ) عند مستوى دلالة 0.05 = 3

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة للفروق بين عائدات المحافظ المنخفضة قد بلغت (0.438) وهي أكبر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو 0.05 (قيمة f المحسوبة أقل f

من الجدولية)، مما يشير إلى عدم وجود فروق بين تلك المحافظ، وعليه يتم قبول الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ( $\alpha=0.05$ ) بين متوسط العائد الشهري للمحافظ المنخفضة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).

حول ما سبق يتبين أن قيمة الفروق بين عائدات المحافظ ليست ذات دلالة إحصائية، ولكنها دالة مالياً وفقاً لنتائج الأسلوب المالي، وبالتالي فإنه يستدعي الأخذ بعين الاعتبار تلك النتيجة عند اتخاذ القرار الاستثماري.

## الفصل الرابع

### النتائج والتوصيات

## أولاً: نتائج الدراسة

في ضوء التحليلات النظرية والعملية الواردة في الدراسة، فيما يلي النتائج التي أسفرت عنها:

1. أن محافظ الاستثمار المرتفعة القيمة المبنية على أساس معدل العائد على إجمالي الأصول تستطيع تحقيق عائدات أفضل من عائدات كل من محفظة السوق ومحافظ الاستثمار المرتفعة المبنية على أساس القيمة الدفترية وأسعار الأسهم والانحراف المعياري.
2. يتبين أن المعلومات المحاسبية التي تعتمد على معدل العائد على إجمالي الأصول والقيمة الدفترية لها دور مهم في بناء المحافظ الاستثمارية الكفؤة، حيث أن الاعتماد عليها كمؤشر للاستثمار في السوق كان أفضل من أداء كل من محفظة السوق والمحافظ المبنية على أساس المعلومات غير محاسبية.
3. يتبين أن متوسط العائد الشهري لمحفظة معدل العائد على إجمالي الأصول المرتفعة تفوق على متوسط العائد الشهري لكل من محفظتي السوق ومعدل العائد على إجمالي الأصول المنخفضة.
4. تبين عدم وجود فروق بين متوسط العائد الشهري لمحفظتي القيمة الدفترية وأسعار الأسهم السوقية ومحفظة السوق.
5. تبين عدم وجود فروق بين متوسط العائد الشهري لمحفظة الانحراف المعياري المرتفعة والمنخفضة ومحفظة السوق.
6. تبين عدم وجود فروق بين متوسط العائد الشهري للمحافظ المنخفضة تعزى لنوع المحفظة (القيمة الدفترية، العائد على الأصول، السعر السوقي، الانحراف المعياري).

## ثانياً: التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة فيما يلي أهم التوصيات:

1. توجيه المستثمرين في بورصة فلسطين إلى أهمية ودور التحليل المالي عند رغبتهم في تكوين محافظهم الاستثمارية، وذلك على أساس المعلومات المحاسبية، وخاصة معدل العائد على إجمالي الأصول.
2. ضرورة الاعتماد على المعلومات المحاسبية بشكل أكبر من المعلومات غير المحاسبية، كمصدر معلومات أساسي عند اتخاذ قرار الاستثمار في بورصة فلسطين.
3. ضرورة قيام بورصة فلسطين بتشجيع المتخصصين في التحليل المالي بالتركيز على توفير المعلومات المحاسبية اللازمة للمستثمرين ومساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة.
4. ضرورة إلزام الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بتضمين تقاريرها المالية المنشورة معلومات حول الأرباح السنوية المتوقعة للعام القادم، وذلك لمساعدة المستثمرين في التنبؤ واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.
5. ضرورة توعية المستثمرين بطرق وأساليب بناء وتشكيل المحافظ الاستثمارية من خلال عقد الندوات والمؤتمرات المهنية والعلمية المتخصصة.
6. إجراء دراسة حول دور المعلومات المحاسبية الأخرى (متغيرات أخرى) في بناء محافظ استثمارية مثل نسبة السيولة، ونسبة الديون، نسبة الربحية.
7. إجراء دراسة تتعلق بأهم العوامل المؤثرة على عائدات الأسهم في بورصة فلسطين من وجهة نظر المستثمرين.
8. إجراء دراسة تتعلق ببناء نموذج محاسبي قادر على التنبؤ بعائدات الأسهم.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

1. أحمد، فتحي إبراهيم. (2007). *مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية*. ط<sup>1</sup>. دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط.
2. آل آدم، يوحنا عبد، واللوزي، سليمان. (2005). *دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم كفاءة أداء المنظمات*. ط<sup>2</sup>. عمان، الاردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
3. آل شبيب، دريد كامل. (2009). *الاستثمار والتحليل الاستثماري*. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
4. آل شبيب، دريد كامل. (2009). *مبادئ الإدارة المالية*. عمان، الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
5. آل شبيب، دريد كامل. (2009). *مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة*. ط<sup>2</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
6. آل شبيب، دريد كامل. (2010). *إدارة المحافظ الاستثمارية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
7. آل شبيب، دريد كامل. (2012). *الأسواق المالية والنقدية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
8. الأنصاري، أسامة عبد الخالق، والجزيري، خيرى علي، وأبو ناعم، عبد الحميد مصطفى. (1999). *أساسيات التمويل*.
9. الحاج، علي توفيق، والخطيب، عامر علي. (2012). *إدارة البورصات المالية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
10. الحجاوي، طلال محمد، ونعوم، ريان يوسف، وجعفر، محمد علي، والشمري، مشتاق طالب. (2009). *أساسيات المعرفة المحاسبية*. عمان، الأردن: دار اليازوري للنشر والتوزيع.

11. الحجاوي، طلال، ونعوم، ريان. (2007). المحاسبة المالية 1: مناهج الجامعات العالمية: المحاسبة لغة عالمية. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: جهيئة للنشر والتوزيع.
12. الحسنية، أمجد. (د.ت). صنع القرار المالي. كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
13. الحمدوني، إلياس خضير. (2011). تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 310-334.
14. الحميد، عبد الرحمن بن إبراهيم. (2009). نظرية المحاسبة. الرياض.
15. الحناوي، محمد صالح. (1997). أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ط<sup>2</sup>. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
16. الحناوي، محمد صالح. (2000). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. ط<sup>1</sup>. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.
17. الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم. (2007). الادارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
18. الحناوي، محمد صالح، ومصطفى، نهال فريد، والشهاوي، طارق مصطفى. (2012). مبادئ وأساسيات الاستثمار. ط<sup>1</sup>. الاسكندرية، مصر: دار التعليم الجامعي.
19. الداغر، محمود محمد. (2007). الأسواق المالية مؤسسات - أوراق - بورصات. رام الله، فلسطين: دار الشروق للنشر والتوزيع.
20. الدليمي، خليل، والساكني، عبد الرزاق، وفخر، نواف. (2005). مبادئ المحاسبة المالية. عمان، الأردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
21. الدهراوي، كمال الدين مصطفى. (2008). مبادئ المحاسبة المالية. ط<sup>1</sup>. الإسكندرية، الأردن: المكتب الجامعي الحديث.
22. الدهراوي، كمال الدين مصطفى، وهلال، عبد الله عبد العظيم. (2013). المحاسبة كنظام للمعلومات. الإسكندرية، مصر: دار التعليم الجامعي.
23. الراوي، خالد وهيب. (2011). إدارة المخاطر المالية. ط<sup>2</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

24. الرمحي، نضال محمود، ونصار، طارق عبد الخالق، والذبيبة، زياد عبد الحليم. (2010). *مبادئ المحاسبة المالية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
25. السقا، زياد هاشم. (2011). *نظم المعلومات المحاسبية*. ط<sup>2</sup>. العراق:: دار الطارق للنشر والتوزيع.
26. الشبلي، محمد ابراهيم، والشبلي طارق ابراهيم. (2000). *مقدمة في الاسواق المالية والنقدية*. ط<sup>1</sup>.
27. الشمري، ابراهيم راشد. (2009). *دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية*. مجلة الادارة و الاقتصاد، (25).
28. الشواورة، فيصل محمود. (2013). *مبادئ الادارة المالية اطار نظري ومحتوى عملي*. عمان، الاردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
29. الشواورة، فيصل محمود. (2008). *الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
30. الصعدي، اسماعيل جميل. (2011). *العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية (رسالة ماجستير غير منشورة)*. جامعة الأزهر، غزة.
31. الصيرفي، محمد عبد الفتاح. (2002). *دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات*. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع.
32. العارضي، جليل كاظم مدلول، والشمري، ارشد عبد الامير جاسم. (2012). *استراتيجيات الادارة المالية: استراتيجيات الاندماج - استراتيجيات الشركات القابضة - قرار الاستثمار الاستراتيجي الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار الصفاء للنشر و التوزيع.
33. العامري، محمد على ابراهيم. (2007). *الادارة المالية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
34. العلي، أسعد حميد. (2010). *الادارة المالية الأسس العملية التطبيقية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار وائل للنشر.

35. العيساوي، كاظم جاسم. (2005). دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات تحليل نظري وتطبيقي. ط<sup>2</sup>. عمان، الاردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
36. الموسوي، سعدي أحمد حميد. (2009). تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس M2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفؤة- دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. المجلة العراقية للعلوم الادارية (24).
37. المومني، غازي فلاح. (2009). ادارة المخاطر الاستثمارية الحديثة. عمان، الاردن: دار المناهج للنشر و التوزيع.
38. النعيمي عدنان تايه، والساقي، سعدون مهدي، وسلام، أسامة عزمي، وموسى، شقيري نوري. (2009). الادارة المالية النظرية والتطبيق. ط<sup>2</sup>. عمان، الاردن: دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة.
39. النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، ارشد فؤاد. (2009). الادارة المالية المتقدمة. عمان، الاردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
40. الهندي، رمضان فضل. (2008). دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الاستثمارية. ط<sup>2</sup>. غزة، فلسطين.
41. الوادي، محمد حسين، وسمحان، حسين محمد، وخريس، ابراهيم محمد. (2010). دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار الصفاء للنشر و التوزيع.
42. بلفطیح، ريمة العمري، والملا، منى ممدوح، وزريقات، زياد. (2012). اختبار عملي لأداء استراتيجية DOW10 للاستثمار في بورصة عمان. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، 8 (3)، 464-434.
43. بورديمة، سعيدة. (2015). القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه. حوليات جامعة قالما للعلوم الاجتماعية والإنسانية (11).
44. جابر، محمد صالح. (2005). الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية. ط<sup>3</sup>. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
45. جعفر، عبد الإله نعمة. (2003). المحاسبة المالية مبادئ القياس والإفصاح المحاسبي. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع.

46. جمعة، أحمد حلمي. (2011). *الريادية في المحاسبة والتدقيق*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
47. محمد، حاكم محسن، وحسن، ليلي محسن. (2010). *بناء محفظة استثمارية مثلى - دراسة تطبيقية*. المجلة العراقية للعلوم الإدارية (27).
48. حردان، طاهر. (2012). *أساسيات الاستثمار*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
49. حسين، أحمد حسين. (2006). *نظم المعلومات المحاسبية الإطار الفكري والنظم التطبيقية*. ط<sup>1</sup>. الإسكندرية: الدار الجامعية.
50. خطاب، سامي. (2007). *المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار*. أبو ظبي: هيئة الأوراق المالية والسلع.
51. حنان، رضوان حلوه. (2009). *مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري - التطبيقات العملية*. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
52. حنفي، عبد الغفار. (2007). *استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية*. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
53. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية. (2005). *أسواق المال وتمويل المشروعات*. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
54. خصاونة، محمد قاسم. (2011). *أساسيات الإدارة المالية*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار الفكر ناشرون وموزعون.
55. خلف، فليح حسن. (2006). *الأسواق المالية والنقدية*. إربد، الأردن: عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع.
56. خليل، عطا الله وراد. (2005). *دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات استثمارية في سوق عمان للأوراق المالية - دراسة تحليلية*. المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع. جامعة فيلادلفيا.
57. خنفر، مؤيد راضي، والمطارنة، غسان فلاح. (2006). *تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي*. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

58. داود، علي سعد محمد. (2012). *البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار*. الإسكندرية، مصر: دار التعليم الجامعي.
59. دلول، عماد عبد الحسين. (2010). *تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام نموذج التأكد المعادل، دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية*. مجلة الإدارة والاقتصاد، 38-51.
60. ديبان، السيد عبد المقصود، والدهراوي، كمال الدين مصطفى، وعبد اللطيف، ناصر نور الدين. (2005). *أساسيات نظم المعلومات المحاسبية*. ط<sup>1</sup>. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
61. رمضان، زياد. (2007). *مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي)*. ط<sup>4</sup>. عمان، الاردن: دار وائل للنشر.
62. شاكر، محمد. (2005). *المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وادارتها، ورقة عمل في ندوة نظمتها هيئة الاوراق المالية و السلع*. ابو ظبي، الامارات.
63. شاهين، على عبد الله. (2011). *النظرية المحاسبية (اطار فكري تحليلي وتطبيقي)*. ط<sup>1</sup>. غزة، فلسطين: مكتبة افاق للنشر والتوزيع.
64. شبير، توفيق عوض. (2015). *بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (رسالة ماجستير غير منشورة)*. الجامعة الإسلامية، غزة.
65. عبد الجواد، محمد عوض، والشديفات، على ابراهيم. (2006). *الاستثمار في البورصة أسهم - سندات، أوراق مالية*. الاسكندرية، مصر: دار الحامد للنشر و التوزيع.
66. عبد الحميد، عبد العزيز شويش، وعبد الحميد، مظهر خالد، والرفاعي، فاتن سعد. (2010). *دور Beta الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية*. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، (2).
67. عبد الحميد، عبد المطلب. (2000). *دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية*. ط<sup>1</sup>. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع.

68. عبد الحميد، ممدوح. (1999). أثر السياسات المحاسبية لإدارة الأرباح على أسعار الأسهم المتداولة في السوق الاوراق المالية المصرية. القاهرة، مصر: مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة جامعة عين شمس، (2).
69. عبد العال، فاروق جمعة، ومحمود، احمد حامد. (2012). نظم المعلومات المحاسبية 1. (المجلد العدد 4). مركز التعليم المفتوح، كلية التجارة، جامعة بنها.
70. عبد القادر، السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار الفكر ناشرون وموزعون.
71. علوان، قاسم نايف. (2009). ادارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق). ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.
72. عمارة، بيومي محمد. (2010). تحليل و تشكيل المحافظ المالية. جامعة بنها التعليم المفتوح.
73. قاسم، عبد الرازق محمد. (2003). نظم المعلومات المحاسبية الحاسوبية. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: الدار العلمية الدولية للنشر والتوزيع ودار الثقافة للنشر والتوزيع.
74. قاسم، عبد الرازق محمد. (2004). تحليل وتصميم نظم المعلومات المحاسبية. عمان، الأردن: مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع.
75. قيرير، اسماء. (2007). كل شيء عن الاستثمار الطريقة السهلة للبداية. ط<sup>1</sup>. مكتبة جرير.
76. كحالة، جبرائيل، والخطيب، خالد، وغنيم، رمضان محمد، وعبد القادر، وليد. (2012). المحاسبة المالية بين النظرية والتطبيق. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
77. كداوي، طلال. (2008). تقييم القرارات الاستثمارية. عمان، الاردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
78. كراجة، عبد الحليم، وربابعة، على، والسكران، ياسر، ومطر، موسى، و يوسف، توفيق عبد الرحيم. (2006). الادارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات). ط<sup>2</sup>. عمان، الاردن: دار الصفاء للنشر و التوزيع.
79. كنجو عبود كنجو، وفهد ابراهيم وهبي. (1997). الادارة المالية. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

80. لطفی، أمین السید احمد. (2005). التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الاداء و الاستثمار في البورصة. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
81. مطر، محمد. (2006). ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية. ط<sup>4</sup>. عمان، الاردن: دار وائل للنشر.
82. مطر، محمد، والسويطي، موسى. (2008). التأسيس النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات القياس والعرض والافصاح. ط<sup>2</sup>. عمان، الاردن: دار وائل للنشر.
83. معروف، هوشيار. (2009). الاستثمارات والاسواق المالية. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
84. موسى، شقيري نوري، والزرقان، صالح طاهر، والحداد، وسيم محمد، والدويكات، مهند فايز. (2012). ادارة الاستثمار. ط<sup>1</sup>. عمان، الاردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
85. موسى، شقيري نوري، والزرقان، صالح طاهر، والحداد، وسيم محمد، والذيب، سوزان سمير. (2012). إدارة المخاطر. ط<sup>1</sup>. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
86. هاشم، صبحية قاسم، واسماعيل، مصطفى منير. (2013). بناء محافظ الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية - توقيت السوق مقابل الاختيار الكفوء. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية 19، (70)..
87. هندي، منير إبراهيم. (2004). الفكر الحديث في الاستثمار. ط<sup>2</sup>. الاسكندرية، مصر: منشأة المعارف.
88. العلاق، بشير عباس، وياسين، سعد غالب. (2009). التجارة الالكترونية. عمان، الاردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.

## ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Alexeev, Vitali, & Tapon Francis. (2013). " *Equity Portfolio Diversification How Many Stocks are Enough- Evidence From Five Developed Markets*", Tasmanian School of Business and Economics, (16), 1-42.
2. Besley, scott, & brigham, euge f. (2000). *essentials of managerial finance*, (12th Ed), the london: the bobbs - merrill co.
3. Brigham, euge f, & Ehrhardt, Michael c. (2011). *Financial Management Theory and Practice*, (13th Ed), Joe Sabatino pub.
4. Fama, Eugene F., & Kenneth R. French. (1998). " *value versus growth the international evidence*", Journal of Finance, volume LIII, (6), 1975-1999, available at, [http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/Value\\_versus\\_Growth\\_The\\_International\\_Evidence.pdf](http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/Value_versus_Growth_The_International_Evidence.pdf).
5. Fama, Eugene F., & Kenneth R. French. (1992). " *The Cross-Section of Expected Stock Returns*," Journal of Finance (47), 427-465, available at, [http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/The\\_CrossSection\\_of\\_Expected\\_Stock\\_Returns.pdf](http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/The_CrossSection_of_Expected_Stock_Returns.pdf).
6. Hou, kwei, g, & rewkaroily, bong chankho. (2006). " *what fundamental factors drive global stock returns*". universidade do porto, activities, finance seminars, available at, <http://www.fep.up.pt/investigacao/cempre/index.html>
7. Kieso, Donald. E. & Weygandt, Jerry. J. & Warfield, Terry. D. (2009). *Intermediate Accounting*, (13th ed) Ltd, England [www.wileyplus.com](http://www.wileyplus.com).
8. Lambert Richard, & Christian Leuz, & Verrecchia Robert E. (2007). " *Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital*", Journal of Accounting Research, Vol. 45.
9. Michailidis, grigoris, & stavrostopoglou, demetriospapanastasiou. (2007). " *The Cross-Section of Expected Stock Returns for the Athens Stock Exchange* ". International Research Journal of Finance and Economic, Issue 8.
10. Reilly, Frank k, & Brown, Keith C. (2012). *Investment Analysis & Portfolio Management*, (10th ed)
11. Schall, Lawrence D, & Haley, Charles W. (1986). *Introduction to Financial Management*, McGraw-Hill, inc,
12. Sen, kapil, dishafattaet ( 2014 ), " *sharpe single index model and its application portfolio construction: an empirical study* ", Global Journal of Finance and Management ISSN 0975-6477 Volume 6, pp. 511-516
13. Van Horne, James C. (1995). *financial management and policy*, prentice – hall, Inc, 10th edition.
14. Van Horne, James C, & Wachowicz, John M, (2011). *Fundamentals of Financial Management*, prentice – hall, Inc, (13th Ed).

# الملاحق

ويوضح المرفق رقم (1) أسماء الشركات عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها

### الملحق رقم (1)

#### أسماء الشركات عينة الدراسة

شركات العينة وفقاً لكل قطاع من القطاعات		اسم القطاع	
(1) البنك الإسلامي العربي	(2) بنك فلسطين	البنوك	
(3) البنك التجاري الفلسطيني	(4) البنك الإسلامي الفلسطيني		
(5) بنك الاستثمار الفلسطيني	(6) بنك القدس		
(1) المجموعة الأهلية للتأمين	(2) التأمين الوطنية	(3) ترست العالمية للتأمين	التأمين
(1) المستثمرون العرب	(2) القدس للاستثمارات العقارية		الاستثمار
(3) فلسطين للتنمية والاستثمار	(4) فلسطين للتنمية والاستثمار		
(5) فلسطين للاستثمار الصناعي	(6) فلسطين للاستثمار الصناعي		
(1) المؤسسة العقارية العربية	(2) مركز نابلس الجراحي التخصصي		الخدمات
(3) الاتصالات الفلسطينية			
(1) العربية لصناعة الدهانات	(2) دواجن فلسطين	(3) مصانع الزيوت النباتية	الصناعة
(4) مطاحن القمح الذهبي	(5) سجائر القدس	(6) القدس للمستحضرات الطبية	
(7) فلسطين لصناعة اللدائن	(8) الوطنية لصناعة الكرتون	(9) بيرزيت للأدوية	

### ملحق رقم (2)

يوضح أسعار صرف العملات من دينار أردني إلى دولار أمريكي

البيان	الدينار الأردني	*الدولار الأمريكي
سنة 2010/12/31	1	1.41
سنة 2011/12/31	1	1.41
سنة 2012/12/31	1	1.408
سنة 2013/12/31	1	1.412
سنة 2014/12/31	1	1.413

\* تم الحصول على أسعار التحويل من خلال الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.xe.com/ar/currencytables/?from=JOD&date=2010-12-31>

### ملحق رقم (3)

#### بيانات الدراسة

أسعار الأسهم السنوية بالدولار					
2014	2013	2012	2011	2010	أسماء القطاعات والشركات
1.11	1.15	0.92	0.82	0.9	البنك الإسلامي العربي
2.8	3.03	2.99	2.9	3.4	بنك فلسطين
1.21	1.54	1.02	0.84	0.8	البنك الإسلامي الفلسطيني
0.73	0.69	0.76	0.73	0.7	البنك التجاري الفلسطيني
1	0.88	0.91	0.97	1	بنك الاستثمار الفلسطيني
0.97	0.99	0.9	1.02	1.19	بنك القدس
0.19782	0.22592	0.2816	0.3948	0.6063	المجموعة الأهلية للتأمين
3.3	3.6	3.87	3.84	3.85	التأمين الوطنية
2.5	2.5	2.6	2.94	3	ترست العالمية للتأمين
1.35648	0.53656	1.39392	0.9729	1.269	المستثمرون العرب
0.57	0.59	3.99	0.95	0.96	القدس للاستثمارات العقارية
1.36	1.35	0.9	1	1.2	فلسطين للتنمية والاستثمار
1.48365	1.42612	1.408	1.41	1.41	الفلسطينية للاستثمار والإئماء
2.71296	2.90872	1.67552	2.1855	1.7766	فلسطين للاستثمار الصناعي
0.74889	0.93192	0.9856	0.987	1.0857	فلسطين للاستثمار العقاري
0.40977	4.15128	0.60544	0.6627	0.7755	المؤسسة العقارية العربية
2.45862	1.5532	1.59104	1.551	1.4805	مركز نابلس الجراحي التخصصي
8.0541	8.1896	7.2512	7.4589	7.4448	الاتصالات الفلسطينية
3.7	0.82	2.52	2.45	2.04	العربية لصناعة الدهانات
4.0977	4.5184	3.46368	3.4545	3.8775	دواجن فلسطين
4.6629	2.824	4.49152	4.4979	5.1324	بيرزيت للأدوية
1.03149	2.06152	0.97152	1.4241	1.0434	مطاحن القمح الذهبي
1.2717	1.5532	1.46432	1.8048	3.5955	سجائر القدس
2.4021	2.9652	5.61792	6.8949	6.9795	القدس للمستحضرات الطبية
0.26847	0.46596	0.5632	0.5217	0.8319	فلسطين لصناعة اللدائن
1.42713	1.28492	0.7744	0.9729	0.6768	الوطنية لصناعة الكرتون
11.19096	9.2486	7.1808	5.8515	4.512	مصانع الزيوت النباتية

الانحراف المعياري السنوي للعائدات الأسهم الشهرية					
2014	2013	2012	2011	2010	أسماء القطاعات والشركات
0.02598	0.05326	0.04641	0.07416	0.039	البنك الإسلامي العربي
0.02412	0.02758	0.05282	0.06007	0.049	بنك فلسطين
0.04738	0.06272	0.05831	0.03895	0.079	البنك الإسلامي الفلسطيني
0.05452	0.03279	0.06599	0.06775	0.058	البنك التجاري الفلسطيني
0.06228	0.03298	0.04122	0.07077	0.058	بنك الاستثمار الفلسطيني
0.04218	0.06445	0.01758	0.02896	0.040	بنك القدس
0.09144	0.07166	0.19648	0.05143	0.060	المجموعة الأهلية للتأمين
0.04119	0.05089	0.06147	0.09775	1.776	التأمين الوطنية
0.01706	0.01929	0.02387	0.04981	0.080	ترست العالمية للتأمين
0.00289	0.01749	0.12508	0.05468	0.128	المستثمرون العرب
0.02417	0.0337	0.0346	0.01505	0.040	القدس للاستثمارات العقارية
0.12969	0.10466	0.04845	0.06166	0.057	فلسطين للتنمية والاستثمار
0.02741	0.01564	0.01537	0.01595	0.023	الفلسطينية للاستثمار والإئماء
0.06708	0.18308	0.0338	0.09282	0.204	فلسطين للاستثمار الصناعي
0.06032	0.07082	0.0644	0.06259	0.063	فلسطين للاستثمار العقاري
0.0814	0.08487	0.08163	0.0849	0.188	المؤسسة العقارية العربية
0.0728	0.03271	0.03312	0.02999	0.139	مركز نابلس الجراحي التخصصي
0.06802	0.03147	0.03367	0.03503	0.042	الاتصالات الفلسطينية
0.02588	0.05306	0.07021	0.02644	0.080	العربية لصناعة الدهانات
0.0261	0.10238	0.11381	0.07537	0.132	دواجن فلسطين
0.03919	0.03232	0.0744	0.05862	0.051	بيرزيت للأدوية
0.08512	0.08854	0.07225	0.13065	0.037	مطاحن القمح الذهبي
0.06053	0.08628	0.02741	0.087	0.019	سجائر القدس
0.0196	0.07536	0.04041	0.03801	0.058	القدس للمستحضرات الطبية
0.0994	0.02746	0.08113	0.07914	0.168	فلسطين لصناعة اللدائن
0.0442	0.07487	0.06213	0.21755	0.215	الوطنية لصناعة الكرتون
0.02741	0.04783	0.07645	0.04738	0.056	مصانع الزيوت النباتية

القيمة الدفترية بالدولار					
2014	2013	2012	2011	2010	أسماء القطاعات والشركات
1.354	1.270	1.200	1.190	1.180	البنك الإسلامي العربي
1.750	1.680	1.649	1.620	1.638	بنك فلسطين
1.350	1.269	1.228	1.131	1.044	البنك الإسلامي الفلسطيني
1.209	0.946	0.934	0.934	0.928	البنك التجاري الفلسطيني
1.247	1.282	1.244	1.215	1.252	بنك الاستثمار الفلسطيني
1.411	1.300	1.160	1.092	1.009	بنك القدس
0.650	0.674	1.785	2.241	0.495	المجموعة الأهلية للتأمين
2.312	2.304	2.078	2.173	2.090	التأمين الوطنية
3.588	2.761	2.660	2.532	2.825	ترست العالمية للتأمين
1.302	1.408	1.383	1.415	1.507	المستثمرون العرب
0.817	0.942	1.050	1.698	1.122	القدس للاستثمارات العقارية
2.141	2.082	1.983	1.932	1.854	فلسطين للتنمية والاستثمار
0.893	0.863	0.813	0.736	0.767	الفلسطينية للاستثمار والإئماء
2.786	2.761	2.351	2.264	2.433	فلسطين للاستثمار الصناعي
1.709	1.748	1.777	1.943	1.905	فلسطين للاستثمار العقاري
0.800	1.057	1.475	1.519	1.446	المؤسسة العقارية العربية
2.039	2.037	2.012	1.787	1.698	مركز نابلس الجراحي التخصصي
5.607	5.393	4.905	4.593	4.192	الاتصالات الفلسطينية
1.937	2.004	1.687	1.531	1.569	العربية لصناعة الدهانات
2.355	2.551	2.036	1.920	2.212	دواجن فلسطين
4.067	3.963	3.672	3.446	3.627	بيرزيت للأدوية
1.523	1.508	1.548	1.593	1.558	مطاحن القمح الذهبي
2.400	2.823	2.987	2.412	2.895	سجائر القدس
2.864	3.067	5.609	6.845	6.340	القدس للمستحضرات الطبية
0.353	0.452	0.566	0.683	0.775	فلسطين لصناعة اللدائن
1.591	1.625	1.539	1.513	1.065	الوطنية لصناعة الكرتون
7.152	6.140	4.802	4.140	3.717	مصانع الزيوت النباتية

معدل العائد على الأصول					
2014	2013	2012	2011	2010	أسماء القطاعات والشركات
0.007	0.007	0.002	0.003	-0.008	البنك الإسلامي العربي
0.017	0.017	0.019	0.021	0.019	بنك فلسطين
0.012	0.013	0.014	0.010	0.004	البنك الإسلامي الفلسطيني
0.004	0.000	0.000	0.003	0.010	البنك التجاري الفلسطيني
0.009	0.007	0.007	0.010	0.006	بنك الاستثمار الفلسطيني
0.011	0.009	0.007	0.010	0.010	بنك القدس
0.050	0.040	-0.012	0.033	0.001	المجموعة الأهلية للتأمين
0.036	0.062	0.065	0.040	0.075	التأمين الوطنية
0.025	0.035	0.022	0.019	0.026	ترست العالمية للتأمين
-0.054	0.009	-0.007	0.041	0.011	المستثمرون العرب
-0.071	-0.110	-0.017	0.033	0.041	القدس للاستثمارات العقارية
0.024	0.031	0.024	0.036	0.061	فلسطين للتنمية والاستثمار
0.036	0.070	0.093	-0.034	-0.034	الفلسطينية للاستثمار والإئماء
0.065	0.087	0.017	0.017	0.095	فلسطين للاستثمار الصناعي
-0.020	-0.024	-0.012	0.043	0.032	فلسطين للاستثمار العقاري
-0.066	-0.112	0.006	0.011	-0.246	المؤسسة العقارية العربية
0.000	0.084	0.066	0.030	0.058	مركز نابلس الجراحي التخصصي
0.113	0.138	0.133	0.158	0.157	الاتصالات الفلسطينية
0.141	0.184	0.129	0.106	0.160	العربية لصناعة الدهانات
0.073	0.098	0.021	-0.010	0.160	دواجن فلسطين
0.060	0.085	0.083	0.074	0.110	بيرزيت للأدوية
0.008	0.015	0.023	0.063	0.060	مطاحن القمح الذهبي
-0.065	0.014	0.046	0.008	0.026	سجائر القدس
0.027	0.031	0.004	0.033	0.071	القدس للمستحضرات الطبية
-0.183	-0.181	-0.158	-0.110	-0.073	فلسطين لصناعة اللدائن
0.049	0.070	0.017	0.004	0.026	الوطنية لصناعة الكرتون
0.225	0.261	0.185	0.150	0.166	مصانع الزيوت النباتية

عائد مؤشر القدس					
2014	2013	2012	2011	2010	
0.106	-0.011	-0.002	0	0.019	شهر 1
-0.013	-0.001	0.013	-0.015	0.045	شهر 2
-0.072	0.003	0.009	0.032	-0.042	شهر 3
-0.054	-0.034	-0.04	0.003	-0.003	شهر 4
0.008	0	-0.038	0.005	-0.020	شهر 5
-0.039	-0.01	-0.013	-0.012	0.049	شهر 6
0.005	0.046	-0.004	0.004	-0.028	شهر 7
0.032	-0.009	-0.022	-0.008	-0.019	شهر 8
-0.02	0.003	0.031	-0.006	0.024	شهر 9
-0.021	0.019	0.029	-0.028	-0.024	شهر 10
-0.036	0.106	-0.005	-0.005	-0.022	شهر 11
0.02	0.022	0.047	0.011	0.018	شهر 12

عائدات المحافظ الاستثمارية بناء على متغيرات الدراسة

معدل العائد على الأصول		القيمة الدفترية		أسعار الأسهم		الانحراف	
منخفض	مرتفع	منخفض	مرتفع	منخفض	مرتفع	منخفض	مرتفع
0.006	-0.03	-0.036	-0.03	0.030	-0.03	-0.04	-0.01
-0.044	0.02	-0.021	-0.01	-0.034	0.01	-0.02	0.00
-0.045	0.02	-0.015	0.01	0.090	0.04	-0.01	0.12
0.030	0.00	0.004	-0.02	0.016	-0.02	0.11	-0.01
-0.033	-0.02	0.003	-0.05	0.102	-0.03	-0.03	0.08
-0.034	0.02	-0.040	-0.01	-0.041	0.01	-0.05	-0.01
-0.043	-0.01	-0.039	0.01	-0.050	-0.01	0.03	-0.07
0.038	0.03	0.008	-0.03	-0.003	0.00	-0.02	0.08
-0.042	0.01	-0.024	-0.01	-0.065	0.01	-0.03	-0.08
-0.032	-0.01	0.009	0.00	0.006	0.00	-0.01	-0.03
-0.034	0.00	-0.037	0.00	-0.017	0.01	-0.05	-0.05
0.032	0.07	0.008	0.06	-0.001	0.06	0.04	0.05
0.000	0.01	-0.006	-0.04	0.031	-0.03	0.02	-0.01
-0.001	0.03	0.001	0.02	0.042	0.03	0.04	-0.02
-0.006	0.00	0.013	0.01	-0.044	0.02	-0.01	-0.02
0.005	0.05	0.028	0.03	0.123	-0.01	0.01	-0.04
-0.027	-0.05	-0.012	-0.03	-0.055	-0.03	0.00	-0.07
-0.031	-0.04	0.000	-0.04	-0.041	-0.04	-0.02	0.02
-0.049	-0.02	-0.052	0.00	-0.030	0.00	-0.03	-0.01
-0.015	-0.03	-0.015	-0.02	0.013	-0.02	0.00	-0.01
0.019	0.04	0.009	0.01	0.017	0.01	-0.01	0.00
0.022	0.04	-0.011	0.04	0.001	0.06	-0.01	-0.03
0.094	-0.02	0.075	0.01	0.029	0.03	-0.01	0.00
0.065	0.06	0.031	0.06	0.028	0.08	0.00	0.02
0.002	-0.01	-0.023	0.02	0.040	-0.01	0.00	0.00

-0.031	0.00	-0.013	-0.01	-0.041	-0.01	0.00	-0.03
-0.031	0.00	-0.007	0.01	-0.007	0.01	0.00	-0.04
-0.016	0.06	-0.006	0.02	-0.018	-0.03	0.07	-0.04
0.031	0.00	-0.012	0.00	0.012	-0.01	0.00	0.00
-0.004	0.00	-0.021	-0.04	0.017	-0.01	-0.02	0.07
-0.005	0.04	0.012	0.01	0.017	0.01	0.01	0.04
-0.048	0.02	0.022	0.00	-0.031	0.01	0.02	-0.02
0.000	0.01	-0.003	0.00	0.009	0.00	-0.01	0.01
0.008	0.02	-0.006	0.03	0.025	0.02	0.01	0.00
-0.024	0.04	0.009	0.03	0.012	0.01	0.02	-0.03
-0.016	0.04	-0.030	0.03	-0.021	0.02	0.00	-0.02
0.021	0.04	-0.012	0.04	-0.010	0.03	0.01	0.07
-0.041	0.01	-0.022	-0.01	-0.022	0.00	-0.03	-0.03
-0.038	-0.03	0.010	-0.03	0.000	-0.04	0.01	-0.04
0.013	0.01	0.032	0.00	0.041	-0.02	-0.04	-0.02
0.001	0.00	-0.018	-0.01	-0.018	0.00	0.01	-0.05
-0.018	-0.01	-0.029	0.00	-0.031	-0.01	-0.02	0.00
0.007	0.00	0.015	0.00	0.015	0.00	0.00	0.04
-0.029	0.05	-0.016	0.00	-0.026	0.02	0.00	0.02
-0.096	-0.03	-0.055	-0.01	-0.059	-0.05	-0.05	-0.01
-0.029	0.01	0.021	0.00	0.021	-0.01	0.00	-0.01
0.023	0.01	-0.016	-0.03	-0.013	0.03	-0.01	-0.04
0.014	0.00	-0.006	0.06	-0.006	0.03	0.00	0.02

## ملحق رقم (4)

### نتائج التحليل الإحصائي

#### Oneway

[DataSet0]

##### Descriptives

الدقري

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
مرتفعة	48	.0017	.02636	.00381	-.0060	.0093	-.05	.06
منخفضة	48	-.0061	.02375	.00343	-.0130	.0008	-.06	.08
السوقية	48	.0008	.03288	.00475	-.0088	.0103	-.07	.11
Total	144	-.0012	.02795	.00233	-.0058	.0034	-.07	.11

##### Test of Homogeneity of Variances

الدقري

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
.678	2	141	.509

##### ANOVA

الدقري

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.002	2	.001	1.110	.332
Within Groups	.110	141	.001		
Total	.112	143			

#### Oneway

[DataSet0]

##### Descriptives

الاصول

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
مرتفعة	48	.0094	.02778	.00401	.0013	.0174	-.05	.07
منخفضة	48	-.0090	.03324	.00480	-.0186	.0007	-.10	.09
السوقية	48	.0008	.03288	.00475	-.0088	.0103	-.07	.11
Total	144	.0004	.03207	.00267	-.0049	.0057	-.10	.11

### Test of Homogeneity of Variances

الاصول

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
.656	2	141	.521

### ANOVA

الاصول

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.008	2	.004	4.105	.018
Within Groups	.139	141	.001		
Total	.147	143			

### Post Hoc Tests

#### Multiple Comparisons

Dependent Variable: لوصول

Scheffe

(I) فلاحيا (J) فلاحيا	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
				Lower Bound	Upper Bound
مرتفعة منخفضة	.01835*	.00641	.019	.0025	.0342
مرتفعة السوقية	.00863	.00641	.407	-.0072	.0245
منخفضة مرتفعة	-.01835*	.00641	.019	-.0342	-.0025
منخفضة السوقية	-.00973	.00641	.319	-.0256	.0061
السوقية مرتفعة	-.00863	.00641	.407	-.0245	.0072
السوقية منخفضة	.00973	.00641	.319	-.0061	.0256

\*. The mean difference is significant at the .05 level.

### Homogeneous Subsets

الاصول

Scheffe<sup>a</sup>

المحافظ	N	Subset for alpha = .05	
		1	2
منخفضة	48	-.0090	
السوقية	48	.0008	.0008
مرتفعة	48		.0094
Sig.		.319	.407

Means for groups in homogeneous subsets are displayed.

a. Uses Harmonic Mean Sample Size = 48.000.

## Oneway

[DataSet0]

### Descriptives

الاسعار

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
مرتفعة	48	.0029	.02689	.00388	-.0049	.0107	-.05	.08
منخفضة	48	.0011	.03919	.00566	-.0103	.0125	-.07	.12
السوقية	48	.0008	.03288	.00475	-.0088	.0103	-.07	.11
Total	144	.0016	.03315	.00276	-.0039	.0071	-.07	.12

### Test of Homogeneity of Variances

الاسعار

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
2.192	2	141	.116

### ANOVA

الاسعار

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.000	2	.000	.058	.943
Within Groups	.157	141	.001		
Total	.157	143			

## Oneway

[DataSet0]

### Descriptives

الانحراف

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
مرتفعة	48	-.0044	.04125	.00595	-.0164	.0076	-.08	.12
منخفضة	48	-.0025	.02906	.00419	-.0109	.0059	-.05	.11
السوقية	48	.0008	.03288	.00475	-.0088	.0103	-.07	.11
Total	144	-.0020	.03459	.00288	-.0077	.0037	-.08	.12

### Test of Homogeneity of Variances

الانحراف

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
2.431	2	141	.092

### ANOVA

الانحراف

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.001	2	.000	.267	.766
Within Groups	.170	141	.001		
Total	.171	143			

### Oneway

[DataSet0]

#### Descriptives

المرتفعة

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
الانحراف	48	-.0044	.04125	.00595	-.0164	.0076	-.08	.12
الاسعار	48	.0029	.02689	.00388	-.0049	.0107	-.05	.08
الدفري	48	.0017	.02636	.00381	-.0060	.0093	-.05	.06
الاصول	48	.0094	.02778	.00401	.0013	.0174	-.05	.07
Total	192	.0024	.03133	.00226	-.0021	.0069	-.08	.12

#### Test of Homogeneity of Variances

المرتفعة

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
2.739	3	188	.045

### ANOVA

المرتفعة

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.005	3	.002	1.568	.199
Within Groups	.183	188	.001		
Total	.187	191			

### Oneway

[DataSet0]

### Descriptives

المنخفضة

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum
					Lower Bound	Upper Bound		
الانحراف	48	-.0025	.02906	.00419	-.0109	.0059	-.05	.11
الاسعار	48	.0011	.03919	.00566	-.0103	.0125	-.07	.12
الدقري	48	-.0061	.02375	.00343	-.0130	.0008	-.06	.08
الاصول	48	-.0090	.03324	.00480	-.0186	.0007	-.10	.09
Total	192	-.0041	.03179	.00229	-.0086	.0004	-.10	.12

### Test of Homogeneity of Variances

المنخفضة

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
3.375	3	188	.020

### ANOVA

المنخفضة

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	.003	3	.001	.908	.438
Within Groups	.190	188	.001		
Total	.193	191			