

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي، الطور الثاني  
الميدان: علوم اقتصادية وعلوم التسيير وعلوم تجارية  
القسم: علوم مالية ومحاسبية  
التخصص: مالية مؤسسة  
بعنوان:

أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على  
عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية  
"سوق مسقط للأوراق المالية (2013-2017)"

من إعداد الطالب: محمد أسامة بن عمر  
نوقشت واجيزت علنا بتاريخ: 10 ماي 2018  
أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/ بدر الزمان خمقاني.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا  
أ/ بوبكر شماخي.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا  
د/ يوسف خروبي.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي، الطور الثاني  
الميدان: علوم اقتصادية وعلوم التسيير وعلوم تجارية  
القسم: علوم مالية ومحاسبية  
التخصص: مالية مؤسسة  
بعنوان:

أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على  
عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية  
"سوق مسقط للأوراق المالية (2013-2017)"

من إعداد الطالب: محمد أسامة بن عمر

نوقشت واجيزت علنا بتاريخ: 10 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/ بدر الزمان خمقاني.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا  
أ/ بوبكر شماخي.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا  
د/ يوسف خروبي.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
((يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ))

صدق الله العظيم

## إهداء

إلى من بدعائها فتحت لي أبواب السعادة ...

إلى من سهرت علي أيام طوال...

إلى من مهدت إلي طريق المنال...

إلى أمي

إلى أبي

ومن رباني فأحسن تربيتي والدي العزيز

إلى من بنصحه سلكت طريق السلام...

إلى من علمني فأمعن في تعليمي...

إلى وكل من وقف بجانبني طوال مسيرتي العلمية ...

اهدي لهم ثمرة هذا الجهد المتواضع عسى إن ينال رضاهم وأنال فخرهم

أسامة

# شكر وتقدير

الحمد والشكر لله تعالى العلي القدير

الذي وفقني وأمدني بالصبر والعون على تجاوز كل الصعاب لإكمال  
متطلبات

البحث

فمن الواجب و الأمانة و الوفاء إن أتقدم بخالص شكري و تقديري الوافر  
و امتناني إلى أستاذي الفاضل ..

أ. بوبكر شماخي

والى كل من قام بمساعدتنا من قريب او من بعيد كما نخص بالذكر

أ. عبد الباقي بالضياف

على متابعته وتوجيهاته العلمية ولما بذله من جهد من خلال فترة إعداد

البحث ومن الله

التوفيق

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة قياس تأثير كل من "نسب السيولة" و"نسب الربحية" و"نسب النشاط" على "عوائد الأسهم" للقطاعات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية معبرا عنها بعائد السهم الواحد في القطاعات الاقتصادية، ومن ثم تحديد أي من النسب أعلى تأثير.

ولتحقيق ذلك اعتمادا على عينة مكونة من 24 مؤسسة مدرجة في تلك القطاعات على مدى 5 سنوات (2013-2017) مستخدمين ثلاثة نسب أساسية، وذلك وفقا ل"نموذج بانل" في ظل التحليل الساكن، وتوصلنا أن من بين النسب الثلاثة التي لها تأثير على عائد السهم هي نسب الربحية، أما بالنسبة لنسب السيولة والنشاط التي أوضحت أنها لا تؤثر في عائد السهم.

**الكلمات المفتاحية:** عوائد الأسهم، نسب السيولة، نسب الربحية، نسب النشاط.

## Abstract:

The objective of this study is the attempt to measure the effect of the liquidity ratios, the profitability ratios and the activity ratios on the sectors listed in Muscat Securities Market, indicated by EPS in economic sectors. And then determine which ratio affects the most.

This has been achieved by a study done on a sample of 24 institutions, that belongs to those sectors over 5 years (2013 -2017), using three major ratios, according to the Panel model. Under statistics analysis, we have deduced that among the three ratios, the one that affects the EPS is the profitability ratios. However, for liquidity and activity ratios, the survey approved that they do not affect the EPS.

**Keywords:** EPS= Earnings Per Share, Liquidity ratios, Profitability ratios

Activity ratios

# قائمة المحتويات

III	إهداء
IV	شكر وتقدير
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الاشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
X	قائمة الرموز والإختصارات
أ	المقدمة
1	<b>الفصل الأول: أدبيات حول عوائد الأسهم وإدارة السيولة والربحية والنشاط</b>
3	المبحث الأول: مفاهيم حول عوائد الأسهم وإدارة السيولة والربحية والنشاط
11	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
18	<b>الفصل الثاني: دراسة تأثير نسب السيولة ونسب الربحية ونسب النشاط على عوائد الأسهم</b>
20	المبحث الأول: تقديم العينة وأدوات الدراسة
27	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
36	الخاتمة
39	المراجع
43	الملاحق
49	الفهرس

# قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	الشركات المدرجة قيد الدراسة	1-2
29	نتائج تقدير أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم	2-2
30	نتائج اختبار مضاعف LM	3-2
30	نتائج اختبار Hausman	4-2
31	نتائج الآثار العشوائية الخاصة بكل قطاع	5-2



## قائمة الاشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
21	قيمة التداول في سوق مسقط للأوراق المالية (2013-2017)	1-2
22	مراحل تغير عائد السهم خلال الفترة الممتدة من (2013-2017)	2-2
27	التمثيل الانتشاري لعائد السهم مع نسبة السيولة	3-2
28	التمثيل الانتشاري لعائد السهم مع نسبة الربحية	4-2
28	التمثيل الانتشاري لعائد السهم مع نسبة النشاط	5-2

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
44	نتائج تقدير نماذج بانل (النموذج الانحدار التجميعي)	01
44	نتائج تقدير نماذج بانل (نموذج الأثار الثابتة)	02
45	نتائج تقدير نماذج بانل (نموذج الأثار العشوائية)	03
46	نتائج اختبار LM	04
47	نتائج اختبار Hausman	05
48	بيانات عائد السهم ونسب السيولة والربحية والنشاط	06

## قائمة الرموز والإختصارات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار
عائد السهم	Earnings Per Sher	<b>EPS</b>
نسبة السيولة	Liquidity Ratio	<b>LR</b>
نسبة الربحية	Profitability Ratio	<b>PR</b>
نسبة النشاط	Activity Ratio	<b>AR</b>
نموذج الإنحدار التجميعي	Pooled Regression Model	<b>PRM</b>
نموذج الأثار الثابتة	Fixed Effects Model	<b>FEM</b>
نموذج الأثار العشوائية	Random Effects Model	<b>REM</b>

# المقدمة

## أ. توطئة:

لعبت سوق الأوراق المالية دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الإستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق المدخرات مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الإستثمارية.

ومع استمرارية تطوير الاقتصاد الرأسمالي وزيادة قدرته الإنتاجية واتساع تأثير المنافسة وآلية السوق وتزايد الإحتياجات لتعزيز فعالية الأدوات الإستثمارية وتعبئة المدخرات ورفع كفاءة التخصيص واستخدام الموارد المتاحة فقد تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم النمو الاقتصادي وتحقيق نھوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثره المباشر أيضا بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية.

يمارس المستثمرون انشطتهم الإستثمارية في أسواق الأسهم من عمليات البيع والشراء من خلال مقارنة العوائد المرغوبة بالعوائد المتوقعة، ويمارس المستثمر في سوق الأسهم عمليات الشراء إذا كان معدل العائد المرغوب اقل او مساويا لمعدل العائد المتوقع من السهم المعروض، ويلجأ للبيع إذا كان معدل العائد المرغوب أعلى من معدل العائد المتوقع من السهم المعروض، أي أن معدل العائد المتوقع يمثل تعويضا للمستثمر جراء تأجيل استهلاكه الحالي (الإستثمار).

تهدف النسب المالية المستخرجة من البيانات المالية التي توفر معلومات مهمة ومعبرة عن السيولة والربحية والنشاط، حيث ان أصحاب الديون يهتمون بنسب السيولة التي تبين قدرة الشركة على الوفاء بالتزامات هذا من ناحية، اما ناحية الأخرى فإن حاملي الأسهم والمستثمرين يهتمون بنسب الربحية، اما إدارة الشركة فتهتم بأنشطة الشركة، ويهتم أصحاب الديون أيضا بنسب المديونية لمعرفة مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي، ويهتم المستثمرون بنسب التوزيعات لمعرفة سياسة الشركة في عملية التوزيع.

## ب. الإشكالية:

بناء على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية كالتالي:

ما مدى تأثير نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية لسوق مسقط للأوراق المالية للفترة (2013-2017)؟

ومن اجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع توصلنا إلى التساؤلات الفرعية التالية:

1- هل تأثر نسب السيولة على عوائد الأسهم؟

2- هل تأثر نسب الربحية على عوائد الأسهم؟

- 3- هل تأثر نسب النشاط على عوائد الأسهم؟  
4- أي من هذه النسب أكثر تأثيراً على عوائد الأسهم؟

### ت. الفرضيات:

للإجابة على هذه الأسئلة، يتم عرض الفرضيات الأولية الآتية:

- 1- تؤثر مؤشرات السيولة على عوائد الأسهم؛
- 2- تؤثر مؤشرات الربحية على عوائد الأسهم؛
- 3- تؤثر مؤشرات النشاط على عوائد الأسهم؛
- 4- تعتبر مؤشرات السيولة الأكثر تأثيراً من مؤشرات الربحية ومؤشرات النشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية.

### ث. مبررات اختيار الموضوع:

- ✓ الميول الشخصي لدراسة هذا الموضوع؛
- ✓ ارتباط الموضوع بمجال التخصص؛
- ✓ محاولة اختبار بين ثلاثية (سيولة-ربحية-نشاط) والتي تتسم بالتضارب بين مكوناتها.

### ج. أهمية البحث:

تكمن أهمية هذه الدراسة من خلال الاستخدام الأمثل لنسب السيولة والربحية والنشاط في التحليل إذ يظهر لنا نقاط القوة والضعف للمؤسسة؛  
وتأتي كذلك لتكشف عن مدى نجاح الاستخدام الجيد للقوائم المالية التي هي مصدر معلومة أساسي للمستثمر وخاصة الميزانية وجدول حسابات النتائج والنسب المستخرجة منهما المتعلقة بالسيولة والربحية والنشاط.

### ح. اهداف البحث:

- تظهر أهمية البحث من أهمية التساؤلات المطروحة في إشكالية البحث وذلك من خلال:
- ✓ محاولة التوصل إلى معرفة أي النسب أكثر تأثيراً على عوائد الأسهم، اهي المتعلقة بالسيولة ام المتعلقة بالربحية ام تلك المتعلقة بالنشاط؟
  - ✓ محاولة الوصول الى حل من خلال تقدير اهم المؤشرات المرتبطة بالسيولة والربحية والنشاط التي تسمح للمستثمر باختيار الأسهم الأكثر ربحية.

## خ. حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تتمثل في عوائد أسهم الشركات المدرجة ضمن القطاعات الاقتصادية في سوق مسقط للأوراق المالية؛

الحدود الزمانية: من الفترة الممتدة من 2013 الى 2017.

## د. منهج البحث وأدوات الدراسة المستخدمة:

من اجل الإجابة على الإشكالية المطروحة ولغرض الإلمام بمختلف جوانب الموضوع سيتم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري من البحث، اما من الجانب التطبيقي الذي يتم فيه اسقاط الجانب النظري فسوف يتم اتباع أسلوب دراسة الحالة اعتمادا على الأساليب الإحصائية التي تساعد في تفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، اما الأدوات المستخدمة فتتمثل في برنامج معالج الجداول Excel، لمعالجة المعطيات التي تكون في شكل جداول ولترجمتها الى رسومات بيانية لتسهيل عمليات الملاحظة والتحليل، إضافة الى البرنامج الاحصائي Eviews.

## ذ. مرجعية الدراسة:

في هذه الدراسة تم الاعتماد على مجموعة من المراجع الممكنة لحل الإشكالية المطروحة، من أهمها رسالات ماستر، كتب، مقالات وملتقيات علمية.

## ر. هيكل البحث:

للإجابة على الإشكالية وكذا الأسئلة الفرعية، تم تقسيم موضوع البحث الى فصلين تسبقهم مقدمة وتليهم خاتمة ولكل فصل تمهيد وخلاصة.

سنتناول في الفصل الأول وذلك من خلال تقسيمه الى مبحثين، نتطرق في الأول وباختصار الى المفاهيم الأساسية النظرية حول "نسب السيولة" و"نسب الربحية" و"نسب النشاط" وكذا "عوائد الأسهم"، بينما المبحث الثاني خصص للدراسات السابقة تم الاعتماد عليها في دراستنا وما نراه مميزا لدراستنا عن هذه الدراسات، بينما الفصل الثاني سيكون للدراسة التطبيقية، والذي سنقدم في مبحثه الأول مجتمع وادوات الدراسة المعتمدة ومجموع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وما هي الأساليب الإحصائية المناسبة للكشف عن علاقة عوائد الأسهم ونسب السيولة ونسب الربحية ونسب النشاط التي استخدمناها لتحقيق هذا الغرض، اما المبحث الثاني فقد خصص لتقديم نتائج الدراسة كمرحلة أولى ثم تفسير هذه النتائج والاجابة على فرضيات الدراسة.

الفصل الأول  
أدبيات حول عوائد الأسهم  
وإدارة السيولة والربحية  
والنشاط



## تمهيد:

منذ ظهور الفكر المالي وفي دراسته لعوائد الأسهم وكذا الأدوات المستعملة للوصول الى الغاية المطلوبة وهي تحقيق اعلى عائد عند أدنى مستوى من المخاطرة، ويركز الفكر المالي على جانبين هامين هما مالية المؤسسة، ومالية الأسواق اللذان يمثلان النظرية المالية؛

وتعد القرارات المرتبطة بإدارة السيولة والربحية والنشاط من بين القرارات الاستراتيجية التي لها تأثير كبير جدا على عوائد أسهم المؤسسة من جهة، وعلى اتجاهات المستثمرين والمساهمين من جهة أخرى.

سنحاول في هذا الفصل ضبط بعض من المفاهيم والمصطلحات المرتبطة بعوائد الأسهم، وإدارة السيولة والربحية والنشاط، ثم تقديم لمجموعة من الدراسات السابقة المتعلقة بإشكالية البحث.

## المبحث الأول: مفاهيم حول عوائد الأسهم وإدارة السيولة والربحية والنشاط

يعتمد المسير المالي في إدارة المؤسسة على التحليل المالي مستخدماً في تحليله مجموعة من النسب المالية التي تساعده في اتخاذ القرار والتنبؤ بعملية السير الجيد للمؤسسة في المستقبل.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول عوائد الأسهم

يتفق المحللون الماليون والاقتصاديون ان هناك جوانب فنية مالية يجب مراعاتها قبل اتخاذ قرار شراء أسهم أي شركة مدججة في السوق المالية، وهذه العوامل من شأنها مساعدة المستثمرين على حساب عائد استثماراتهم وحساب مخاطرها وحساب فترة استرداد رأس المال، والعوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند البحث عن أي شركة هي:

العائد على السهم، السعر الحالي للسهم، و"عائد السهم" يعني أرباح الشركة بعد اقتطاع المصاريف، ويحسب عائد السهم بتقسيم أرباح الشركة على عدد الأسهم المصدرة أو المتداولة، وتوضح لك النتيجة ربح السهم الواحد، وعلى هذا الأساس يمكنك اتخاذ القرار الاستثماري<sup>1</sup>.

#### (أ) مفهوم عائد السهم:

من بين مفاهيم عائد السهم نذكر ما يلي:

- العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفز أو المكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح والخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة<sup>2</sup>؛
  - العائد على السهم هو مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية، كمقياس لترتيبها والمفاضلة فيما بينها وتوقيت هذا العائد يخضع لسياسة الشركة في التوزيع وطبيعة التوزيعات في البلد المعني<sup>3</sup>؛
- من خلال التعاريف السابقة نستنتج ان العائد على السهم هو مجموعة من الأرباح أو الخسائر الناجمة في الاستثمار بالأسهم خلال فترة زمنية محددة، وعادة ما تكون في سنة مالية، وهذا يعني ان العائد على السهم هو مقدار الأموال المضافة الى رأس المال الأصلي الذي يؤدي الى تعظيم ثروة الملاك.

#### (ب) أشكال عائد السهم وطرق حسابه:

##### 1. عائد السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة EPS:

<sup>1</sup> الشروق، حسابات عائد سهم وسعره الحالي ومكرر ربحيته تقود للاستثمار الامن، الشروق، 2018/04/03.

<http://www.alsharq.net.sa/2012/09/18/493510>

<sup>2</sup> Gangadhar. V. Ramesh babu, investment management, ammol publication, PVT, LTD, 2006, P: 28.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص41.

وهو مقياس عام للكفاءة يعبر عن مقدار ما سيناله حامل السهم العادي من أرباح بعد اقتطاع الأسهم الممتازة من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب، وتسعى الإدارة دوماً إلى استعماله كمؤشر تقيس عليه الكثير من القرارات وخاصة فيما يتعلق بتمويل التوسع في المستقبل، وتبذل الشركات جهودها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يتركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم؛ وتم قياس هذه النسبة في الدراسة كما يلي<sup>1</sup>:

$$EPS = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة الاسهم العادية}}{\text{عدد الحاملين الاسهم العادية}}$$

## 2. عائد السهم من الأرباح الموزعة PDS:

يفسر هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة ويحسب بموجب الصيغة التالية:

$$PDS = \frac{\text{الارباح المعدلة التوزيع}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

## 3. العائد الجاري للسهم YPS:

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستثمار في الاحتفاظ بالأسهم أو بيعه والتحول إلى أداة استثمارية أخرى، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$YPS = \frac{\text{عائد السهم من الارباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

## 4. العائد لفترة الاقتناء HPR:<sup>2</sup>

ويقصد به القيمة الاجمالية لدخل السهم من جميع المصادر ونصيب السهم من الربح المحقق مضاف إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي، ويحسب بالعلاقة التالية:  
— عائد فترة الاحتفاظ:

<sup>1</sup> محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثالثة دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 45؛

<sup>2</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 79-80.

ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسهم، وبحسب العلاقة التالية:

$$R_i = \frac{[(Pt) - (Pt - 1) + Dt]}{Pt - 1}$$

حيث:

Dt : التدفقات الجارية (العائد الجاري)

Pt-1 : سعر السهم في الفترة t-1

Pt : سعر السهم في الفترة t

### المطلب الثاني: العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم

#### (أ) عرض النقد (السيولة):<sup>1</sup>

ويعرف عرض النقد على انه مجموعة النقد المتوفر للإستثمار في البورصة والإقتصاد ككل، ويجب التمييز بين مفهوم عرض النقد بالمعنى الضيق وهو النقد المتداول مضافا إليه الودائع الجارية لدى البنوك التجارية، وبين عرض النقد بالمعنى الواسع وهو النقد المتداول مضافا إليه الودائع الجارية والودائع لأجل المتواجدة لدى البنوك التجارية. ويعد هذا العامل هاما في احداث تأثيرات مباشرة في بورصة، أي إن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاض أسعار الأسهم، بحيث أن زيادة العرض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الإستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية، بمعنى آخر إن الزيادة في النقد تؤدي إلى الزيادة في الشراء وبالتالي زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابا على أسعار الأسهم. وقد ترتفع أسعار الأسهم بطريقة غير مباشرة وذلك يحدث عندما تؤدي زيادة العرض النقدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة، مما يعمل على زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة، وهذا يؤثر في النهاية إيجابا على أرباح الشركات وبذلك يتوقع ان ترتفع أسعار الأسهم في البورصة. بينما انخفاض السيولة عن حاجة النشاط الاقتصادي، يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم، وبالتالي إلى انخفاض أسعار الأسهم في البورصة.

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 85-89.

(ب) اسعار الفائدة:

ويعرف سعر الفائدة بمعدل الخصم الذي يستعمل لحساب القيمة الحالية للعائدات المتوقعة من السند، حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح فإن انخفاض أسعار الفائدة سيزيد عليها زيادة أسعار الأسهم.

حيث ان المستثمر يأخذ بعين الاعتبار مستوى الفائدة التي تتسم بنسبة قليلة من المخاطرة، ففي ضوء هذا السعر يكون الاستثمار في الأسهم مبررا فقط عندما يكون سعر السهم يحقق عائدا متوقعا اعلى بدرجة كافية من سعر الفائدة الخالي من المخاطرة.

وأشارت بعض الدراسات إلى ان سعر السهم المتداول في البورصة يتحدد وفقا للأرباح المتوقعة للشركة وبالإضافة إلى معدل سعر الفائدة كمؤشر لمعدل العائد المطلوب، فيرتفع سعر السهم إذا انخفض سعر الفائدة، وينخفض سعر السهم بزيادة سعر الفائدة، أي ان العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة علاقة عكسية.

(ت) سعر صرف العملة:

ان استبدال العملة الوطنية بالعملة الأجنبية في أوقات ضعف العملة المحلية يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم، وأيضا قد يدفع انخفاض قيمة العملة الوطنية بالأفراد الى التخلص من احتياطياتهم منها واستبدالها بأدوات أخرى منها الأسهم مما يؤدي بدوره الى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها.

(ث) التضخم:

ويعرف التضخم بالارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، حيث ان أسعار الأسهم تزداد بزيادة الأرباح الموزعة او انخفاض نسبة الخصم التي تخصم بها الأرباح، وبالمقابل تنخفض أسعار الأسهم بالزيادة التضخم وإذا تنبأ المستثمرون ان الأرباح الموزعة ستتنخفض.

ويعتبر التضخم ذا أهمية كبيرة في الأسواق المالية وهاما للتمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي، حيث ان المستثمرين يهتمون أكثر بالعائد الحقيقي الذي يقيس التحسن الذي تم احرازه جرا الاستثمار، فعندما تكون نسبة التضخم عالية فإنه لا بد من ان يكون العائد النقدي للأسهم عاليا بدرجة كافية ليعوض الإنخفاض في القوة الشرائية، وقد اشارت الدراسات الى ان التضخم وتوقعاته يؤثر إيجابا على عوائد الأسهم في البورصة، أي ان العلاقة بين بينهما طردية.

(ج) الدورة الاقتصادية:

وتعرف الدورة الاقتصادية بالنمط المتقلب في النشاط الاقتصادي الإجمالي، وتتكون الدورة من توسعات تحصل في وقت واحد في العديد من الأنشطة الاقتصادية يتبعها تقلصات مماثلة، وهذا التابع للتغيرات يجدد نفسه باستمرار لكن ليس بطريقة منتظمة، وان هذه الدورات تختلف من حيث مدة الدورة وشدتها التي تمثل حالي الركود والانتعاش.

وتتقلب أسعار أسهم الشركات ما بين حالي الاقتصاد من ركود وانتعاش، حيث ان تحسن الوضع الاقتصادي العام يؤدي الى زيادة دخول الافراد وزيادة الطلب على الأموال للأغراض المختلفة مثل شراء الأسهم مما يرفع سعرها والعكس صحيح إذا تدهورت الحالة الاقتصادية.

### المطلب الثالث: الربحية والسيولة والنشاط كأهداف مهمة لإدارة مالية المؤسسة

بالإضافة الى هدف تعظيم ثروة الملاك والمساهمين الذي يعتبر هدف طويل الاجل، تسعى الإدارة المالية لتحقيق اهداف قصيرة الأجل، ومنها إدارة الربحية وإدارة السيولة وإدارة النشاط.

#### (أ) إدارة السيولة:<sup>1</sup>

وهي تلك النسب التي تقيس مقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الجارية باستخدام مجموعة الأصول المتداولة ويهتم مقرضو الأموال قصيرة الأجل بهذه النسب بصفة خاصة وذلك إلى جانب اهتمام كل من الإدارة والملاك، وهذه المجموعة تتضمن النسب التالية:

نسبة صافي رأس المال العامل: الأصول المتداولة هي تلك الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية في المدى القصير أما الالتزامات التي يجب سدادها في فترة زمنية قصيرة نسبياً. ويعرف الفرق بينهما بصله في رأس المال العامل والذي يقيس حجم النقدية المتاحة (أو شبه النقدية) والذي يمكن للمؤسسة أن تلجأ إليه، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة صافي رأس المال العامل} = \text{صافي رأس المال العامل} \div \text{إجمالي الأصول}$$

نسبة التداول: هي النسبة التي تشير إلى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على أصولها المتداولة، وتعطى بالعلاقة التالية:

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

من وجهة نظر المقرضين فإن زيادة نسبة التداول يخفض من درجة المخاطرة المرتبطة بديونهم، ولكن من وجهة نظر الإدارة فإن ارتفاع هذه النسبة عن الحد المعين هو أمر غير مفضل لأنه سيؤثر على الربحية بشكل سلبي. إضافة الى ذلك فإن انخفاض هذه النسبة عن الحد اللازم قد يؤدي الى ان تواجه الشركة صعوبة بالوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وكذلك صعوبة الحصول على قروض قصيرة الأجل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2015، ص 289-290.

<sup>2</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص 67.

نسبة السيولة السريعة: تعتمد هذه النسبة على الأصول الجاهزة سريعة التحول إلى نقدية لقياس درجة السيولة في المؤسسة ويرجع ذلك إلى أنه عادة ما تواجه المؤسسة بعض الصعوبات عند قيامها بتصريف المخزن بل وربما تكون المشاكل النقدية في المؤسسة ناتجة عن فشل الشركة في بيع المخزون بقيمة مناسبة. وتعطى هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة سهلة التحويل الى نقدية}}{\text{الإلتزامات المتداولة}}$$

نسبة النقدية: وهي النسبة التي تهتم بأكثر أصول المؤسسة سيولة وهي النقدية وذلك في علاقتها بالتزامات المؤسسة قصيرة الأجل. وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية}}{\text{إجمالي الأصول المتداولة}}$$

وإدارة السيولة هي القدرة على توفير الأموال بكلفة معقولة لمواجهة الإلتزامات عند استحقاقها، وتهدف إدارة السيولة للمحافظة استمرار عمل الشركة، وإبعاد مخاطر العسر المالي عنها، وللعسر المالي نوعان:

✓ **العسر المالي الفني:** وهي الحالة التي تكون فيها قيمة الموجودات الشركة من التزاماتها، أي أن للشركة قيمة صافية موجبة، لكنها لا تقدر على مواجهة التزاماتها في مواعيدها، وقد ينشأ ذلك عن التوسع في الاستثمار في أصول غير قابلة للتحويل إلى نقد بسرعة ويمكن التغلب على هذا النوع من العسر بتسييل ما يمكن الاستغناء عنه من الاستثمارات، وجدولة الديون.

✓ **العسر المالي الحقيقي:** وهي الحالة التي تكون فيها قيمة الموجودات الشركة أقل من التزاماتها، أي أن القيمة الصافية للشركة سالبة، أي مشكلة سيولة عويضة وعدم قدرة على مواجهة الإلتزامات في موعدها، لذلك كثيرا ما يقود العسر المالي الحقيقي إلى الإفلاس أو التصفية، وخاصة عند إصرار الدائنين على تحصيل حقوقهم وتقليل خسائرهم.

وهناك مقاييس للسيولة تعرف باسم نسب تحليل المركز المالي قصير الأجل، وأيضا نسب رأس المال، ونسب التغطية من التدفقات النقدية، وأغلب نسب النقدية يشير ارتفاعها إلى هامش أكبر من السلامة لتغطية الإلتزامات، وفي نفس الوقت فإن الزيادة السيولة عن الحاجة قد يؤدي قد يؤدي إلى إنخفاض الأرباح نتيجة عدم توظيف الشركة لجزء معتبر من أموالها، وفي حال أظهرت هذه النسب دلائل على أن الشركة بالكاد قادرة على تسديد إلتزاماتها قصيرة الأجل،

وأنها قد تواجه مشاكل في الأجلين القصير والطويل، وجب القيام بالمزيد من الدراسة والتحليل واقتراح أفضل السبل لمواجهة هذه الإشكاليات<sup>1</sup>.

## (ب) إدارة الربحية:

تعتبر الربحية هدفا أساسيا وأما ضروريا لإستمرار الشركة وبقائها، وهي غاية يتطلع إليها المساهمون، وتعتبر الربحية عن العلاقة بين الأرباح والعناصر التي ساهمت في تحقيقها<sup>2</sup>. ولتحقيق هذا الهدف لابد للمدير المالي أن يحصل على الأموال المطلوبة بأقل ما يمكن من تكاليف ومخاطر، وإستثمار هذه الأموال بطريقة تمكن المؤسسة من تحقيق عائد لا يقل في مستواه عما يستطيع أصحاب الأسهم فيها (مالكوها) تحصيله من إستثمار أموالهم في مشاريع أخرى تتعرض لنفس درجة من المخاطر<sup>3</sup>. وتستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح من دورة الإستغلال مقارنة بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تكبدتها خلال فترة محددة من الزمن، وهي أداة لقياس كفاءة الإدارة (المسيرين) في إستخدام الموارد المتاحة بكفاءة.

### (1) هامش الربح الإجمالي:

تبين هذه النسبة العلاقة بين المبيعات وتكلفة هذه المبيعات وتعطي بالعلاقة التالية:

$$\text{هامش الربح الإجمالي} = \text{مجل الربح} \div \text{إجمالي المبيعات}$$

### (2) صافي الدخل:

ويستخدم للحكم على مدى فعالية وكفاءة الإدارة، ولكنه كقيمة مطلقة لا يعطي الصورة الحقيقية عن قدرة الشركة على تحقيق أرباح أو مدى كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة لديها، حيث انه لا يأخذ حجم الشركة بعين الإعتبار وبالتالي لا يمكن استخدامه لغايات المقارنة بين الشركات. إضافة الى ذلك فإن هذا المقياس لا يأخذ بعين الإعتبار الموارد المتاحة لدى الإدارة مثل الأصول المستخدمة، ولا يمكن التمييز بين مكوناته، كما ان صافي الربح لا يستند الى أساس اقتصادي.

## (ت) إدارة النشاط<sup>4</sup>:

تستخدم هذه المجموعة من النسب لقياس قدرة الشركة على تحويل حسابات الميزانية العمومية إلى مبالغ نقدية أو مبيعات، كما تستخدم في الغالب لتقييم أداء الشركات المتعلق بالمركز المالي قصير الأجل، كمؤشر على نشاط الشركة في تاريخ معين أو فترة زمنية معينة، وتعرف أيضا بنسب إدارة الموجودات، لأنها تقيس مدى كفاءة الإدارة في إستخدام

<sup>1</sup> فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008، ص 30-31؛

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 40؛

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص 22؛

<sup>4</sup> فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 59.



أصولها لإنتاج أكبر قدر من السلع والخدمات، وتعتبر هذه النسب مكملة لنسب السيولة من حيث أنها تقيس سيولة الشركة وكفاءتها في إدارة ذممها المدينة وإدارة مخزونها، وفيما يلي شرح هذه النسب:

### (1) معدل دوران الأصول:

وتسمى هذه النسبة بمعدل دوران الأصول، وتشرح مدى كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتوليد المبيعات أو الإيرادات، وتعطى بالعلاقة التالية:

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

### (2) معدل دوران رأس المال العامل:

وتسمى معدل دوران رأس المال العامل وتستخدم لكفاءة رأس المال العمل لتوليد المبيعات، حيث يتم تحديد عدد مرات استخداماته خلال فترة زمنية معينة، وتعطى بالعلاقة التالية:

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

### (3) معدل دوران المخزون:

وتسمى معدل دوران المخزون ويستخدم لمعرفة عدد مرات قيام الشركة ببيع المخزون وإستبداله خلال فترة زمنية معينة، وتساعد على إحتساب فترة الإحتفاظ بالمخزون، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{صافي المبيعات} \div \text{متوسط المخزون}$$

### (4) متوسط فترة التخزين:

ويظهر مقدرة الشركة على إدارة المخزون بفاعلية، وهو يشير إلى متوسط الفترة الزمنية التي تحتفظ فيه الشركة بالمخزون، ودوران المخزون الأكبر يدل على الأعمال التجارية النشطة، أن غير الإفراط في البيع، أي الحجم كبير من الأعمال بقاعدة صغيرة من الموجودات يمكن أن تظهر نفس النتيجة، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = 365 \div \text{معدل دوران المخزون}$$

### (5) معدل دوران الذمم المدينة:

وتستخدم هذه النسبة كمؤشر للحكم على كفاءة الشركة في تحصيل ديونها، ويرتبط ذلك بعدد مرات تحصيل الديون خلال فترة زمنية معينة فكلما إرتفع المعدل عن السنوات السابقة أو عن الشركات المماثلة فهو يشير إلى تحسن الإدارة الشركة في تحصيل ديونها، وتعطى بالعلاقة التالية:

معدل دوران الذمم المدينة = صافي المبيعات الآجلة ÷ متوسط الذمم المدينة

#### (6) معدل دوران الأصول الثابتة:

تستخدم لتقييم الشركات حيث تستخدم تلك الأصول بشكل مباشر في عمليات الإنتاج وعندما تقوم هذه الشركات بعمليات الشراء واسعة لزيادة الإنتاج هنا تستعمل لمعرفة جدوى تلك الإستثمارات، وتعطى بالعلاقة التالية:

معدل دوران الأصول الثابتة = صافي المبيعات ÷ القيمة الدفترية للأصول الثابتة

### المبحث الثاني: الدراسات السابقة

من أجل إعطاء صورة واضحة للمفاهيم التي تستند إليها الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها، فقد قمنا بمسح الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة، والتي قمنا بالاستناد عليها في بناء هذا البحث.

### المطلب الأول: الدراسات العربية والأجنبية

#### (1) الدراسات العربية:

❖ دراسة (رمضان مريزق، 2014)، "دراسة لتأثير نسب الربحية والسيولة على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة"

هدفت الدراسة لمحاولة قياس تأثير نسب الربحية والسيولة على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر، وقد تمت دراسة الباحث على عينة مكونة من 18 مؤسسة وخلال فترة زمنية امتدت 4 سنوات من (2009/2012)، واستخدم الباحث طريقة التحليل العاملي إلى مركبات أساسية ACP، وكذلك تحليل الإنحدار الخطي البسيط.

وتوصل الباحث إلى أن هناك نسب ربحية هي الأكثر تأثيراً على قيمة المؤسسة وهي كتابي (عائد السهم، عائد على الإستثمار، العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، تدفق خريزة الإستغلال/إجمالي الأصول).

❖ دراسة (فريدة السايح، 2014)، "محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم"

هدفت هذه الدراسة لمدى تأثير الرفع المالي على عائد السهم وصولاً إلى المخاطر المالية التي لا علاقة لها بهذه الدراسة مع محاولة إعطاء صورة مثالية لهيكل رأس المال حيث اعتمد الباحث على عدد من الفرضيات

لإختبار العلاقة الرفع المالي بمقاس بنسبة المديونية (DR) من جهة والمخاطر النظامية (Beta) والمخاطر الكلية ( $\delta$ ) وعائد السهم الواحد (EPS) من جهة أخرى، بالتطبيق على عينة من 31 شركة من الشركات العامة للمساهمة في سوق دبي للأوراق المالية للفترة الممتدة من (2010-2012). استخدم الباحث أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لأجراء إختبار فرضيات الدراسة، حيث اشارت نتائج البحث إلى أن نسبة الرفع المالي ذات دلالة معنوية وفسرت 0,76% من التغيرات التي تحصل في المخاطر النظامية وفسرت 0,55% من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات، وكما أشارت نتائج البحث إلى أن الرفع المالي بمقاس بنسبة المديونية لها تأثير في عائد السهم من الأرباح المحققة حيث فسرت 30,7% وهي علاقة موجبة.

#### ❖ دراسة (دلال لعجال، 2015)، "دراسة لتأثير نسب السيولة والنشاط على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة"

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة قياس تأثير نسب السيولة والنشاط على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية، معبرا عنها بسعر السهم السوقي ومن ثم تحديد أعلى النسب تأثيرا. لتحقيق ذلك اعتمد الباحث على عينة مكونة من 19 مؤسسة على مدة 6 سنوات (2009-2014)، مستخدمين 15 نسبة من نسب السيولة ونسب النشاط واستخدم الباحث طريقة التحليل العاملي إلى مركبات أساسية ACP، وتحليل نموذج بانل وتوصل الباحث إلى أن هناك 3 نسب من نسب السيولة (تدفق خزينة الإستغلال/إجمالي الأصول، متوسط الذمم الدائنة/تكلفة البضاعة المباعة، الديون قصيرة الأجل/إجمالي الأصول المتداولة)، من بين 9 نسب هي الأكثر تأثيرا على قيمة السوقية للمؤسسة، ماعدا نسب النشاط 6 التي أوضحت أنها لا تؤثر في قيمة المؤسسة.

#### ❖ دراسة (زينه شنوف، 2015)، "دراسة فعالية النسب المالية في تشخيص ظاهرة الفشل المالي"

اعتمد الباحث في هذه الدراسة إلى قياس قدرة النسب المالية المستخرجة من نماذج الدراسات السابقة على تحليل ظاهرة الفشل المالي للشركات، واقتصرت الدراسة على 5 شركات فاشلة في قطاع الخدمات وذلك خلال الفترة من (2009-2013) وتم حساب 5 نسب مالية صنفت في 5 مجموعات هي: (نسب السيولة، نسب الربحية، نسب النشاط، نسب المديونية ونسب المدرودية). وتبينت الدراسة أن الشركات الفاشلة هي في معظمها شركات تعاني من حالة العسر التي تترافق فيها حالة تراكم الخسائر مع أزمات السيولة تمنعها من سداد إلتزاماتها المتراكمة، وتوصلت الدراسة إلى كل من نسب الربحية والنسب السيولة ونسب المديونية هم الأكثر نسب قدرة على التنبؤ بفشل الشركات الخدمائية.

❖ دراسة (مصطفى ثامر، 2015)، "أثر حجم المؤسسة المدرجة في البورصة على عوائد الأسهم"

اعتمد الباحث في هذه الدراسة فيما إذ كان هناك أثر لحجم المؤسسة المدرجة في البورصة على عائد السهم في بورصة عمان مع أخذ المخاطر بعين الإعتبار، ولتحقيق اهداف الدراسة استخدم الباحث الأساليب الإحصائية، وذلك ببناء نماذج لتفسير العلاقة بين الحجم والعائد، حيث تضم العينة 32 مؤسسة وذلك خلال فترة (2011-2013).

وقد توصل الباحث إلى وجود تأثير لحجم المؤسسة على عائد السهم، وأشارت الدراسة إلى أن العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم مع مراعات المخاطر الكلية والمخاطر النظامية هي علاقة عكسية، هذا يثبت أن عوائد مؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عوائد مؤسسات كبيرة الحجم.

❖ دراسة (صليحة حجاج، 2016)، "دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم"

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROE & ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA & MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية لفترة (2010-2015)، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط ونماذج الإنحدار الخطي المتعدد والبسيط، وكذا إختبارات الإستقرارية وإختبار BDS لإختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف، وذلك بالإعتماد على برنامج Eviews 9 & Spss 23. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ماعدا مؤشر الحديث القيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم حيث بلغت نسبة التفسير 44,6%، بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة التي لم تتجاوز نسبة تفسير 30% لعوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة قطر غير كفئة عند المستوى الضعيف.

(2) الدراسات الأجنبية:

❖ دراسة (Kohei Aono, Tokuo Iwaisako 2010)

"Forecasting Japanese Stock Returns with Financial Ratios and Other Variables"

الهدف من الدراسة الحالية هو دراسة إمكانية تحليل عوائد سوق الأسهم اليابانية في اتجاهين. أولاً، نقوم بإنشاء معدلات أرباح أسعار السوق بشكل سلس ونفحص قدرتها على التنبؤ، نجد أن الأداء التجريبي لنسبة الأرباح السعرية في التنبؤ بعوائد الأسهم في اليابان يكون أضعف عمومًا من كل من نسبة الأرباح السعرية في دراسات أمريكية مماثلة. ثانيًا، ندرس أيضًا أداء العديد من متغيرات التنبؤ الأخرى، بما في ذلك عوائد الأسهم المتأخرة وأسعار الفائدة. ونجد أن كلا المتغيرين مفيدان في التنبؤ بعائدات المخزون الكلي عند استخدام

البيانات اليابانية. ومع ذلك، في حين نجد أن متغير سعر الفائدة مفيد في العينات الفرعية المبكرة في هذا الصدد، فإنه يفقد قدرته التنبؤية في عينات فرعية أحدث. ويرجع هذا إلى التباين الشديد في أسعار الفائدة المرتبطة بالسياسة التشغيلية لبنك اليابان بشأن معدل الفائدة صفر منذ أواخر التسعينات. وفي المقابل تزداد أهمية العوائد المتأخرة في العينات الفرعية بدءًا من الألفية الجديدة. وبشكل عام فإن مزيجًا من نسب أرباح الأسهم المسجلة وعوائد الأسهم المتأخرة ومعدلات الفائدة تحقق الأداء الأكثر استقرارًا عند توقع عوائد سوق الأسهم اليابانية.

❖ دراسة ( Mahdi Salehi, Godratallah Talebina and Behzad Ghorbani )

(2011)

### "A Study of the Relationship Between Liquidity and Stock Returns of Companies Listed on Tehran Stock Exchange"

السيولة هي القدرة على تحويل الأسهم إلى النقد في أي وقت وفي أي السوق وهي واحدة من الوظائف الرئيسية لأسواق رأس المال. وتشير الأدبيات المالية إلى أن المستثمرين العقلانيين الذين يعتقدون أنهم يمتلكون أسهمًا مقابل عوائد أقل بدرجة من السيولة التي يمتلكونها. في العديد من الدراسات حول العلاقة بين عوائد الأسهم والسيولة تشير إلى وجود علاقة سلبية بينهما، في الدراسة الحالية قد تم التحقيق في العلاقة بين عائدات الأسهم وقدرتها على خلق السيولة للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، وفي هذه الدراسة استخدمت بيانات شهرية خلال الفترة الممتدة من (2002-2009)

وتشير نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط سلبى بين عائدات الأسهم مع السيولة، تدعم نتائج الدراسة الحالية افتراض العلاقة السلبية بين عوائد الأسهم وقدرتها على خلق السيولة.

❖ دراسة ( S. Kheradyar, I. Ibrahim, and F. Mat Nor 2011 )

### "Stock Return Predictability with Financial Ratios"

الغرض من هذا البحث هو دراسة فيما إذا كانت النسب المالية يمكنها التنبؤ بعوائد الأسهم للفترة من يناير 2000 إلى ديسمبر 2009 في بورصة ماليزيا، نختار ثلاثة نسب مالية تشمل عائد الأرباح (DY)، العائد على الأرباح (EY) ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (B/M) التي تم توثيقها للتنبؤ بعوائد الأسهم. تطبق هذه الدراسة تقنيات المربعات الصغرى (GLS) المعممة لتقدير الإنحدار التنبؤي في شكل نماذج بسيطة ومتعددة من مجموعة بيانات. تكشف النتائج المتحصل عليها أن النسب المالية يمكنها التنبؤ بعائدات الأسهم، حيث أن (B/M) يتمتع بقدرة تنبؤية أعلى من DY و EY على التوالي. وعلاوة على ذلك، فإن النسب المالية قادرة على تعزيز القدرة على التنبؤ بعائدات الأسهم عندما يتم الجمع بين النسب في نموذج الإنحدار التنبؤي المتعدد.

❖ دراسة (Lina Warrad, Rania Al Omari 2015)

### "The Impact of Activity Ratios among Industrial Sectors' Performance: Jordanian Case"

أجريت هذه الدراسة للتحقق من تأثير نسبة دوران الأصول الإجمالية ونسبة دوران الأصول الثابتة على العائد على الأصول (ROA) بين القطاعات الصناعية الأردنية، استخدم الباحث طريقة الإنحدار الخطي البسيط من الفترة (2008-2011) من أجل اختبار مدى تأثير معدلات دوران النشاط على أداء الشركات في القطاعات الصناعية الأردنية، وأظهرت الدراسة وجود تأثير كبير على إجمالي معدل دوران الأصول في القطاعات الصناعية الأردنية، وبالتالي فإن التغيرات في العائد على الأصل (ROA) قد تم وصفها من قبل إجمالي نسبة دوران الأصول. أيضا هناك تأثير كبير لنسبة دوران الأصول الثابتة على عائد القطاعات الصناعية الأردنية على الأصول (ROA)، وبالتالي فإن التغيرات في العائد على الأصول (ROA) قد وصفت من خلال معدل دوران الأصول الثابتة، وأخيرا هناك تأثير كبير من نسب دوران النشاط على أداء القطاعات الصناعية الأردنية.

❖ دراسة (Anas Aftab, Kiran Naseer 2016)

### "Stock Return Predictability through Financial Ratios (Financial Sectors of KSE)"

الهدف من الدراسة الحالية هو دراسة إمكانية التنبؤ بعائد الأسهم العامة للقطاع المالي في سوق كراتشي للأوراق المالية من خلال دراسة النسب المالية، استخدم الباحث في تحليل الدراسة من خلال تطبيق نموذج الأثر الثابت، وتظهر نتائج دراسة 31 شركة مالية مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية من (2003-2012)، ومنه أن عوائد توزيعات الأرباح والربح السهم الواحد لها علاقة كبيرة مع عوائد الأسهم. وفي الوقت نفسه العائد على حقوق المساهمين والأسهم إلى الأصول هي نسبة لا يستهان بها.

❖ دراسة (Heryanto 2016)

### "Effect of Liquidity and Profitability to Bank Stock Return in Indonesia Stock Exchange (IDX)"

كان الغرض من هذه الدراسة هو الحصول على أدلة تجريبية حول تأثير السيولة والربحية لعوائد الأسهم المصرفية المدرجة في بورصة اندونيسيا (IDX). كانت العينة في هذه الدراسة هي جميع الشركات المصرفية المدرجة في BEI في الفترة الممتدة من 2009 إلى 2010 والتي تحتوي 29 بنكا. من بين عدد العينات التي تم الحصول عليها من 29 بنكا مدرجة في BEI ما يصل إلى 26 بنكا. تقنية تحليل البيانات المستخدمة هي تحليل الإنحدار الخطي المتعدد. تظهر نتائج هذه الدراسات أن السيولة والربحية لها تأثير كبير على عوائد الأسهم.

❖ دراسة ( A.A.V.L. Wijesundera, D.S.A. Weerasinghe, T.P.C.R. )

(Krishna, M.M.D. Gunawardena and H.R.I. Peiris

## "Predictability of stock returns using financial ratios: empirical evidence from Colombo stock exchange"

الغرض من هذا البحث هو فحص قدرة المعلومات المالية التاريخية في بناء محفظة قيمة مرنة للمستثمرين من خلال التنبؤ بعوائد الأسهم في سياق سريلانكا. واحدة من أكثر الظواهر حتمية وإثارة للاهتمام بالنسبة للمستثمرين والمحللين لعوائد الأسهم من الأسواق المالية. واستخدم الباحث في هذه الدراسة بشكل رئيسي إلى تقييم العلاقة بين النسب المالية وقابلية التنبؤ بعوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة كولومبو. تطبق هذه الدراسة أساليب المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقدير الإنحدار التنبؤي في شكل نماذج بسيطة ومتعددة من مجموعة بيانات. بالنسبة للدراسة الحالية تم اختيار 60 شركة مدرجة وتم تحليل بيانات 10 سنوات من 2004 إلى 2013 أبرزت النتائج ان ROE، EPS، و MV/BV لها علاقة إيجابية كبيرة مع عائد السهم الذي يتبعه معادلة بسيطة للتنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية. ومن هنا ينبغي على المستثمرين النظر في هذه النسب من الشركات والحركة في هذه النسب في اختيار محفظة مرنة للاستثمار.

### المطلب الثاني: ما يميز هذه الدراسة

من خلال تحليل الدراسات السابقة نجد ما يلي:

- تركز اغلب الدراسات السابقة التأثيرات التي يمكن ان تؤثر على عوائد الأسهم في أي قطاع اقتصادي وذلك بأساليب مختلفة، اذ انها أجريت في بيئات مختلفة وباستعمال برامج إحصائية مختلفة؛
- وتشابه هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في انها تهدف الى إيجاد أكثر نسبة تؤثر على عوائد أسهم المؤسسة؛
- ونلاحظ مما سبق من الدراسات السابقة ان كل دراسة اعتمدت على مؤشر معين او نسبة معينة، وهذه الدراسة اعتمدت على 3 نسب وهي السيولة، والربحية، والنشاط، والذي من خلاله يمكننا إعطاء صورة أوضح على التأثيرات التي يمكن ان تنتج على أي متغير منهم على عوائد أسهم المؤسسة؛
- وكذلك جميع الدراسات السابقة اعتمدت على أساليب إحصائية مختلفة، "نماذج الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد" ونماذج بانل، وكذلك اعتمدت على عدة برامج إحصائية منها، برنامج Eviews وهي نفسها البرامج والأساليب المعتمدة في دراستنا؛
- كذلك جل الدراسات اختارت عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية وذلك في بيئات اقتصادية مختلفة وهذه الدراسة تمت على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية.

## خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل النظري ايجازا الى مفهوم عائد الأسهم والعلاقة التي تربط بينها وبين إدارة السيولة والربحية والنشاط، حيث ان تطور الفكر المالي من خلال ما قدمته النظرية الحديثة، ابرزت الدور الهام لقيمة المؤسسة كهدف أساسي للمساهمين والمسيرين معاً؛  
ولمعرفة أكثر لطبيعة الظاهرة ركزنا في الجزء الثاني لهذا الفصل على مجموعة من الدراسات السابقة حول الموضوع وسنحاول في الفصل الثاني بإجراء دراسة تطبيقية ما تم استخلاصه، واختيار قدرة نسبة السيولة والربحية والنشاط وربط العلاقة بينهم في التأثير على عوائد الأسهم للقطاعات الاقتصادية.



## الفصل الثاني

دراسة تأثير نسب السيولة

ونسب الربحية ونسب

النشاط على عوائد الأسهم

### **تمهيد:**

بعد الانتهاء من الجانب النظري حول موضوع نسب السيولة والربحية والنشاط وتأثيرها على عوائد الأسهم، ومساهمة التحليل بالنسب في ذلك، سيتم في هذا الفصل الإجابة على إشكاليات الدراسة، ودراسة تأثير كل من النسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم، وذلك من خلال تبني القطاعات الاقتصادية المدرجة في بورصة مسقط كعينة للدراسة، مستخدمين مجموعة من الأساليب والبرامج الإحصائية، تسمح فيما بعد بإيجاد قراءة جديدة لتأثير نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم؛

ولذلك سيتكون هذا الفصل من جزئين، في الأول نقدم مجتمع وعينة الدراسة وكذا الأدوات المستخدمة في التحليل، أما في الجزء الثاني سنعرض نتائج التحليل وتفسيرها لها في حدود ما وفقنا اليه.

## المبحث الأول: تقديم العينة وأدوات الدراسة

ستتطرق في هذا المبحث إلى طريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، من خلال التعريف بالعينة محل الدراسة ومصادر بياناتها حتى يتسنى لنا اخذ فكرة عامة على أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية.

### المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة:

(أ) مجتمع الدراسة<sup>1</sup>:

#### 1. نظرة عامة حول بورصة مسقط للأوراق المالية:

أنشأت سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 بتاريخ 21 جوان 1988 ككيان واحد، يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليساهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة.

#### 2. الشركات المدرجة وقيمة التداول في سوق الأسهم:

يحتوي سوق مسقط للأوراق المالية على 160 شركة من عدة قطاعات، وقد اعتمدنا في هذه الدراسة على بعض الشركات المدرجة في بورصة مسقط وهي كالآتي:

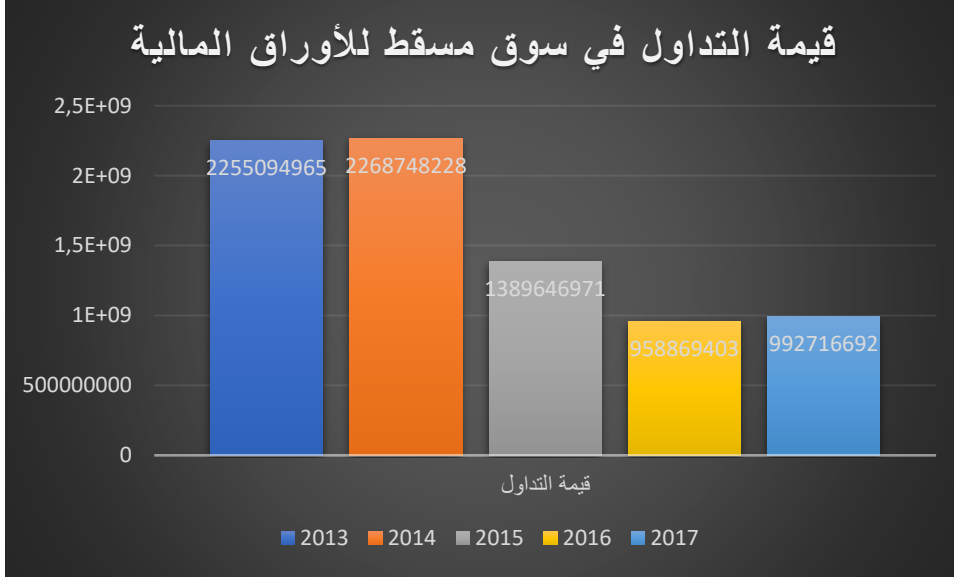
#### جدول رقم (1-2): الشركات المدرجة قيد الدراسة

القطاع	رمز الشركة	الشركات
قطاع المالي	BKMB	بنك مسقط
	BKSB	بنك صحار
	HBMO	بنك اتش اس بي سي عمان
	NBOB	البنك الوطني العماني
قطاع التمويل	AOFS	العمانية لخدمات التمويل
	TFCI	تأجير للتمويل
	NFCI	الوطنية للتمويل
	MFCI	مسقط للتمويل
قطاع الصناعة	AACT	الأنوار لبلاط السيراميك
	ATMI	الجزيرة للمنتجات الحديدية
	OCAI	صناعة الكابلات العمانية
	RCCI	ريسوت للاسمنت
قطاع الخدمات	AJSS	الجزيرة للخدمات
	ORDS	أريدو
	OTEL	العمانية للاتصالات
	NGCI	الغاز الوطنية
قطاع الطاقة	APBS	أكوا باور بركاء
	SMNP	اس ام ان باور القابضة
	KPCS	الكامل للطاقة
	SHPS	صحار للطاقة
قطاع الصناعات المختلفة	CSII	صناعة قرطاسية الكمبيوتر
	MTMI	مصانع مسقط للخبوط
	OPCI	العمانية للتغليف
	SPFI	الصفاء للأغذية

<sup>1</sup> سوق مسقط للأوراق المالية، تاريخ موجز، تاريخ الاطلاع، 2018/03/15

وقد بلغت قيمة التداول في سنة 2017 (0,99) مليار ريال عماني مرتفعة بنسبة 3,53% مقارنة مع العام السابق والذي بلغ 0,96 مليار (ر.ع)، فيما بلغت القيمة السوقية 17,95 مليار (ر.ع) ونسبة ارتفاع تصل الى 3,83% عن العام السابق والذي بلغ 17,29 مليار (ر.ع).

الشكل رقم (2-1): قيمة التداول في سوق مسقط للأوراق المالية



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel 2016 واعتمادا على المعلومات المنشورة في

### البورصة

#### (ب) عينة الدراسة:

تمثل عينة الدراسة في القطاعات الاقتصادية (القطاع المالي، قطاع التمويلي، قطاع الصناعة، قطاع الخدمات، قطاع الطاقة، قطاع الصناعات المختلفة) في سوق مسقط للأوراق المالية وتمت الدراسة على حجم عينة مكونة من 30 مشاهدة؛

وقد تم اختيار عينة الدراسة بناء على:

- توفر معلومات الدراسة المتمثلة في (القوائم المالية والتقارير السنوية)؛
- ان تكون قطاعات العينة مدرجة خلال سنوات الدراسة؛
- لم تقم القطاعات بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

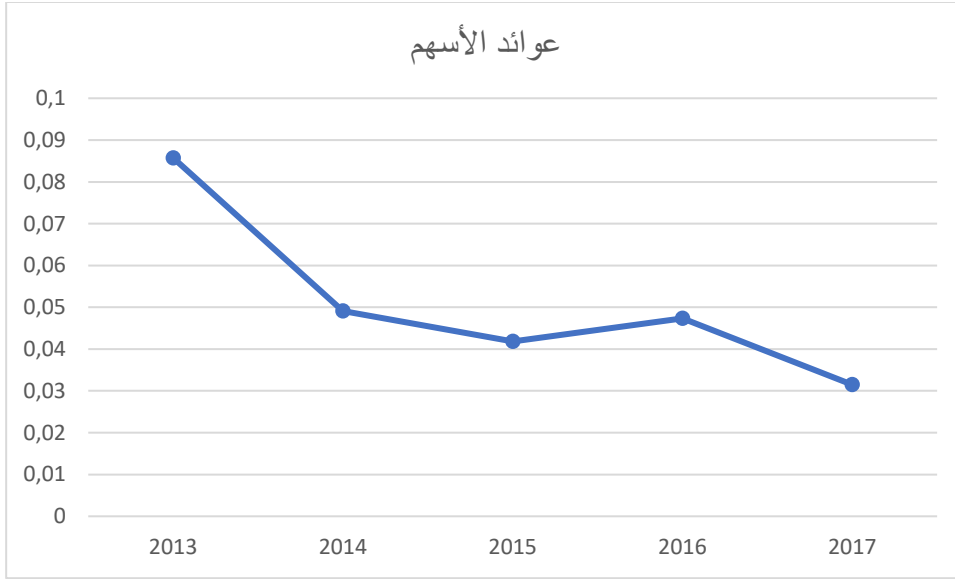
#### (ت) مصادر البيانات:

تم جمع بيانات عينة الدراسة من الموقع الالكتروني الخاص ببورصة مسقط للأوراق المالية، وذلك من خلال البيانات المتعلقة بالقطاعات قيد الدراسة، إضافة الى التقارير السنوية ودليل المستثمر والتي ينشرها الموقع وهذا لكونها معتمدة ومدققة تتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراستنا التجريبية.

وتم كذلك الاعتماد على الكتب والمراجع باللغة العربية والاجنبية ذات العلاقة بالموضوع، والمقالات والدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع الدراسة، والمطالعة في مواقع الانترنت.

### ث) متغيرات الدراسة:

1. المتغير التابع: عائد السهم مقياس بنصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة EPS، خلال الفترة من 2013 الى غاية 2017. والشكل التالي يوضح تطور عائد السهم في قطاعات بورصة مسقط: الشكل رقم (2-2): مراحل تغير عائد السهم خلال الفترة الممتدة من (2017-2013)



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على برنامج Excel 2016

من خلال الشكل رقم (2-2) الذي يمثل مراحل تغير عائد السهم في القطاعات الاقتصادية في بورصة مسقط خلال الفترة الممتدة من (2017-2013)، حيث يوضح الشكل أعلاه ان العائد شهد هبوطا كبيرا على مستوى سنوات الدراسة حيث نجد انه كان مرتفع خلال السنة 2013 ويعود سبب الارتفاع الى ارتفاع عائد السهم في القطاع الصناعي، ومن ثم شهد عائد السهم انخفاضا كبيرا الى غاية 2017 ويعود سبب الانخفاض الى انخفاض عائد السهم لبعض الشركات الفرعية ضمن القطاع الصناعي، اما بالنسبة للفترة ما بين (2017-2014) قد شهد عائد السهم استقرارا الى حد ما.

2. المتغيرات المستقلة: وهي متمثلة في نسب السيولة والربحية ونسب النشاط، من خلال الدراسات السابقة

اخترنا أفضل مؤشر او نسبت من النسب قيد الدراسة والتي هي كالتالي:

نسب السيولة L: تدفق الخزينة للإستغلال / اجمالي الأصول؛

نسب الربحية P: صافي الربح / رقم الاعمال × 100؛

نسب النشاط A: صافي المبيعات / اجمالي الأصول.

## المطلب الثاني: أدوات الدراسة

يشمل إطار الدراسة على تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، والتي نختصرها بكلمة "بانل" في دراستنا، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق اختبار فيما بينها، ومنه صياغة نموذج الدراسة.

### الفرع الأول: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية

#### (1) تعريف وأهمية بيانات بانل:

يمكن ان نعرف قاعدة بيانات بانل لسلاسل زمنية مع مقطع عرضي، بمجموعة بيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالسلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة بينما تصف البيانات المقطعية سلوك عدد من المفردات او الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة وعليه فبيانات بانل تجمع بين 3 حدود مع بعض:

❖ الحد الموضوعي: ويمثل الهدف المدروس (المتغير التابع - متغير الاستجابة) ومحدداته (المتغيرات المستقلة)؛

❖ الحد الزمني: الفترة الزمنية المدروسة؛

❖ الحد المقطعي: والذي قد يكون مجموعة دول، محافظات، مؤسسات، اسر اشخاص، سلع... الخ، وهنا تكمن

أهمية استخدام بيانات بانل

ومن هنا تحليل بانل يتميز على تحليل البيانات الزمنية بمفردها او البيانات المقطعية بمفردها.

#### (2) أهمية بيانات بانل:

- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية او الزمنية، والذي يفضي الى نتائج متحيزة؛
- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية او الزمنية، وبالتالي يمكن الحصول على تقديرات ذات ثقة اعلى، كما ان مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون اقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب اخر، تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل؛
- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما انها أيضا تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالة الاقتصادية، مثل البطالة، الفقر والنمو... وغيرها، ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات بانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛<sup>1</sup>
- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات الغير مشاهدة، والتي تقود عادة الى تقديرات متحيزة في التحدرات المفردة، وتبرز أهمية استخدام بيانات بانل في انها تأخذ في الاعتبار ما يوصف "بعدم التجانس او الاختلاف الغير ملحوظ" الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية او الزمنية؛

<sup>1</sup> بادي البلطجي، تحليل الاقتصاد القياسي في بيانات بانل، الطبعة الثالثة، 2005، ص 4-9.

حيث تساعد هذه النماذج في منع ظهور مشكلة التباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، كما تبرز كذلك أهمية اعداد بيانات ونماذج بانل عندما يرغب الباحث بتقدير نموذج لمقطع عرضي لا تكفي بياناته لوصف سلوك هذا المقطع، وبالتالي تتيح هذه النماذج وصف سلوك مجموعة معينة من الدول، الافراد، المنشآت... كل واحد خلال فترة زمنية معينة.

### (3) النماذج الأساسية لتحليل نماذج بانل:

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها (W.Green 1993) ومن هنا تأتي نماذج

البيانات الطولية في 3 اشكال رئيسية هي:

#### 1- النموذج التجميعي:

يعتبر هذا النموذج من ابسط النماذج البيانات الطولية حيث تكون في جميع المعاملات  $B_0(j)$  و  $B_i$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل عامل الزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الإنحدار التجميعي وبالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (1)$$

حيث ان  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$  و  $E(\varepsilon_{it}) = 0$

تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2) بعد ان ترتب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بدءا من اول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا وبجزم مشاهدات مقداره  $(N \times T)$ .

#### 2- نموذج التأثيرات الثابتة:<sup>1</sup>

نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع  $B_0$  تتفاوت من مجموعة الى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $B_i$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = B_{0(t)} + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (2)$$

حيث ان  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$  و  $E(\varepsilon_{it}) = 0$

يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة  $B_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2) والسماح لمعلمة القطع  $B_0$  بالتغير بين

<sup>1</sup> مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى الدولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013، ص 16.

المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1) لكي تتجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية. يطلق على نموذج المتغيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية.

### 3- نموذج التأثيرات العشوائية:<sup>1</sup>

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  طبيعي بوسط مقداره 0 وتباين مساوي الى  $\sigma^2$  ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض ان تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة، يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في احدى الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati, 2003)، في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع  $B_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$  أي:

$$B_{0(t)} = \mu + V_t \quad t = 1.2 \dots \dots N \dots \dots (3)$$

وبتعويض المعادلة (3) في المعادلة (2) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل التالي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (4)$$

حيث يمثل  $V_i$  حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$  يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error components model) بسبب ان النموذج في المعادلة (5) يحتوي على مركبين للخطأ هما  $V_i$

و  $\varepsilon_{it}$  يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها أن  $E(\varepsilon_{it}) = 0$  و  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$

### 4- اختبار التحديد (أساليب اختيار النموذج الملائم للبيانات الطولية):

من اجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال معطيات بانل يستخدم ما تسمى باختبارات التحديد كما ذكرنا سابقا بوجود 3 نماذج رئيسية من نماذج الطولية وعلى هذا الأساس يطرح السؤال التالي: ما هو النموذج الأكثر ملائمة لدراسة ما؟

لغرض الإجابة على مثل هذا التساؤل سوف نقوم بعرض 3 أساليب، الأول: مضاعف لانحدار (LM) لغرض

الاختبار بين النموذج التجميعي و(نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية) والأسلوب الثاني:

(Hausman) هو أسلوب الاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية والأسلوب الثالث: (F)

الاختبار بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

### 1-4 اختبار مضاعف (Breusch-Pagan LM Lagrange):

اختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الافراد): يكون من اجل اختبار وجود الأثر العشوائي لدينا اختبار Breusch

و Pagan (1980). يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء  $\hat{\mu}_{it}$  الناتجة عن طريقة

<sup>1</sup> عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد 12، عدد 1، 2010، ص19.



المربعات، حيث يكون الاختيار بين نموذج الإنحدار المجمع أو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية من اجل الاختيار بين PRM و FEM و REM سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرائج LM المقترح من طرف

Breusch and Pagan

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{e}_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{e}_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2 \dots \dots (5)$$

لاحظ ان القيم الكبيرة لإحصائية اختبار LM تشير الى ان FEM و REM سوف يكون أفضل من PRM وبعبارة أخرى، إذا كانت قيمة (P-value) لاختبار إحصائية LM تشير الى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فيعني هذا ان FEM او REM سوف يكون أفضل من PRM، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير الى عدم وجود معنوية إحصائية لنفس الاختبار، فيعني ان PRM سوف يكون أفضل من كل من FEM او REM.

2-4 اختبار (Hausman, 1978):

يستخدم اختبار Hausman (1978)، في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرتا التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة. بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فان مقدرتا التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

#### الفرع الثاني: صياغة نموذج الدراسة

تم اختيار عائد السهم كمتغير استجابة (تابع) للقطاعات الاقتصادية لبورصة مسقط للأوراق المالية، بينما أدرجت نسب السيولة ونسب الربحية ونسب النشاط كمتغيرات مستقلة، وتغطي الدراسة قطاعات المدرجة بياناتها في البورصة، وهي 6 قطاعات خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2017.

ولتحقيق غرض الدراسة نستخدم قاعدة بيانات مدمجة، بعدد n=5 من المقاطع i والمتمثلة في 6 قطاعات بالبورصة المدروسة، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية t=5 سنوات، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة 30 مشاهدة؛ يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج، ويكتب على النحو التالي:

$$EPS = f(L_i, P_i, A_i)$$

$$Y_{it} = \hat{\beta}_0(t) + \sum_{i=1}^3 \hat{\beta}_i X_i(it) \dots \dots 0 \quad i = 1,2 \dots \dots 5 \quad t = 1,2, \dots \dots 6$$

حيث:

i = تمثل الزمن أي قيمة التغير في السنة؛

EPS<sub>i</sub> = تمثل عائد السهم؛

L<sub>i</sub> = تمثل نسب السيولة؛

$$P_i = \text{تمثل نسب الربحية؛}$$

$$A_i = \text{تمثل نسب النشاط؛}$$

$$(\beta_3, \beta_2, \beta_1, \beta_0) \text{ تمثل معلمات النموذج.}$$

### المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل اليها

بعد التعرف على متغيرات الدراسة وطرقها وادواتها في المبحث السابق، سنحاول من خلال هذا المبحث معرفة ما إذا كان هناك أثر لنسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد أسهم قطاعات سوق مسقط للأوراق المالية، من خلال مجموعة من النتائج المتوصل اليها، وسنقوم بتحليلها ومناقشتها من اجل الوصول الى نتائج الدراسة ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

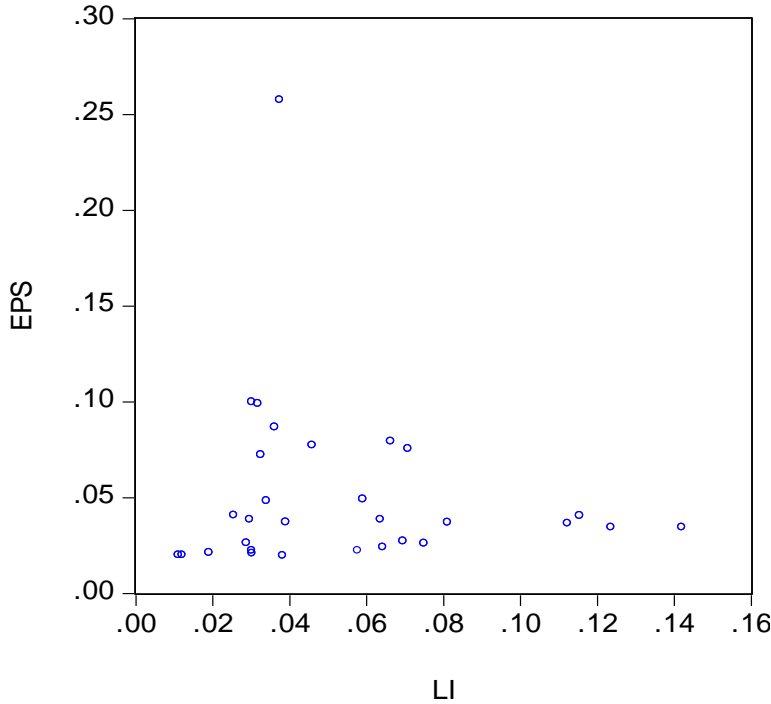
#### المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

بعد جمع المعطيات الخاصة بالدراسة وتحليلها بالأدوات والطرق اللازمة وإدخال تغيرات عليها، سنتطرق في هذا المطلب الى العرض النهائي لهذه المعطيات والذي انجزناه في الخطوات التالية:

#### الفرع الأول: نتائج التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة

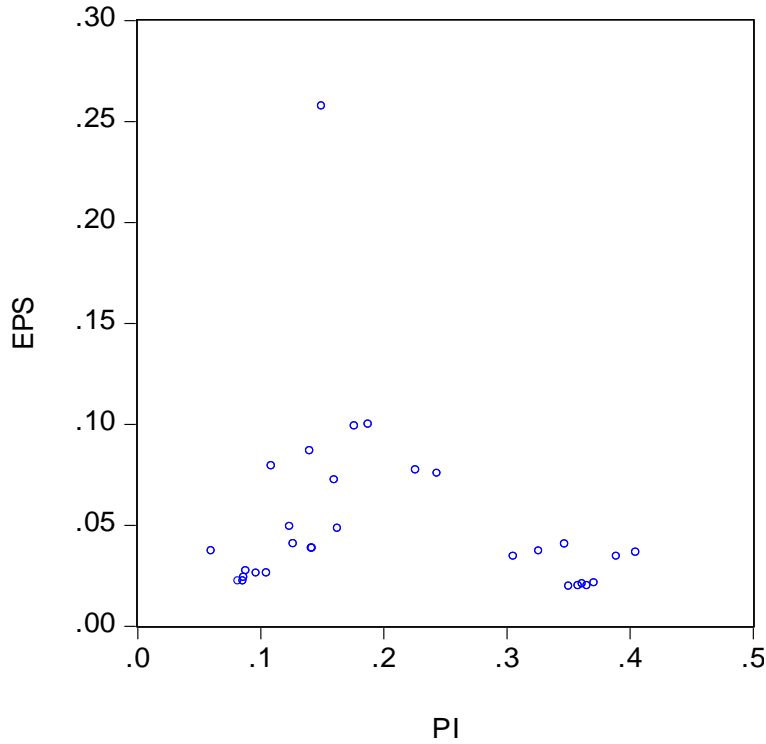
سنحاول الاعتماد على التمثيل النقطي (30 مشاهدة) بواسطة معطيات مؤشرات المتغيرات، فاذا كان هذا الانتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على خلاف ذلك تكون العلاقة غير خطية، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي:

الشكل رقم (2-3): التمثيل الانتشاري لعائد السهم مع نسب السيولة



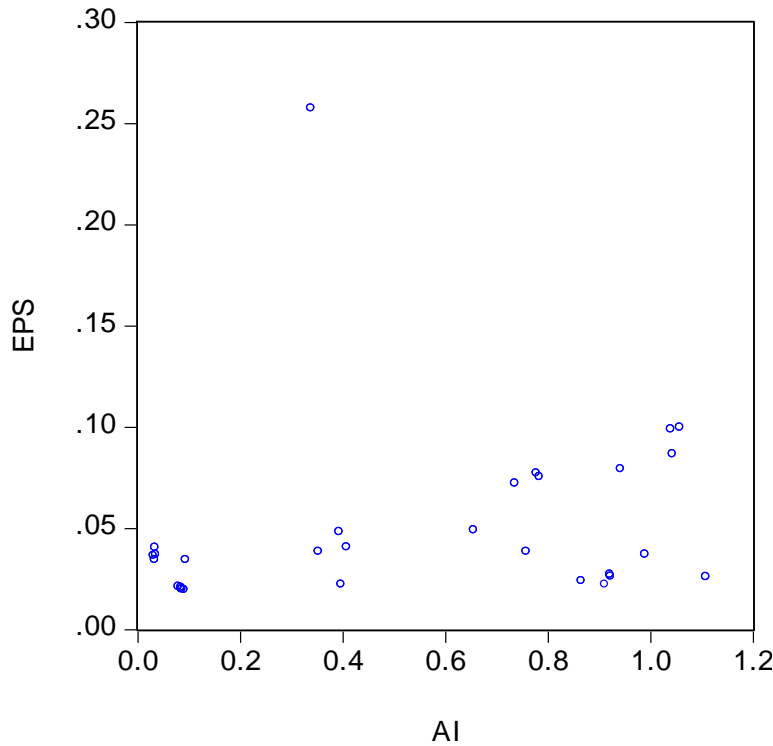
المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Eviews 9

الشكل رقم (2-4): التمثيل الانتشاري لعائد السهم مع نسب الربحية



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

الشكل رقم (2-5): التمثيل الانتشاري لعائد السهم مع نسب النشاط



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

من خلال اشكال التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS (العائد على السهم الواحد)، مع المتغيرات المستقلة سيولة، ربحية، ونشاط (L, P, A) على التوالي وتتضح العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ان كانت خطية ام غير خطية، وهي تظهر من الشكل رقم (2-4) ان العلاقة غير خطية وسيتم تقدير نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة عن طريق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data).

### الفرع الثاني: نتائج تقديرات نماذج بانل

لغرض تقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية من خلال التطبيق الطريقة المناسبة لكل نموذج على برنامج Eviews 9

بعد ادخال البيانات السابقة كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (2-2): نتائج تقدير أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم

نماذج التقدير			المعامل	المتغيرات
REM	FEM	PRM		
-0,818930	-1,195178	-0,615535	$\beta_0$	<b>C</b>
0,4118	0,2498	0,5321	(Prob)	
0,123975	0,124082	0,238729	$\beta_1$	<b>L</b>
0,5451	0,5805	0,1634	(Prob)	
0,909830	1,040527	0,747635	$\beta_2$	<b>P</b>
0,0037	0.0023	0,0296	(Prob)	
0,369429	-0,147276	0,477900	$\beta_3$	<b>A</b>
0,0870	0,6993	0,0036	(Prob)	
0,287139	0,746588	0,300804	<b>R-squared</b>	
3,490912	7,733633	3,728517	<b>F-statistic</b>	
0,029801	0,000081	0,023608	<b>Prob(F-statistic)</b>	

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على برنامج Eviews 9

يبين الجدول أعلاه ان القيم الاحتمالية للمعنوية الجزئية منها ما هو مقبول احصائيا أي (أي قيم الاحتمال اقل من 0,05)، ومنها

ما هو مرفوض احصائيا (أي قيم الاحتمال أكبر من 0,05) اما بالنسبة للقيم الاحتمالية الكلية للنماذج

[Prob(f-statistic)] اقل من 0,05، أي للنماذج الثلاثة معنوية إحصائية.

### الفرع الثالث: نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج المدروسة

تظهر نتائج المفاضلة بدءاً من:

#### 1- نتائج المفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذجي الاختبارات الثابتة والعشوائية:

من أجل تحديد النموذج الملائم لتحليل بيانات هذه الدراسة تم استخدام اختبار LM للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي من جهة ونموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية من جهة أخرى ومنه:

- إذا كانت LM عند مستوى معنوية اقل من 0,05 فإننا نرفض H0 ونقبل H1؛
- H0 : نقبل النموذج الإنحدار التجميعي؛
- H1 : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة او العشوائية.

تظهر النتائج في الجدول التالي:

#### جدول رقم (2-3): نتائج اختبار مضاعف LM

Null (no rand.effect) Alternative	Cross-section	Time	Both
<b>Breusch-Pagan</b>	12,29202 (0,0005)	1,204393 (0,2724)	13,49641 (0,0002)

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداً على برنامج 9 Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه ان احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0,0005 أي اقل من 0,05 وعليه فإننا نرفض H0 ونقبل H1 أي ان النموذج الإنحدار التجميعي غير ملائم لهذه الدراسة.

#### 2- نتائج اختبار Hausman للاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة او التأثيرات العشوائية:

يستخدم اختبار Hausman لاختبار النموذج الملائم بين نموذجي الآثار الثابتة او الآثار العشوائية، وتعطى فرضياته كما يلي:

- H0 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية؛
- H1 : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة.

وتظهر النتائج في الجدول التالي:

#### جدول رقم (2-4): نتائج اختبار Hausman

Hausman test	
Chi-Sq.statistic	Prob
3,012679	<b>0,3897</b>

المصدر: من اعداد الطالب اعتماداً على برنامج 9 Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه ان قيمة الاحتمال  $0,3897 < 0,05$  أي اننا نقبل  $H_0$  ونرفض  $H_1$  أي ان النموذج العشوائي أكثر معنوية وكفاءة في تحليل بيانات الدراسة عن النماذج الأخرى.

### 3- نتائج الآثار الخاصة بكل قطاع:

ويمكن أن تتوزع التأثيرات العشوائية التي تمثل آثار كافة العوامل العشوائية التي تؤثر في المتغير التابع ولا تتغير عبر الزمن في قطاعات البورصة على نحو التالي:

جدول رقم (2-5): نتائج الآثار العشوائية الخاصة بكل قطاع

الرقم	القطاع	الأثر
1	قطاع المالي (البنوك)	-0.085164
2	قطاع المالي (التمويل)	-0.705170
3	قطاع الصناعة	0.499399
4	قطاع الخدمات	0.078949
5	قطاع الطاقة	0.501398
6	قطاع الصناعات المختلفة	-0.289412

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على برنامج Eviews 9

### المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل اليها ومناقشتها

يعتبر هذا المطلب جوهر الدراسة، وذلك للأهمية التي يكتسبها، فبعد كل التمهيدات التي سبقته في بداية من الفصل الأول الذي تعرض لأدبيات نسب السيولة والربحية والنشاط وكذا عوائد الأسهم، ثم المبحث الأول من الفصل الثاني الذي حددت فيه طرق وأدوات تحليل المعطيات والبيانات وإجراء مختلف الحسابات عليها؛ تكمن أهمية هذا المطلب في انه سيقدم تحليلا لنتائج الدراسة ومناقشتها واختبار مدى صحة الفرضيات.

### الفرع الأول: تحليل نتائج المقاضلة بين النماذج

بعد عرض نتائج اختبار المقاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي من جهة، وبين نموذجي الآثار الثابتة او الآثار العشوائية من جهة أخرى.

لدينا فرضيتين على النحو التالي:

-  $H_0$  : نموذج الإنحدار التجميعي يناسب دراسة أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد أسهم قطاعات بورصة مسقط؟

- H1 : أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد أسهم قطاعات بورصة مسقط؟

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-3) يظهر ان القيم الاحتمالية لإختبار LM كانت اقل من 0,05، وعليه نرفض الفرضية العدمية H0 ونقبل الفرضية البديلة H1.

مما يعني ان نموذج الإنحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا هذه، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل قطاع من القطاعات بورصة مسقط يميزها عن باقي القطاعات الأخرى.

بما اننا قمنا برفض نموذج الإنحدار التجميعي سوف نقوم باختيار النموذجي التأثيرات الثابتة او العشوائية عن طريق اختبار Hausman.

لدينا فرضيتين على النحو التالي:

- H0 : نموذج الآثار الثابتة يناسب دراسة أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد أسهم قطاعات بورصة مسقط؟

- H1 : نموذج الآثار العشوائية يناسب دراسة أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد أسهم قطاعات بورصة مسقط؟

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-4) يظهر ان القيم الاحتمالية لإختبار Hausman كانت أكبر من 0,05، وعليه نرفض الفرضية العدمية H0 ونقبل الفرضية البديلة H1، مما يعني ان نموذج الآثار العشوائية ملائم لهذه الدراسة.

نستنتج مما سبق ان نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية لبورصة مسقط، ويرجع ذلك الى عدم وجود خصائص مشتركة لعينة قطاعات بورصة مسقط، فهي لا تشترك في كونها تنتمي لنفس القطاعات المدرجة ببورصة مسقط.

### الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية

#### 1- المعنوية المقدرة لنموذج التأثيرات العشوائية (REM):

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة:

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_0$ :

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = 0 \\ H_1: \beta_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-2) و (REM) نجد ان القيمة الاحتمالية للاختبار  $0,4118 < 0,05$  (مستوى

المعنوية) ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي ان المعلمة المقدرة لا تختلف معنويًا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة

ليست لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_1$ :

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-2) و (REM) نجد ان القيمة الاحتمالية للاختبار  $0,05 < 0,5451$  (مستوى المعنوية) ومنه نقبل  $H_0$  ونرفض  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة ليست لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_2$ :

$$\begin{cases} H_0: \beta_2 = 0 \\ H_1: \beta_2 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-2) و (REM) نجد ان القيمة الاحتمالية للاختبار  $0,05 > 0,0037$  (مستوى المعنوية) ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_3$ :

$$\begin{cases} H_0: \beta_3 = 0 \\ H_1: \beta_3 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-2) و (REM) نجد ان القيمة الاحتمالية للاختبار  $0,05 < 0,0870$  (مستوى المعنوية) ومنه نقبل  $H_0$  ونرفض  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وان قيمتها المقدرة ليست لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

2- المعنوية الكلية للنموذج (REM):

في هذا الإختبار نختبر الدلالة الإحصائية للمعاملات بشكل اجمالي وفق الفرضيتين:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0 \\ H_1: \text{aumois}(\beta_j \neq 0) \forall j = (1.2.3) \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-2) نجد ان القيمة الإحتمالية للاختبار  $0,05 > 0,029801$  Prob(f-statistic) ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$ ، بمعنى يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر اي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة وبقيمة مستوى معنوية 5%.



### 3- جودة التوفيق (معامل التحديد $R^2$ ):

يمكن ان نلاحظ جودة التوفيق مقبولة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة  $R^2$  معاملا للتحديد الذي يساوي 0,287139 بمعنى ان المعادلة المعطاة تفسر لنا 28,7% من التغيرات الإجمالية لعوائد الأسهم وهي تعتبر نسبة مقبولة لتفسير العلاقة بين عوائد الأسهم ونسبة الربحية فقط؛  
وبما انها توجد معنوية إحصائية بين نسب الربحية وعوائد الأسهم فيمكننا القول ان كلما زادت الربحية بمقدار وحدة واحدة ينتج عنه زيادة بمقدار 0,909830 من عائد السهم.  
ومن خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا ان نلاحظ الطبيعة الإحصائية للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة ومن ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$EPS = P_i^{0,91}$$

### خلاصة الفصل:

تم خلال هذا الفصل القيام بدراسة قياسية لأثر نسب السيولة ونسب الربحية ونسب النشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية، لسوق مسقط للأوراق المالية؛ كمدخل نظري قمنا بعرض بعض المفاهيم حول السلاسل الزمنية المقطعية (بانل)، والنماذج المكونة لها، والبحث عن النموذج الملائم لدراسة موضوعنا، وذلك عن طريق اختبارات المفاضلة بين النماذج، ثم تقدير معاملات النموذج المختار، تم عرض النتائج الدراسة وتحليلها، حيث توصلت الدراسة انه توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسب الربحية وعوائد الأسهم.



الخاتمة

جاءت هذه الدراسة لإبراز وتقدير الدور الذي تلعبه النسب المالية (نسب السيولة والربحية والنشاط) ومدى تأثيرها على عوائد الأسهم، إلا ان هذا لا يتحقق إلا باستخدام الأمثل للموارد المالية والذي من خلاله أردنا الإجابة على الإشكالية التالية: ما مدى تأثير نسب السيولة والربحية والنشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية؟ وللإجابة على الإشكالية المطروحة قسمت الدراسة الى فصلين اثنين، عرض في الفصل الأول الأدبيات النظرية لنسب السيولة والربحية والنشاط وعوائد الأسهم، اشكالها، طرق قياسها، ثم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع؛ اما الفصل الثاني فكان تطبيقا للجانب النظري على العينة المأخوذة من مجتمع الدراسة، في فترة زمنية محددة، استخدمت فيها أساليب إحصائية حديثة تمثلت في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) ونماذجها، من أجل الإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات.

### 1) نتائج اختبار الفرضيات:

افضت نتائج اختبار الفرضيات الى ما يلي:

– بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في "يؤثر مؤشر السيولة على عوائد الأسهم" فقد تم إلغاؤها من خلال النتائج التالية:

ليست هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب السيولة وعائد السهم عند مستوى معنوية 5% في بورصة مسقط.

– بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في "يؤثر مؤشر الربحية على عوائد الأسهم" فقد تم إثباتها من خلال النتائج التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الربحية وعائد السهم عند مستوى معنوية 5%.
- توجد علاقة طردية بين نسب الربحية الممثلة في "صافي الربح/رقم الاعمال" وعائد السهم بحيث عند زيادة "صافي الربح/رقم الاعمال" بمقدار وحدة واحدة يزيد عائد السهم ب 0,909830، حيث يرتبط عائد السهم نسبيا مع هذه النسبة، وهنا توافقت دراستنا مع دراسة رمضان مريزيق، زينة شنوف.

– بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في "يؤثر مؤشر النشاط على عوائد الأسهم" فقد تم إلغاؤها من خلال النتائج التالية:

ليست هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب السيولة وعائد السهم عند مستوى معنوية 5% في بورصة مسقط.

– بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في "يعتبر مؤشر السيولة أكثر تأثيرا من مؤشر الربحية والنشاط على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية" فقد تم نفيها من خلال:

نلاحظ ان مؤشر الربحية هو الوحيد الذي يؤثر في عائد السهم (EPS) في سوق مسقط للأوراق المالية أي ان المستثمر المالي في بورصة مسقط يعتمد فقط على مؤشر الربحية لإتحاذ القرار المالي، ويستثنى مؤشر السيولة ومؤشر

النشاط، وهذا راجع الى خصوصية الأسواق المالية في الخليج الذي تتمتع شركاتها بالوفرة المالية بحيث تقوم الدولة بدعم جميع الشركات المتعثرة ماليا لذلك لا يظهر تأثير أي من المؤشرين الأخيرين على عوائد الأسهم في تلك القطاعات المدرجة في بورصة مسقط.

## (2) توصيات الدراسة:

- إعادة اجراء هاته الدراسة مع توسيع العينة من حيث عدد البورصات وتوزيعها الجغرافي لإعطاء فرصة للمقارنة بين النتائج من حيث الأسواق والقطاعات التي تنتمي اليها المؤسسات المسعرة؛
- توسيع فئة المتغيرات المستقلة وذلك لتوسيع المجال للمقارنة بين المتغيرات وتأثيرها؛
- استخدام مشاهدات أكثر للحصول على تفسير جيد للنموذج المدروس.

## (3) آفاق الدراسة:

- ✓ دراسة أثر نسب السوق على عوائد الأسهم في القطاعات الاقتصادية
- ✓ تطبيق هذه الدراسة على بورصات أخرى وذلك قصد تعميم نتائج الدراسة إذا توافقت نتائجها



# المراجع

## أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية

## أ) الكتب:

- (1) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة للنشر عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- (2) بادي البلطجي، تحليل الاقتصاد القياسي في بيانات بانل، الطبعة الثالثة، 2005.
- (3) حمد موسى أحمد على، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2015.
- (4) فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
- (5) فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008.
- (6) محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (7) محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، الطبعة الثالثة دار وائل للنشر، عمان، 2010.

## ب) الرسائل الجامعية:

- (1) رمضان مريزيق، دراسة لتأثير نسب الربحية والسيولة على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير مالية مؤسسة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014.
- (2) دلال لعجال، دراسة لتأثير نسب السيولة والنشاط على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة، رسالة ماجستير مالية مؤسسة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.
- (3) فريدة السايح، محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الاسهم في سوق دبي المالي، رسالة ماجستير مالية مؤسسة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014.
- (4) زينة شنوف، دراسة فعالية النسب المالية في تشخيص ظاهرة الفشل المالي، رسالة ماجستير مالية مؤسسة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.
- (5) علي فكرون، أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عوائد الاسهم، رسالة ماجستير مالية مؤسسة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.
- (6) صليحة حجاج، دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم، رسالة ماجستير مالية مؤسسة غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2016.
- (7) مصطفى ثامر، أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم، رسالة ماجستير مالية كمية غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.

ت) المجلات والمقتنيات:

- (1) عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد 12، عدد 1، 2010.
- (2) مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى الدولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013.

ثانياً: المصادر والمراجع باللغة الأجنبية

- 1) A.A.V.L. Wijesundera, D.S.A. Weerasinghe, T.P.C.R. Krishna, M.M.D. Gunawardena and H.R.I. Peiris, **Predictability of stock returns using financial ratios: empirical evidence from Colombo stock exchange**, Sri Lanka Institute of Information Technology, 2015.
- 2) Anas Aftab, Kiran Naseer, **Stock Return Predictability through Financial Ratios (Financial Sectors of KSE)**, Proceedings of Annual Paris Economics, 2016.
- 3) Heryanto, **Effect of Liquidity and Profitability to Bank Stock Return in Indonesia Stock Exchange (IDX)**, Baiturrahmah University, 2016.
- 4) Kohei Aono, Tokuo Iwaisako, **Forecasting Japanese Stock Returns with Financial Ratios and Other Variables**, Understanding Inflation Dynamics of the Japanese Economy, 2010.
- 5) Lina Warrad, Dr. Rania Al Omari, **The Impact of Activity Ratios among Industrial Sectors' Performance: Jordanian Case**, Research Journal of Finance and Accounting, 2015.
- 6) M Salehi, G Talebina, B Ghorbani: **A Study of the Relationship Between Liquidity and Stock Returns of Companies Listed on Tehran Stock Exchange**, World Applied Sciences Journal, 2011.
- 7) S. Kheradyar, I. Ibrahim, and F. Mat Nor, **Stock Return Predictability with Financial Ratios**, international Journal of Trade, 2015.



ثالثاً: مواقع الإنترنت

- (1) الشروق، حسابات عائد سهم وسعره الحالي ومكرر ربحيته تقود للاستثمار الامن، الشروق، 2018/04/03.  
<http://www.alsharq.net.sa/2012/09/18/493510>
- (2) سوق مسقط للأوراق المالية، تاريخ موجز، تاريخ الاطلاع، 2018/03/15.  
<https://www.msm2.gov.om/page.aspx?b1=Our-Profile&b2=History&p=HistoryEvents&ti=History>



الملاحق

## الملحق رقم (1): نتائج تقدير نماذج بانل (نموذج الإنحدار التجميعي)

Dependent Variable: LOG(EPS)  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/18/18 Time: 22:09  
 Sample: 2013 2017  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 6  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.615535	0.972040	-0.633240	0.5321
LOG(LI)	0.238729	0.166460	1.434155	0.1634
LOG(PI)	0.747635	0.324785	2.301940	0.0296
LOG(AI)	0.477600	0.149296	3.199012	0.0036
R-squared	0.300804	Mean dependent var		-3.200803
Adjusted R-squared	0.220127	S.D. dependent var		0.623223
S.E. of regression	0.550371	Akaike info criterion		1.767118
Sum squared resid	7.875619	Schwarz criterion		1.953945
Log likelihood	-22.50677	Hannan-Quinn criter.		1.826886
F-statistic	3.728514	Durbin-Watson stat		0.680851
Prob(F-statistic)	0.023608			

## الملحق رقم (2): نتائج تقدير نماذج بانل (نموذج الأثار الثابتة)

Dependent Variable: LOG(EPS)  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/18/18 Time: 22:10  
 Sample: 2013 2017  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 6  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.195178	1.009839	-1.183534	0.2498
LOG(LI)	0.124082	0.221034	0.561373	0.5805
LOG(PI)	1.040527	0.299395	3.475429	0.0023
LOG(AI)	-0.147276	0.376080	-0.391608	0.6993
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.746588	Mean dependent var		-3.200803
Adjusted R-squared	0.650050	S.D. dependent var		0.623223
S.E. of regression	0.368677	Akaike info criterion		1.085536
Sum squared resid	2.854384	Schwarz criterion		1.505895
Log likelihood	-7.283034	Hannan-Quinn criter.		1.220012
F-statistic	7.733633	Durbin-Watson stat		1.716403
Prob(F-statistic)	0.000081			

## الملاحق رقم (3): نتائج تقدير نماذج بانل (نموذج الأثار العشوائية)

Dependent Variable: LOG(EPS)  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 04/18/18 Time: 22:11  
 Sample: 2013 2017  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 6  
 Total panel (balanced) observations: 30  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.818930	0.981743	-0.834159	0.4118
LOG(LI)	0.123975	0.202185	0.613176	0.5451
LOG(PI)	0.909830	0.284865	3.193903	0.0037
LOG(AI)	0.369429	0.207689	1.778763	0.0870

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.638734	0.7501
Idiosyncratic random		0.368677	0.2499

Weighted Statistics			
R-squared	0.287139	Mean dependent var	-0.800006
Adjusted R-squared	0.204886	S.D. dependent var	0.413559
S.E. of regression	0.368767	Sum squared resid	3.535722
F-statistic	3.490912	Durbin-Watson stat	1.393710
Prob(F-statistic)	0.029801		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.167495	Mean dependent var	-3.200803
Sum squared resid	9.377185	Durbin-Watson stat	0.525506

## الملاحق رقم (4): نتائج اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided  
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	12.29202 (0.0005)	1.204393 (0.2724)	13.49641 (0.0002)
Honda	3.505998 (0.0002)	-1.097448 --	1.703102 (0.0443)
King-Wu	3.505998 (0.0002)	-1.097448 --	1.519342 (0.0643)
Standardized Honda	6.001867 (0.0000)	-0.896658 --	-0.103098 --
Standardized King-Wu	6.001867 (0.0000)	-0.896658 --	-0.346072 --
Gourieriou, et al.*	--	--	12.29202 (< 0.01)

\*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

### الملحق رقم (5): نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.012679	3	0.3897

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LOG(LI)	0.124082	0.123975	0.007977	0.9990
LOG(PI)	1.040527	0.909830	0.008490	0.1561
LOG(AI)	-0.147276	0.369429	0.098301	0.0993

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: LOG(EPS)

Method: Panel Least Squares

Date: 04/18/18 Time: 22:11

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.195178	1.009839	-1.183534	0.2498
LOG(LI)	0.124082	0.221034	0.561373	0.5805
LOG(PI)	1.040527	0.299395	3.475429	0.0023
LOG(AI)	-0.147276	0.376080	-0.391608	0.6993

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.746588	Mean dependent var	-3.200803
Adjusted R-squared	0.650050	S.D. dependent var	0.623223
S.E. of regression	0.368677	Akaike info criterion	1.085536
Sum squared resid	2.854384	Schwarz criterion	1.505895
Log likelihood	-7.283034	Hannan-Quinn criter.	1.220012
F-statistic	7.733633	Durbin-Watson stat	1.716403
Prob(F-statistic)	0.000081		

## الملحق رقم (6): بيانات عائد السهم ونسب السيولة والربحية والنشاط

SECTEUR	ANNE	EPS	LI	PI	AI
القطاع المالي (بنوك)	2013	0,0345	0,12361389	0,30540523	0,09336069
القطاع المالي (بنوك)	2014	0,0345	0,1420381	0,38923266	0,03328874
القطاع المالي (بنوك)	2015	0,0365	0,11234628	0,40488707	0,03086571
القطاع المالي (بنوك)	2016	0,0405	0,1154558	0,34715613	0,03373402
القطاع المالي (بنوك)	2017	0,037	0,08110354	0,32622841	0,03531161
القطاع المالي (التمويل)	2013	0,02	0,01110252	0,35801395	0,08691265
القطاع المالي (التمويل)	2014	0,02	0,01209484	0,36545179	0,08498167
القطاع المالي (التمويل)	2015	0,02125	0,01907506	0,3709202	0,07906171
القطاع المالي (التمويل)	2016	0,01966	0,03826525	0,35040549	0,09072989
القطاع المالي (التمويل)	2017	0,0208875	0,03032349	0,36150561	0,08427923
القطاع الصناعي	2013	0,099	0,03175064	0,17629593	1,03971807
القطاع الصناعي	2014	0,1	0,03018183	0,18760189	1,05695803
القطاع الصناعي	2015	0,08675	0,03613127	0,1399284	1,04327327
القطاع الصناعي	2016	0,07925	0,06633087	0,10876958	0,94201703
القطاع الصناعي	2017	0,03725	0,03900881	0,0601732	0,98926573
قطاع الخدمات	2013	0,07725	0,04585126	0,22589344	0,7772054
قطاع الخدمات	2014	0,0755	0,07085745	0,24344294	0,78336844
قطاع الخدمات	2015	0,0385	0,06363574	0,14200388	0,75777223
قطاع الخدمات	2016	0,07225	0,03256855	0,15997384	0,73546635
قطاع الخدمات	2017	0,04925	0,05903396	0,12373999	0,65502979
قطاع الطاقة	2013	0,2575	0,03748378	0,14965418	0,33768275
قطاع الطاقة	2014	0,0385	0,02969994	0,14155704	0,3521949
قطاع الطاقة	2015	0,04075	0,02552748	0,12647188	0,40732368
قطاع الطاقة	2016	0,04825	0,03403813	0,16273686	0,39256738
قطاع الطاقة	2017	0,02225	0,03018438	0,08583949	0,39665731
قطاع الصناعات المختلفة	2013	0,0262	0,0288213	0,10492061	0,9218027
قطاع الصناعات المختلفة	2014	0,02605	0,07496605	0,09667157	1,10769213
قطاع الصناعات المختلفة	2015	0,02725	0,06948677	0,08801121	0,92087406
قطاع الصناعات المختلفة	2016	0,024	0,06427411	0,0864483	0,86521256
قطاع الصناعات المختلفة	2017	0,02225	0,05771664	0,08181121	0,91055109

# الفهرس



III	إهداء	.....
IV	شكر وتقدير	.....
V	الملخص	.....
VI	قائمة المحتويات	.....
VII	قائمة الجداول	.....
VIII	قائمة الاشكال البيانية	.....
IX	قائمة الملاحق	.....
X	قائمة الرموز والإختصارات	.....
أ	المقدمة	.....
1	<b>الفصل الأول: أدبيات حول عوائد الأسهم وإدارة السيولة والربحية والنشاط</b>	.....
2	تمهيد	.....
3	المبحث الأول: مفاهيم حول عوائد الأسهم وإدارة السيولة والربحية والنشاط	.....
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول عوائد الأسهم	.....
3	أ) مفهوم عائد السهم	.....
3	ب) اشكال عائد السهم وطرق حسابه	.....
5	المطلب الثاني: العوامل الاقتصادية المؤثرة على عوائد الأسهم	.....
5	أ) عرض النقد (السيولة)	.....
6	ب) اسعار الفائدة	.....
6	ت) سعر صرف العملة	.....
6	ث) التضخم	.....
6	ج) الدورة الاقتصادية	.....
7	المطلب الثالث: الربحية والسيولة والنشاط كأهداف مهمة لإدارة مالية المؤسسة	.....
7	أ) إدارة السيولة	.....
9	ب) إدارة الربحية	.....
9	ت) إدارة النشاط	.....
11	المبحث الثاني: الدراسات السابقة	.....
11	المطلب الأول: الدراسات العربية والأجنبية	.....
11	1) الدراسات العربية	.....
13	2) الدراسات الأجنبية	.....
16	المطلب الثاني: ما يميز هذه الدراسة	.....
17	خلاصة الفصل	.....

18	الفصل الثاني: دراسة تأثير نسب السيولة ونسب الربحية ونسب النشاط على عوائد الأسهم
19	تمهيد
20	المبحث الأول: تقديم العينة وأدوات الدراسة
20	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
20	أ) مجتمع الدراسة
21	ب) عينة الدراسة
21	ت) مصادر البيانات
22	ث) متغيرات الدراسة
23	المطلب الثاني: أدوات الدراسة
23	الفرع الأول: نماذج السلاسل الزمنية المقطعية
26	الفرع الثاني: صياغة نموذج الدراسة
27	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
27	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
27	الفرع الأول: نتائج التمثيل النقطي لمتغيرات الدراسة
29	الفرع الثاني: نتائج تقديرات نماذج بانل
30	الفرع الثالث: نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج المدروسة
31	المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها
31	الفرع الأول: تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج
32	الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية
35	خلاصة الفصل
36	الخاتمة
39	المراجع
43	الملاحق
49	الفهرس