

Syrian Arab Republic

Ministry of Higher

Education

Syrian Virtual University



الجامعة الافتراضية السورية
SYRIAN VIRTUAL UNIVERSITY

الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

الجامعة الافتراضية السورية

أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية الشركات
العقارية
(دراسة تطبيقية)

The impact of the efficiency of investment portfolio management on
the profitability of real estate companies
(An applied study)

بحث أعد لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال MBA

إعداد الطالب:

محمد محمد خالد الحسن

إشراف الدكتور:

تامر الرفاعة

الفصل الدراسي خريف 2021م

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية الشركات العقارية المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، وتمثلت عينة الدراسة بـ 5 شركات في الفترة بين 2019-2021، حيث اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال دراسة اختبارية بالاعتماد على بيانات فعلية مستخلصة من القوائم المالية للشركات محل الدراسة.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة، بينما يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على العائد على الاستثمار (ROI)، في حين ليس لها أثر على العائد على حقوق الملكية (ROE) الشركات العقارية قيد الدراسة، كما تبين أيضاً عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

ومن التوصيات التي قدمها الباحث: بالنسبة للشركات العقارية، يتوجب عليها اتباع سياسة متوازنة عند تكوين المحفظة الاستثمارية بحيث تحافظ على عنصري العائد والمخاطرة في نفس الوقت والعمل على تنويع المحفظة بشكل جيد لتقليل المخاطر التي تتعرض لها. وبالنسبة لمدير المحفظة الاستثمارية، فيجب أن يكون مؤهلاً لدرجة مقبولة للوقوف على تأثيرات التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية المحيطة بالمحفظة الاستثمارية.

Abstract

This study aims to demonstrate the impact of the efficiency of the investment portfolio management on the profitability of real estate companies listed on the Dubai Stock Exchange. The study sample was represented by five companies in the period between 2019-2021, where the researcher followed the descriptive analytical approach through an empirical study based on actual data extracted from the financial statements of the companies under study.

Among the most important findings of the study: the absence of a statistically significant impact of the return on the investment portfolio (RP) on both the return on investment (ROI) and the return on equity (ROE) in the real estate companies under study, while there is a statistically significant effect of portfolio risk (δp) on the return on investment (ROI), while it has no effect on the return on equity (ROE) of the real estate companies under study, as it was also found that there is no statistically significant effect of the components of the Sharpe index combined on each of the return on investment (ROI) and return on equity (ROE).

Among the recommendations made by the researcher: For real estate companies, they must follow a balanced policy when forming the investment portfolio so as to maintain the elements of return and risk at the same time and work to diversify the portfolio well to reduce the risks to which it is exposed. As for the investment portfolio manager, he must be qualified to an acceptable degree to determine the effects of financial and economic developments and changes surrounding the investment portfolio.

الإهداء

أهدي هذا المشروع لأبي وأمي اللذين قدموا لي كل ثمين حتى بلغت ما بلغت، أخي وأختي، جداتي
وجدي رحمه الله، أعمامي وعمتي.

لكم مني كل الحب عائلتي الكريمة

الشكر والتقدير

اساتذتي الكرام لكم مني كل الشكر والتقدير على ما بذلتموه من جهود مكنتني من
انجاز هذا المشروع

قائمة المحتويات

2.....	المخلص
3.....	Abstract
4.....	الإهداء
5.....	الشكر والتقدير
6.....	قائمة المحتويات
9.....	قائمة الأشكال
10.....	قائمة الجداول
11.....	الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة
12.....	1- مقدمة
12.....	2- مشكلة الدراسة
13.....	3- أهداف الدراسة
14.....	4- أهمية الدراسة
14.....	5- فرضيات الدراسة
15.....	6- حدود الدراسة
15.....	7- محددات الدراسة
16.....	8- مصطلحات الدراسة
17.....	9- الدراسات السابقة
26.....	الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة
27.....	1- تمهيد

27	2- نشأة وتطور مفهوم المحفظة الاستثمارية.....
28	3- مفهوم المحفظة Portfolio Concept.....
30	4- أهمية المحفظة الاستثمارية.....
30	5- الاهداف الرئيسية للمحفظة الاستثمارية.....
31	6- سياسات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية.....
32	7- المحفظة الاستثمارية المثلى.....
34	8- أنواع المحافظ الاستثمارية.....
36	9- أسس قياس أداء المحافظ الاستثمارية.....
37	10- مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.....
41	11- مفهوم الربحية.....
42	12- المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الربحية.....
44	الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة.....
45	1- تمهيد.....
45	2- منهج الدراسة.....
45	3- مجتمع الدراسة.....
46	4- متغيرات الدراسة.....
46	5- المعالجات الإحصائية.....
47	6- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.....
48	7- العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة.....
50	8- اختبار الفرضيات.....
56	النتائج والتوصيات.....
57	1- النتائج.....

58التوصيات
59المراجع
65الملاحق
661- متغيرات الدراسة للفترة 2019-2021
672- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2019-2021
793- مخرجات التحليل الإحصائي

قائمة الأشكال

- الشكل 1: تحديد نقطة المحفظة المثلى 34
- الشكل 2: نسبة شارب الموجبة والسالبة 39
- الشكل 3: نموذج الدراسة (من إعداد الباحث) 46

قائمة الجداول

- الجدول 1: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة 47
- الجدول 2: مصفوفة العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة 48
- الجدول 3: اختبار الفرضية الفرعية الأولى (أثر العائد الخالي من المخاطرة على كل من ROI وROE) 50
- الجدول 4: اختبار الفرضية الفرعية الثانية (أثر عائد المحفظة الاستثمارية على كل من ROI وROE) 51
- الجدول 5: اختبار الفرضية الفرعية الثالثة (أثر مخاطر المحفظة على كل من ROI وROE) 52
- الجدول 6: اختبار الفرضية الفرعية الرابعة (أثر عناصر مؤشر Sharp على ROI) 53
- الجدول 7: اختبار الفرضية الفرعية الخامسة (أثر عناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على ROI وROE) 54

الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة

1- مقدمة

يحتل الاستثمار مكاناً رئيسياً ومهماً في مختلف الدول المتقدمة والنامية وذلك من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي ورفع معدلات التنمية الاقتصادية وتنمية الثروات الوطنية والعمل على إشباع احتياجاتها الأساسية. حيث بدأ الاستثمار يأخذ عمقاً نظرياً وتطبيقياً وذلك بسبب التطورات الكبيرة والمتسارعة خلال القرن الماضي وتحديداً بعد ظهور النفط مما أدى إلى فوائض مالية في تلك الدول تبحث عن منافذ استثمارية ملائمة ولهذا ظهرت فكرة المحافظ الاستثمارية التي تعد عاملاً وأداة مهمة في عالم الاستثمار وذلك من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل التكاليف والمخاطر.

من هنا أصبحت المحافظ الاستثمارية من الأدوات الهامة لتشغيل الأموال في الشركات وإن الاعتماد على عوائد الاستثمار في المحافظ الاستثمارية له أهمية كبيرة حيث تعزز من الأرباح، وتدعيم المركز المالي وكذلك تدعيم المركز التنافسي في السوق.

تعتبر عملية إدارة المحافظ الاستثمارية عملية صنع قرارات من خلال مراقبة تحركات عمليات الاستثمار، مع العلم أن المعلومات التي يمكن أن يستند عليها متخذ القرار مستمدة من مصدرين مهمين، المصدر الأول هو المستثمر وأهدافه وحاجاته، والمصدر الآخر هو أسعار الأوراق المالية وتأثيرها بما يحيط بها (المومني، 2009).

لذا يجب القيام بقياس كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية من خلال الاعتماد على عدة مؤشرات تمكن مدير المحفظة الاستثمارية من التوصل إلى تحقيق الهدف المرجو من إنشاء المحفظة. ومن أهم الأساليب والمؤشرات المستخدمة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية (مؤشر شارب، مؤشر ترين ور، مؤشر جنسن) وسيتم استخدام مؤشر شارب في هذه الدراسة.

2- مشكلة الدراسة

تكمن مشكلة البحث في تقييم مدى مساهمة النشاطات غير الائتمانية (الاستثمارية) في ربحية الشركات العقارية والتي يمكن أن يعبر عنها بكفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية. ويمكن تقييم أداء مدراء المحافظ الاستثمارية باستخدام عدة مؤشرات رئيسية معتمدة، حيث تساعد هذه المؤشرات على بيان الفاعلية وتصنيف الأداء، وتبحث هذه الدراسة في أثر كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية على ربحية الشركات العقارية حيث تم صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيسي التالي:

هل يوجد أثر لكفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر Sharp على ربحية الشركات العقارية المتمثلة بالعائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE)؟
ومنه تتفرع الأسئلة التالية:

- هل يوجد أثر للعائد الخالي من المخاطرة (RF) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة؟
- هل يوجد أثر لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة؟
- هل يوجد أثر لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة؟
- هل يوجد أثر لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معاً) على العائد على الاستثمار؟
- هل يوجد أثر لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معاً) على العائد على حقوق الملكية؟
- كيف يمكن استخدام مؤشر Sharp في تصنيف أداء مديري المحافظ الاستثمارية في الشركات العقارية قيد الدراسة؟

3- أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- توفير معلومات عن أهمية المحافظ الاستثمارية كأصل من أصول الشركات العقارية.
- إلقاء الضوء على الأسس والسياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية في الشركات العقارية قيد الدراسة.
- دراسة أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية الشركات العقارية قيد الدراسة.
- تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في الشركات العقارية قيد الدراسة باستخدام مؤشر Sharp.

4- أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية دور المحفظة الاستثمارية في الشركات العقارية في تعظيم ربحية هذه الشركات من جهة وكأداة لخدمة العملاء، وتتبع أهمية المحفظة الاستثمارية من كونها تقوم على تجميع الأدوات الاستثمارية والتي تقلل من مخاطر الاستثمار وهذا ما يرغب به المستثمرون لتلبية حاجاتهم في ظل أسواق مالية تتسم بالتقلب المستمر مما يتطلب استخدام الأساليب العلمية في اتخاذ قرارات الاستثمار والتي تؤكد على أهمية التنوع في تخفيض مخاطر الاستثمار في إطار المحفظة الاستثمارية، بالإضافة إلى ان هناك عدة طرق لبناء المحافظ الاستثمارية ووجود إمكانية لتوزيع الاستثمارات في المحفظة بأكثر من طريقة وهذا يتطلب المقارنة بين أداء عدة محافظ استثمارية للوصول إلى الأسلوب الأفضل للتقييم

من هذا المنطلق تتبع أهمية الدراسة من كونها تسعى إلى تقييم كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية والتي قد يكون لها دور في تعزيز أداء الشركات العقارية قيد الدراسة. ومن هنا ستخدم بالنتائج التي ستكشف عنها المسؤولين عن إدارة المحافظ الاستثمارية في هذه الشركات بالإضافة إلى المحللين الماليين وعملاء المستثمرين في تلك المحافظ وغيرهم من الأطراف الأخرى ذات العلاقة مثل سوق الأوراق المالية.

5- فرضيات الدراسة

بناء على الاسئلة المتفرعة عن مشكلة الدراسة، ستقوم الدراسة على الفرضيات التالية:

- الفرضية الرئيسية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 لكفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر Sharp على ربحية الشركات العقارية قيد الدراسة. ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:
 - o الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 للعائد الخالي من المخاطر (RF) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

- الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.
- الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.
- الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) ومخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على الاستثمار (ROI) في الشركات العقارية قيد الدراسة.
- الفرضية الفرعية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) ومخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

6- حدود الدراسة

- حدود زمنية: سيتم إجراء هذه الدراسة للفترة (2019-2021).
- الحدود المكانية: سيتم إجراء هذه الدراسة على مجموعة من الشركات العقارية في الإمارات.

7- محددات الدراسة

- قلة توفر دراسات علمية سابقة مرتبطة بالموضوع على المستويين المحلي والعربي.
- محدودية المراجع التي تناولت الموضوع.

8- مصطلحات الدراسة

- كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية: هي قدرة مدير المحفظة على تحقيق أعلى عائد ممكن ضمن المستوى المقبول من المخاطرة وبقدر يتجاوز العائد الخالي من المخاطرة.
- مؤشر (Sharp) لقياس كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية: هو أحد مقاييس أداء المحفظة ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي Excess return والمساوي إلى (معدل العائد المتوقع للمحفظة - معدل العائد الخالي من المخاطرة) على مخاطرة المحفظة الكلية (مقاسة بالانحراف المعياري) ويتم ترتيب المحافظ استناداً إلى هذا المقياس من حيث الأفضلية من الأعلى إلى الأدنى. (العامري، 2011، ص430).

- عناصر نموذج Sharp:

- العائد الخالي من المخاطرة (RF): هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل والأكثر شيوعاً منها أدونات الخزينة فتتعدم المخاطرة لهذه الاستثمارات إذ يتساوى معدل العائد المتحقق لهذه الاستثمارات مع معدل العائد المتوقع منها. (العامري، 2011، ص31)
 - عائد المحفظة الاستثمارية (RP): من خلال القوائم المالية للشركات في عينة الدراسة. وذلك بتطبيق المعادلة التالية: $\frac{Mp_t - Mp_{t-1} + CD}{Mp_t}$ حيث Mp_t القيمة السوقية للمحفظة في نهاية السنة المالية، Mp_{t-1} القيمة السوقية للمحفظة في بداية السنة، CD التوزيعات النقدية للمحفظة.
 - الربحية: حيث تقيس الربحية مدى قدرة المنشأة على تحقيق العائد المناسب على الأموال المستثمرة في أنشطتها. (مطر، 2016، ص40).
 - العائد على الاستثمار (Return on investment): يوضح قيمة العائد المحقق من كل وحدة نقدية مستثمرة في موجودات المنشأة وذلك بغض النظر عن مصدر تمويلها داخلياً كان أم خارجياً، ويحدد هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية: (Gitman and Zutter, 2012)
- العائد على الاستثمار = صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول

- العائد على حقوق الملكية (Return on equity): قيمة العائد المحقق من كل وحدة نقدية يستثمره حملة الاسهم العادية في أنشطة المنشأة، ويحدد بالمعادلة التالية:
(Gitman and Zutter, 2012)
العائد على حقوق الملكية = (صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة) / مجموع حقوق المساهمين العاديين.

9- الدراسات السابقة

الدراسات العربية:

- دراسة عبد العزيز (2018) بعنوان: "التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين".

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر سياسة تنوع مكونات المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين على أداء المحفظة، متمثلة بالبنوك التجارية والإسلامية وشركات التأمين والوساطة العاملة في فلسطين وذلك للفترة ما بين 2007-2016، بالإضافة إلى معرفة أثر حجم رأس المال ورأس المال المستثمر والأصول على أداء تلك المحافظ، تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم الاعتماد على بيانات ثانوية مستخلصة من القوائم المالية لهيئات إدارة المحافظ في فلسطين ليتم استخراج البيانات المتعلقة بأداء المحافظ الاستثمارية. حيث تم حساب عائد المحفظة الاستثمارية لجميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين، والمخاطر الكلية لتلك المحافظ وكذلك المخاطر النظامية وغير النظامية والعائد الخالي من المخاطرة ومؤشر شارب الذي يعبر عن أداء تلك المحافظ، بالإضافة إلى حجم رأس المال والأصول ورأس المال المستثمر ومكونات المحافظ الاستثمارية لجميع تلك الهيئات.

من أهم نتائج الدراسة: لا توجد فروق في أداء المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ ولكن توجد فروق في سياسة تنوع المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ، وجود علاقة ارتباطية سالبة ضعيفة تكاد تكون معدومة بين أداء المحفظة وكل من حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال والأصول في جميع هيئات إدارة المحافظ، إن الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال والأصول) لا تؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك

التجارية وشركات التأمين وشركات الوساطة العاملة في فلسطين، ولكن حجم أس المال المستثمر فقط يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين. وأوصت الدراسة ألا تهتم هيئة إدارة المحافظ كثيراً بأصولها المالية وإنما يجب عليها أن تولي اهتمامها لجانب آخر لتحسين أداء محافظها، بالإضافة إلى إجراء المزيد من الدراسات حول المحافظ الاستثمارية في فلسطين.

• دراسة القاضي (2016)، بعنوان "أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية - دراسة اختبارية على البنوك التجارية الاردنية للفترة من 2012-2014".

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد أجريت الدراسة على كافة البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق المالي الأردني والتي بلغ عددها 13 بنك للفترة 2012-2014، حيث قامت الباحثة أولاً بحساب مؤشر Sharp لهذه البنوك والتي تمثل المتغير المستقل، ومخاطر المحفظة الاستثمارية وعائد المحفظة الاستثمارية والعائد الخالي من المخاطرة كمتغيرات ضابطة، والعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية كمتغيرات تابعة. ثم تم إجراء تحليل مالي بهدف التعرف على أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية وقد جاءت نتيجة التحليل متطابقة مع نتائج التحليل الاحصائي الذي تم إجراءه باستخدام معادلة الانحدار البسيط والانحدار المتعدد للتعرف على الأثر ومعامل الارتباط بيرسون للتعرف على العلاقة ما بين المتغير المستقل والمتغيرات الضابطة والمتغيرات التابعة.

وكانت أهم نتائج الدراسة تتمثل بما يلي: عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية للعائد الخالي من المخاطرة على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لعائد المحفظة الاستثمارية على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وجود أثر ذو دلالة احصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وجود أثر ذو دلالة احصائية لعناصر نموذج Sharp مجتمعة ممثلة (بالعائد الخالي من المخاطرة، وعائد المحفظة الاستثمارية، ومخاطر المحفظة الاستثمارية) على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية.

- دراسة الشعراي (2015)، بعنوان "التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)".

ثم في هذه الدراسة تشكيل 4 محافظ استثمارية في سوق عمان ومحافظ أخرى في سوق دمشق للأوراق المالية بالاعتماد على المعلومات والبيانات التاريخية، وذلك لقياس أداء هذه المحافظ عن طريق بناء مجموعة من النماذج التنبؤية، باستخدام منهج بوكس-جنكز، واختيار أفضل نموذج للتنبؤ بأداء هذه المحافظ، قم مقارنة أداء المحافظ في السوق المالي مع السوق الآخر.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: المحافظ الاستثمارية في السوقين كانت متنوعة بشكل ممتاز، وكانت نماذج $ARMA(1,1)$ و $ARMA(2,2)$ أفضل نماذج يمكن الاعتماد عليها في تعقب أداء المحافظ الاستثمارية.

وأوصت الدراسة بضرورة اعتماد المستثمرين عند تكوينهم المحافظ الاستثمارية على المعاملات السالبة للارتباط بالأسهم ومؤشر شارب، بالإضافة إلى اتباع التوسع في الأساليب التنبؤية للوصول إلى أفضل النماذج للتنبؤ بتقلبات عوائد المحفظة الاستثمارية.

- دراسة شبير (2015)، بعنوان: "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تقييم أداء الأسهم (Treydor, sharp, Jensen) في بناء محافظ استثمارية بالأسهم في بورصة فلسطين خلال الفترة 2010-2014، وكذلك تقييم أداء تلك المحافظ من حيث العائد، والمخاطرة، والعائد المعدل بالمخاطرة، ومقارنة أداء تلك المحافظ مع محفظة السوق، وذلك لعينة الدراسة المكونة من (27) شركة، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات المالية للشركات باستخدام بعض التحليلات الاحصائية اللازمة لذلك، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها: أن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس نموذج شارب أفضل مالياً من كل من محفظة السوق والمحافظ المبنية على أساس (Treydor, Jensen)، وذلك من حيث متوسط العائد الشهري ومتوسط العائد بالمخاطرة المتحققان لمدة ستة أشهر، كما تبين عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 تعزى لنوع

محفظة كل من (Sharp, Treynor, Jensen) ومحفظة السوق، وذلك من حيث العائد ومن حيث المخاطرة ومن حيث العائد المعدل بالمخاطرة، هذا وقد أوصت الدراسة بضرورة قيام الجهات المختصة في بورصة فلسطين بإعداد قاعدة بيانات تحتوي على عائدات الأسهم الشهرية والنصف سنوية والسنوية لأهميتها في إعداد الدراسات ومساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار استثمار بشكل رشيد، وكذلك ضرورة تقييم المستثمرين لاستثماراتهم باستخدام العائد والمخاطرة معاً عند تشكيل محافظهم الاستثمارية، والاعتماد على المعلومات المحاسبية الفعلية والمتوقعة لما لها من أهمية كبيرة في تفسير التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم.

• **دراسة برادعي (2013)، بعنوان: "تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة**

المؤشرات المعمول فيها حالياً في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة".

جاءت هذه الدراسة للكشف عن مدى مهارة مديري هذه المحافظ الاستثمارية وإلقاء الضوء على أنواع المقاييس والمؤشرات المستخدمة في قياسها، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أداء مدراء المحافظ الاستثمارية وفقاً لمؤشرات شارب، وتريينور، وجنسن، وفاما، وهل تمثل تقيماً فعلياً لأداء مدراء المحافظ وبيان الفروق الجوهرية فيما بين هذه المؤشرات، وقد توصل البحث إلى عدة استنتاجات أهمها أن أكثر العوامل تأثيراً على أداء المحفظة الاستثمارية هو التنوع بعد تحديد المستثمر للمخاطر التي يستطيع تحملها والعوائد المنشودة في ظل الأهداف التي تسعى لتحقيقها، يليه أهمية العامل المتمثل بأن على مدير المحفظة أن يكون مؤهلاً ولو بدرجة مقبولة للوقوف على تأثيرات التطورات المالية والاقتصادية المحيطة بالمحفظة الاستثمارية سواء كانت محلية أم اقليمية أم عالمية، كما توصل البحث إلى أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام العائد والمخاطرة كل على حدة، كما أظهرت نتائج التحليل أن هناك تبايناً في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً للمؤشرات المعتمدة وذلك بسبب تركيز كل مؤشر على جانب معين من المخاطرة.

• **دراسة خرباش (2012)، بعنوان: "أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق**

المالية دراسة حالة على بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010".

هدف البحث إلى معرفة أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية، ودراسة إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما هدف البحث أيضاً إلى إبراز أهمية التنويع الدولي في تدني مخاطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد. وعلى هذا الأساس، تم اختيار عينة الدراسة من أسهم أفضل الشركات المدرجة في كل من بورصة عمان والسعودية خلال سنة 2010. وقد خلصت الدراسة إلى أن كلاً من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة وكذلك معاملات الارتباط فيما بينها، بالإضافة إلى استراتيجية التنويع الدولي، تساهم في تدني المخاطر النظامية (مخاطر سعر الصرف) إلى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العوائد.

• **دراسة الحمدوني (2011)، بعنوان: "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي".**

ركز البحث على تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة وفقاً للمؤشرات شارب، ترينور وجنسن، وقد غطى البحث فترة 2009، ولغرض اختبار فرضية البحث تم اختيار 116 شركة مساهمة كعينة يتم تداول أسهمها في سوق عمان المالي بواقع 13 شركة تمثل البنوك و10 شركات تمثل قطاع التأمين و57 شركة تمثل قطاع الخدمات ومثلت 36 شركة القطاع الصناعي، وكشف البحث عن أن معظم أسباب التقلبات في أسعار أسهم الشركات ناتجة عن عوامل أخرى تؤثر في السوق وأن العوامل التي تخص الشركات ترتبط بالسوق بشكل ضعيف في القطاعات الأربعة، فضلاً عن ذلك فإن انخفاض معدلات العوائد الشهرية قد انعكس على محفظة السوق وظهرت بقيمة سالبة ولم تعزز الشركات العوائد المتحققة بعوائد إضافية لا نظامية تغطي انخفاض عوائد السوق.

• **دراسة موسى وأبو عرابي (2009)، بعنوان: "مدى استخدام البنوك لسياسة التنويع للحد من المخاطر دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية"**

هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى تطبيق قطاع البنوك للأسس العملية والنظرية في تكوين محافظ الاستثمار وتقديم مجموعة من التوصيات لتعظيم الاستفادة من موضوع الدراسة حيث أوصت البنك

بأن يقوم بتكوين المحفظة التنويع في أدواته بحيث يكون عائد الأداة مناسب لدرجة مخاطرة هذه الأداة أي تكون هناك موازنة بين العائد والمخاطرة كما أوصت البنوك باتباع سياسة متوازنة عند تكوين المحفظة بحيث تحافظ على عنصرى العائد والأمان في نفس الوقت معاً.

• **دراسة عبيدات (2008)، بعنوان: "أداء محفظة أموال مؤسسة الضمان الاجتماعي وأداء محفظة السوق المالي الأردني – دراسة مقارنة"**

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة أداء محفظة استثمار أموال المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بأداء محفظة السوق المالي الأردني باستخدام نموذج Treynor وذلك خلال الفترة الممتدة من 2003 وحتى 2006، وقد توصلت الدراسة إلى أن أداء المحفظة الاستثمارية للضمان الاجتماعي قد تحسن بشكل ملموس منذ إنشاء الوحدة الاستثمارية للضمان الاجتماعي، كما قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات من أهمها العمل على تنويع محفظة الاستثمار بالأسهم بشكل جيد لتخفيض المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، كما أوصت بضرورة إجراء دراسات أخرى لجوانب تتناول أبعاد أخرى لم تشملها الدراسة.

الدراسات الأجنبية:

• **دراسة Wikswana and others (2017)، بعنوان "استراتيجية تنويع المحفظة وأثرها على أداء المحفظة في سوق رأس المال الإندونيسي".**

هدفت الدراسة إلى تحليل أداء المحفظة بناء على استراتيجية التنويع التي يتم اتباعها في السوق المالي الإندونيسي داخل القطاع الواحد وبين القطاعات المتعددة، تم أخذ عينة من الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا وسوق رأس المال لإجراء الدراسة عليها، بالإضافة إلى جمع معلومات عن أنشطة التداول لهذه الشركات في الفترة بين (2011-2015). توصلت الدراسة إلى أن أداء المحافظ المبنية على الأرباح المحتجزة في القطاع الواحد سلبي بمعنى أن عائد هذه المحافظ أقل من العائد الخالي من المخاطرة وكذلك أداء المحافظ في عدة قطاعات يكون سلبي بمعنى أن عائد هذه المحافظ أقل من العائد الخالي من المخاطرة.

كما تم عرض مجموعة من الاقتراحات ومنها ضرورة قيام المستثمرين بدراسة القطاعات الراجين بالاستثمار فيها قبل قيامهم فعلاً بعملية الاستثمار والتي أدت إلى انخفاض أداء محافظهم.

• دراسة Sen and Fattawat (2014)، بعنوان: " Sharpe Single Index Model and its Application in Portfolio Construction: an Empirical Study".

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج sharp في تكوين محفظة استثمارية مثلى في الشركات المدرجة في سوق sensex للأوراق المالية في الهند خلال الفترة من 2010-2013، واشتملت عينة الدراسة على (30) شركة، مستخدمة البيانات الشهرية والأساليب الاحصائية التالية (الارتباط والتباين واختبار T)، حيث تم بناء محفظة استثمارية مثلى من (4) شركات وهي التي كان معامل بيتا لها أكبر من واحد ونسبة نموذج sharp لها أكبر من معدل القطع (وهو بمثابة الحد الفاصل الذي يتم من خلاله اختيار الاسهم التي سوف تتكون منها المحفظة)، حيث يشير معدل القطع إلى متوسط نسبة sharp للشركات التي معامل بيتا لها أكبر من واحد، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك فروقاً ذات دلالة احصائية عند (5%) بين حجم المخاطر الكلية بين المحفظة المثلى وفقاً لنموذج sharp وبين المحفظة المثلى وفقاً لنموذج Markowitz، حيث بلغت على التوالي (38.1%، 21.2%)، كما توصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية عند (5%) بين متوسط عائد المحفظة المثلى وفقاً لنموذج sharp وبين المحفظة المثلى وفقاً لنموذج Markowitz، كما أوصت الدراسة بضرورة إعادة مثل تلك الدراسة على عينة أكبر ولفترة زمنية أكبر.

• دراسة Rachmat and Nugroho (2013)، بعنوان: " Portfolio determination and Markowitz efficient in five Indonesian industrial sector".

هدفت الدراسة إلى بناء محفظة مثلى وفعالة من الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة 2011-2012، حيث قامت الدراسة بتكوين (3) محافظ الأولى تحتوي على أكبر (5) شركات من حيث العائدات السوقية والمحفظة الثانية تشمل على أقل من (5) شركات من حيث المخاطرة الكلية، والثالثة تحتوي على أفضل (5) شركات من حيث العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ونسبة الربحية، ثم قامت الدراسة بتقييم أداء تلك المحافظ من خلال نماذج (sharp, Treynor,)

(Jensen)، وتوصلت الدراسة إلى أن المحفظة الأولى أداءها أفضل من محفظة السوق والمحافظ الأخرى وفقاً لنموذجي (sharp, Jensen)، والمحفظة الثالثة هي الأفضل وفقاً لنموذج (Treydor)، وأوصت الدراسة المستثمرين في اندونيسيا بضرورة الاعتماد على عائدات الأسهم السوقية عند اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة.

• دراسة (Kolbadi and ahmadinia) (2011)، بعنوان: "Examining sharp, sortino, and sterling ratios in portfolio management, Evidence from Tehran stock exchange"

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

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة والقليلة التي نشرت حول كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية لاحظ الباحث بأن الدراسات السابقة قامت على منهج التحليل الوصفي وليس المنهج الاختباري وهو ما يميز الدراسة الحالية بالإضافة إلى القطاع المبحوث ألا وهو الشركات العقارية، حيث يقدم الباحث

دراسة اختبارية مبنية على بيانات فعلية مرتكزة على القوائم المالية لقياس كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية للشركات العقارية باستخدام نموذج شارب وليس على الاستبيانات كما هو الحال في دراسة البرادعي (2013)، بينما كانت دراسة (القاضي، 2016) هي الدراسة الوحيدة ممن بين الدراسات السابقة القريبة من مجال هذه الدراسة، وهذا ما يدل على قلة الدراسات التي ناقشت هذا الموضوع وبالتالي هذا ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بالإضافة إلى أنها ستتناول الجانب الاستثماري للشركات عينة البحث، وكذلك استخدام الأساليب الاحصائية في عملية التحليل مما يعكس إضافة على المكتبات والدوريات لأهمية هذه الدراسة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

1- تمهيد

يتضمن هذا الفصل عرضاً للأدب النظري الخاص بالمحافظ الاستثمارية من حيث: مفهومها، وأهميتها، وأهدافها والمبادئ التي تحكم بناءها وإدارتها مروراً بأنواعها وطبيعة الأدوات الاستثمارية المكونة منها وذلك بالإضافة إلى المؤشرات المستخدمة في قياس كفاءة إدارتها.

2- نشأة وتطور مفهوم المحفظة الاستثمارية

إن أول من كتب في المحافظ الاستثمارية هو المحلل الأمريكي Markowitz وذلك عام 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال Coren و Sharpe حيث ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينات والستينات.

في الخمسينات والستينات ظهر عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل استثمار هذه الأموال استثماراً صحيحاً لتحقيق دخل جيد للبنك والمدخر، وكان هنالك عدد كبير من المدخرين ومبالغ كبيرة من الادخارات حيث وقع على عاتق هذه البنوك استغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل. وكذلك ظهر عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق التقاعد المدني وصندوق الضمان الاجتماعي وصناديق توفير البريد وغيرها من هذه الصناديق. ولكن عدداً من مدراء البنوك والمؤسسات المالية غير المتخصصين أصابهم الغرور، وتم جمع مبالغ كبيرة من المدخرات وبسبب أن هؤلاء المدراء غير متخصصين في إدارة المحافظ ولم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ فشلوا في إدارتهم وخرج عدد كبير من هذه المؤسسات من السوق.

وظلت المؤسسات المالية التي كان يديرها مدراء متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة لذلك نجحوا نجاحاً كبيراً في استثماراتهم مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ. (المومني، 2009، ص18)

3- مفهوم المحفظة Portfolio Concept

ليس من المعقول أن يخاطر أي مستثمر باستثمار كل أمواله - المتاحة للاستثمار - في أصل مالي واحد، فقد يترتب على ذلك خسائر فادحة ربما تؤدي إلى ضياع جانب كبير من أصل الثروة حال تعرض هذا الأصل المالي للانهياب في سوق الأوراق المالية.

من المتعارف عليه في عالم المال والاستثمار، ألا يضع المستثمر كل ما يملك في ورقة مالية واحدة، "لا تضع كل البيض في سلة واحدة"، مثل شعبي يستهدف تجنب المخاطر المرتفعة. فالمخاطر المتعلقة بالاستثمارات الفردية مجتمعة كل على حدة، سوف تكون أعلى من مثلتها لو تم احتواء هذه الاستثمارات الفردية في محفظة مالية واحدة (الاستثمار الجماعي)، بافتراض أن المستثمر قد اختار هذه الاستثمارات بعناية فائقة.

ومحافظ الاستثمار لا تقتصر فقط على محافظ الأوراق المالية، بل يمكن تكوين محافظ استثمارية تضم تشكيلة من الأصول المالية والأصول العينية، انطلاقاً من أن الاستثمار المالي (غير المباشر) له ارتباط بالاستثمار المادي (المباشر). (Brealey, 1985).

تعرف المحفظة في قاموس وبستر (Webster) بأنها عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو أوراق تجارية تمسكها البيوت المالية.

ويمكن أن تتكون المحفظة الاستثمارية من أصول حقيقية أو من أصول مالية أو من خلال مزيج يجمع بينهما. (مطر وتيم، 2005، ص169)

وهنا يمكن تصنيف موجودات المحافظ إلى نوعين رئيسيين هما: (خربوش، وارشيد، 2010)

1) الموجودات المالية (Financial assets): فالمقصود بها الحقوق على الثروة أو الحقوق على أصول حقيقية فهي أصول غير حقيقية وإنما يترتب على حيازتها حق مالي يخول لصاحبه المطالبة بأصل حقيقي وعادة ما يكون هذا الحق مرفق بصك أو بمستند قانوني كالأسهم والسندات والخيارات.

2) الموجودات الحقيقية (Real assets): وفيها أن المستثمر لا يقوم بملك مستحقات مالية وإنما سيمسك الموجودات الحقيقية ذاتها داخل المحفظة، وكلما ارتفعت قيمة هذه الموجودات ارتفعت معها حصة المستثمرين من المكاسب الرأسمالية كالعقارات والسلع والذهب.

وبناءً على أولويات المستثمر واحتياجاته وأهدافه تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار التي تشكل محفظة ذلك المستثمر وعادة فحن المستثمر يقوم باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من مجموعة المحافظ التي تحقق له أحد الشرطين: (خربوش، وارشيد، 2010)

- أعلى عائد متوقع على مستويات مختلفة من المخاطر.
- أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة.

ويطلق على مجموعة المحافظ التي تقابل هذان الشرطان المجموعة الفعالة Efficient Set أو الحد الفعال Efficient Frontier. (أل شبيب، 2010)

لذلك فالمحفظة هي عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت حقيقية أم مالية والتي يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد عند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها باتباع الأساليب العلمية الصحيحة. (الإبراهيمي، 2003)

ويعرف آخرون المحفظة على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصليين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة (portfolio manager)، وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها كما قد يكون مأجوراً وحينئذ ستفاوت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشرط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة.

وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنويع أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب والعقار والسلع... الخ، ويمكن أيضاً أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات والأوراق المالية وأذونات الخزينة والخيارات... الخ. لكن في أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع الأصول الحقيقية والأصول المالية معاً. (الحسيني، فلاح ومؤيد، الدوري، 2003)

يعد Harry Markowitz من أصحاب الفكر المستنير والتميز في مجال التمويل والاستثمار إذ ينسب إليه الفضل في ابتكار نظرية محفظة الاستثمار عام 1952، والتي حصل بموجبها على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990 بالمشاركة مع William Sharpe و Merton Miller.

وتعتبر نظرية محفظة الاستثمار بحق بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار، حيث ساهمت في إمكانية قياس مخاطر الاستثمار كمياً، وبالتالي لم يعد المستثمر يعتمد على العائد المتوقع فقط كأساس لاختيار الاستثمارات بل أضيف إليه عامل المخاطرة. (مرعي، 2000)

4- أهمية المحفظة الاستثمارية

تهدف المحفظة أساساً إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة، وذلك عن طريق التنويع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال. ومخاطر الاستثمار هي مخاطر تتعلق في العمل أو في السوق أو في الفائدة... إلخ، فما هي أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار: (كمال، 2004)

- 1) إن كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في العمل وبالتالي بالقدرة على الوفاء، فعن طريق المحفظة يمكن للمستثمر أن يتفادى هذه المخاطر عن طريق تكوين المحفظة التي تشمل على الأوراق المالية التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر مثل السندات والأدوات الحكومية.
- 2) إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في السوق بحيث يخشى المستثمر من الاتجاه العكسي لأسعار السوق وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لرأس المال، ففي هذه الحالة يمكن تجنب مثل هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية عالية الجودة مثل تلك الأوراق التي تعود إلى مؤسسات ذات تاريخ طويل في النجاح.
- 3) إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق مثلاً في سعر الفائدة والخشية من تقلب سعر الفائدة لغير صالح المستثمر، مثلاً عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق فقيمة السندات تقل والعكس عندما تنخفض أسعار الفائدة قيمة السندات تزيد، ففي هذه الأحوال يمكن اللجوء إلى الاستثمار قصير الأجل عوضاً عن الاستثمار طويل الأجل.

5- الأهداف الرئيسية للمحفظة الاستثمارية

الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي: (حطاب، 2007)

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

- (2) **تحقيق دخل مستمر ومستقر:** يتيح فرصة للاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة.
- (3) **التنوع:** وهو القاعدة الأساسية التي يركز عليها مفهوم المحفظة، ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنوع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة. وبهذا الصدد نذكر أن هناك أنواعاً من التنوع، هي البسيط أو العشوائي (الاستثمار في عدد غير محدد من الأوراق المالية)، والتنوع الكفؤ الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة مثل معامل الارتباط بين مكوناتها مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

6- سياسات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية

عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة التي ينوي اتباعها والتي يتم بناءً عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة: (بوزيد، 2007)

1) الاستراتيجية النشطة أو الفعالة **Active Strategy**

هذا النوع من إدارة المحفظة يهدف بشكل رئيسي للحصول على أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة. وهذه المحفظة تسمى محفظة رأس المال، تمتاز هذه المحافظ بالمخاطر العالية وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية، وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم.

2) الاستراتيجية المتحفظة **Passive Strategy**

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

3) الاستراتيجية المتوازنة **Balanced Strategy**

تحقق هذه الاستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات بأنواعها) تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبياً، في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له

عائد رأسمالي. سمة هذه المحافظ هي الجمع بين الهجومية والدفاعية، قاعدتها الأساسية الموازنة بين السيولة والأمان والدخل.

7- المحفظة الاستثمارية المثلى

ليس للمحفظة المثلى مفهوماً مطلقاً، وإنما هو نسبي، وذلك لاختلاف وجهات نظر المستثمرين إذ يمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد على أنها: تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو هي "تلك المحفظة من بين المحافظ الكفوءة التي تتناسب مع نموذج (دالة) التبادل ما بين العائد والمخاطرة، لأن لكل مستثمر دالة مختلفة عن الآخر".

والمحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية: (عبد القادر، 2010)

- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان.
- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي.
- أن تحقق أدوات المحفظة حداً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

وتبنى نظرية المحفظة الاستثمارية المثلى على خمسة فروض رئيسية، هي: (آل شبيب، 2010)

- (1) ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية محددة.
- (2) يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحى المنفعة له يعكس تناقساً في المنفعة الحدية للثروة.
- (3) ينظر المستثمر إلى المخاطر باعتبارها تشير إلى التقلب في العائد المتوقع.
- (4) يبني المستثمر قراره على متغيرين أساسيين فقط، هما العائد والمخاطرة.
- (5) جميع المستثمرين يكرهون المخاطر، وبالتالي إذا كان المستثمر يفاضل بين بديلين لهما ذات العائد، فحينها سيختار أقلهما مخاطرة. وفي المقابل، إذا كان يفاضل بين بديلين على ذات الدرجة من المخاطر، فحينها سيختار البديل الأعلى عائداً.

حيث أن عملية تكوين محفظة استثمارية يتطلب عملية اختيار الأصول داخل المحفظة بطريقة منهجية تأخذ في الاعتبار المخاطرة والعائد على الاستثمار بالنسبة لهذه الأصول من أجل تحقيق المقايضة (Trade off) الأكثر كفاءة بينهما. (آل شبيب، 2010)

ولبناء محفظة أوراق مالية مثلى ينبغي تحديد ما يلي: (خرباش، 2012)

(1) تحديد مجموعة المحافظ الكفوة.

(2) الاختيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق للمستثمر أقصى منفعة مع الأخذ

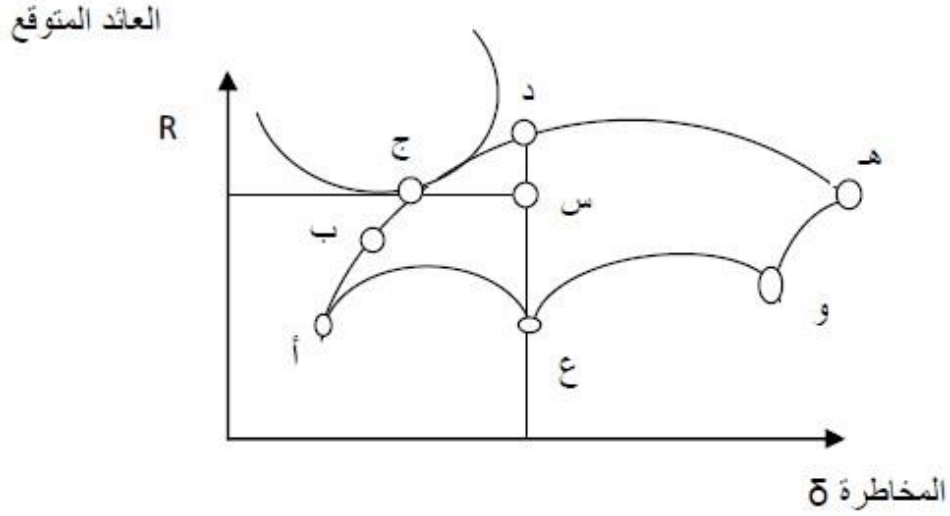
بعين الاعتبار المبادئ التالية:

a. نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد.

b. نختار الورقة المالية الأكبر عائد في حالة تساوي المخاطر.

كما هو موضح في الشكل التالي: (مطر، 2016، ص196)

الشكل 1: تحديد نقطة المحفظة المثلى



ولتحديد المحفظة المثلى يتم جمع مجموعة المحافظ الكفؤة ومنحنيات السواء، حيث تمثل النقطة التي يتم فيها تماس منحى الحد الفعال، ومنحنى السواء الخاص بالمستثمر المحفظة المثلى، والتي تحقق للمستثمر أعلى عائد، وأعلى مستوى للرضى الذي يمكن أن يصل إليه المستثمر، وتتمثل في النقطة (ج) في الشكل أعلاه. (مطر وتيم، 2005، ص 211)

8- أنواع المحافظ الاستثمارية

يمكن تصنيف المحافظ الاستثمارية حسب ترتيب الشركات إلى نوعين وهما: (Bodie et al., 2011)

1) المحافظ المقفلة أو المغلقة (closed-end investment companies)

يكتسب هذا النوع من الشركات تسميته من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه، بمعنى أنه وبمجرد انتهاء الاكتتاب الأولي في الشركة لا يجوز لإدارتها أن تطرح حصصاً أو أسهماً إضافية بقصد زيادة رأس المال، كما لا يجوز لها بالمقابل تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص، وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منها إلا عند التصفية. لكن ثبات رأس المال في هذه الشركات لا يمنع تداول أسهمها في السوق المالي، وفي الواقع فحينها

يتم بيع وشراء وحدات هذه الشركات في الأسواق الثانوية تماماً كبيع وشراء الأسهم. ولذلك فإن القيمة السوقية لوحدات هذه الشركات تتحدد حسب العرض والطلب في السوق المالي.

(2) المحافظ المفتوحة (open-end investment companies)

نشأ هذا النوع عن المحافظ بعد النوع الأول (المحافظ المغلقة) وقد اكتسب تسميته من كونه مفتوحاً في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. أي أنه يمكن لمدير المحفظة أن يطرح أسهمها أو حصصاً جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولى، كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه أي وقت يراه أن ينسحب من المحفظة حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم فيه عن طريق الاسترشاد بمؤشر صافي قيمة الوحدة المحدد في تاريخ الإطفاء.

لكن من حيث الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها المستثمر في المحفظة فتقسم المحافظ الاستثمارية إلى: (مطر، 2016، ص255)

(1) محافظ النمو (growth funds)

تستثمر هذه المحافظ عادة في الأسهم العادية لشركات ذات مركز مالي جيد وسمعة جيدة، وهي تهدف بشكل أساسي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية للمستثمر، وبشكل أكبر من السعي إلى تحقيق دخل منتظم على شكل توزيعات أرباح، ولذلك فح المخاطر ستكون عالية نسبياً نظراً لتقلبات أسعار الأسهم في السوق المالي.

(2) محافظ الدخل (income funds)

تهدف إلى تحقيق أقصى دخل ممكن للمستثمر، ولذلك فهي تستثمر عادة إما في السندات وتعرف في هذه الحالة بصناديق الدخل من السندات (income-bond funds)، أو في الأسهم ذات التوزيعات المستقرة والمعروفة باستمراريتها وتسمى في هذه الحالة بصناديق الدخل من الأسهم (income-equity funds).

(3) محافظ النمو والدخل (growth and income funds) أو المحافظ المتوازنة:

تهدف إلى تحقيق هدف مزدوج وهو حصول المستثمر على دخل منتظم من توزيعات الأرباح، وفي نفس الوقت تحقيق أرباح رأسمالية من ارتفاع السعر. لذا فإن هذه الصناديق تتكون من خليط من الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات. وتعتبر المخاطرة فيها منخفضة نسبياً.

(4) محافظ السندات ذات المردود المرتفع (high-yield bond funds)

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

(5) المحافظ العالمية (global funds)

وهي إما أن تستثمر في الأسهم التي يتم تداولها في الأسواق المالية العالمية وتسمى صناديق الأسهم العالمية (global equity funds). وإما أن تستثمر في السندات الدولية ويطلق عليها صناديق السندات العالمية (global bond funds). ويهدف هذان النوعان من الصناديق إلى تنويع مخاطر الاستثمار، ولكنها تضيف نوعاً آخر من المخاطر وهو مخاطر أسعار الصرف.

(6) محافظ سوق النقد (money market funds)

تتميز باستثماراتها في الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أدونات الخزينة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية. وهي تهدف إلى توفير قدر عال من السيولة للمستثمر، وفي نفس الوقت المحافظة على رأس المال، لذلك فإن المخاطر ستكون منخفضة والعائد المتوقع منها منخفض أيضاً.

9- أسس قياس أداء المحافظ الاستثمارية

تقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم اخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الإنجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، وفي تقييم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية لا بد من أخذ المبادئ التالية بعين الاعتبار: (مطر وتيم، 2005، ص184)

- (1) أن قياس قيمة صافي أصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول، وليس على أساس تكلفتها التاريخية.
- (2) أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل (بيتا) للمحفظة بعين الاعتبار.
- (3) يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساساً لتقييم أداء إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافاً إليه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.

4) يجب احتساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات. هذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصومة لهذه التدفقات وذلك بمراعاة توقيت حدوثها.

5) يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار مراعاة عنصرى العائد والمخاطر معاً.

6) كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية، لكن كونها أطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.

7) من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها.

10- مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

سعى العديد من الباحثين وخبراء أسواق المال إلى تطوير مجموعة من النماذج الرياضية الهادفة إلى اشتقاق مؤشرات لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية. ومن أهم النماذج المتداولة في هذا المجال ثلاثة هي:

1) نموذج شارب (Sharpe model)

يحسب مؤشر شارب بقسمة متوسط العائد الإضافي للمحفظة (علاوة المخاطرة Excess Return) على الانحراف المعياري وفق الصيغة الآتية: (Bodie et al., 2011)

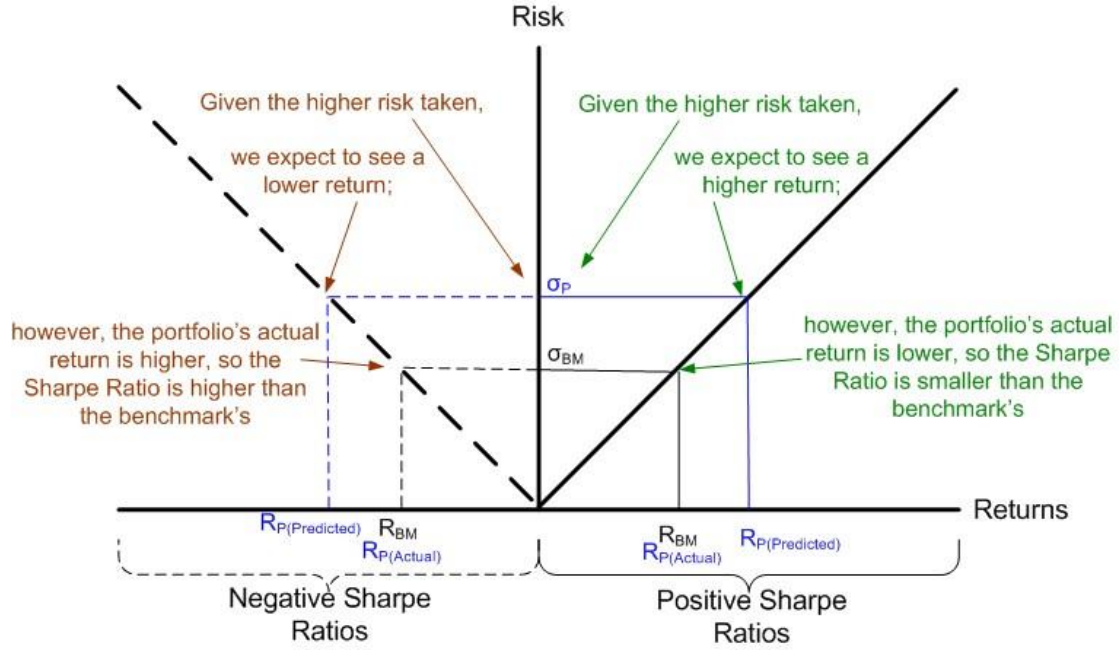
$$D_P = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_F}}{\delta P}$$

حيث:

- D_P يشير إلى نسبة مؤشر المكافأة للتقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم.
- R_P متوسط عائد المحفظة.
- R_F معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.
- δP مخاطرة المحفظة.

وعليه فالمقدار $(\overline{R_P} - \overline{R_F})$ يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه ببديل الخطر، وبناءً عليه فإن معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية بنوعيتها المنتظمة وغير المنتظمة التي تنطوي على عملية الاستثمار في المحفظة.

الشكل 2: نسبة شارب الموجبة والسالبة



ويظهر في المنحني عندما تأخذ الشركة مخاطر على المحفظة مقدارها δP ، فإنها تتوقع عائد مقداره R_P ، ولكن عندما تأخذ مخاطر عند النقطة δP ويكون العائد أقل من المتوقع تحديداً عند النقطة R_P (actual)، عندها ستكون نسبة Sharp للمحفظة أقل من نسبة Sharp للسوق والعكس صحيح. ومدلول هذا الشكل أن التغيير الحادث في محفظة السوق الاستثمارية سيترتب عليه تغيير في محفظة البنك الاستثمارية بمقدار معامل Sharp في نفس الاتجاه.

(2) نموذج ترينور (Treynor model)

يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد وبالتالي لا توجد هناك مخاطر غير منتظمة، أي أنه يركز على المخاطر المنتظمة فقط وذلك باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة المالية. (الحناوي،

(2002)

$$D_P = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_F}}{B_P}$$

وتعرف بيتا المحفظة B_p بأنها عبارة عن مقياس للمخاطر المنتظمة (systematic risk) للمحفظة ويعبر عن مقدار التغير الذي يحدث في عائد المحفظة استجابة للتغير الحادث في محفظة السوق، أو بعبارة أخرى يمثل مقدار التغير النسبي في عائد المحفظة منسوباً للتغير الحادث في متوسط عائد المحفظة السوقية. (Bodie et al.m 2011, 965)

(3) نموذج جينسن (Jensen's)

يعرف باسم ألفا ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد وهما: (Brentani, 2004,)
:(48)

- المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي أو علاوة مخاطر المحفظة.
- المقدار الثاني: يمثل حاصل ضرب معامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن تسمى بعلاوة خطر السوق.

ومنه يظهر نموذج جينسن كما يلي:

$$ALPHA a = (R_p - R_F) - B(R_M - R_F)$$

حيث:

- $(R_p - R_F)$ العائد الإضافي أو علاوة مخاطر المحفظة.
 - $B(R_M - R_F)$ علاوة خطر السوق.
- وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا قد يكون
- $(a > 0)$ يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة.
 - $(a < 0)$ يشير إلى الأداء السيء للمحفظة.
 - $(a = 0)$ يشير إلى حالة التعادل بين عائد المحفظة وعائد السوق.

11- مفهوم الربحية

إن الربحية هي الهدف الأساسي لجميع الشركات للبقاء والاستمرارية، ويتحقق هذا الهدف من خلال قراراتين مهمين:

1) قرار الاستثمار الذي يقوم على استخدام فائض الأموال المتاحة في فرص استثمارية تحقق عائداً أعلى من التكلفة المرجحة لتلك الأموال (WACC). وتعتمد الشركات في تمويل استثماراتها عادة من مصدرين رئيسيين إما عن طريق التمويل الخارجي من خلال الاقتراض من البنوك أو من مؤسسات التمويل في أسواق المال الأجنبية، وإما عن طريق التمويل الداخلي من خلال الملاك سواء عن طريق إصدار الأسهم، أو باستخدام الاحتياطيّات الاختيارية والأرباح المحتجزة. هذا ويتوقف اختياراً أيضاً من هذين المصدرين الخارجي أو الداخلي عادة على عدة عوامل أهمها تكلفة التمويل، وكذلك ملائمة مصدر التمويل، ثم عنصر المخاطرة. (المحجان، 2012)

2) قرار التمويل وهو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار في الموجودات بشكل يمكن للإدارة من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الاستفادة من الاقتراض الثابت الكلفة، ولكن دون تعرضها للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض (المحجان، 2012).

إن للربحية مفهوماً واسعاً وله عدة مجالات، وإن قياسها يعتبر مسألة دقيقة ولا يكون ذا دلالة إلا إذا نسب إلى فترة مرجعية معينة، وهذا المفهوم يطبق على كل عمل اقتصادي تستعمل فيه الإمكانيات المادية والبشرية والمالية ويعبر عنها بالعلاقة بين النتيجة والإمكانيات المستعملة أي بما يعرف بمقياس الإنتاجية. (مصطفى ومراد، 2013)

كذلك للربحية مفهوماً تشغيلياً بمعنى أن الربحية تتحقق عندما تكون الإيرادات المحققة أكبر من النفقات أو التكاليف المستنفذة.

وبذلك فإن الربحية هي التجسيد الفعلي للنتائج المحققة من طرف الشركة والتي تهم جهات متعددة وفئات مختلفة (أمالك المساهمين، المقرضين، الموردون، العمال، ... وغيرهم) وهذا ما جعل مفهومها أكثر نسبية يتحدد ويرتبط بالأهداف التي تسعى إلى تحقيقها كل جهة من هذه الجهات. (مصطفى ومراد، 2013)

وتقيس الربحية مدى قدرة المنشأة على تحقيق العائد المناسب على الأموال المستثمرة في أنشطتها، وفي تحليل ربحية المنشأة يتوجب مراعاة العنصرين الأساسيين اللذان يحددان تلك الربحية وهما: (مطر، 2016، ص40)

- قدرة المنشأة على الرقابة على التكاليف.
- كفاءة إدارة المنشأة في استخدام الأصول على توليد المبيعات.

12- المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الربحية

لعل أهم المؤشرات المالية وأكثرها استخداماً في تقييم ربحية المنشآت التجارية بما فيها البنوك هي النسب المالية التي يتم اشتقاقها عادة من القوائم المالية المنشورة لتلك المنشآت أي قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وفي بعض الأحيان قائمة التدفقات النقدية. ومن النسب المالية المتعارف عليها في هذا المجال ما يلي: (Gibson, 2013)

1 هامش مجمل الربح (Gross profit margin)

ويقاس قدرة إدارة المنشأة على الرقابة على المصروفات التشغيلية في سعيها لتوليد الأرباح، وتبين قيمة الربح المحقق من كل وحدة نقدية من المبيعات وذلك بعد خصم تكلفة البضاعة المباعة وتساوي: هامش مجمل الربح = مجمل الربح / المبيعات

2 هامش الربح التشغيلي (Operating profit margin)

وتبين قيمة الربح المحقق من كل وحدة نقدية من المبيعات وذلك بعد خصم تكلفة البضاعة المباعة ومصروفات التشغيل وتساوي:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \text{الربح التشغيلي EBIT} / \text{المبيعات}$$

3 هامش صافي الربح (Net profit margin)

وتبين قيمة الربح المحقق من كل وحدة نقدية من المبيعات بعد خصم جميع المصروفات بما فيها مصروف ضريبة الدخل وتساوي:

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

(4) العائد التشغيلي على الأصول (operating return on assets)

ويعتبر بمثابة مقياس أو مؤشر إجمالي يلخص الأداء التشغيلي للمنشأة وذلك بمراعاة العنصرين الأساسيين للربحية وهما: مدى نجاح المنشأة في الرقابة على المصروفات من جهة، ثم مدى كفاءة الإدارة في مجال استخدام الأصول لتوليد المبيعات من جهة أخرى، ويساوي:

$$\text{العائد التشغيلي على الأصول} = \text{الربح التشغيلي EBIT} / \text{مجموع الأصول}$$

(5) العائد على الأصول (return on assets)

وتبين قيمة العائد المحقق من كل وحدة نقدية مستثمرة في موجودات المنشأة وذلك بغض النظر عن مصدر تمويلها داخلياً كان أم خارجياً، ويساوي:

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

(6) العائد على حقوق الملكية (return on equity)

وتبين قيمة العائد المحقق من كل وحدة نقدية يستثمره حملة الأسهم العادية في أنشطة المنشأة، ويساوي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{(صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة)} / \text{مجموع حقوق المساهمين العاديين}$$

الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة

1- تمهيد

سيتم في هذا الفصل عرض الإجراءات المنهجية التي استعان بها الباحث للإجابة عن أسئلة البحث، بما يحقق أهداف الدراسة، حيث شملت هذه الإجراءات تحديداً لنوع الدراسة بناءً على المعلومات المتوافرة لدى الباحث والأهداف الرئيسية للبحث، وكذلك تحديد المنهج المستخدم في الدراسة بحيث يشير إلى الكيفية المتبعة في الدراسة محور موضوع البحث، ثم تحديد مجتمع الدراسة وعينته، وتحديد أداة جمع البيانات بحيث تشير إلى الوسيلة التي سيتم جمع البيانات اللازمة. وثم الانتقال إلى الإجراءات التنفيذية من خلال جمع البيانات، وتحديد وحدة التحليل، وثم الانتقال إلى المرحلة النهائية من الإجراءات البحثية من خلال التحليل الإحصائي للبيانات وتفسيرها.

2- منهج الدراسة

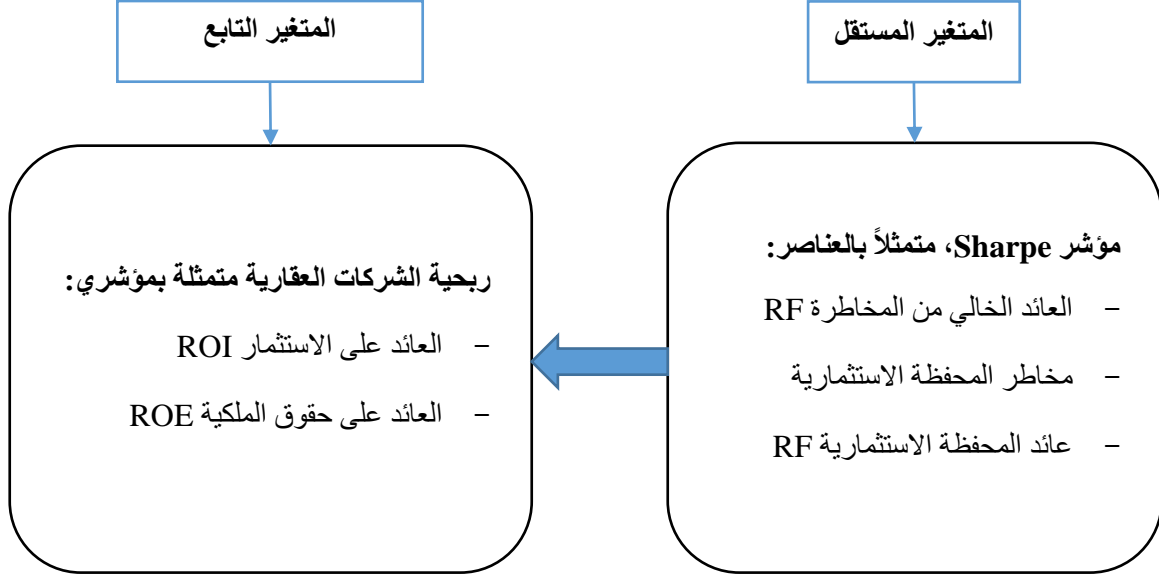
ستقوم هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي للبحث العلمي وذلك من خلال دراسة اختبارية يعتمد فيها الباحث على بيانات فعلية مستخلصة من القوائم المالية لمجموعة من الشركات العقارية على مدار الفترة من 2019-2021 وقد اعتمد الباحث على نوعين من مصادر المعلومات هي:

- في الجانب النظري مصادر ثانوية ممثلة بالدوريات والأبحاث والرسائل العلمية التي كتبت في جوانب الدراسة حيث تم الانتفاع بها في تحديد مفاهيم الدراسة ومشكلتها وصياغة فرضياتها.
- وفي الجانب العملي مصادر أولية تتمثل في القوائم المالية المنشورة للعينة المبحوثة خلال الفترة ما بين 2019-2021 وذلك لاستخلاص المعلومات الخاصة بأداء المحافظ الاستثمارية للشركات المبحوثة وكذلك لمؤشري الربحية فيها.

3- مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات العقارية المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، وقد تمثلت عينة البحث بـ 5 شركات وهي (ديار، إعمار، داماك، الاتحاد، دريك أند سيكل انترناشيونال).

4- متغيرات الدراسة



الشكل 3: نموذج الدراسة (من إعداد الباحث)

5- المعالجات الإحصائية

سوف تستخدم الدراسة برنامج التحليل الإحصائي SPSS في معالجة البيانات للإجابة عن أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها وفقاً للمعالجات الإحصائية التالية:

- الإحصاء الوصفي لاستخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة.
- تحليل الانحدار البسيط (simple regression analysis) لاختبار صلاحية فرضيات الدراسة وتأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.
- معامل ارتباط بيرسون لاختبار طبيعة العلاقة بين المتغير المستقل والتابع.

6- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

تم استخدام أدوات التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة المستخلصة من البيانات المالية المنشورة لعينة الدراسة للفترة الممتدة بين عامي (2019-2021) حيث تم من خلالها اشتقاق المؤشرات الوصفية التالية:

(1) الوسط الحسابي (mean): والذي يمثل الوسط الحسابي لقيم المتغير على مدار السنوات الثلاث.

(2) الوسيط (median): والذي يمثل القيمة الوسيطة أي القيمة التي تقع في وسط قيم المتغير.

(3) الانحراف المعياري (SD): والذي يمثل مدى تشتت قيم المتغير حول وسطها الحسابي وكلما ارتفع هذا المؤشر يكون دليلاً لزيادة تشتت القيم حول وسطها الحسابي.

(4) القيمتان الأدنى والأعلى للمتغير (maximum, minimum): ويؤشران إلى مدى التذبذب الحادث في قيم المتغير وكلما زاد هذا المدى اعتبر دليلاً على زيادة التذبذب في هذه القيم والعكس بالعكس.

(5) الالتواء (Skewness) والتفرطح (Kurtosis): وهما مؤشران إضافيان لتأكيد مدى التذبذب في قيم المتغيرات وكلما ارتفع كل منهما زاد التذبذب.

ويبين الجدول التالي عرض تلك البيانات:

الجدول 1: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

Sharp	العائد الخالي من المخاطرة	عائد المحفظة الاستثمارية	مخاطر المحفظة	العائد على الاستثمار	العائد على حقوق الملكية	
.17173	.37100	.09487	.29907	.01313	.09027	الوسط الحسابي
.14100	.31700	.11600	.19300	.01500	.09600	الوسيط
1.529136	.144943	.232638	.214427	.002997	.022626	الانحراف المعياري
-1.097	.581	-.591	1.061	-1.214	-.640	معامل الالتواء
4.219	-1.615	.473	.001	.629	-.384	معامل التفرطح
-4.052	.233	-.432	.062	.006	.045	القيمة الدنيا

3.082	.563	.443	.771	.016	.122	القيمة العليا
-------	------	------	------	------	------	---------------

تشير بيانات الجدول (1) إلى ما يلي:

- إن قيم المتغيرات المستقلة في مجملها أكثر تشتتاً حول أوساطها الحسابية من قيم المتغيرات التابعة، وذلك بدلالة كل من: انحرافاتها المعيارية، وكذلك اتساع المدى الممثل للقيمة العليا والقيمة الدنيا، ومن ثم مؤشري الالتواء والتفرطح.
- ومن بين المتغيرات المستقلة كان مؤشر Sharp الأكثر تشتتاً بالمقارنة مع المتغيرات المستقلة الأخرى مخاطر المحفظة وعائد المحفظة RP والعائد الخالي من المخاطرة RF.
- وبالنسبة للمتغيرات التابعة فمع الانخفاض النسبي للتشتت في قيمتهما بشكل عام، إلا أن العائد على الاستثمار ROI كان الأقل تشتتاً من المؤشر الآخر.

7- العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة

لتحقيق هذا الغرض استخدم الباحث تحليل الارتباط Pearson فكانت النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول 2: مصفوفة العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة

	Sharp	العائد الخالي من المخاطرة	عائد المحفظة الاستثمارية	مخاطر المحفظة	العائد على الاستثمار	العائد على حقوق الملكية
Sharp	1	-.412	.753**	-.016	-.176	-.019
العائد الخالي من المخاطرة		1	-.291	.132	-.101	-.286
عائد المحفظة الاستثمارية			1	-.411	.350	.229
مخاطر المحفظة				1	-.556*	-.165
العائد على الاستثمار					1	.729**
العائد على حقوق الملكية						1

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

يتبين من الجدول (2) ما يلي:

- بخصوص مؤشر Sharp توجد علاقة ارتباط عكسية (سالبة) بينه وبين العائد الخالي من المخاطرة، وعلاقة ارتباط معنوية طردية (موجبة) بينه وبين عائد المحفظة الاستثمارية إذ بلغت قيمة معامل الارتباط بالنسبة لهما (-0.412 و 0.753) على التوالي، وتفسير ذلك هو أن ارتفاع العائد الخالي من المخاطرة يؤدي إلى انخفاض مؤشر Sharp والعكس بالعكس أما بالنسبة لعائد المحفظة الاستثمارية فيؤدي ارتفاعه إلى ارتفاع مؤشر Sharp والعكس بالعكس وذلك لأن ارتفاع العائد الخالي من المخاطرة يؤدي إلى تقليص ما يعرف بعلاوة المخاطرة risk premium وانخفاضه يؤدي إلى ارتفاع هذه العلاوة وفي كلتا الحالتين ينعكس الأثر على قيمة مؤشر Sharp وفي اتجاه معاكس.
- بالنسبة للعائد الخالي من المخاطرة توجد له علاقة ارتباط معنوية سالبة مع عائد المحفظة الاستثمارية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.291) بمعنى أن الزيادة التي تحدث في العائد الخالي من المخاطرة ينعكس سلباً على عائد المحفظة والعكس بالعكس. ذلك لأن التغير الحادث في مؤشر العائد الخالي من المخاطرة RF بالزيادة يؤدي إلى تقليص قيمة علاوة المخاطرة التي تحققها المحفظة مما يؤدي إلى توجه المستثمر للاستثمار بالسندات بدلاً من الأسهم والعكس بالعكس.
- وبخصوص العائد على الاستثمار توجد له علاقة ارتباط معنوية وسالبة مع مخاطرة المحافظ الاستثمارية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.556) كما أن العائد على حقوق الملكية هو الآخر يوجد بينه وبين مخاطرة المحافظ الاستثمارية علاقة عكسية (سالبة) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.165) ولكن توجد علاقة طردية موجبة بين العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.729) وهي علاقة طردية معنوية موجبة.

8- اختبار الفرضيات

استخدم الباحث اختبار الانحدار البسيط لاختبار فرضيات الدراسة كما يلي:
الفرضية العدمية الرئيسية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 لكفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر Sharp على ربحية الشركات العقارية قيد الدراسة. ويتفرع من هذه الفرضية الفرعية التالية:

- الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 للعائد الخالي من المخاطر (RF) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

الجدول 3: اختبار الفرضية الفرعية الأولى (أثر العائد الخالي من المخاطرة على كل من ROI و ROE)

المتغير	معامل الارتباط	معامل التحديد	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	0.101	0.010	14	-0.101	-0.002	-0.365	0.721	قبول
ROE	0.286	0.082	14	-0.286	-0.045	-1.076	0.302	قبول

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة Sig المرتبطة بكل من المتغيرين ROI، ROE أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، ذلك ما يوجب قبول الفرضية العدمية، بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل RF على كل من المتغيرين التابعين ROI، ROE.
- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرين ROI، ROE يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للعائد الخالي من المخاطرة على كل منهما. ومن جانب آخر فإن الإشارة السالبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل RF وكل من المتغيرين السابقين ROI، ROE سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في العائد الخالي من

المخاطرة سيكون له أثر معاكس على كليهما. وهذه النتيجة منطقية لأن ارتفاع العائد الخالي من المخاطرة مثلاً سيؤدي بالتالي إلى انخفاض علاوة المخاطرة ومن ثم انخفاض عائد المحفظة. كذلك ومما يؤكد ضعف علاقة العائد الخالي من المخاطرة على العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية هو انخفاض قيمة معامل التحديد والذي يشير إلى تدني قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في كل من ROE، ROI.

○ الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

الجدول 4: اختبار الفرضية الفرعية الثانية (أثر عائد المحفظة الاستثمارية على كل من ROI و ROE)

المتغير	معامل الارتباط	معامل التحديد	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	0.350	0.123	14	0.350	0.005	1.348	0.201	قبول
ROE	0.229	0.052	14	0.229	0.022	0.848	0.412	قبول

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة Sig المرتبطة بكل من المتغيرين ROE، ROI أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، ذلك ما يوجب قبول الفرضية العدمية، بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل RP على كل من المتغيرين التابعين ROE، ROI.

- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرين ROE، ROI يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعائد المحفظة الاستثمارية على كل منهما. ومن جانب آخر فإن الإشارة الموجبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل RP وكل

من المتغيرين السابقين ROE، ROI موجبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في عائد المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر مطرد على كليهما.

- كذلك ومما يؤكد ضعف علاقة عائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية هو انخفاض قيمة معامل التحديد والذي يشير إلى تدني قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في كل من ROE، ROI.

○ الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) الشركات العقارية قيد الدراسة.

الجدول 5: اختبار الفرضية الفرعية الثالثة (أثر مخاطر المحفظة على كل من ROI وROE)

المتغير	معامل الارتباط	معامل التحديد	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	0.556	0.309	14	-0.556	-0.008	-2.409	0.032	رفض
ROE	0.165	0.027	14	-0.165	-0.017	-0.604	0.556	قبول

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة Sig المرتبطة بالمتغير ROI أقل من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية، بمعنى أنه: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل (مخاطر المحفظة) على متغير العائد على الاستثمار.

- بينما قيم مستوى الدلالة Sig المرتبطة بالمتغير ROE أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، ذلك ما يوجب قبول الفرضية العدمية، بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل مخاطر المحفظة على متغير العائد على حقوق الملكية.

- كما نلاحظ أن هناك ارتفاع نسبي لمؤشر Beta للمتغير ROI وهذا ما يؤكد على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار.
- بينما نجد انخفاض نسبي لمؤشر Beta للمتغير ROE وهذا ما يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية.
- ومن جانب آخر فإن الإشارة السالبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل مخاطر المحفظة وكل من المتغيرين السابقين ROE، ROI سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في مخاطر المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر معاكس على كليهما.
- كذلك نلاحظ أن قيمة معامل التحديد للعلاقة بين مخاطر المحفظة والعائد على الاستثمار 0.309 وهي قيمة جيدة تشير إلى ارتفاع قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في ROI.
- بينما ما يؤكد ضعف علاقة مخاطر المحفظة والعائد على حقوق الملكية هو انخفاض قيمة معامل التحديد والذي يشير إلى تدني قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في ROE.

○ الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) ومخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على العائد على الاستثمار (ROI) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

الجدول 6: اختبار الفرضية الفرعية الرابعة (أثر عناصر مؤشر Sharp على ROI)

المتغير	معامل الارتباط	معامل التحديد	مستوى الدلالة	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
العائد الخالي من المخاطرة عائد المحفظة الاستثمارية مخاطر المحفظة	0.572	0.327	0.209	0.008	0.000	0.032	0.975	قبول
				0.149	0.002	0.531	0.606	قبول
				0.495-	0.007-	1.825-	0.095	قبول

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة Sig المرتبطة بالمتغيرات الثلاث أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، ذلك ما يوجب قبول الفرضية العدمية، بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على العائد على الاستثمار ROI.
- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرات الثلاث يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على العائد على الاستثمار.
- إن قيمة معامل الارتباط متوسطة إلا أنها غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05 أي أنها علاقة غير معنوية، وانخفاض قيمة معامل التحديد يشير إلى عدم قدرة المتغير المستقل (عناصر مؤشر Sharpe مجتمعة) في تفسير التغيرات الحاصلة في العائد على الاستثمار.

○ الفرضية الفرعية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) ومخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

الجدول 7: اختبار الفرضية الفرعية الخامسة (أثر عناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على ROE)

المتغير	معامل الارتباط	معامل التحديد	مستوى الدلالة	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
العائد الخالي من المخاطرة	0.333	0.111	0.718	0.238-	0.037-	0.802-	0.439	قبول
عائد المحفظة الاستثمارية				0.126	0.012	0.390	0.704	قبول
مخاطر المحفظة				0.082-	0.009-	0.262-	0.798	قبول

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة Sig المرتبطة بالمتغيرات الثلاث أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، ذلك ما يوجب قبول الفرضية العدمية، بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على العائد على حقوق الملكية ROE.
- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرات الثلاث يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على العائد على الاستثمار.
- إن قيمة معامل الارتباط ضعيفة وغير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05 أي أنها علاقة غير معنوية، وانخفاض قيمة معامل التحديد يشير إلى عدم قدرة المتغير المستقل (عناصر مؤشر Sharpe مجتمعة) في تفسير التغيرات الحاصلة في العائد على حقوق الملكية.

النتائج والتوصيات

1- النتائج

كشفت نتائج الاختبارات والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسة أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية الشركات العقارية ما يلي:

○ لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 للعائد الخالي من المخاطر (RF) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة، كما أن العلاقة بين المتغير المستقل RF وكل من المتغيرين التابعين ROE، ROI سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في العائد الخالي من المخاطرة سيكون له أثر معاكس على كليهما. وهذه النتيجة منطقية لأن ارتفاع العائد الخالي من المخاطرة مثلاً سيؤدي بالتالي إلى انخفاض علاوة المخاطرة ومن ثم انخفاض عائد المحفظة.

○ لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة. كما تبين أن العلاقة بين المتغير المستقل RP وكل من المتغيرين التابعين ROE، ROI موجبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في عائد المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر مطرد على كليهما.

○ يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على العائد على الاستثمار (ROI)، بينما ليس لها أثر على العائد على حقوق الملكية (ROE) الشركات العقارية قيد الدراسة.

○ لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على العائد على الاستثمار ROI. كما أن قيمة معامل الارتباط متوسطة إلا أنها غير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05 أي أنها علاقة غير معنوية، وانخفاض قيمة معامل التحديد يشير إلى عدم قدرة المتغير المستقل (عناصر مؤشر Sharpe مجتمعة) في تفسير التغيرات الحاصلة في العائد على الاستثمار.

○ لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لعناصر مؤشر Sharpe مجتمعة على العائد على حقوق الملكية ROE. كما أن قيمة معامل الارتباط ضعيفة وغير دالة إحصائياً عند مستوى دلالة 0.05 أي أنها علاقة غير معنوية، وانخفاض قيمة معامل التحديد يشير إلى عدم

قدرة المتغير المستقل (عناصر مؤشر Sharpe مجتمعة) في تفسير التغيرات الحاصلة في العائد على حقوق الملكية.

2- التوصيات

وعلى ضوء هذه النتائج يمكن تقديم التوصيات التالية:

- على الشركات العقارية اتباع سياسة متوازنة عند تكوين المحفظة الاستثمارية بحيث تحافظ على عنصرى العائد والمخاطرة في نفس الوقت والعمل على تنويع المحفظة بشكل جيد لتقليل المخاطر التي تتعرض لها.
- يجب أن يكون مدير المحفظة الاستثمارية مؤهلاً لدرجة مقبولة للوقوف على تأثيرات التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية المحيطة بالمحفظة الاستثمارية.
- ضرورة تقييم المستثمرين لاستثماراتهم عند تكوين محافظهم الاستثمارية باستخدام العائد والمخاطرة معاً.
- اجراء دراسات أخرى لجوانب تتناول أبعاد أخرى لم تشملها الدراسة واعادة الدراسة على عينة أكبر ولفترة زمنية أكبر.

المراجع

المراجع العربية:

1. الابراهيمي، محمد (2003). إدارة المحافظ الاستثمارية النظرية والتطبيق، بيروت، لبنان: دار الأفق للنشر والتوزيع.
2. آل شبيب، دريد كامل (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة
3. برادعي، آلاء مصطفى (2013). تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حالياً في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة دمشق، دمشق، سوريا.
4. بوزيد، سارة (2007). إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري _ دراسة حالة على بنك BNP PARIBAS، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر.
5. الحسيني، فلاح، الدوري، مؤيد (2003). إدارة البنوك - مدخل كمي واستراتيجي معاصر، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
6. خطاب، سامي (2007). المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي.
7. الحمدوني، إلياس خضير (2011). تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، 4 (7)، 310-334.
8. الحناوي، محمد صالح (2002). تحليل وتقييم الاسهم والسندات. الاسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع.
9. خرباش، منية (2012). أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية - دراسة حالة على بورصتي عمان وسعودية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
10. خربوش، حسني علي، وارشيد، عبد المعطي رضا، وجودة، محفوظ أحمد (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار زهران للنشر والتوزيع.
11. درويش، مروان (2005). الأداء الاستثماري لمحافظ النمو ومحافظ القيمة وعلاقته بكفاءة الاسواق المالية.

12. سلمان، صفاء (2003). استثمار البنوك التجارية للفائض النقدي "حالة بعض البنوك التجارية الاردنية"، مجلة العلوم الادارية، العدد 95، 123-163.
13. شبير، توفيق عوض (2015). بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الاسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين.
14. العامري، محمد علي ابراهيم (2011). ادارة محافظ الاستثمار. ط1، عمان: اثناء للنشر والتوزيع.
15. عبد القادر، السيد متولي (2010). الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، عمان: دار الفكر ناشرون وموزعون.
16. عبيدات، اريج (2008). أداء محفظة أموال مؤسسة الضمان الاجتماعي وأداء محفظة السوق المالي الاردني دراسة مقارنة.
17. العمري، قيس فاروق (2006). أثر كفاءة ادارة المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية الاردنية على موقفها التنافسي. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، عمان، الاردن.
18. كمال، بن موسى (2004)، المحفظة الاستثمارية – تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث جامعة الجزائر، (3)، 37-48.
19. المحجان، فهد محمد سعد (2012). تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، الأردن.
20. مرعى، درويش (2000). ادارة البورصات والأوراق المالية. القاهرة: الفاروق الحديثة.
21. مصطفى، عبد اللطيف، ومراد، عبد القادر (2013). أثر استراتيجية البحث والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 20 (2)، 27-44.
22. مطر، محمد (2016). الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الاساليب والادوات والاستخدامات العملية، ط4، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

23. مطر، محمد (2016). الاسس النظرية والعملية لبناء وادارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
24. مطر، محمد، وتيم، فايز (2005). ادارة المحافظ الاستثمارية، ط1، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
25. موسى، شقيري نوري، ابو عرابي، مروان (2009)، مدى استخدام البنوك لسياسة التوزيع للحد من المخاطر دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الاردنية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة.
26. المومني، غازي فلاح (2009). ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.

المراجع الأجنبية:

1. Anderson, R. (2003), Founding family owner ship and firm performance, Evidence from the S & P 500. Journal of finance. 58 (3), 1301-1328.
2. Beckhart, H. (1940). Monetary policy and commercial bank portfolios. USA, The American Economic Review, Vol 30, pp 17-26.
3. Bodie, Z, Kane, A and Marcus, A. (2011). Investment and portfolio management, (9E), McGraw-Hill.
4. Brealey Richard, (1985), An Introduction to Risk &Return USA, the Massachusetts Institute of technology.
5. Brentani, Christine, (2004), Portfolio Management in Practice, Elsevier ltd, London.
6. Field, A. (2001). Discovering statistics using spss2nd Ed sage.
7. Gibson, H Charles, (2013). Financial reporting &analysis. The Western College publishing.
8. Gitman, L.J &Zutter, C.J. (2012). Principles of managerial finance, (13th ed.), Pearson.
9. Hair, J, Bush. R, and ortinau. D, (2003), Marketing research within a changing information environment. McGraw-Hill.
10. Kolbadi, pegah, hamedahmadinia (2011), Examining sharp, sortino, and sterling ratios in portfolio management, Evidence drom Tehran stock exchange. International journal of business and management, vol. 6, No. 4, p222-236.
11. Rachmat, Doddy and Anggoro Budi Nugroho (2013), Portfolio determination and Markowitz efficient frontier in five Indonesian industrial sector. journal of business and management, vol 2, no 1, p:116-131.

12. Sen, Kapil, Dishafattaeat (2014), Sharp 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. Reynor, Jack and Fisher Black. (1973). How to use security analysis to improve portfolio selection? Journal of Business, vol 46, pp 66 -86.

الملاحق

1- متغيرات الدراسة للفترة 2019-2021

العائد على حقوق الملكية	العائد على الاستثمار	مخاطر المحفظة	عائد المحفظة الاستثمارية	العائد الخالي من المخاطرة	Sharp	السنة	اسم الشركة
0.089	0.009	0.622	0.123-	0.563	0.307-	2019	الاتحاد
0.056	0.006	0.771	0.432-	0.317	0.616-	2020	
0.111	0.015	0.417	0.393	0.233	0.860	2021	
0.099	0.015	0.481	0.116	0.563	0.101	2019	دريك أند
0.103	0.015	0.551	0.120	0.317	0.141	2020	سيكل
0.122	0.016	0.093	0.043-	0.233	0.830-	2021	انترناشيونال
0.102	0.015	0.190	0.001-	0.563	0.361-	2019	ديار
0.109	0.014	0.193	0.320	0.317	1.438	2020	
0.116	0.014	0.181	0.305	0.233	1.493	2021	
0.083	0.016	0.062	0.183-	0.563	4.052-	2019	داماك
0.096	0.015	0.183	0.151	0.317	0.589	2020	
0.085	0.015	0.179	0.101	0.233	0.371	2021	
0.045	0.010	0.230	0.217	0.563	0.645	2019	إعمار
0.062	0.011	0.130	0.443	0.317	3.082	2020	
0.076	0.011	0.203	0.039	0.233	0.022	2021	

2- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة للفترة 2019-2021

Statistics

		Sharp	العائد الخالي من المخاطرة	عائد المحفظة الاستثمارية	مخاطر المحفظة	العائد على الاستثمار	العائد على حقوق الملكية
N	Valid	15	15	15	15	15	15
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		.17173	.37100	.09487	.29907	.01313	.09027
Median		.14100	.31700	.11600	.19300	.01500	.09600
Std. Deviation		1.529136	.144943	.232638	.214427	.002997	.022626
Skewness		-1.097	.581	-.591	1.061	-1.214	-.640
Std. Error of Skewness		.580	.580	.580	.580	.580	.580
Kurtosis		4.219	-1.615	.473	.001	.629	-.384
Std. Error of Kurtosis		1.121	1.121	1.121	1.121	1.121	1.121
Minimum		-4.052	.233	-.432	.062	.006	.045
Maximum		3.082	.563	.443	.771	.016	.122

Descriptives

		اسم الشركة	Statistic	Std. Error
Sharp	الاتحاد	Mean	-.02100	.449441
		95% Confidence Interval for	Lower Bound	-1.95479
		Mean	Upper Bound	1.91279
		5% Trimmed Mean	.	.
		Median	-.30700	.
		Variance	.606	.
		Std. Deviation	.778454	.
		Minimum	-.616	.
		Maximum	.860	.
		Range	1.476	.
		Interquartile Range	.	.
		Skewness	1.430	1.225
		Kurtosis	.	.
	دريك أند سيكل انترناشيونال		Mean	-.19600
		95% Confidence Interval for	Lower Bound	-1.56085
		Mean	Upper Bound	1.16885
		5% Trimmed Mean	.	.

Median		.10100	
Variance		.302	
Std. Deviation		.549424	
Minimum		-.830	
Maximum		.141	
Range		.971	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.722	1.225
Kurtosis		.	.
ديار Mean		.85667	.609040
95% Confidence Interval for	Lower Bound	-1.76382	
Mean	Upper Bound	3.47716	
5% Trimmed Mean		.	
Median		1.43800	
Variance		1.113	
Std. Deviation		1.054889	
Minimum		-.361	
Maximum		1.493	
Range		1.854	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.727	1.225
Kurtosis		.	.
داماك Mean		-1.03067	1.511977
95% Confidence Interval for	Lower Bound	-7.53618	
Mean	Upper Bound	5.47484	
5% Trimmed Mean		.	
Median		.37100	
Variance		6.858	
Std. Deviation		2.618821	
Minimum		-4.052	
Maximum		.589	
Range		4.641	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.719	1.225
Kurtosis		.	.
اعمار Mean		1.24967	.933652

	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-2.76751	
	Mean	Upper Bound	5.26685	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.64500	
	Variance		2.615	
	Std. Deviation		1.617132	
	Minimum		.022	
	Maximum		3.082	
	Range		3.060	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.447	1.225
	Kurtosis		.	.
العائد الخالي من المخاطرة	الاتحاد	Mean	.37100	.099015
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.05503	
	Mean	Upper Bound	.79703	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.31700	
	Variance		.029	
	Std. Deviation		.171499	
	Minimum		.233	
	Maximum		.563	
	Range		.330	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.276	1.225
	Kurtosis		.	.
دريك أند سيكل انترناشيونال		Mean	.37100	.099015
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.05503	
	Mean	Upper Bound	.79703	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.31700	
	Variance		.029	
	Std. Deviation		.171499	
	Minimum		.233	
	Maximum		.563	
	Range		.330	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.276	1.225

	Kurtosis		.	.
ديار	Mean		.37100	.099015
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.05503	
	Mean	Upper Bound	.79703	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.31700	
	Variance		.029	
	Std. Deviation		.171499	
	Minimum		.233	
	Maximum		.563	
	Range		.330	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.276	1.225
	Kurtosis		.	.
داماك	Mean		.37100	.099015
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.05503	
	Mean	Upper Bound	.79703	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.31700	
	Variance		.029	
	Std. Deviation		.171499	
	Minimum		.233	
	Maximum		.563	
	Range		.330	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.276	1.225
	Kurtosis		.	.
إعمار	Mean		.37100	.099015
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.05503	
	Mean	Upper Bound	.79703	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.31700	
	Variance		.029	
	Std. Deviation		.171499	
	Minimum		.233	
	Maximum		.563	
	Range		.330	

		Interquartile Range	.	
		Skewness	1.276	1.225
		Kurtosis	.	.
عائد المحفظة الاستثمارية	الاتحاد	Mean	-.05400	.240643
		95% Confidence Interval for	Lower Bound	-1.08940
		Mean	Upper Bound	.98140
		5% Trimmed Mean	.	.
		Median	-.12300	.
		Variance	.174	.
		Std. Deviation	.416806	.
		Minimum	-.432	.
		Maximum	.393	.
		Range	.825	.
		Interquartile Range	.	.
		Skewness	.725	1.225
		Kurtosis	.	.
	دريك أند سيكل انترناشيونال	Mean	.06433	.053679
		95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.16663
		Mean	Upper Bound	.29530
		5% Trimmed Mean	.	.
		Median	.11600	.
		Variance	.009	.
		Std. Deviation	.092975	.
		Minimum	-.043	.
		Maximum	.120	.
		Range	.163	.
		Interquartile Range	.	.
		Skewness	-1.728	1.225
		Kurtosis	.	.
	ديار	Mean	.20800	.104590
		95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.24201
		Mean	Upper Bound	.65801
		5% Trimmed Mean	.	.
		Median	.30500	.
		Variance	.033	.
		Std. Deviation	.181155	.
		Minimum	-.001	.

		Maximum	.320	
		Range	.321	
		Interquartile Range	.	
		Skewness	-1.719	1.225
		Kurtosis	.	.
	داماك	Mean	.02300	.104006
		95% Confidence Interval for Lower Bound	Mean	Mean
			Upper Bound	
		Mean	.47050	
		5% Trimmed Mean	.	
		Median	.10100	
		Variance	.032	
		Std. Deviation	.180144	
		Minimum	-.183	
		Maximum	.151	
		Range	.334	
		Interquartile Range	.	
		Skewness	-1.583	1.225
		Kurtosis	.	.
	إعمار	Mean	.23300	.116899
		95% Confidence Interval for Lower Bound	Mean	Mean
			Upper Bound	
		Mean	.73598	
		5% Trimmed Mean	.	
		Median	.21700	
		Variance	.041	
		Std. Deviation	.202475	
		Minimum	.039	
		Maximum	.443	
		Range	.404	
		Interquartile Range	.	
		Skewness	.353	1.225
		Kurtosis	.	.
مخاطر المحفظة	الاتحاد	Mean	.60333	.102616
		95% Confidence Interval for Lower Bound	Mean	Mean
			Upper Bound	
		Mean	1.04486	
		5% Trimmed Mean	.	
		Median	.62200	
		Variance	.032	

Std. Deviation		.177737	
Minimum		.417	
Maximum		.771	
Range		.354	
Interquartile Range		.	
Skewness		-.467	1.225
Kurtosis		.	.
دريك أند سيكل انترناشيونال Mean		.37500	.142441
95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.23787	
Mean	Upper Bound	.98787	
5% Trimmed Mean		.	
Median		.48100	
Variance		.061	
Std. Deviation		.246714	
Minimum		.093	
Maximum		.551	
Range		.458	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.577	1.225
Kurtosis		.	.
ديار Mean		.18800	.003606
95% Confidence Interval for	Lower Bound	.17249	
Mean	Upper Bound	.20351	
5% Trimmed Mean		.	
Median		.19000	
Variance		.000	
Std. Deviation		.006245	
Minimum		.181	
Maximum		.193	
Range		.012	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.293	1.225
Kurtosis		.	.
داماك Mean		.14133	.039683
95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.02941	
Mean	Upper Bound	.31208	
5% Trimmed Mean		.	

Median		.17900	
Variance		.005	
Std. Deviation		.068734	
Minimum		.062	
Maximum		.183	
Range		.121	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.725	1.225
Kurtosis		.	.
إعمار Mean		.18767	.029868
95% Confidence Interval for	Lower Bound	.05915	
Mean	Upper Bound	.31618	
5% Trimmed Mean		.	
Median		.20300	
Variance		.003	
Std. Deviation		.051733	
Minimum		.130	
Maximum		.230	
Range		.100	
Interquartile Range		.	
Skewness		-1.217	1.225
Kurtosis		.	.
العائد على الاستثمار	الاتحاد Mean	.01000	.002646
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	-.00138
	Mean	Upper Bound	.02138
	5% Trimmed Mean		.
	Median		.00900
	Variance		.000
	Std. Deviation		.004583
	Minimum		.006
	Maximum		.015
	Range		.009
	Interquartile Range		.
	Skewness		.935
	Kurtosis		.
دريك أند سيكل انترناشيونال	Mean	.01533	.000333

	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.01390	
	Mean	Upper Bound	.01677	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.01500	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.000577	
	Minimum		.015	
	Maximum		.016	
	Range		.001	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.732	1.225
	Kurtosis		.	.
ديار	Mean		.01433	.000333
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.01290	
	Mean	Upper Bound	.01577	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.01400	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.000577	
	Minimum		.014	
	Maximum		.015	
	Range		.001	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.732	1.225
	Kurtosis		.	.
داماك	Mean		.01533	.000333
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.01390	
	Mean	Upper Bound	.01677	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.01500	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.000577	
	Minimum		.015	
	Maximum		.016	
	Range		.001	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.732	1.225

	Kurtosis		.	.
إعمار	Mean		.01067	.000333
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.00923	
	Mean	Upper Bound	.01210	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.01100	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.000577	
	Minimum		.010	
	Maximum		.011	
	Range		.001	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		-1.732	1.225
	Kurtosis		.	.
العائد على حقوق الملكية	الاتحاد	Mean	.08533	.015983
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.01657	
	Mean	Upper Bound	.15410	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.08900	
	Variance		.001	
	Std. Deviation		.027683	
	Minimum		.056	
	Maximum		.111	
	Range		.055	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		-.586	1.225
	Kurtosis		.	.
دريك أند سيكل انترناشيونال	Mean		.10800	.007095
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.07747	
	Mean	Upper Bound	.13853	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.10300	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.012288	
	Minimum		.099	
	Maximum		.122	

	Range		.023	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.528	1.225
	Kurtosis		.	.
ديار	Mean		.10900	.004041
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.09161	
	Mean	Upper Bound	.12639	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.10900	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.007000	
	Minimum		.102	
	Maximum		.116	
	Range		.014	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		.000	1.225
	Kurtosis		.	.
داماك	Mean		.08800	.004041
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.07061	
	Mean	Upper Bound	.10539	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.08500	
	Variance		.000	
	Std. Deviation		.007000	
	Minimum		.083	
	Maximum		.096	
	Range		.013	
	Interquartile Range		.	
	Skewness		1.574	1.225
	Kurtosis		.	.
اعمار	Mean		.06100	.008963
	95% Confidence Interval for	Lower Bound	.02244	
	Mean	Upper Bound	.09956	
	5% Trimmed Mean		.	
	Median		.06200	
	Variance		.000	

Std. Deviation	.015524	
Minimum	.045	
Maximum	.076	
Range	.031	
Interquartile Range	.	
Skewness	-.289	1.225
Kurtosis	.	.

3- مخرجات التحليل الإحصائي

اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 للعائد الخالي من المخاطر (RF) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.101 ^a	.010	-.066	.003094

a. Predictors: (Constant), العائد الخالي من المخاطرة

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	.133	.721 ^b
	Residual	.000	13	.000		
	Total	.000	14			

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

b. Predictors: (Constant), العائد الخالي من المخاطرة

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.014	.002		6.146	.000
	العائد الخالي من المخاطرة	-.002	.006	-.101	-.365	.721

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.286 ^a	.082	.011	.022500

a. Predictors: (Constant), العائد الخالي من المخاطرة

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.001	1	.001	1.158	.302 ^b
	Residual	.007	13	.001		
	Total	.007	14			

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

b. Predictors: (Constant), العائد الخالي من المخاطرة

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.107	.016		6.493	.000
	العائد الخالي من المخاطرة	-.045	.041	-.286	-1.076	.302

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

اختبار الفرضية الفرعية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.350 ^a	.123	.055	.002913

a. Predictors: (Constant), عائد المحفظة الاستثمارية

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	1.817	.201 ^b
	Residual	.000	13	.000		
	Total	.000	14			

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

b. Predictors: (Constant), عائد المحفظة الاستثمارية

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.013	.001		15.563	.000
	عائد المحفظة الاستثمارية	.005	.003	.350	1.348	.201

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.229 ^a	.052	-.020	.022856

a. Predictors: (Constant), عائد المحفظة الاستثمارية

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	.720	.412 ^b
	Residual	.007	13	.001		
	Total	.007	14			

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

b. Predictors: (Constant), عائد المحفظة الاستثمارية

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.088	.006		13.762	.000
	عائد المحفظة الاستثمارية	.022	.026	.229	.848	.412

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) الشركات العقارية قيد الدراسة.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.556 ^a	.309	.255	.002586

a. Predictors: (Constant), مخاطر المحفظة

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	5.804	.032 ^b
	Residual	.000	13	.000		
	Total	.000	14			

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

b. Predictors: (Constant), مخاطر المحفظة

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.015	.001		13.181	.000
	مخاطر المحفظة	-.008	.003	-.556	-2.409	.032

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
-------	---	----------	-------------------	----------------------------

1	.165 ^a	.027	-.048	.023157
---	-------------------	------	-------	---------

a. Predictors: (Constant), مخاطر المحفظة

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	1	.000	.365	.556 ^b
	Residual	.007	13	.001		
	Total	.007	14			

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

b. Predictors: (Constant), مخاطر المحفظة

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.095	.011		9.093	.000
	المحفظة مخاطر	-.017	.029	-.165	-.604	.556

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

اختبار الفرضية الفرعية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعنصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) ومخاطر المحفظة الاستثمارية ((δp) على العائد على الاستثمار (ROI) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.572 ^a	.327	.143	.002774

a. Predictors: (Constant), عائد المحفظة، العائد الخالي من المخاطرة، عائد المحفظة الاستثمارية

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	3	.000	1.779	.209 ^b
	Residual	.000	11	.000		
	Total	.000	14			

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

b. Predictors: (Constant), عائد المحفظة الاستثمارية، العائد الخالي من المخاطرة، عائد المحفظة الاستثمارية

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.015	.003		5.890	.000
	العائد الخالي من المخاطرة	.000	.005	.008	.032	.975
	عائد المحفظة الاستثمارية	.002	.004	.149	.531	.606
	مخاطر المحفظة	-.007	.004	-.495	-1.825	.095

a. Dependent Variable: العائد على الاستثمار

اختبار الفرضية الفرعية الخامسة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة 0.05 لعناصر مؤشر Sharp مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) ومخاطر المحفظة الاستثمارية ((δp) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في الشركات العقارية قيد الدراسة.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.333 ^a	.111	-.132	.024073

a. Predictors: (Constant), مخاطر المحفظة، العائد الخالي من المخاطرة، عائد المحفظ، الاستثمارية

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.001	3	.000	.456	.718 ^b
	Residual	.006	11	.001		
	Total	.007	14			

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

b. Predictors: (Constant), مخاطر المحفظة، العائد الخالي من المخاطرة، عائد المحفظة الاستثمارية

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.105	.022		4.788	.001
	العائد الخالي من المخاطرة	-.037	.046	-.238	-.802	.439
	عائد المحفظة الاستثمارية	.012	.031	.126	.390	.704
	مخاطر المحفظة	-.009	.033	-.082	-.262	.798

a. Dependent Variable: العائد على حقوق الملكية

العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة:

		Correlations					
		Sharp	العائد الخالي من المخاطرة	عائد المحفظة الاستثمارية	مخاطر المحفظة	العائد على الاستثمار	العائد على حقوق الملكية
Sharp	Pearson Correlation	1	-.412	.753**	-.016	-.176	-.019
	Sig. (2-tailed)		.127	.001	.955	.532	.948
	N	15	15	15	15	15	15
العائد الخالي من المخاطرة	Pearson Correlation	-.412	1	-.291	.132	-.101	-.286
	Sig. (2-tailed)	.127		.293	.639	.721	.302
	N	15	15	15	15	15	15
عائد المحفظة الاستثمارية	Pearson Correlation	.753**	-.291	1	-.411	.350	.229
	Sig. (2-tailed)	.001	.293		.128	.201	.412
	N	15	15	15	15	15	15
مخاطر المحفظة	Pearson Correlation	-.016	.132	-.411	1	-.556*	-.165
	Sig. (2-tailed)	.955	.639	.128		.032	.556
	N	15	15	15	15	15	15
العائد على الاستثمار	Pearson Correlation	-.176	-.101	.350	-.556*	1	.729**
	Sig. (2-tailed)	.532	.721	.201	.032		.002
	N	15	15	15	15	15	15
العائد على حقوق الملكية	Pearson Correlation	-.019	-.286	.229	-.165	.729**	1
	Sig. (2-tailed)	.948	.302	.412	.556	.002	
	N	15	15	15	15	15	15

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).