إقـــــرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

قـدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعـار أسهـم الشـركات المدرجة في بورصة فلسطيـن- دراسـة تحليلية مقـارنة

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

DECLARATION

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

Student's name: اسم الطالب: **فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة**

Signature: التوقيع

Date: التاريخ 28/5/2014

بسم الله الرحمن الرحيم

الجامعة الإسلامية-غزة
عمادة الدراسات العليا
كلية التجارة
ماجستير المحاسبة والتمويل

قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تحليلية مقارنة

The Ability Of Capital Assets Pricing Models In Determining Stocks Prices Of Companies Listed On Palestine Exchange – A Comparative Analysis Study

إعداد الطالب
فؤاد عبد الحميد النواجحة

إشراف
أ.د/ علي عبد الله شاهين

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير
في المحاسبة والتمويل
1435هـ/ 2014م

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

بسم الله الرحمن الرحيم

الجامعة الإسلامية – غزة
The Islamic University - Gaza

مكتب نائب الرئيس للبحث العلمي والدراسات العليا هاتف داخلي 1150

الرقم Ref ...../35/غ

التاريخ Date 2014/05/03

نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة شئون البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ **فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة** لنيل درجة الماجستير في **كلية *التجارة*/ قسم المحاسبة والتمويل** وموضوعها:

قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين – دراسة تحليلية مقارنة

The Ability of Capital Assets Pricing Models in Determining Stocks prices of Companies Listed on Palestine Exchange – A Comparative analysis study

وبعد المناقشة العلنية التي تمت اليوم السبت 04 رجب 1435 هـ، الموافق 2014/05/03 الساعة الواحدة ظهراً بمبنى القدس، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

أ.د. علي عبدالله شاهين	**مشرفاً ورئيساً**	.....
أ.د. حمدي شحدة زعرب	**مناقشاً داخلياً**	.....
د. بهاء الدين أحمد العريني	**مناقشاً خارجيًا**	.....

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

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

والله ولي التوفيق ،،،

مساعد نائب الرئيس للبحث العلمي والدراسات العليا

أ.د. فؤاد علي العاجز

P.O. Box 108, Rimal, Gaza, Palestine fax: +970 (8) 286 0800 فاكس Tel: +970 (8) 286 0700 هاتف ص.ب. 108 الرمال، غزة، فلسطين
public@iugaza.edu.ps www.iugaza.edu.ps

"أَمَّنْ هُوَ قَانِتٌ آنَاء اللَّيْلِ سَاجِداً وَقَائِماً يَحْذَرُ الْآخِرَةَ وَيَرْجُو رَحْمَةَ رَبِّهِ قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ وَالَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ إِنَّمَا يَتَذَكَّرُ أُوْلُوا الْأَلْبَابِ"

صدق الله العظيم

(الزمر: آية9)

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الإهـــــداء

- إلى منارة العلم، ومُعلم الخير والهادي الأمين، سيد الخلق رسولنا الكريم سيدنا محمدﷺ.
- إلى من دفعوا أرواحهم رخيصةً، فداءً للأرض والدين والوطن شهداءنا الأكرم منا جميعاً.
- إلى من يكتبون الحرية بصمودهم، ويلوّحون للنصر بصبرهم، ويدفعون أعمارهم لنحيا بحرية وكرامة، مشاعل الحرية خلف القضبان أسرانا البواسل.
- إلى روح أحلى كلمة رددها لساني "أمي" التي قاسمتني السهر والعناء، فكانت لأسقامي خير دواء، مبعث الحنان والعطاء، أسال المولى عز وجل أن يسكنها الفردوس الأعلى.
- إلى روح من سعى وشقى لأنعم بالراحة والهناء، وأعطى ولم يكّل العطاء، الذي علمني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر "والدي الحبيب"، أسال المولى عز وجل أن يتغمده بواسع رحمته.
- إلى روح من شاركوني حضن أمي وأبي إخواني "محسن وجهاد" رحمهما الله.
- إلى من تحملت هجر الليالي ومدافعة الأيام، لأجل أن تحيا أعظم فرحة لها "فرحتي"، زوجتي الحبيبة التي كلما تأملت فيها استحضرت نعمة ربي علي حينما أكرمني الله بها، فنعم الزوجة الصالحة هيّ، مع خالص حبي لها.
- إلى أحباء قلبي الذين حرمتهم دفء حضني لهم، لانشغالي بالدراسة، بناتي وأولادي.
- إلى من هم عضدي وسندي وبهم أستمد عزتي وإصراري، وأحيا بجسور محبتهم، اخواني د.زهير وعماد، وإياد.
- إلى من تذوقت معهما أجمل اللحظات أختي الغالية أم خالد، وابنة عمي العزيزة ماجدة.
- إلى أقربائي وأصدقائي الأعزاء.

أهدي هذا الجهد المتواضع

الباحث

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

شكر وتقدير

بسْمِ اللهِ الرَّحْمنِ الرَّحِيمِ (رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحاً تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي ذُرِّيَّتِي إِنِّي تُبْتُ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ)

(الأحقاف:15)

الحمد لله رب العالمين، الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم يعلم، اللهم انفعنا بما علمتنا، وعلمنا ما ينفعنا، وزدنا علماً، وهب لنا من لدنك رحمة، إنك أنت الوهاب، والصلاة والسلام علي نبينا محمد أشرف المرسلين، وعلى آله وصحبه أجمعين، ومن سار على هداه إلى يوم الدين، أما بعد:

يقول الرسول صلي الله عليه وسلم "من قال جزاكم الله خيراً، فقد أبلغ في الثناء" وقوله صلى الله عليه وسلم "لا يشكر الله من لا يشكر الناس".

لذا يقتضي الواجب أن أذكر فضل من شجعني وساعدني على إتمام هذه الدراسة، ولا ينكر فضل الفضلاء إلا من ران على قلبه، وساء منبتاً.

وإن كان من الواجب أن أذكر أهل الفضل بفضلهم، وأن أخص بعضهم بالذكر، فاني أتقدم بخالص شكري وعظيم تقديري وامتناني إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور علي عبد الله شاهين، الذي أسعدني بإشرافه على هذه الدراسة، فقد رافقني في هذه المرحلة التعليمية، ومنحني الكثير من وقته، وجاد علي بإرشاداته السديدة، وتوجيهاته المفيدة، ومنحني من علمه ما يعجز مثلي عن مكافئته، فجزاه الله عني خير الجزاء. كما وأتقدم بالشكر والامتنان إلى عضوي لجنة المناقشة الأستاذ الدكتور حمدي شحدة زعرب، والدكتور بهاء الدين أحمد العريني لتكرمهما علي بمناقشة رسالتي، ولا يفوتني أيضاً إلا أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير لمعالي وزير الداخلية الدكتور سعيد أبو علي، لتحفيزه لي على إكمال مسيرتي التعليمية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

مُلخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة (2011 – 2013)، والوقوف على ماهية تلك النماذج ودورها في تسعير الأصول الرأسمالية والتي تتمثل في نموذج التقييم المحاسبي، ونموذج خصم التدفقات النقدية، ونموذج خصم التوزيعات النقدية، وذلك لعينة الدراسة المكونة من (24) شركة، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات السنوية لأسعار الأسهم والقوائم المالية لتلك الشركات باستخدام بعض التحليلات الإحصائية اللازمة لذلك، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن نموذج التقييم المحاسبي كان أفضل من كل من نموذج خصم التدفقات النقدية ونموذج خصم التوزيعات النقدية من حيث القدرة التفسيرية لتلك النماذج، كما لم يتبين وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي، في حين ظهرت فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً لنموذجي خصم التدفقات النقدية وخصم التوزيعات النقدية، هذا وقد أوصت الدراسة بضرورة استخدام نموذج التقييم المحاسبي في تقييم أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، باعتباره الأكثر قدرة على تفسير الفروقات في أسعار تلك الأسهم، وبالتالي من المهم الاعتماد على نموذج التقييم المحاسبي في بناء المحافظ الاستثمارية، وضرورة قيام السوق بدوره في زيادة الوعي لدى المستثمرين حول الاعتماد على المعلومات المحاسبية اللازمة لأغراض إجراء التحليلات الأساسية والفنية للتنبؤ بأسعار الأسهم في البورصة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Abstract

The study aimed to recognize the role of capital assets pricing in determining the stock prices of companies listed on Palestine Exchange from 2011 to 2013 and to explore these models and their role in pricing the capital assets and more particularly the accounting model for evaluation, discounted cash flow model, and discounted cash dividends model through a sample consisting of 24 companies to achieve the study goals by using the previous studies, theoretical framework, annual stock prices data, and financial statements of such companies by examining the relevant statistical data.

The study concluded with several results, and the most significant results included that the accounting model for evaluation was better than both the discounted cash flow model and discounted cash dividends model in terms of the explanatory ability of such models, further the study concluded that there were no statistically significant differences at a level of significance ($\alpha = 0.05$) between the average prices of market stocks and actual prices of companies listed on Palestinian Exchange according to the accounting model for evaluation, however there were statistically significant differences at a level of significance ($\alpha = 0.05$) between the average prices of market stocks and actual prices of companies listed on Palestine Exchange according to the discounted cash flow and discounted cash dividends models.

The study recommended that it is an imperative to use the accounting model for evaluation in evaluating the stock prices of companies listed on Palestine Exchange as it is more efficient is explaining the variations of stock prices, thus it is essential to use the accounting model for evaluation in creating the investment portfolio and to enable the market to perform its role in raising the awareness of investors in regard to relying on the accounting information required for conducting the basic and technical analytical procedures to forecast the stock prices in the stock exchange.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

قائمة المحتويات

الموضـــوع	الصفحة
صفحة العنوان	
آية قرآنية	أ
الإهداء	ب
شكر وتقدير	ج
مخلص الدراسة بالعربية	د
ملخص الدراسة بالإنجليزية	هـ
قائمة المحتويات	و
قائمة الجداول	ك
قائمة الأشكال	ل
الفصل الأول: الإطار العام للدراسة	1
المقدمة	2
مشكلة الدراسة	3
فرضيات الدراسة	4
أهداف الدراسة	5
أهمية الدراسة	5
منهجية الدراسة	6
متغيرات الدراسة	6
حدود الدراسة	7
الدراسات السابقة	7
أولاً: الدراسات السابقة العربية	7
ثانياً: الدراسات السابقة الأجنبية	12
التعليق على الدراسات السابقة	18

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الثاني: العائد والمخاطرة في المحفظة الاستثمارية والاتجاهات الحديثة في الأسهم	20
المقدمة	20
المبحث الأول: العائد والمخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية	21
تمهيد	22
أولاً: معدل العائد	22
معدل العائد المطلوب	22
العائد الجاري والعائد الرأسمالي	23
معدل العائد المتوقع وغير المتوقع	23
معدل العائد العادي وغير العادي	24
ثانياً: المخاطرة	24
مفهوم المخاطرة	24
الانحراف المعياري	25
معامل الاختلاف	25
معامل بيتا	25
أنواع المخاطرة	26
ثالثاً: نظرية المحفظة	26
مفهوم الاستثمار	26
مفهوم المحفظة الاستثمارية	27
تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى	27
فروض نظرية المحفظة	28
بناء المحفظة الاستثمارية المثلى	29
خطوات العملية الاستثمارية	30
وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار	30
الاستراتيجية الفعالة	31
الاستراتيجية السلبية	31
الاستراتيجية المتوازنة	31
تحليل وتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة	32

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

التحليل الأساسي	32
التحليل الفني	32
تشكيل محفظة الاستثمار	33
مراجعة وتقليب مكونات المحفظة	34
تقييم أداء المحفظة بشكل دوري	34
نموذج شارب	34
نموذج ترينور	36
نموذج جينس	36
المبحث الثاني: الاتجاهات الحديثة في الأسهم	38
تمهيد	39
أولاً: طبيعة الأسهم وأنواعها	39
طبيعة الأسهم	39
قيم الأسهم العادية	40
القيمة السوقية	40
القيمة الحقيقية	41
القيمة الدفترية	41
أنواع الأسهم	42
معيار طريقة التداول	42
الأسهم الإسمية	42
الأسهم لحاملها	42
معيار الحصة المدفوعة	42
أسهم نقدية	42
أسهم عينية	42
أسهم مجانية	43
معيار طبيعتها	43
الأسهم المتميزة	43
أسهم الدخل	43
أسهم النمو	43

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

أسهم المضاربة	44
أسهم موسمية	44
أسهم دفاعية	44
أسهم الشركات الصغيرة	44
معيار الحقوق	45
الأسهم العادية	45
الأسهم الممتازة	46
أنواع الأسهم الممتازة	46
أسهم مجمعة الأرباح وأسهم غير مجمعة الأرباح	47
الأسهم القابلة للتحويل والأسهم غير القابلة للتحويل	47
أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح	47
أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء	47
ثانياً: الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية	48
الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة	48
الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية	48
الأسهم العادية المضمونة	49
ثالثاً: الاتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة	50
الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة	50
الأسهم الممتازة التي تمنح لحاملها الحق في التصويت	50
الفصل الثالث: تحليل نماذج تسعير الأصول الرأسمالية وعائدات الأسهم	51
المقدمة	51
المبحث الأول: نماذج تسعير الأصول الرأسمالية	52
تمهيد	53
أولاً: نموذج خصم التوزيعات النقدية	53
حالة التوزيعات الثابتة	53
حالة التوزيعات ذات النمو الثابت	54
حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت	56
ثانياً: نموذج خصم التدفقات النقدية	58

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملاك	58
ثالثاً: نموذج التقييم المحاسبي	62
معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم	63
معاملات النموذج	64
رابعاً: نماذج أخرى لتقدير أسعار الأسهم	64
نموذج والتر	64
نموذج التأكد المعادل	65
نموذج ليرنر وكارلتون	66
نموذج مضاعف الربحية	67
نموذج الأسعار	68
المبحث الثاني: تقدير معدل النمو ومعامل الخصم	72
تمهيد	73
أولاً: تقدير معدل النمو	73
الطريقة الأولى: الاعتماد على المعدلات التاريخية لمعدلات النمو	73
الطريقة الثانية: الاعتماد على تقديرات المحلل المالي	74
الطريقة الثالثة: الاعتماد على البيانات الأساسية للشركة	74
ثانياً: تقدير معدل الخصم	75
1- تكلفة حقوق الملكية كمعامل خصم	75
أولاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	75
افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	76
عيوب نموذج تسعير الأصل الرأسمالي	77
ثانياً: نظرية التسعير بالمراجحة	77
افتراضات النظرية وصيغتها الرياضية	78
مزايا وعيوب نظرية التسعير بالمراجحة	78
ثالثاً: نموذج العوامل الثلاثة	79
الصيغة الرياضية للنموذج	80
2- تكلفة التمويل الكلي كمعدل خصم	81
أولاً: تكلفة الدين (القروض)	81

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة	81
ثالثاً: تكلفة الأسهم العادية	82
الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية	83
مقدمة عن الأسواق المالية	84
نبذة عن بورصة فلسطين	84
مجتمع الدراسة	85
عينة الدراسة	86
مصادر البيانات	88
منهج تحليل البيانات	88
خطوات إجراء الدراسة	88
قياس متغيرات الدراسة	90
التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات	92
الفصل الخامس: النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية	103
أولاً: نتائج الدراسة	104
ثانياً: توصيات الدراسة	105
ثالثاً: الدراسات المستقبلية	106
المراجع	106
أولاً: المراجع العربية	106
ثانياً: المراجع بالإنجليزية	113
الملاحق	115

قائمة الجداول

رقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	**القدرة التفسيرية لنماذج تقييم أسعار الأسهم الواردة في الدراسات السابقة.**	19
2	ملخص لنماذج تقييم أسعار الأسهم.	70
3	مجتمع الدراسة وعينتها حسب القطاعات.	86
4	متوسط أسعار الأسهم الحقيقية والسوقية للشركات المدرجة في البورصة.	93
5	القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التدفقات النقدية.	94
6	القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التوزيعات النقدية.	95

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

رقم	عنوان الجدول	الصفحة
7	نتائج اختبار Wilcoxon للفروق بين أسعار الأسهم الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي وأسعارها السوقية.	97
8	اختبار Wilcoxon للفروق بين أسعار الأسهم الحقيقة وفقاً لنموذج خصم التدفقات وأسعارها السوقية.	99
9	نتائج اختبار Wilcoxon للفروق بين متوسط أسعار الأسهم الحقيقية وفقاً لنموذج خصم التوزيعات النقدية وأسعارها السوقية.	100

قائمة الأشكال

رقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	منحنى المحافظ المثلى	30
2	حساب التدفقات النقدية الحرة	60

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

- المقدمة
- مشكلة الدراسة
- فرضيات الدراسة
- أهداف الدراسة
- أهمية الدراسة
- منهجية الدراسة
- متغيرات الدراسة
- حدود الدراسة
- الدراسات السابقة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

1. المقدمة

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في عملية التنمية الاقتصادية، بالنظر لما تمثله من عامل جذب لمدخرات المستثمرين، وأن نجاح تلك الأسواق يتطلب توفير قدر أكبر من البيانات والمعلومات المحاسبية عن الشركات عند نشر المعلومات والمؤشرات التي تعكس الحالة الاقتصادية لتلك الشركات حتى يتسنى للمتعاملين اختيار أفضل الاستثمارات المتاحة من ناحية، وتخفيض عملية المضاربة من ناحية أخرى (جبر، 2012، ص161).

هذا وتتم عملية توظيف الأموال في البورصة بغرض الحصول على عائد مناسب يعوض المستثمر مقابل تنازله عن الاستخدام الحالي لأمواله وبما يغطي المخاطر المرتبطة لهذا الاستثمار، وبالتالي فإن أول خطوة يقوم بها المستثمر هي تقييم الاستثمارات بغرض تحديد ما إذا كان السعر السوقي يتناسب مع العائد المطلوب، ويتم ذلك عن طريق عدة نماذج تهدف إلى تسعير الأصول الرأسمالية وتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية (حماد، 2006، ص32). ومن النماذج المستخدمة في هذا المجال نموذج خصم التوزيعات النقدية (The Dividend Discount Model)، ونموذج خصم التدفقات النقدية (The Discounted Cash Flow Model)، ونموذج التقييم المحاسبي(Feltham and ohlson model) (أبو الخير، 2007، ص2).

لذا فإن إجراء المقارنة بين القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم وفقاً لتلك النماذج والقيمة السوقية لها من شأنه أن يعكس أفضل النماذج التي تعبر عن القيمة الحقيقية لتلك الأسهم، وبالتالي ترشيد المستثمرين نحو اختيار أفضل الاستثمارات، التي تحقق لهم العائد المرغوب. وعليه فإن التعرف على مدى ملاءمة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تفسير الاختلافات والتغيرات التي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

تحدث في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وتحديد القيمة الحقيقية لأسعار أسهم تلك الشركات، ومقارنتها مع القيمة السوقية تأتي هذه الدراسة لبحث مدى قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم تلك الشركات.

2. مشكلة الدراسة

يمثل سعر السهم في السوق المالي القيمة الفعلية للاستثمارات أو ثروة الملاك القابلة للتحقق والذي يسعى كل مستثمر لتعظيمها من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها عند ارتفاع أسعارها، وفقاً لما تظهره كفاءة السوق المالي الذي يتم من خلاله تسعير تلك الأصول (الصعيدي، 2011، ص4)، فتحديد القيمة الحقيقية للسهم يعتبر بمثابة حجر الأساس في اتخاذ القرار الاستثماري (هندي، 2002، ص420). لذلك فإن أول خطوة يقوم بها المستثمر عند اتخاذه لقرار الاستثمار هي تقييم الأسهم للتعرف على مدى اختلاف القيمة الحقيقية للاستثمارات عن قيمتها السوقية، وذلك باستخدام عدة مداخل لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وعليه فإن مشكلة الدراسة تتمثل في السؤال الرئيس التالي:

ما مدى قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟ ويتفرع منه الأسئلة التالية:

1. هل يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة أفضل من نموذج التدفقات النقدية لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. هل يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3. ما مدى وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟
4. ما مدى وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التدفقات النقدية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟
5. ما مدى وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين؟

3. فرضيات الدراسة

للإجابة على أسئلة الدراسة يمكن صياغة فرضياتها كما يلي:

- الفرضية الأولى: يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثانية: يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الثالثة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الفرضية الرابعة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التدفقات النقدية" للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- الفرضية الخامسة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

4. أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف وهي:

1. الوقوف على ماهية نماذج تسعير الأصول الرأسمالية والتي تشمل تطبيقات نماذج القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم (نموذج التقييم المحاسبي، ونموذج خصم التدفقات النقدية، ونموذج خصم التوزيعات النقدية).
2. التعرف على القدرة التفسيرية لـ(نموذج التقييم المحاسبي، ونموذج خصم التدفقات النقدية، ونموذج خصم التوزيعات النقدية) في تحديد أسعار الأسهم والتغيرات التي تطرأ عليها.
3. تحديد أفضل نموذج من نماذج تسعير الأصول الرأسمالية ملاءمةً لبورصة فلسطين.
4. التعرف على خطوات بناء المحفظة الاستثمارية والاتجاهات الحديثة في الأسهم.
5. تحليل آليات تقدير معدل النمو ومعدل الخصم.

5. أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة بأهمية الموضوع، التي سوف تتناوله وهو تحديد أسعار الأسهم، حيث تعتبر عملية تحديد أسعار الأسهم أهم خطوة من خطوات تقييم الاستثمارات المالية، وبالتالي فإن أهمية الدراسة تنبع من كونها تعطي للمستثمر ومستخدم القوائم المالية أسلوباً وأداة تساعده على تحديد القيمة الحقيقية للسهم، كما أنها تسهم في تقديم معلومات مفيدة تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات المناسبة عند الشراء أو البيع في البورصة، مما يؤدي إلى تخفيض عنصر

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المخاطرة المصاحب لتلك القرارات، وهذا من شأنه أن يُعزز دور بورصة فلسطين ويسهم في زيادة عمق السوق المالي واتساعه، وأيضاً تنبع أهمية الدراسة في كونها من الدراسات الأولى التي تتناول نماذج تحديد أسعار الأسهم في البيئة الفلسطينية بحسب علم الباحث.

6. منهجية الدراسة

اعتمدت الدراسة على منهج التحليل الكمي للبيانات المالية باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS، لإجراء الاختبارات الإحصائية التحليلية اللازمة لاختبار فرضياتها، من خلال قياس القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم وفقاً لنموذجي خصم التدفقات النقدية وخصم التوزيعات النقدية وذلك لغرض تحديد القيمة الحالية للتدفقات أو التوزيعات النقدية المتوقع الحصول عليها خلال فترة الدراسة، أما قياس القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي فإنه يتم من خلال تحديد القيمة الدفترية لحقوق الملكية بالإضافة إلى عائد الربح الباقي.

7. متغيرات الدراسة:

أولاً: المتغيرات المستقلة

- القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بناءً على نموذج خصم التدفقات النقدية.
- القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بناءً على نموذج خصم التوزيعات النقدية.
- القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بناءً على نموذج التقييم لمحاسبي.

ثانياً: المتغير التابع

- سعر السهم السوقي: وهو سعر السهم الفعلي للشركات المعلن في نهاية العام.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

8. حدود الدراسة:

- الحدود المكانية: تقتصر الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- الحدود الزمانية: تجري الدراسة وفقاً للبيانات المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين من الفترة 2011م وحتى 2013م.
- ستقتصر الدراسة على تناول النماذج التالية (نموذج التقييم المحاسبي، نموذج خصم التدفقات النقدية، ونموذج خصم التوزيعات النقدية)، وذلك يرجع لشهرة تلك النماذج وشيوعها.

9. الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات العربية:

1. **دراسة (جبر، 2012) بعنوان: "اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم- دراسة تطبيقية".**

هدفت الدراسة إلى اختبار نموذج التقييم المحاسبي لغرض تفسير القيمة الحقيقية للسهم الواحد ومقارنته مع نموذج النقد المعادل للسهم (النموذج التقليدي) ومن ثم مقارنة نتائج النموذجين مع القيمة السوقية للسهم، وقد تم تطبيق النموذجين على عينة مكونة من ستة عشر مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة من (2004- 2007) مستخدماً البيانات الشهرية في حساب أسعار الأسهم ونموذج الانحدار البسيط لتحقيق أهداف الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج التقييم المحاسبي أفضل من النموذج التقليدي في تفسير الفروقات في أسعار الأسهم، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذجين على التوالي (0.659) و(0.379)، وأوصت الدراسة باستخدام نموذج التقييم المحاسبي في تقييم الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، لأنه أكثر قوة في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم، كما

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

خلصت إلى ضرورة اعتماد مؤشرات القيمة الحقيقية للأسهم المحسوبة وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي لأنه يأخذ بالحسبان متغيرات لا يأخذها النموذج التقليدي، فضلاً عن أنه يأخذ معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر بعين الاعتبار، وكذلك حثت على إجراء دراسات مشابهة باستخدام نماذج تقييم أخرى لتقييم الأسهم ومقارنتها مع نموذج التقييم المحاسبي للتأكد من حقيقة الاعتماد على نموذج التقييم المحاسبي.

2.دراسة (الصعيدي،2011) بعنوان "العوامل المؤثرة علي معدل عائد السهم السوقي، دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في البورصة الفلسطينية".

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة بالبورصة الفلسطينية، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية لهذه الشركات من الفترة (2006 إلى 2009)، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد وأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحقيق هدف الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية وأسعار الأسهم في البورصة، وأوصت الدراسة بتكثيف التوعية بأهمية جودة المعلومات المحاسبية وأثرها على البورصة الفلسطينية، وكذلك ضرورة قيام الشركات بنشر مجموعة موحدة من النسب المحاسبية مع التقارير الربع سنوية والتقارير السنوية، حتى يتمكن المستثمر من تقييم أداء هذه الشركات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع في الأسهم، وخاصة النسب التالية (معدل التوزيعات/ سعر السهم في بداية الفترة) ومعدل جودة الأرباح، والنسب المكونة لمعدل النجاح، القيم الدفترية للسهم، وكذلك حثت الدراسة على ضرورة قيام الشركات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة هذا التوزيع.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3.دراسة (عبد الحكيم، حسن، 2010) بعنوان "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردن- دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى تقييم أسعار الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردن لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة (2002- 2006)، حيث بلغ حجم العينة (7) شركات صناعية، وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار (6) شركات من العينة مسعرة بأعلى مما يجب، وشركة واحدة مسعرة بأقل مما يجب، كما أن نموذج جوردن غير ملائم لسوق العراق للأوراق المالية. وأوصت إلى ضرورة اختبار نماذج تقييم الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية واختيار الأنسب منها لظروف السوق.

4.دراسة (دلول، 2010) بعنوان "تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفؤة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية".

هدفت الدراسة إلى تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بناءً على نموذج التأكد المعادل وبناء محفظة الاستثمار بناءً على قدرة النموذج في تحديد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، مستخدماً بيانات خمسة عشر شركة من الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية خلال فترة (2002- 2007)، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك ثلاثة شركات مقيمة بسعر أقل مما يجب مما يجعلها مغرية للشراء، حيث بلغ متوسط عائد المحفظة الاستثمارية لتلك الشركات ما نسبته (63%)، أوصت الدراسة على إجراء دراسات أخرى على عينات بحثية أوسع، وذلك للتأكد من مدى إمكانية الاعتماد على هذه النماذج في التمييز بين الأسهم واختيار الأنسب منها لتشكيل

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

محفظة المستثمر الكفؤة، وأوصت باستخدام نموذج التأكد المعادل لأغراض تقييم الاستثمارات في الأسهم العادية، وذلك لاختيار الأفضل منها لبناء المحفظة الاستثمارية الملاءمة لتفضيلات المستثمر من حيث العائد والمخاطرة.

5.دراسة (عبيدات، 2008) بعنوان "استخدام تكلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية– دراسة تطبيقية في بورصة عمان".

هدفت الدراسة إلى استخدام تكلفة التمويل كمعدل خصم لحساب القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان (1997– 2006)، باستخدام نموذج خصم التوزيعات النقدية في حالة النمو الثابت والنمو الصفري، وتوصلت إلى صلاحية نموذج خصم التوزيعات النقدية في تقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي في بورصة عمان، كما أن تكلفة التمويل تعتبر سبب من أسباب اختلافات أسعار الأسهم، وأهم ما أوصت به الدراسة هو إجراء مقارنة بين نماذج حساب كلفة التمويل الممتلك لمعرفة أي منها أكثر تفسيراً، كما وأوصت بإعادة إجراء هذه الدراسة لإيجاد قيمة السهم الحقيقية للمنشآت الصناعية، لكن من خلال استخدام نماذج تقييم أخرى (مضاعف السعر إلى ربحيته أو التقييم بالاستناد إلى الأرباح) مع المحافظة على نفس نموذج الدراسة (نموذج خصم التوزيعات).

6.دراسة (أبو الخير،2007) بعنوان "ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة".

هدفت الدراسة إلى التعرف على إمكانية تطبيق نموذج التقييم المحاسبي في الأسواق الناشئة، ومقارنة القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي مع القدرة التفسيرية للنموذج التقليدي القائم على الأرباح، وذلك على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة السعودية والبورصة المصرية،

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

مستخدمةً البيانات السنوية ونموذج الانحدار البسيط، وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي في البورصة السعودية بلغت (62%) مقابل (60%) للنموذج التقليدي، في حين بلغت في البورصة المصرية (63%) مقابل (44%) للنموذج التقليدي، وأوصت الدراسة بضرورة تنظيم عمل شركات التحليل المالي، وأن تتيح هذه الشركات تنبؤات منتظمة عن أرباح الشركات السنوية في ضوء المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية عند إعداد مثل هذه التنبؤات.

7. **دراسة (الكيلاني، بدون تاريخ) بعنوان "التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية للفترة (1998–2002)".**

هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات القيم السوقية للأسهم واستخدامها في التنبؤ بتلك القيم من خلال عينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وإنشاء علاقات ارتباط وانحدار خطي بسيط ومتعدد بين متوسط قيم المحددات التي تمت دراستها والقيم السوقية الفعلية للأسهم، وقد تم تصميم نموذج للتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم وتم اختباره على البيانات المالية لعام (2003)، وتبين أن النموذج يمكنه التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم عند مستوى ثقة بلغ (100%) ومعامل ارتباط بين قيم الأسهم المتوقعة والقيم الفعلية بلغ (0.847). وقد أوصت الدراسة بضرورة توسيع الدراسات المتعلقة بالتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم بحيث تشمل محددات أخرى لم تشملها الدراسة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثانياً: الدراسات الأجنبية:

1. **دراسة** (Hong, et, al, 2012) **بعنوان** "**Relationship between free cash flow and financial performance evidence from the listed real estate companies in china**". "**العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ودليل الأداء المالي للشركات العقارية المدرجة في الصين**".

هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي للشركات المدرجة في السوق الصيني خلال فترة (2006 إلى 2010)، مستخدماً أسلوب الانحدار، وتوصلت إلى وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية الحرة وبين الأداء المالي للشركات (نسبة الديون) حيث بلغ معامل (3.817–t)، بمستوى معنوية (0.000)، وأوصت الدراسة بضرورة إعادة إجراء الدراسة في المستقبل للتأكد من النتائج.

2. **دراسة** (Dahmash, Qabajeh, 2012) **بعنوان** "**Value Relevance of Ohlson Model with Jordanian Data**" "**ملائمة قيمة نموذج أهلسون للبيانات الأردنية**".

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى ملاءمة نموذج أهلسون في تحديد أسعار الأسهم المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة (2003– 2008)، مستخدماً البيانات السنوية ونموذج الانحدار البسيط لتحقيق أهداف الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج أهلسون يستطيع أن يفسر (0.90) من التغيرات في أسعار الأسهم أي أن معدل الخطأ في التقدير بلغ (10%). وأوصت الدراسة بضرورة استخدام نموذج أهلسون في تقييم الأسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3. **دراسة** (olweny, 2011) **بعنوان** "**The reliability of dividend discount model in valuation of common stock at the Nairobi stock exchange**". "**موثوقية نموذج خصم التوزيعات في تقييم الأسهم العادية في بورصة نيروبي للأوراق المالية**":

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج خصم التوزيعات النقدية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية لعام 1999، وقد بلغت عينة الدراسة (19) شركة، وتم استخدام اختبار t للتعرف على مستوى الفروق بين أسعار الأسهم الفعلية وأسعار الأسهم المحسوبة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات النقدية، وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج الخصم لا يستطيع تحديد أسعار الأسهم، حيث يتبين أن عدد (14) شركة من شركات العينة وجود فروق بين متوسط أسعارها الربع سنوية المحسوبة وفقاً لنموذج الخصم وبين أسعارها الفعلية، وأوصت الدراسة بضرورة إجراء دراسات مستقبلية للتعرف على مدى صلاحية النماذج الأخرى التي لم يتم التطرق إليها في هذه الدراسة لتقييم أسهم الشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية.

4. **دراسة** (prior, rialp, 2011) **بعنوان**: "**The empirical application of the ohlson model to determine the price of stocks in Latin American financial markets**". "**التطبيق العملي لنموذج أهلسون في تحديد سعر الأسهم في الأسواق المالية لأمريكا اللاتينية**":

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج أهلسون في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول أمريكا اللاتينية خلال فترة (2002 – 2009)، وقد شملت عينة الدراسة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

(1112) شركة وقد تم استخدام أسلوب الانحدار وكان من أهم نتائج الدراسة أن نموذج أهلسون يستطيع تحديد أسعار الأسهم في كل من بارمودا وتشيك وكولومبيا، كما أنه لا يستطيع تحديد أسعار أسهم كل من الأرجنتين وفنزويلا، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذج (0.693) R2، في حين كانت تتراوح تلك القدرة ما بين (0.01 –0.806) عبر الدول المذكورة، وأوصت الدراسة بإجراء دراسات حول أثر المعلومات الأخرى بخلاف الدخل والقيمة الدفترية على أسعار الأسهم.

5. دراسة (lee, et ,al, 2010) **بعنوان:**" **Testing The Ohlson Model – Fractional Co-integration Approach**" "**اختبار نموذج أهلسون- طريقة التكامل الجزئي المشترك**".

هدفت الدراسة إلى اختبار صحة نموذج أهلسون في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة ببورصة تايون خلال فترة (1990- 2005)، باستخدام الأسلوب الإحصائي (التكامل المشترك)، حيث تم الاعتماد على البيانات الربع سنوية لـ(112) شركة، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تكامل مشترك بنسبة قليلة، وقد بلغت نسبة التكامل المشترك لكل الشركات (0.34)، كما أشارت الدراسة إلى أن (73) شركة من العينة ليس لها تكامل مشترك، وأن (39) شركة لها تكامل مشترك، وأوصت الدراسة بضرورة إعادة الدراسة في المستقبل للتأكد من صحة النتائج.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

6. دراسة (pourheydari, et, al, 2008) **بعنوان** "**The pricing of dividends and book value in equity valuation: the case of Iran**" "**التسعير للتوزيعات والقيمة الدفترية في تقييم الأسهم: حالة إيران**"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين القيمة الدفترية ونصيب السهم من الأرباح والتوزيعات وبين القيمة السوقية للأسهم المدرجة بسوق طهران للأوراق المالية خلال فترة (1996– 2004)، وقد تم استخدام أسلوب الارتباط والانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الدفترية ونصيب السهم من الأرباح والتوزيعات من جهة وبين القيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى، كما أن القدرة التفسيرية لنماذج الانحدار الذي تضم القيمة الدفترية ونصيب السهم من الأرباح والتوزيعات كلا على حده كانت متساوية لتلك النماذج حيث بلغت القدرة التفسيرية (R^2) (0.49)، وأوصت الدراسة المستثمرين والمساهمين في بورصة طهران بتقييم استثماراتهم على أساس التوزيعات النقدية والقيمة الدفترية معاً.

7. دراسة(FROIDEVAUX, 2004) **بعنوان**: "**Fundamental equity valuation stock selection based on discounted cash flow**". "**تقييم الأسهم الأساسية – اختيار السهم بناءً على خصم التدفقات النقدية**".

هدفت الدراسة إلى تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بناءً على نموذج التدفقات النقدية وتكوين محفظة الاستثمار بناءً على قدرة النموذج في تحديد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وفقاً للبيانات الخاصة بالشركات المدرجة بسوق نيويورك، والتي تستخدم مؤشر *S&P 500*(Standard and Poor's) للأوراق المالية خلال فترة (1993– 2002)، وتوصلت الدراسة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

إلى أن نموذج خصم التدفقات النقدية كان ملائماً في تكوين استراتيجيات الاستثمار لشراء الأسهم، وقد بلغ عائد المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على الأسهم المقيمة بأقل مما يجب وفقاً للنموذج (27,57%) مقابل (19,47%) لمحفظة الاستثمار التي تحتوي على الأسهم المقيمة بأكثر مما يجب، وأوصت الدراسة باستخدام نموذج التدفقات النقدية في بناء المحافظ الاستثمارية.

8. دراسة (Ota, 2002) **بعنوان : "ATest of The Ohlson (1995) Model Empirical Evidence From Japan". "اختبار نموذج أهلسون (1995): دليل عملي من اليابان":**

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج أهلسون في تقدير أسعار الأسهم المدرجة بسوق طوكيو للأوراق المالية خلال فترة (1964– 1998)، وذلك من خلال معرفة القدرة التفسيرية لأسعار الأسهم المحسوبة وفقاً للنموذج في تحديد أسعار الأسهم السوقية، بالإضافة إلى التعرف على العلاقة بين الربح الباقي وأسعار الأسهم، وقد بلغت عينة الدراسة (674) شركة وتم استخدام الانحدار والارتباط لتحقيق أهداف الدراسة مستخدماً البيانات السنوية لقياس أسعار الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة التفسيرية لنموذج أهلسون بلغت (0.47)، كما توصلت الدراسة لوجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الباقي وأسعار الأسهم، وأوصت الدراسة بضرورة إجراء دراسات مستقبلية حول أهمية المعلومات الأخرى (خلاف القيمة الدفترية وربحية الشركات) في تفسير اختلافات أسعار الأسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

9. دراسة (Francis, et,al, 2000) **بعنوان**: **"Comparing the accuracy and explain ability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates"مقارنة الدقة والقدرة التفسيرية للتوزيعات والتدفقات النقدية الحرة وتقديرات قيمة أرباح الأسهم غير العادية".**

هدفت الدراسة إلى مقارنة قدرة نموذج خصم التوزيعات النقدية ونموذج خصم التدفقات ونموذج الأرباح غير العادية في تقدير قيمة الأسهم، لعينة مكونة من (3000) شركة مدرجة بالأسواق الأمريكية خلال فترة (1989 – 1993) مستخدماً طريقة الانحدار للتعرف على القدرة التفسيرية لتلك النماذج، وقد توصلت الدراسة إلى أن نموذج الأرباح غير العادية (نموذج أهلسون) له قدرة تفسيرية أكبر من نموذج التدفقات النقدية ونموذج التوزيعات النقدية، حيث بلغت القدرة التفسيرية لتلك النماذج على التوالي كما يلي (0.90)، (0.77)، (0.84)، وأوصت الدراسة باستخدام الدخل المحاسبي والقيمة الدفترية في تقدير القيمة الحقيقية الأسهم.

10. **دراسة** (swartz, without date) **بعنوان** **"An Empirical Examination of The Ohlson (1995) Valuation Model in South Africa" الاختبار العملي لنموذج التقييم (أهلسون 1995) في جنوب أفريقيا"**

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى ملاءمة نموذج أهلسون في تحديد أسعار الأسهم المدرجة ببورصة جنوب أفريقيا خلال فترة (1992- 2003)، مستخدمةً نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة التفسيرية (R^2) لنموذج أهلسون خلال كل سنة من سنوات فترة الدراسة تتراوح ما بين (0.101 -0.449)، كما توصلت إلى أن القدرة التفسيرية (R^2) لنموذج أهلسون خلال فترة الدراسة ككل بلغت (0.22) بمستوى معنوية للنموذج

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

(0.000)، وأوضحت الدراسة إلى أن نموذج أهلسون غير ملائم في تحديد أسعار الأسهم المدرجة ببورصة جنوب أفريقيا عبر السنوات، وأنه ملائم في تحديد أسعار الأسهم المدرجة ببورصة جنوب أفريقيا بالنسبة لتحليل نتائج العينة ككل، وأوصت الدراسة بضرورة إجراء دراسات مستقبلية حول آثر المعلومات الأخرى التي تحتويها القوائم المالية على أسعار الأسهم بخلاف القيمة الدفترية والدخل المحاسبي.

10. التعليق على الدراسات السابقة

تتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في أنها تحاول التعرف على قدرة نماذج التسعير(نموذج خصم التدفقات النقدية، ونموذج التقييم المحاسبي) في تحديد أسعار الأسهم السوقية، غير أن هذه الدراسة تعمل على المقارنة بين النماذج الثلاثة المذكورة لتحديد أفضلها من حيث القدرة على تفسير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، الأمر الذي يؤدي في حال تطبيق النموذج المفضل إلى تعزيز كفاءة السوق المالي في تسعير الأسهم بصورة أفضل مما يحفز المستثمرين على الإقبال على التداول (شراءً وبيعاً) بدرجة أكبر، وبالتالي تعزيز فرص الاستثمار في السوق المالي الفلسطيني وزيادة عمقه واتساعه. والجدول التالي يوضح القدرة التفسيرية، وبناءً عليه تم الافتراض أن نموذج التقييم المحاسبي "أهلسون" هو النموذج الأفضل في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وكذلك الأقدر على تفسير الاختلافات بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جدول رقم (1) يوضح القدرة التفسيرية لنماذج تقييم أسعار الأسهم الواردة في الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	القــدرة التفسيريـة
اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم- دراسة تطبيقية، لـ(جبر، 2012)	بلغت القدرة التفسيرية لنموذجي التقييم المحاسبي ونموذج النقد المعادل (0.659) و(0.379) على التوالي.
ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، لـ(أبو الخير،2007)	بلغت القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي في البورصة السعودية (62%) مقابل (60%) للنموذج التقليدي، في حين بلغت في البورصة المصرية (63%) مقابل (44%) للنموذج التقليدي.
ملائمة قيمة نموذج أهلسون للبيانات الأردنية لـ(Dahmash, Qabajeh, 2012)	توصلت الدراسة إلى أن نموذج التقييم المحاسبي "أهلسون" يستطيع أن يفسر (0.90) من التغيرات في أسعار الأسهم.
التطبيق العملي لنموذج أهلسون في تحديد سعر الأسهم في الأسواق المالية لأمريكا اللاتينية، لـ(prior, rialp, 2011)	بلغت القدرة التفسيرية للنموذج (0.693)، في حين كانت تتراوح تلك القدرة ما بين (0.01 -0.806) عبر الدول المذكورة.
التسعير للتوزيعات والقيمة الدفترية في تقييم الأسهم: حالة إيران، لـ(pourheydari, et, al, 2008)	بلغت القدرة التفسيرية لنماذج الانحدار الذي تضم القيمة الدفترية ونصيب السهم من الأرباح والتوزيعات كلا على حده كانت متساوية لتلك النماذج حيث بلغت القدرة التفسيرية (0.49).
اختبار نموذج أهلسون (1995): دليل عملي من اليابان لـ(Ota, 2002)	بلغت القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي "أهلسون" (0.47).
مقارنة الدقة والقدرة التفسيرية للتوزيعات والتدفقات النقدية الحرة وتقديرات قيمة أرباح الأسهم غير العادية لـ(Francis, et,al, 2000)	بلغت القدرة التفسيرية لنماذج خصم التوزيعات النقدية وخصم التدفقات النقدية والأرباح غير العادية (0.90)، (0.77)، (0.84) على التوالي.
الاختبار العملي لنموذج التقييم (أهلسون 1995) في جنوب أفريقيا، لـ(swartz, without date)	تراوحت القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي خلال الفترة (1992– 2003)، ما بين (0.101 –0.449)، كما بلغت القدرة التفسيرية لنموذج أهلسون خلال فترة الدراسة ككل (0.22).

وبناءً على ما سبق تم الافتراض أن نموذج التقييم المحاسبي هو النموذج الأفضل في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وكذلك الأقدر على تفسير الاختلافات بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لأسعار الأسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الثاني

العائد والمخاطرة في المحفظة الاستثمارية والاتجاهات الحديثة في الأسهم

المقدمة

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملات ثابتة، ولتفادي أو تقليل المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنويع، هذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها (بن موسى، 2004، ص37). والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هو التقليل من المخاطرة عند مستوى معين من العائد، ويفيد التنويع في تقليل الخسائر التي قد يتعرض لها الاستثمار، حيث أن انخفاض قيمة أصل قد يقابله ارتفاع في قيمة أصل آخر، وبالتالي فإن المستثمر تعظَم منفعته من الاستثمار في ضوء تنويع محفظته، والتنويع يمكن أن يتم بطرق كثيرة ومتعددة منها العشوائي ومنها بالطرق العلمية المدروسة، فعلى سبيل المثال يمكن أن يكون التنويع عن طريق الاستثمار بالأسهم والسندات، كما يمكن التنويع أن يشمل الاستثمار في أكثر من سوق وفي أكثر من دولة (حطاب، 2007، ص6). لذلك فإن هذا الفصل يعنى بتحليل الموضوعات التالية:

المبحث الأول: العائد والمخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية.

المبحث الثاني: الاتجاهات الحديثة في الأسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الأول

العائد والمخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية

- تمهيد
- أولاً: معدل العائد
- ثانياً: المخاطرة
- ثالثاً: نظرية المحفظة الاستثمارية
- رابعاً: خطوات العملية الاستثمارية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الأول

العائد والمخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية

- **تمهيد**

يعتبر معدل العائد السوقي من أهم المؤشرات السوقية التي يحتاج المستثمر التعرف عليها عند اتخاذه لقرار الاستثمار في شركة ما، حيث يعطي هذا المعدل فكرة جيدة عن معدل النمو في سعر السهم معدلاً بالتوزيعات التي تم توزيعها على السهم الواحد سواء كانت توزيعات نقدية أو توزيعات أسهم مجانية، حيث يمثل سعر السهم في السوق القيمة الحقيقية للاستثمارات أو لثروة الملاك القابلة للتحقق والذي يسعى كل مالك لتعظيمها من خلال زيادة سعر السهم السوقي (الصعيدي، 2011، ص4)، لذا يتم التعرف في هذا المبحث على مفهوم العائد والمخاطرة والمحفظة الاستثمارية بشيء من التفصيل.

أولاً: معدل العائد

هناك العديد من المفاهيم المختلفة المتعلقة بمعدل العائد على الأسهم أهمها:

- **معدل العائد المطلوب**

معدل العائد المطلوب هو المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضاً عن المخاطر المحتملة، وهو يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود والتضخم ومخاطر الاستثمار، ويمكن حسابه من خلال الصيغة التالية:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + نسبة التضخم المتوقعة + علاوة المخاطرة (حطاب، 2007، ص16)

كما يمكن تعريفه بأنه هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطرة (النعيمي، وآخرون، 2009، ص94).

- **العائد الجاري والعائد الرأسمالي**

يمكن تعريف العائد الجاري على أنه هو عبارة عن التدفقات النقدية المستلمة إما على شكل فوائد أو أرباح موزعة، ويمكن حسابه كالآتي (أبو الرب، و آخرون، 1999، ص236).:

العائد الجاري = قيمة التوزيعات / سعر السهم في بداية المدة

أما العائد الرأسمالي فهو عبارة عن التغير في سعر الأصل موضع الاستثمار ويمكن حسابه كالآتي:

(سعر السهم في نهاية الفترة – سعر السهم في بداية الفترة)/ سعر السهم في بداية الفترة

- **معدل العائد المتوقع وغير المتوقع**

يمكن تعريف العائد المتوقع بأنه العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه (الحسيني، والدوري،2000، ص178)، ويمكن حسابه من خلال عدة طرق أبسطها حساب متوسط العائدات التاريخية للسهم خلال فترة ما (حطاب، 2007، ص17)، أما العائد غير المتوقع فهو عبارة عن الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع (الأشقر، 2010، ص5).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **معدل العائد العادي وغير العادي**

يمكن تعريف العائد العادي على أنه ناتج ضرب القيمة الدفترية للسهم في معدل العائد الخالي من الخطر، أما العائدات غير العادية فهي الفرق بين الأرباح المحاسبية والأرباح العادية (ota,2002, p159).

ثانياً: المخاطرة

1- مفهوم المخاطرة

يمكن تعريف مخاطر الاستثمار بأنها حالة عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية المتأتية من الاستثمار، أو أنها عبارة عن درجة التذبذب في العائد المتوقع أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياساً بالعائد المتوقع (حطاب، 2007، ص17).

كما يمكن تعريفها بأنها احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فان درجة المخاطرة ستكون منخفضة (الحسيني، الدوري، 2000، ص166).

وتُعرف المخاطر بشكل عام بأنها احتمالية تحقيق خسارة مالية نتيجة انحراف العائد المتحقق عن المتوقع، ويمكن قياسها من خلال الآتي (ربابعة، وحطاب، 2006، ص36):

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- الانحراف المعياري

حيث يُعرف بأنه مقياس لتشتت القيم عن وسطها الحسابي، وفي إطار المحفظة المالية فإنه يمثل مقدار تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد وفقاً للحالة الاقتصادية السائدة طبقاً لاحتمال حدوثها، سواء أكان مقدار التشتت أكبر أو أدنى من القيمة المتوقعة، حيث يعد الانحراف المعياري مقياساً للخطر الكلى للمحفظة الاستثمارية.

- معامل الاختلاف

يُعرف معامل الاختلاف بأنه مقياس نسبي للتشتت، ويُحسب من خلال قسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع، ويستخدم في حالة البدائل التي تختلف من حيث العائد والخطر.

- معامل بيتا

هو عبارة عن مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة الذي يقيس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق (الشركات التي يتم احتساب مؤشر السوق عليها)، ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد.

حيث يمكن حساب معامل بيتا من خلال المعادلة التالية: (Brigham. et.al, 2005, p184).

(الانحراف المعياري لعائد السهم ÷ الانحراف المعياري لعائد السوق) × معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

2- أنواع المخاطرة

يمكن تقسيم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، فالمخاطر المنتظمة هي المخاطر الناشئة بفعل عوامل مشتركة تؤثر في النظام الاقتصادي ككل وتصيب كافة الشركات في السوق وبدرجات متفاوتة دون أن يكون للإدارة قدرة على تجنبها، مثل مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر القيمة الشرائية، ومخاطر الدورة الاقتصادية من كساد ورواج، ومخاطر طبيعية كالكوارث، ومخاطر سياسية وأي أحداث عامة محلياً أو دولياً تؤثر على الوضع الاقتصادي للدولة، وأما المخاطر غير المنتظمة فهي المخاطر التي تصيب ورقة مالية دون غيرها أو تصيب صناعة دون غيرها ويمكن للمستثمرين التخلص منها أو تخفيضها بواسطة التنويع من خلال محفظة الاستثمار ومن أمثلة تلك المخاطر مخاطر الصناعة، ومخاطر الدورة التجارية التي تصيب الشركة، ومخاطر الأعمال، ومخاطر المنافسة (حطاب، 2007 ، ص18).

ثالثاً: نظرية المحفظة

1- مفهوم الاستثمار

الاستثمار هو التضحية بالأموال الحالية في سبيل الحصول على أموال مستقبلية (الحناوي، 1997، ص2)، أو هو عبارة عن إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، تم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس الاكتناز(حنفي، 2005، ص18)، ويمكن تعريفه أيضاً على أنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن الزمن الذي سيمر قبل أن يستطيع المستثمر استرجاع أمواله، والنقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم، والمخاطرة المتمثلة باحتمال

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

عدم تحقق هذه التدفقات (أبو الرب، وآخرون، 1999، ص234)، ويرى الباحث أن الاستثمار هو محاولة لزيادة الأموال من خلال استغلال الأموال المدخرة أو المقترضة عن طرق مزاولة نشاط ما.

2- مفهوم المحفظة الاستثمارية

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية بأنها كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة (بن موسى، 2004، ص37)، كما يمكن القول بأنها مجموع ما يملكه الفرد من أصول وموجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق توظيف أمثل لهذه الأصول (جابر، 2005، ص23)، أوهي أداة مركبة من أدوات الاستثمار التي تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة (مطر، 2006، ص91)، ويمكن تعريفها بأنها مصطلح فني يشير إلى مجموع الأصول المالية التي يمتلكها الفرد من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية الأخرى التي يتم الاستثمار بها (الثلجة، 2009، ص3).

3- تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى

المحفظة الاستثمارية المثلى هي المحفظة التي يتولد عنها أكبر عائد ممكن مع الحفاظ على مستوى معين من المخاطرة، أو هي المحفظة التي يتولد عنها أقل مخاطرة ممكنة مع الحفاظ على مستوى معين من العائد (zayimtsyan, 2006, p4). أو التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبأساليب تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها (مطر، 2006، ص91).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ويمكن تعريف المحفظة المثلى على أنها المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع (بن موسى، 2004، ص44).

مما سبق يتبين أن المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تحتوي على مجموعة من الأصول الاستثمارية (سواء أوراق مالية مثل الأسهم أو السندات أو أصول ثمينة مثل الذهب) التي يمكن من خلالها الحصول على أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة.

4-فروض نظرية المحفظة

تقوم نظرية المحفظة الاستثمارية على العديد من الفروض أهمها (الهندي، 2010، ص82):

-إن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من الاستثمار عبر الزمن.

- إن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحنى المنفعة يعكسه تناقص في المنفعة الحدية للثروة.

- النظر إلى المخاطر على اعتبار أنها تعكس (التغير في العائد).

- إن القرار الاستثماري يقوم على متغيرين أساسين هما العائد والمخاطرة.

- إن المستثمر يبغض المخاطرة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

5- بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية وهي (حطاب، 2007، ص14):

- إذا ما خُيَر هذا المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد لكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطر الأقل.

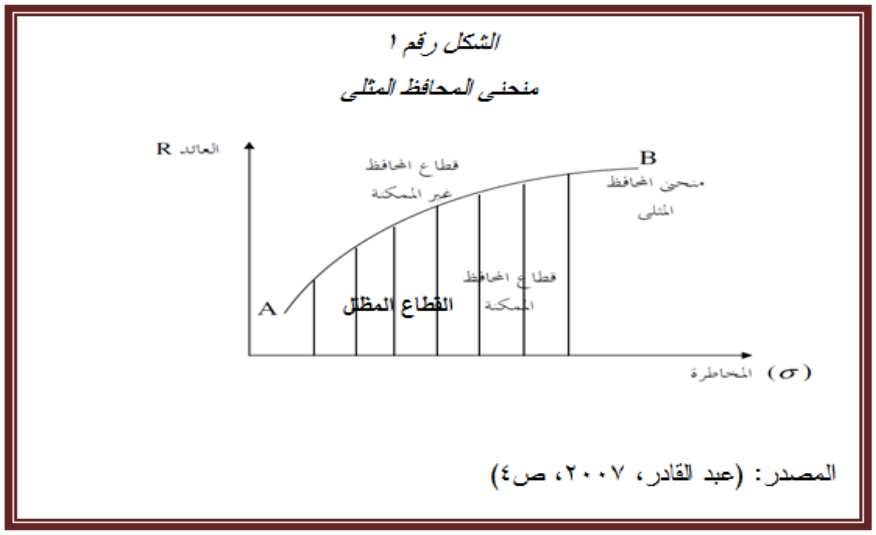
- إذا ما خُيَر بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة لكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.

- إذا ما خُيَر بين محفظتين استثماريتين كانت الأولى منهما تحقق أعلى عائداً وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فأنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

ولبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على المبادئ المذكورة يتطلب الأمر من المستثمر أو مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يُعرف بمنحنى المحافظ المثلى الذي يطلق عليه الباحثون مصطلح المنحنى الكفؤ efficient frontier ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى.

والشكل التالي رقم (1) يوضح منحنى المحافظ المثلى، والذي يوضح أن المستثمر سيضطر للبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع المظلل وفي نقطة تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يقبلها، هنا يجد أن مصلحته اختيار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى (AB) باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة الذي يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في خياراته (عبد القادر، 2007، ص4).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com



رابعاً: خطوات العملية الاستثمارية

إن القيام بعملية الاستثمار يتطلب من المستثمر إتباع خطوات محددة ومرتبة بطريقة منطقية تساعده في اتخاذ قرارات رشيدة حول عدة أمور منها على سبيل المثال نوع وحجم الاستثمارات والتوقيت الصحيح لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتتمثل هذه الخطوات في وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار، ثم تحليل وتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة، ثم تشكيل محفظة الاستثمار، ثم مراجعة وتقليب مكونات المحفظة، وأخيراً تقييم أداء المحفظة بشكل من خلال الخطوات التالية (أبو الرب، وآخرون، 1999، ص:233):

1- وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار

عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعى المستثمر السياسة التي يرغب في إتباعها لاختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث استراتيجيات رئيسية لإدارة المحفظة (حطاب، 2007، ص10) هي:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

أ- الاستراتيجية الفعالة

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

ب- الاستراتيجية السلبية

يتركز هدف مدير المحفظة في تحقيق الأمان والحد من المخاطر قدر الإمكان، وتعتبر أنسب الأدوات المالية لتحقيق هذه 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.

ج- الاستراتيجية المتوازنة

تحقق هذه الاستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ إن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة (أسهم عادية، وأسهم ممتازة، وسندات) بحيث تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبياً، في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له عائد رأسمالي. تتميز تلك الاستراتيجية في أنها تجمع بين الهجومية والدفاعية، وقاعدتها الأساسية المواءمة بين السيولة والأمان والدخل.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

2- تحليل وتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة

هناك مدخلين رئيسيين يمكن استخدامهما في عملية التحليل وهما:

- التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي على دراسة مجموعة من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل المالي يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم استناداً إلى المعلومات المتعلقة بالشركة نفسها، وبالصناعة التي تنتمي إليها وبالاقتصاد الذي تنشط به، كما أن المحلل الأساسي المحترف يجب أن يهتم بكل العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة فلا يكتفي بالأوضاع الاقتصادية المحلية بل يتسع تحليله إلى المتغيرات الاقتصادية الكلية (بلجيلية، 2010، ص107).

وينطلق المحللون الذين يستخدمون هذا التحليل من التأكيد على وجود قيمة حقيقية للورقة المالية، وهم يحاولون اكتشاف هذه القيمة من خلال تحليلهم للإطار الخاص بالعوائد والمخاطر للورقة المالية، ويمكن الوصول للقيمة الحقيقية لهذه الورقة من خلال إجراء عملية خصم لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها، وذلك بمعدل خصم مناسب للوصول إلى قيمتها الحالية والتي تساوي القيمة الحقيقية (أبو الرب، وآخرون، 1999، ص208).

- التحليل الفني

لا يهتم التحليل الفني بجمع البيانات عن وضعية الشركات والصناعات والمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من أجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم كما هو الحال بالنسبة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

للتحليل الأساسي، بل يركز على تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحديد نمط لهذه الحركة تمكن المستثمر بواسطتها من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار اعتماداً على الصورة التاريخية للماضي، حيث إن الفرض الأساسي الذي يعتمد عليه المحللون الفنيون هو أن حركات الأسعار الماضية تكرر نفسها، وبالتالي فإن ما حدث بالماضي سيحدث في المستقبل أيضاً (بلجيلية، 2010، ص107).

ويحاول المحللون الذين يعتمدون هذا الأسلوب التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق دراسة سلسلة أو عدة سلاسل من الأسعار الماضية للسهم أو للسوق ككل إلى جانب بعض المعلومات الأخرى كحجم التداول على السهم، ومحاولة اكتشاف الاتجاهات العامة التي تتكرر في حركة سعر السهم، ومن ثم تدرس الأسعار الحالية في السوق لمحاولة معرفة إذا ما كانت حركة الأسعار الحالية مشابهة لاتجاه سابق في هذا السعر، وبالتالي محاولة توقع سعر معين في المستقبل (أبو الرب، وآخرون، 1999).

3-تشكيل محفظة الاستثمار

يمكن الحصول على المحفظة المثلى من خلال تحديد الأسهم المرشحة للاستثمار بها والتي سوف تتضمنها المحفظة، وتحديد نسب الاستثمار المثلى التي يجب الاستثمار بها في كل سهم من أسهم المحفظة، حيث يتم اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار بها حسب الاستراتيجية التي سوف ينتهجها المستثمر فإن إتباع استراتيجية سلبية فإنه سيقرر شراء السندات من الدرجة الأولى مثل السندات الحكومية، والأسهم الممتازة، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها، وعدم تقلب أسعارها إلا قليلاً، أما في حالة إتباع الاستراتيجية الفعالة، فإنه سيقرر شراء الأوراق المالية التي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية، مثل الأسهم العادية التي تمتاز بالتغير المستمر في دخلها وفي قيمتها السوقية، لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الكبيرة في الدخل والقيمة السوقية (بن موسى، 2004، ص40).

4- مراجعة وتقليب مكونات المحفظة

تتضمن هذه الخطوة إعادة تطبيق الخطوات الثلاث السابقة بشكل دوري (وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار، وتحليل وتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة، وتشكيل المحفظة الاستثمارية)، وذلك لإجراء أي تغييرات على تشكيلة المحفظة من خلال بيع بعض الاستثمارات وشراء أخرى أو إجراء تغيير الوزن النسبي للاستثمارات في أصل معين (أبو الرب، وآخرون، 1999).

5- تقييم أداء المحفظة بشكل دوري

تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، فيما يلي أهم ثلاثة نماذج أساسية في هذا الشأن وهي نموذج شارب ونموذج ترينور ونموذج جنسن (الحناوي، 2006، ص282)

*** نموذج شارب**

قدم وليام شارب مقياساً مركباً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والمخاطرة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد وفقاً للمعادلة التالية:

$$RV = (R_P - R_F) \setminus U_P$$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

حيث أن:

RV= قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم.

R_P= متوسط عائد المحفظة.

R_F= معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

U_P = مخاطر المحفظة مقاسه من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة، فهو يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة أفضل، رغم شيوع تطبيق هذا النموذج إلا أنه يتضمن بعض العيوب أهمها (الحناوي، 2006، ص282):

1. إن أسلوب نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط، أو من سندات فقط.
2. إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية، وحيث أن المحفظة أساساً تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة، فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وتبقى فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال معامل بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **نموذج ترينور**

يقوم هذا النموذج على الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، حيث تقوم فكرة هذا النموذج على أن المحفظة التي تم تنويعها جيداً تتخلص من المخاطر غير المنتظمة، وبذلك تبقى المخاطر المنتظمة فقط التي تهم المستثمر والذي يتم تقديرها بواسطة معامل بيتا، ويمكن صياغة النموذج بالمعادلة التالية (عرفة، 2009 ، ص80).

$$\mathbf{RV = (RP - RF) \setminus \beta P}$$

حيث أن:

β_P = معامل بيتا لكل محفظة استثمارية

حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل.

- **نموذج جينسن:**

قدم جينسن نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الأول هو العائد الإضافي ويمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد الخالي من الخطر، أما المقدار الثاني فهو علاوة خطر السوق ويمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق و متوسط العائد الخالي من الخطر، والمعادلة التالية توضح النموذج المذكور (الحناوي، 2006، ص282):

$$\boldsymbol{\alpha = (R_P - R_F) - \beta (R_M - R_F)}$$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

حيث أن

α = معامل ألفا.

R_M = عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).

β = معامل بيتا.

فإذا كانت قيمة معامل ألفا موجبة فإن ذلك يعني أن أداء المحفظة الاستثمارية جيداً، أما إذا كان قيمة معامل ألفا سالباً فإن ذلك يعني أن أداء المحفظة الاستثمارية سيئ، أما إذا كان قيمة معامل ألفا صفراً فإن ذلك يعني أن أداء المحفظة الاستثمارية يساوي أداء محفظة السوق، وبالتالي فإنه كلما كانت قيمة معامل ألفا موجبة كلما كان ذلك أفضل.

وبناءً على ذلك فإنه يمكن قياس أداء المحفظة من خلال مقارنة معامل اختلاف المحفظة (الانحراف المعياري لعائدات المحفظة ÷ عائدات المحفظة) مع معامل اختلاف محفظة السوق نفسه، ويكون أداء المحفظة جيد كلما كان معامل الاختلاف للمحفظة أقل من معامل اختلاف محفظة السوق، ويشير معامل اختلاف المحفظة إلى مقدار انحراف الوحدة الواحدة من العائد مقارنة بعائد السوق.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الثاني

الاتجاهات الحديثة في الأسهم.

- تمهيد
- طبيعة الأسهم وأنواعها
- الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية
- الاتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الثاني

الاتجاهات الحديثة في الأسهم

- **تمهيد**

تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال، ومن هنا تبرز أهمية دراستها باعتبارها تجمع بين طرفين، الطرف الأول يتمثل في جهة الإصدار (الشركات، الهيئات، الحكومات) التي تهدف إلى توفير الأموال اللازمة لنشاطها، أما الطرف الثاني فيتمثل في المستثمر الذي يريد توظيف مدخراته والحصول على عوائد من حيازته للأوراق المالية (بلجيلية،2010، ص9)، ويتناول هذا المبحث الاتجاهات الحديثة في الأسهم بشيء من التفصيل.

أولاً: طبيعة الأسهم وأنواعها:

1- طبيعة الأسهم:

يمكن تعريف الأسهم على أنها عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجمع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية (شيحة، وعوض الله، 1993، ص169)، كما أنها مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة (حنفي، قرياقص، 2000، ص496)، كما أنها عبارة عن رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد مقدار

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ملكيتهم في الشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون (كاكامولا، 2003، ص92).

2- قيم الأسهم العادية

أ- القيمة السوقية

تمثل القيمة السوقية السعر الذي يمكن أن يباع به أصل في السوق، وبالنسبة للسهم العادي فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيمة الدفترية للسهم، وذلك بحسب مدى ربحية الشركة، ففي بداية أعمال الشركة من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل أداء للشركة يدل على ربحيتها، وحين تكون الشركة حققت أرباحاً عالية ومتنامية فإن سعر السهم في السوق يفوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تحقق خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق ينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم (الميداني، 1993، ص664). ويُعرف عن القيمة السوقية أنها لا تتميز بالثبات بل بالتقلب والتغير من وقت لآخر، وتحدد في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع، كما أن التنبؤات عادة ما تكون مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق، كما أنها تختلف من شخص لآخر، وعليه فإن هذا الاختلاف يكون سبباً في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية (عقل، 2009، ص452).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ب- القيمة الحقيقية

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص، ويشير إلى القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة، وقد يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم، يرجع ذلك لعدة أسباب أهمها المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة أو التكلفة العالية للحصول على المعلومات وتحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين، والبطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة، ولأسباب نفسية تؤثر على مستوى سوق الأسهم عامة، وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة وإنتاجية هذه الموجودات والمبيعات والأرباح المحققة الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية، ومقدرات إدارة الشركة (الميداني، 1993، ص664-665).

ج- القيمة الدفترية

القيمة الدفترية هي عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، والتي تعبر عن موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت.

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية ÷ عدد الأسهم المصدرة أو (صافي الموجودات – الديون بمختلف أنواعها ÷ عدد الأسهم المصدرة (مفلح عقل، 2009، ص451).

وتعكس القيمة الدفترية ما قدمه المساهمون مباشرة (رأس المال المدفوع والعلاوات) أو غير مباشرة (عن طريق احتجاز الأرباح) لتمويل استثمارات الشركة، لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات (الميداني، 1993، ص663-664).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3- أنواع الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم بناءً على المعايير التالية:

أ- **معيار طريقة التداول:**

يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم وفقا لطريقة التداول وهي (عبد العال، 2002، ص20):

1. **الأسهم الاسمية:**

السهم الاسمي هو السهم الذي يصدر باسم شريك أو مساهم معروف ويحمل اسمه، والأصل أن تصدر الأسهم اسمية بمعنى أن يقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم وعند تداول هذه الأسهم بالبورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد.

2. **الأسهم لحاملها:**

هذه الأسهم شبيهة بالنقود لا تحمل اسم مالكها وبذلك تكون حيازة السهم كافية لامتلاكه وتنتقل الملكية من شخص إلى آخر بالمناولة، وأهم ما يميز هذه الأسهم هو سهولة التداول بالنسبة للمستثمر والشركة المصدرة لها.

ب- **معيار الحصة المدفوعة:**

يمكن التمييز بين الأسهم وفقاً للحصة المدفوعة إلى ما يلي (عليوة، 2006، ص58):

1- **أسهم نقدية:** وهي التي تدفع قيمتها نقداً.

2- **أسهم عينية:** وهي الأسهم التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3- **أسهم مجانية:** وهي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي.

ج- معيار طبيعتها:

يمكن تصنيف الأسهم العادية في الأسواق العالمية وفقاً لطبيعتها إلى ما يلي (التميمي، وسلام، 2004، ص36):

1. **الأسهم المتميزة:**

وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة تم تقييمها من طرف شركات مالية متخصصة، إذ تتميز هذه الأسهم بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان وتكون أسعارها عادة مرتفعة.

2. **أسهم الدخل:**

وهي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً، أي أن توزيع الأرباح يكون بصفة مستمرة ومستقرة، وغالباً ما يكون هذا النوع من الأسهم لشركات ذات امتياز في إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة وبالتالي تكون توزيعاتها تتصف بالاستمرارية والاستقرار.

3. **أسهم النمو:**

وهي على عكس أسهم الدخل، إذ لا يتوقع حاملها توزيع الأرباح في نهاية السنة بشكل دائم، ولكنه يتوقع في المقابل ارتفاعاً كبيراً في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، وتكون هذه الأسهم في العادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات تكنولوجيا عالية، وفي نفس الوقت تجري هذه الشركات دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة القيمة

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

السوقية لأسهمها في السوق مثل شركات الأدوية وشركات الحاسوب، إلا أن مثل هذه الأسهم تتمتع بدرجة عالية من المخاطر.

4. أسهم المضاربة:

وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعارها، وفي العادة تكون هذه الأسهم لشركات حديثة التأسيس، وبالتالي تكون معرضة لاحتمال النجاح أو الفشل.

5. أسهم موسمية:

وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية وتكون هذه الأسهم للشركات التي تمارس نشاطاً إنتاجياً لسلع موسمية، وبالتالي الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسن الاقتصاد وانتعاشه.

6. أسهم دفاعية:

وهي على عكس الأسهم الموسمية إذ لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وهي أسهم تكون لشركات تنتج سلعاً أساسية لا تتأثر بالدورة الاقتصادية، وبالتالي فالطلب عليها يتميز بنوع من الاستقرار سواء في حالة الرواج أو الكساد.

7. أسهم الشركات الصغيرة:

وهي الأسهم الخاصة بالشركات الصغيرة والتي يتميز رأس مالها وحجم أصولها وكذلك عدد العاملين فيها بالصغر، وقد يكون حجم الأصول كبير ورأس مالها صغير بسبب كبر حجم

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الديون، كما قد تكون أرباح هذه الشركات كبير لكبر حجم استثماراتها وعادة ما يكون الاستثمار في هذا النوع من الأسهم يتضمن مخاطر عالية.

د- **معيار الحقوق:**

يمكن تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى ما يلي:

1. الأسهم العادية:

وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتُطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويُسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وتتميز في ما يلي (كاكامولا، 2003، ص94):

- لحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم أصحاب السندات والأسهم الممتازة.
- لهم حق التصويت في اجتماع الجمعية العمومية لانتخاب مجلس المدراء.
- آخر ما يجري تسديدها في حالة التصفية.
- لهم الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها، ولهذا الحق مزايا عديدة من أهمها المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة وأيضا الاحتياطات في حال بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن قيمتها الجارية، والمحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لفئات المكتتبين (عطون، 2003، ص84).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- ليس لها تاريخ استحقاق لأنه يمثل حق ملكية في مؤسسة قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية، ولا يمكن لحامل السهم الرجوع إلى الشركة المصدرة.
- عائد السهم غير ثابت ويمكن لصاحبه أن يتحمل خسارة كما يمكنه أن يحقق ربحاً وذلك تبعاً للنتائج التي تحققها المؤسسة في ظل الظروف الاقتصادية المحيطة بها.
- مسؤولية حامل السهم محدودة بحصته في رأس المال (التميمي، سلام، 2004،ص114).

2. الأسهم الممتازة:

هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية فيما يلي (الزرري، وفرج، 2001، ص159):

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائداً ثابتاً لا يتغير، أما الأسهم العادية فلا يوجد لها عائد ثابت، وهذه الخاصية تجعل الأسهم الممتازة تشبه السندات من حيث العائد.
- أحياناً تكون لأصحاب الأسهم الممتازة نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في الأرباح الموزعة على الأسهم العادية.
- سعر السهم الممتاز مستقر نسبياً، وذلك لأن عائده لا يتغير.
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت للانتخاب.
- لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها في حالة التصفية قبل حملة الأسهم العادية ولكن بعد حملة السندات.

1. أنواع الأسهم الممتازة:

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة اعتماداً على عدة معايير إلى الأنواع التالية (عطون، 2003، ص87)

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

1- أسهم مجمعة الأرباح وأسهم غير مجمعة الأرباح:

تكون الأسهم مجمعة الأرباح إذا كانت الأرباح غير كافية في سنة ما، حيث يتم ترحيل هذه التوزيعات إلى سنة تالية، وهي عكس الأسهم غير المجمعة للأرباح حيث أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات في سنة ما يسقط حق المساهمين في مطالبة الشركة بها في السنوات القادمة.

2- الأسهم القابلة للتحويل وغير القابلة للتحويل:

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل هي الأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بعد فترة ما ويكون منصوص على ذلك عند إصدارها، أما الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل فهي لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

3- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح

الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح هي الأسهم التي يحق لها مشاركة أصحاب الأسهم العادية في باقي الأرباح بعد حصولها على توزيعاتهم السنوية الثابتة، أما الأسهم غير المشاركة بالأرباح فهي الأسهم التي لا يحصل أصحابها إلا على التوزيعات السنوية الثابتة فقط.

4- أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء:

الأسهم القابلة للاستدعاء هي الأسهم التي تستطيع الشركة المصدرة لها أن تستدعيها وفقاً لتواريخ استحقاق محددة يتم وضعها عند إصدارها، فعند حلول تاريخ استحقاقها تقوم الشركة باستدعائها أو شراءها من حملتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية وتسمى الفرق بين قيمة الاستدعاء والقيمة الاسمية بعلاوة الاستدعاء أما الأسهم الممتازة الغير قابلة للاستدعاء هي تلك الأسهم التي لا تستطيع الشركة أن تستدعيها.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثانياً: الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية

لقد لجأت بعض الشركات إلى تطوير مفاهيم جديدة للأسهم العادية، ذلك بإضافة بعض الخصائص بهدف زيادة جاذبية الأسهم التي تصدرها أو للاستفادة من ميزات يضمنها قانون بعض الدول، وبذلك ظهرت خلال العقود الأخيرة من القرن الماضي الأنواع التالية من الأسهم العادية:

1. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

في حالة الأسهم العادية فإن العائد الذي يحصل عليه حملة هذه الأسهم على شكل توزيعات لا يعتبر من ضمن مصروفات الشركة التي تخصم من الأرباح قبل فرض الضريبة، أما بالنسبة للأسهم العادية (ذات التوزيعات المخصومة)، فقد درجت بعض الحكومات على إعفاء الأسهم التي يتم توزيعها على العاملين في الشركات من الضريبة من خلال السماح بخصمها من الإيرادات الخاضعة للضريبة (الداغر، 2005، ص99).

2. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

يخول لحاملها امتلاك قسم معين من أقسام الوحدة الاقتصادية ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره دون النظر للمركز المالي لبقية الأقسام في الوحدة الاقتصادية ونجاح القسم يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة (التميمي، وسلام، 2004).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3. الأسهم العادية المضمونة:

من المعروف بأن حامل السهم العادي لا يحق له العودة إلى الشركة المصدرة للسهم لمطالبتها باسترجاع قيمة السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، ولكن رغبة الشركات المصدرة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية لتسهيل عملية تسويقها، جعلتها تصدر نوعاً من الأسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين، وذلك خلال مدة محدودة بعد الإصدار، ووفقاً لهذا النوع من الأسهم تضمن الشركة المصدرة التصريف الكامل لإصدارها بسبب تمتعه بميزة التعويض، كما يضمن المستثمر التحكم بحجم الخسائر المحتملة (الداغر، 2005، ص100).

وحول ما سبق يرى الباحث أن هذه الأنواع من الأسهم إذا توافرت في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قد تعمل على زيادة النمو في البورصة ذلك من خلال زيادة الطلب على أسهم الشركات التي تصدر مثل تلك الأنواع من الأسهم، كما أن توافر الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين يعتبر كنظام للحوافز والمكافآت والذي يعمل على تشجيع وتحفيز العاملين على العمل بجد وكفاءة عالية مما يؤدي لزيادة الإنتاجية وتخفيض التكاليف وبالتالي ينعكس على قيمة الشركة ككل.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثالثاً: الاتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة

طرأ على بعض الأنواع من الأسهم الممتازة بعض التحسينات والتحديثات التي تكسبها صفة الإقبال على الشراء والتداول فيها ومن أهمها (بلجيلية، 2010، ص17):

1. الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

من المعلوم أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة تكون عادة ثابتة، حيث تحدد بنسبة من القيمة الاسمية للسهم، وقد ظهرت فكرة ربط توزيعات الأسهم بالعائد على أحد أنواع السندات الحكومية، بحيث يتم ربط نسبة التوزيعات لهذه الأسهم على أساس التغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة لهذه السندات، مما يقلل من المخاطر التي يواجهها المستثمر.

2. الأسهم الممتازة التي تمنح لحاملها الحق في التصويت:

طبقاً للشائع في التعامل مع هذه الأسهم أن أصحابها لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرارات عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الثالث

تحليل نماذج تسعير الأصول الرأسمالية وعائدات الأسهم

المقدمة

يتجسد الهدف الرئيس من تقييم الأسهم العادية في تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق مقيماً بأكثر أو بأقل مما يجب، وبالتالي مساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة بما يتعلق بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بهذه الأسهم، حيث أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم العادي سيسهم في توفير آلية للتقييم يمكن للمستثمر اعتمادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية فيكون تسعير السهم بأكثر مما يجب ولابد للمستثمر الذي يحمل السهم أن يبيعه تجنباً للخسارة، في حين إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية فيكون السهم مسعر بأقل مما يجب، مما يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شرائه للسهم (دلول، 2010، ص39). ويُعنى هذا الفصل بمناقشة وتحليل الموضوعات التالية:

المبحث الأول: نماذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المبحث الثاني: تقدير معدل النمو ومعامل الخصم

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الأول

نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

- **تمهيد**
- **أولاً: نموذج التوزيعات النقدية**
- **ثانياً: نموذج التدفقات النقدية**
- **ثالثاً: نموذج التقييم المحاسبي**
- **رابعاً: نماذج أخرى لتقدير أسعار الأسهم:**

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الأول

نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

- **تمهيد**

يعنى هذا المبحث بمناقشة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية، مع التركيز بالتفصيل على ثلاثة نماذج مشهورة وهي نموذج التوزيعات النقدية ونموذج التدفقات النقدية، ونموذج التقييم المحاسبي.

أولاً: نموذج خصم التوزيعات النقدية

يعتبر الهدف الرئيس من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم الحقيقية المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسة كمعدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها (حماد، 2000، ص139).

ويوجد لنموذج خصم التوزيعات النقدية ثلاث حالات لتقييم الأسهم مبنية على أساس كيفية توزيع الأرباح المستقبلية، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وفيما يلي تحليلاً لتلك الحالات:

1- حالة التوزيعات الثابتة

قد يتوقع المستثمرين أن تظل قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى، بمعنى أنه لا يوجد نمو في التوزيعات، وهنا يجب الإشارة إلى أنه لحساب قيمة السهم العادلة في ظل هذه الحالة ينبغي أن نفرق بين الاستثمار في السهم لفترة محدودة، والاستثمار في السهم لفترات غير محددة اعتماداً

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

على خاصية أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة فإن قيمة السهم تتحدد وفقاً للمعادلة التالية لجوردن: (الحناوي، وأخرون، 2004، ص48)

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث أن:

P= قيمة السهم الحقيقية

D_t = التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

أما في ظل افتراض أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق (غير محددة المدة)، فإن قيمة السهم يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$.P= D_t/ r_s$$

2- حالة التوزيعات ذات النمو الثابت

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، حيث يمكن تحديد قيمة السهم وفقا لنموذج جوردون كما يلي: (Brigham, Ehrhardt, 2008,p 292)

$$P = \frac{D_o(1 + g)}{r_s - g}$$

حيث أن

P= قيمة السهم الحقيقية

r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

D_0 = التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

g = معدل النمو في التوزيعات النقدية.

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية:

1- معدل التوزيعات النقدية تنمو بمعدل ثابت.

2- سعر السهم المتوقع ينمو بنفس نسبة النمو.

3- معدل العائد الرأسمالي ثابت ويساوي معدل النمو.

4- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو.

5- معدل العائد المطلوب على الاستثمارات يساوي العائد من التوزيعات النقدية المتوقعة بالإضافة لمعدل النمو.

6- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المنشأة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها.

7- لا تخضع المنشأة للضريبة.

هذا وقد وجهت بعض الانتقادات للنموذج، منها أنه يعتمد على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، فمن ناحية لا توجد شركات تعتمد بالكامل على حقوق المُلاك ولا تستخدم الرفع المالي، كما أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار وكذلك معدل العائد المتوقع ومعدل النمو أمر يصعب توافره أو تحقيقه، كما أنه يصعب التسليم بعدم وجود ضريبة سواء على دخل الشركة أو دخل الأشخاص (الحناوي، 2006، ص216).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

3- حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت

تفترض الحالة السابقة أن الشركات تتسم توزيعاتها بالنمو الثابت، في حين أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيعات العائد للعديد من المنشآت يتسم بتقلب معدلات نموه، لذلك تم تطويره ليعكس هذه الحالة وبالتالي يتم تقدير قيمة السهم من خلال المعادلة التالية (Brigham, Ehrhardt, 2008,p295):

$$p = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1 + r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1 + r_s)^n}$$

حيث أن:

P= قيمة السهم الحقيقية

$\hat{p}$ = سعر السهم العادي في الفترة n

D_t = التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

n = فترة النمو غير عادية

وطبقاً لما سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية وهي:

1- تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.

2- تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.

3- تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لسعر السهم المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث يكون مجموع تلك القيم مساوياً للقيمة الحقيقية للسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

على الرغم مما يتضمنه هذا النموذج، فقد وجهت إليه عدة انتقادات من قبل بعض الباحثين أهمها ما يلي (الحناوي، 2006، ص216):

1- وجهة نظر مودجلياتي وميلر: حيث أشارا إلى أن قيام الشركة بإجراء توزيعات نقدية أو عدم القيام بإجراء توزيعات على الإطلاق لا شأن له بقيمة الشركة ومن ثم سعر السهم، أي لا يوجد علاقة بين التوزيعات وأسعار الأسهم.

2- وجهة نظر جوردون: يرى أنه كلما زادت التوزيعات التي تدفعها الشركة فسوف يؤدي ذلك إلى زيادة سعر السهم، أي أن سعر السهم يتحدد بناءً على التوزيعات.

3- وجهة نظر التفضيل الضريبي: والتي ترى أنه من الأفضل عدم إقدام الشركة على دفع نسبة توزيعات مرتفعة، فكلما انخفضت توزيعات السهم زادت قيمته.

ويرى (penman, 1992) أن نسبة التوزيعات لا تعتبر مقياساً لأداء الأعمال بسبب أنها تعكس قرارات توزيعات الثروة بدلاً من القرارات التشغيلية التي تؤثر على تكوين الشركة، كما يرى (Damodaran, 1990) أن من الصعب توقع التوزيعات النقدية لأن قرار التوزيعات هو قرار اختياري بشكل كبير، كما أن الشركات التي بها نمو عالي لا تقوم بتوزيع أية أرباح.

ويرى الباحث أن نموذج خصم التوزيعات لا يعكس بالضرورة قيمة أسهم الشركات، خاصةً تلك التي لا تقوم بتوزيع أرباح نقدية، مما يعد قصوراً أيضاً في هذا النموذج، كما أن سعر السهم لا يتوقف فقط على عامل واحد وهو التوزيعات النقدية بل هناك عدة عوامل تؤثر على أسعار الأسهم مثل نسبة الربحية ومعدل نمو في الأرباح، والقيمة الدفترية للسهم.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثانياً: نموذج خصم التدفقات النقدية

- **حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملاك**

يمكن حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملكية وفقاً لهذا لنموذج بنفس فكرة نموذج خصم التوزيعات النقدية السابق بفارق يتمثل في إحلال التدفقات النقدية الحرة مكان التوزيعات النقدية واستبدال معدل العائد المطلوب كمعدل خصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل عند حساب قيمة الشركة ككل، وعليه يمكن حساب قيمة الشركة ككل كما يلي (Nilsson et,al,2006):

$$V_F = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$

حيث أن:

- V_F= قيمة الشركة الحقيقية
- FCFF = قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للسنة القادمة للشركة ككل
- WACC = المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.
- g = معدل النمو في التدفقات النقدية.

كما أن احتساب قيمة حقوق الملكية يتم من خلال المعادلة التالية:

$$\mathbf{V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}}$$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

حيث أن :

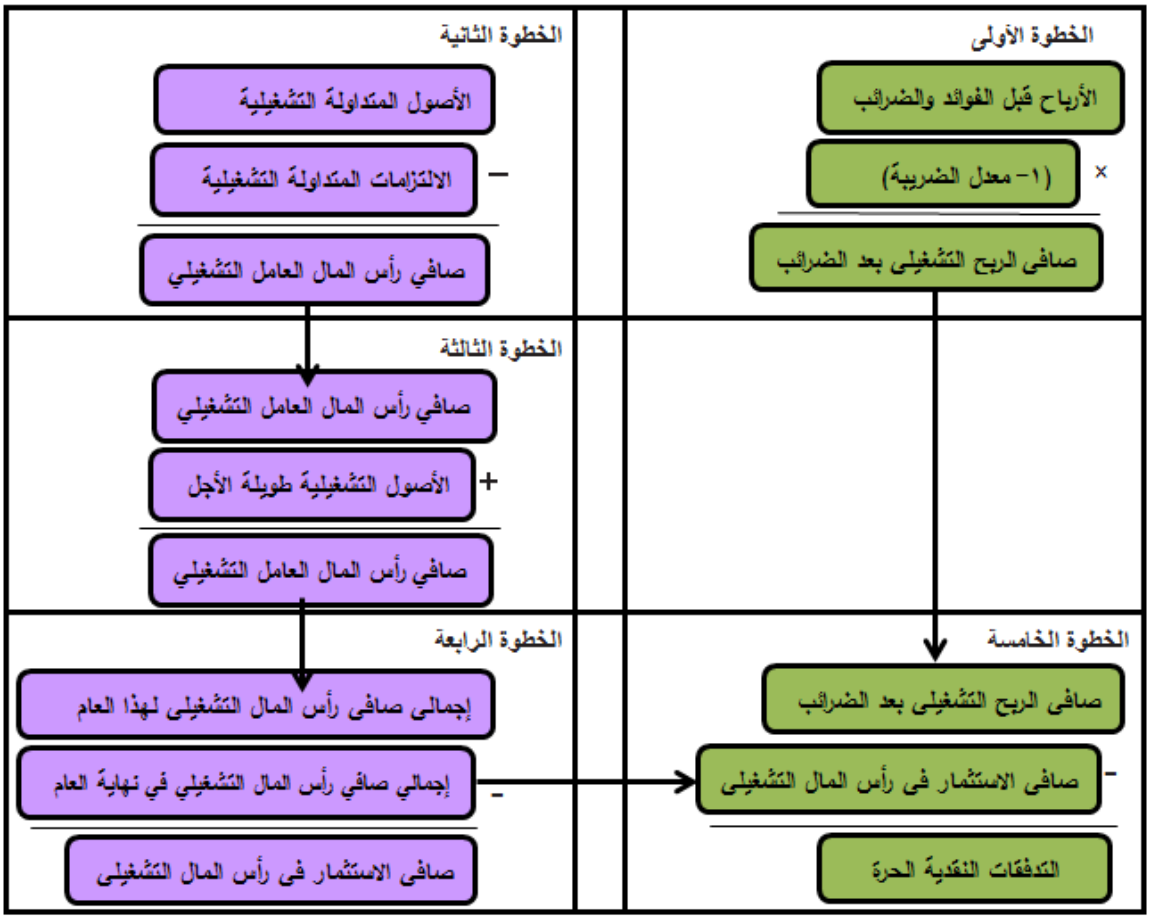
- V_S= قيمة حقوق الملكية الحقيقية
- FCFE = قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة لحقوق الملكية.
- r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)
- g = معدل النمو في التوزيعات النقدية.

هذا ويتمثل الفرق بين معادلة احتساب قيمة الشركة ككل ومعادلة احتساب قيمة حقوق الملكية في أن التدفقات النقدية الحرة في النموذج الأول مخصومة بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل The weighted average cost of capital (WACC) في حين تم خصمها في النموذج الثاني بمعدل العائد المطلوب. هذا ويتم حساب صافي التدفقات النقدية للشركة من خلال طرح التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من التدفقات النقدية الخارجة، كما يتم حساب صافي التدفقات النقدية الحرة من خلال تحديد التدفقات النقدية المتاحة بعد قيام الشركة بخصم جميع التدفقات اللازمة في الاستثمارات في الأصول الثابتة ورأس المال العامل اللازم لاستمرارية الأنشطة التشغيلية للشركة، والشكل التالي رقم (2) يوضح ذلك.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الشكل رقم (2)

يوضح كيفية حساب التدفقات النقدية الحرة



المصدر : (Brigham, Ehrhardt, 2008,p100, p296).

وعليه فإن صافي التدفقات النقدية للشركة = صافي الدخل– الإيرادات غير النقدية–المصروفات غير النقدية.

- الإيرادات غير النقدية مثل المبيعات الآجلة.
- المصروفات غير النقدية مثل الإهلاك.

التدفقات النقدية الحرة فيتم حسابها من خلال المعادلة التالية كالتالي:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

التدفقات النقدية الحرة = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب– صافي الاستثمار في رأس المال التشغيلي.

- صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب = (الأرباح قبل الفوائد والضرائب) × (1– معدل الضريبة).
- صافي الاستثمار في رأس المال التشغيلي = (إجمالي صافي رأس المال التشغيلي لهذه السنة – إجمالي صافي رأس المال التشغيلي آخر السنة).
- إجمالي صافي رأس المال التشغيلي = (صافي رأس المال العامل التشغيلي + الأصول التشغيلية طويلة الأجل).
- صافي رأس المال العامل التشغيلي = (الأصول المتداولة التشغيلية – الالتزامات المتداولة التشغيلية).

أما فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية فيتم حسابها كما يلي (Damodaran, 2004):

صافي التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية=[(صافي الدخل بعد الضريبة±التغير في رأس المال العامل + الاستهلاك والإهلاك–المصروفات الرأسمالية)* (1– نسبة تمويل الديون)]

وحول ما سبق من نماذج التدفقات النقدية فقد أشار بعض الباحثين إلى وجود أوجه القصور فيها. فيما يتعلق بوجود تقلبات شديدة في التدفقات النقدية للشركة مما يصعب التنبؤ بما ستكون عليه في المستقبل وبالتالي فإن حسابها يخضع للعديد من المتغيرات كالإيرادات والتكاليف ومعدل الخصم والنمو وغيرها من المتغيرات وهذه الأمور يكون من الصعب تحديدها بدقة مما سيؤثر على دقة النتائج، كما أن هذا النموذج يرتكز على التحليل طويل الأجل للقيمة وبالتالي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

لا يناسب النموذج الاستثمارات قصير الأجل، مما يحرم المستثمر من الفرص الاستثمارية قصير الأجل ويؤدي إلى ضياع الأرباح التي يمكن تحقيقها من تلك الفرص (mcclure, 2010, p14)، كما يحتاج النموذج إلى تقدير متغيرات كثيرة لحساب قيمة الأسهم، فضلاً على أنه من الصعوبة أحياناً التنبؤ بالمتغيرات اللازمة مثل نمو الشركات أو الركود (Remorov, 2010,p15).

هذا وبالإضافة إلى ذلك يرى الباحث أن من عيوب نموذج خصم التدفقات النقدية أنه في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (أي أن التدفقات الداخلة أقل من التدفقات الخارجة) فإن قيمة التدفقات النقدية الحرة أو صافي التدفقات النقدية للشركة ستكون سالبة، وفي هذه الحالة سيكون قيمة البسط في النموذج سالب مما سيؤدي إلى أن يكون سعر السهم وفقاً للنموذج يأخذ قيمة سالبة وهذا الشيء غير منطقي.

ثالثاً: نموذج التقييم المحاسبي

لمعالجة بعض أوجه القصور في النماذج السابقة قدم أهلسون (Ohlson) نموذجاً عُرف "بنموذج التقييم المحاسبي "لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافاً لنموذجي التقييم اللذان كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية ولا يسمح أياً منهما بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلاً من ترحيلها إلى قائمة الدخل، ويتم احتساب القيمة الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي، من خلال المعادلة التالية (ota,2002, p159):

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

$$\mathbf{P_t = b_t + \alpha_1 x^a_t + \alpha_2 v_t}$$

حيث

- P_t = سعر السهم في بداية الفترة t.
- b_t: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t.
- X^a_t : تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t (الربح الغير عادي).
- $\alpha 1, \alpha 2$: (معاملات النموذج).
- V: المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي سهم في تاريخ معين وفقاً للنموذج المذكور يتطلب الأمر توافر البيانات والمعلومات التالية (Dahmash, Qabajeh, 2012, p 552):

1-معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم:

وتشمل معلومات حول القيمة الدفترية للسهم، وقيمة الربح غير العادي (الربح الباقي) في نفس التاريخ، ثم المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم من السوق أو من الصناعة التي تعمل فيها الشركة، ويمكن الحصول على القيمة الدفترية والربح المتبقي من خلال القوائم المالية للشركة، أما المعلومات الأخرى فإن أفضل تقدير لها يتمثل في الزيادة أو النقص في الأرباح المتوقعة المتاحة لعدد من السنوات، أو أن يتم افتراض قيمة صفرية لهذه المعلومات الأخرى، ومن ثم فإن قيمة السهم تتحدد بالقيمة الدفترية مضافاً إليها الربح الباقي، والمعادلة التالية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

2- معاملات النموذج

يمكن حساب معلمات النموذج من خلال الاعتماد على معاملات السلسلة الزمنية للربح الباقي والمعلومات الأخرى لعدد كافي من السنوات الماضية (أبو الخير، 2007، ص14).

هذا ومن الجدير بالذكر أن متغير المعلومات الأخرى المتعلقة بالسوق التي تأخذ توقعات المحللين في الاعتبار فإنها تعتمد على المتغير المذكور، أما في البلدان التي لم يوجد بها توقعات المحللين مثل الأردن على سبيل المثال يتم استبعاد هذا المتغير عند حساب القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم (Dahmash, Qabajeh, 2012, p 555).

وبناءً على ما سبق فإن الأخذ بهذه المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية، باعتبارها معلومات مفيدة وأساسية في تحديد سعر تلك الورقة من خلال احتساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافاً إليها قيمة تأثير الربح الباقي، عبر سلسلة تاريخية معينة.

رابعاً: نماذج أخرى لتقدير أسعار الأسهم:

هناك عدد من النماذج الأخرى التي تعمل على تقدير أسعار الأسهم منها على سبيل المثال:

1- نموذج والتر

سعى والتر من خلال هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتجه من خلال الغاية أو الهدف إلى تعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية من خلال اعتمادها على العلاقة بين احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبذلك يكون هذا النموذج قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، في ظل وجود عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم والتي يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية (المشهداني، 1995، ص45):

$$\mathbf{p} = \frac{\boldsymbol{eps}}{\boldsymbol{r_s}} + \frac{\boldsymbol{ra - r_s}}{\boldsymbol{r_s}} \left(\boldsymbol{eps - D_0} \right)$$

حيث أن :

- P= سعر السهم الحقيقي
- r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)
- D_0 = التوزيعات النقدية للسنة السابقة
- ra = الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو.
- eps = نصيب السهم الواحد من الأرباح.

2- نموذج التأكد المعادل

يشير هذا النموذج إلى أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تكون مساوية للقيمة المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة معدلاً بمعامل الخصم الذي يأخذ في الحسبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة، وبذلك يمكن قياس القيمة الحقيقية للسهم وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية (دلول، 2010، ص43):

$$\mathbf{p} = \frac{\boldsymbol{eps}}{\boldsymbol{r_f}} \left(\mathbf{1} + \frac{\boldsymbol{r_f}}{\mathbf{1} + \boldsymbol{r_s}} \right)$$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

حيث أن:

- P= سعر السهم الحقيقي
- r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)
- eps = نصيب السهم الواحد من الأرباح
- r_f= معدل العائد الخالي من الخطر.

3- نموذج ليرنر وكارلتون

يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين القيمة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي فإن القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي فإن القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الحقيقية عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار، وبناءً على هذا النموذج ليس هناك ضرورة لأن تكون القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير، بالإضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يدل على استراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكين الأسهم في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح ويمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية (المشهداني، 1995، ص46)

$$V = \frac{(1-b)rBV}{r_s - rb}$$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

حيث أن:

- V = القيمة الحقيقية للسهم.
- b = نسبة احتجاز الأرباح في المنشأة.
- r = معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي.
- (1−b) = توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي.
- r_s = معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).
- rb = (معدل نمو الأرباح للسهم العادي وتوزيعات الأرباح للسهم.
- BV = القيمة الدفترية.

4- نموذج مضاعف الربحية

يُعرف بنسبة السعر الجاري للسهم في السوق إلى ربحيته، فإذا كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته تساوي (10) هذا يعني أن السهم يباع في السوق المالي بعشرة أضعاف ربحيته، وتكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن توزيعات المستثمرين في الأسواق المالية تتجه نحو النمو السريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، هذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق، وأيضاً تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته عادة بانخفاض معدل نمو الشركة، فتكون النسبة صغيرة للشركات ذات النمو العادي وأصغر للشركات التي تتراجع، والسبب يعود إلى أن معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم (العامري، 2007، ص119−120). وفي الواقع العملي يتم إيجاد المضاعف الطبيعي، من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية السهم ومضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بور، وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة عندئذ يمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية في المستقبل، إذ لا يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف الربحية للمؤشر في المستقبل، والذي عادة ما تنشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر. مما سبق يتضح أن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاماً على المستثمر تقدير الربحية المستقبلة للسهم، وهذا يقتضي أن يكون مفهوم الربحية واضحاً لديه (هندي، 2002، ص419). وبذلك يمكن حساب قيمة السهم الحقيقية بناءً على النموذج المذكور والمطور من قبل وليمس وفايندلي (Williams and Findlay) من خلال المعادلة التالية (المشهداني، 1995، ص47):

$$p = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(\mathbf{1} + \mathbf{r_s})^{\mathbf{n}}}$$

حيث أن :

- P= سعر السهم الحقيقي.
- r_s= معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).
- eps = نصيب السهم الواحد من الأرباح.
- m = مضاعف الربحية.

5-نموذج الأسعار

يقيس هذا النموذج العلاقة بين قيمة السهم السوقية والقيمة الدفترية للسهم وربحيته، وذلك من خلال التعرف على معامل انحدار القيمة السوقية (كمتغير تابع) والقيمة الدفترية للسهم وربحيته

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

(كمتغيرات مستقلة)، ويتم حساب قيمة السهم الحقيقية وفقاً لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية (حماد، 2007، ص163):

$$P_{it} = \alpha_0 + a_1 BVPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + Y$$

حيث أن:

- P_{it} = القيمة الحقيقية للسهم في نهاية السنة المالية t.
- BVPS = القيمة الدفترية للسهم I في السنة المالية t، وتم حساب هذا المتغير بقسمة حقوق المساهمين العادية على متوسط عدد الأسهم العادية في نهاية السنة المالية.
- EPS_{it} = ربحية السهم I في السنة t وتم حساب هذا المتغير بقسمة صافي الدخل قبل البنود غير العادية بعد خصم نصيب الأسهم الممتازة في الأرباح على متوسط عدد الأسهم في نهاية السنة.
- α0,α1,α2 = معاملات النموذج.

مما سبق يتبين أنه يمكن الاستفادة من تلك النماذج في تحديد معدل الخصم، خاصة أنها تعتمد على متغيرات عديدة ومختلفة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جدول (2) ملخص لنماذج تقييم أسعار الأسهم

النموذج	صاحب النموذج	السنة	المعادلة
1. نموذج خصم التوزيعات النقدية			
أ- حالة التوزيعات الثابتة	وليمس	1931	$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$
ب- حالة التوزيعات ذات النمو الثابت	جوردون وشابيروا	بدون	$P = \frac{D_o(1+g)}{r_s - g}$
ج- حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت	سولدوفسكي ومورفي	بدون	$p = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+\mathrm{r_s})^{\mathrm{t}}} + \frac{\hat{p}_n}{(1+\mathrm{r_s})^{\mathrm{n}}}$
2. نموذج خصم التدفقات النقدية			
أ- حالة التدفقات النقدية وفقاً لقيمة الشركة ككل	بدون	بدون	$V_F = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$
ب- حالة التدفقات النقدية وفقاً لقيمة حقوق الملكية	بدون	بدون	$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

النموذج	صاحب النموذج	السنة	المعادلة
3. نموذج التقييم المحاسبي	أهلسون وفليثمان	1995	$P_t = b_t + \alpha_1 x^a_t + \alpha_2 v_t$
4. نموذج والتر	والتر	بدون	$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s} (eps - D_0)$
5. نموذج التأكد المعادل	Benzion, Yzgil	1987	$p = \frac{eps}{r_f} (1 + \frac{r_f}{1 + r_s})$
6. نموذج ليرنر وكارلتون	ليرنر وكارلتون	بدون	$V = \frac{(1 - b)rBV}{r_s - rb}$
7. نموذج مضاعف الربحية	وليمس وفايندلي	بدون	$p = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(\mathbf{1} + \mathbf{r_s})^{\mathbf{n}}}$
8. نموذج الأسعار	بدون	بدون	$P_{it} = \alpha_0 + a_1 BVPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + Y$

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الثاني

تقدير معدل النمو ومعامل الخصم

تمهيد

أولاً: تقدير معدل النمو

ثانياً: تقدير معدل الخصم

1. **حساب تكلفة حقوق الملكية كمعامل خصم**
   - **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)**
   - **نموذج التسعير بالمراجحة**
   - **نموذج العوامل الثلاثة**
2. **تكلفة رأس المال المرجحة**

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المبحث الثاني

تقدير معدل النمو ومعامل الخصم

- **تمهيد**

من خلال النموذجين السابقين (نموذج التدفقات النقدية ونموذج التوزيعات النقدية) يتبين أن قيمة الشركة تتحدد بصفة أساسية على أساس بيان التدفقات النقدية أو التوزيعات النقدية المستقبلية للشركة وليس على أساس أرقامها الحالية، أي أن المستثمر عندما يقرر الاستثمار في شركة معينة، فإنه يأخذ في الاعتبار ما سيؤول إليه من التدفقات أو التوزيعات النقدية المستقبلية للشركة، ولهذا فهو يهتم بالمستقبل والمتوقع حدوثه فيه، ولذلك فإن تقدير معدلات النمو ومعدل الخصم يعد من الأمور المهمة التي تؤثر على أي تقييم مما يستوجب توخي الحذر في تقدير هذه المعدلات، لذلك فإن هذا المبحث يعني بالتعرف على كيفية حساب معدل النمو وتكلفة التمويل.

أولاً: تقدير معدل النمو

توجد ثلاثة طرق في الحياة العملية لتقدير معدلات النمو وهي كما يلي (عوض، 2006، ص43):

الطريقة الأولى: الاعتماد على المعدلات التاريخية لمعدلات النمو:

تستخدم هذه الطريقة متوسط معدلات النمو التي حققتها الشركة في السنوات السابقة كأساس لتقدير معدلات النمو المستقبلية، غير أن القدرة على الاعتماد على متوسط النمو في السنوات السابقة كأساس لاحتسابه في المستقبل يتحدد في ضوء التالي:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- التذبذب في معدلات النمو.
- حجم الشركة.
- دورة الاقتصاد (كساد أو نمو).
- نوعية الأرباح (على أساس الوحدات المباعة بدلا من مجرد الأرقام المحاسبية).

الطريقة الثانية: الاعتماد على تقديرات المحلل المالي

يقوم المحلل المالي بموجب هذه الطريقة بالاعتماد على بيانات أخرى متوفرة للوصول إلى معدلات نمو منطقية وأقرب إلى الواقعية ومنها:

- المراكز المالية التي تم نشرها عن الشركة منذ أخر سنة مالية لها.
- المؤشرات الاقتصادية الحالية.
- معلومات خاصة عن الشركة ذاتها.
- معلومات عامة عن الشركة غير المعلومات المالية.
- عدد المحللين الذين يقومون بتغطية هذه الشركة ومدى الاختلاف بين توقعاتهم.

الطريقة الثالثة: الاعتماد على البيانات الأساسية للشركة:

يتم وفقاً لهذه الطريقة تحديد معدل النمو من خلال التعرف على البيانات الأساسية للشركة مثل عمر خطوط الإنتاج وسياسة توزيعات الأرباح وكذلك معدلات الرفع المالي، ومعدل العائد على حقوق الملكية. و يمكن حساب معدل النمو من خلال المعادلة التالية:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

معدل نمو السهم= نسبة الأرباح غير الموزعة × العائد على حقوق الملكية

ثانياً: تقدير معدل الخصم

لأغراض تحديد قيمة الورقة المالية، يتم احتسابها من خلال الوقوف على تكلفة حقوق الملكية وتكلفة إجمالي مصادر التمويل (تكلفة حقوق الملكية والديون)، كما يتبين مما يلي:

1. تكلفة حقوق الملكية كمعامل خصم

هناك العديد من النماذج والنظريات التي تعرضت إلى تحديد معدل العائد المطلوب (معامل الخصم) للورقة المالية منها ما يلي:

أولاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المعروف باسم CAPM (Capital Asset Pricing Model) هو النموذج النظري الذي يمكن استخدامه في حساب معدل العائد المطلوب للشركة الذي يعكس تكلفة حقوق الملكية حيث يعبر عن قيمة معدل العائد المطلوب وفقاً للمعادلة التالية (Rosell, el, al,2007,p14):

$$\mathbf{E(R_s) = R_f + B(R_m - R_f)}$$

حيث أن:

- $E(R_s)$ = معدل العائد المطلوب.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويقاس من خلال معدل العائد على السندات الحكومية، ولكن في بيئتنا الفلسطينية وبسبب عدم وجود السندات سيتم اعتبار معدل العائد على الودائع المصرفية كمعدل العائد الخالي من المخاطرة.
- β = معامل بيتا وهو مقياس تقريبي للمخاطر النظامية لحقوق الملكية.
- R_m = معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

وهناك عدة افتراضات يقوم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أهمها (النعيمي، وآخرون، 2009، ص97)

- جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة.
- الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء ما يشاء.
- الإقراض والاقتراض بين المستثمرين يتم وفقاً للمعدل الخالي من المخاطرة.
- يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل بالمعلومات بين المستثمرين.
- عدم وجود تكاليف للتبادل وعدم وجود ضرائب.
- جميع المستثمرين يشتركون برؤية اقتصادية واحدة، ويتماثلون في توزيعاتهم الاحتمالية للتدفقات النقدية المتوقعة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

عيوب نموذج تسعير الأصل الرأسمالي

يعاب على نموذج تسعير الأصل الرأسمالي أنه يقوم على بعض الفروض غير الواقعية، فعلى سبيل المثال يفترض النموذج أن المستثمر لا يتكبد أي مصروفات عند شراء أو بيع الأوراق المالية، كما يفترض أن المعلومات متاحة عن الأوراق المالية في السوق لكل المستثمرين، كما يعاب عليه أنه نموذج محدود الأبعاد، وذلك لأنه يقوم على فرض أساسي وهو أن معدل العائد المطلوب يتوقف على متغير واحد وهو المخاطر المنتظمة والتي يتعرض لها عائد السهم، والتي تتحدد بمدى التغير في عائد السهم كنتيجة للتغير في عائد محفظة السوق(هندي، 2003، ص455).

– يستند النموذج في حساب بيتا المستخدمة في تقدير العائد محسوبة وفقاً للبيانات التاريخية التي لا تعكس توقعات المستثمرين حول المخاطر المستقبلية Cochrane, (2000, p160).

ثانياً: نظرية التسعير بالمراجحة

تعتبر نظرية التسعير بالمراجحة **Arbitrage Pricing Theory (APT)** التي قدمها Ross سنة 1976 بديلاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجحة في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدد من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية، وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج CAPM، ولكن تلك النظرية لم تحدد تلك العوامل (الحناوي وآخرون، 2002، ص337).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

افتراضات النظرية وصيغتها الرياضية

ولتحديد ماهية النموذج يتعين مراعاة الافتراضات التالية (حنفي، 2004، ص378):

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

طبقاً للافتراضات السابقة تم التوصل إلى الصيغة الرياضية الآتية:

$$R_I = R_F + (R_1 - R_F)\,\beta_1 + (R_2 - R_F)\,\beta_2 + \ldots + (R_M - R_F)\,\beta_m$$

حيث أن:

- R_I= معدل العائد المتوقع أو المطلوب للسهم I
- R_F= معدل العائد الخالي من الخطر
- $\beta_1, \beta_2, \ldots \beta_M$= درجة حساسية السهم لعوامل الخطر.
- $R_1 R_2, \ldots R_M$ = معدل العائد لعوامل الخطر.

مزايا وعيوب نظرية التسعير بالمراجحة

من مزايا نظرية التسعير بالمراجحة هو أنها تنطوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد، بالإضافة إلى أن النموذج لا يفترض ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

أما من عيوب النظرية أنها لم تحدد ما هي العوامل المؤثرة على العائد، وذلك على عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي يقضي بوجود عامل مؤثر محدد يمكن قياسه هو حجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا، كما أنه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف (هندي، 2003، ص456).

كما أن من عيوب نظرية التسعير بالمراجحة أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم حيث أن نظرية التسعير بالمراجحة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم (الصعيدي، 2011، ص40).

ثالثاً: نموذج العوامل الثلاثة

قدم هذا النموذج كلا من **Eugene F. Fama** و **Kenneth R, French** سنة 1992، هذا وبالنظر إلى أهمية هذا النموذج في تحديد عائدات الأسهم طبقاً لما أوردته العديد من دراسات الباحثين يتم تناول هذا النموذج بالتفصيل كما يلي Brigham. et.al, 2005, (p200):

يقوم النموذج على افتراض أن خط سوق المال (Security Market Line) يجب أن يحتوى على ثلاثة عوامل أساسية، العامل الأول هو معامل بيتا للسهم والذي يقيس خطر السوق للسهم حيث أنه يفترض أن هناك علاقة طردية مهمة ما بين معامل بيتا والعائد المطلوب، أما العامل الثاني فهو حجم الشركة والذي يقاس بواسطة القيمة السوقية لحقوق الملكية، حيث يفترض أن الشركات الصغيرة تمتلك خطر أكبر من الشركات الكبيرة، لذا

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

فإن الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب أكبر من عائد الشركات الكبيرة، أما العامل الثالث فهو القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية لحقوق الملكية (Book value/Market value) ويرمز لها اختصاراً B/M، حيث يفترض النموذج أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية، فإن المستثمر يكون متفائلاً حول مستقبل السهم، والعكس صحيح فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية فإن المستثمر يكون متشائماً حول مستقبل السهم، لذا فإن الشركات التي تمتلك معدل مرتفع ل B/M يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك معدل منخفض لـ B/M.

الصيغة الرياضية للنموذج

$$R_i = R_f + \boldsymbol{\beta_1} (R_m - R_f) + \boldsymbol{\beta_2} (B/M_L - BM_S) + \boldsymbol{\beta_3} (S_S - S_L)$$

- R_i = العائد المطلوب للسهم.
- R_f = معدل العائد الخالي من الخطر.
- R_m = عائد محفظة السوق.
- B/M_L = عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل مرتفع للقيمة الدفترية/ القيمة السوقية لحقوق الملكية.
- BM_S = عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل منخفض للقيمة الدفترية/ القيمة السوقية لحقوق الملكية.
- S_S = عائد محفظة الشركات الصغيرة.
- S_L = عائد محفظة الشركات الكبيرة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = معاملات بيتا للعوامل السابقة.

يتضح مما سبق أن هناك علاقة طردية بين عائد السوق ومعدل B/M من جهة وعائد السهم المطلوب من جهة أخرى، وعلاقة عكسية بين حجم الشركات و عائد السهم المطلوب.

2. تكلفة التمويل الكلي كمعدل خصم

تعتبر تكلفة التمويل الكلي هي المتوسط المرجح لتكلفة مصادر التمويل المختلفة سواء كانت على شكل قروض أو أسهم عادية أو أسهم ممتازة، وفيما يلي توضيحاً لكيفية حساب تكلفة كل نوع من تلك المصادر.

أولاً: تكلفة الدين (القروض)

وتتمثل هذه التكلفة في الفائدة التي يتم دفعها على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي، وبالتالي قيمة الضرائب المدفوعة، ولهذا فإن تكلفة القروض تحسب كما يلي: تكلفة القروض بعد الضريبة = معدل الفائدة على القروض x (1–معدل الضريبة) (عوض، 2006، ص19).

ثانياً: تكلفة الأسهم الممتازة

تتمثل تكلفة الأسهم الممتازة بنسبة التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة منسوبة لأسعار الأسهم الممتازة في السوق، وحيث أن هذه التوزيعات لا تخصم من الضريبة لذلك لا يجب

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

هنا تعديل تكلفة الأسهم الممتازة بقيمة الضريبة وبالتالي يمكن حساب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي (Brigham, Ehrhardt, 2008,P345):

تكلفة الأسهم الممتازة = التوزيعات المدفوعة للأسهم الممتازة / أسعار الأسهم الممتازة

ثالثاً: تكلفة الأسهم العادية

ويتم حساب هذه التكلفة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، واستناداً لما سبق فإنه يمكن حساب تكلفة التمويل الكلي من خلال المعادلة التالية (عوض، 2006، ص 22):

تكلفة التمويل الكلي = (نسبة الأسهم العادية x تكلفة الأسهم العادية) + (نسبة الديون x تكلفة الديون) + (نسبة الأسهم الممتازة x تكلفة الأسهم الممتازة).

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

- مقدمة عن الأسواق المالية
- نبذة عن بورصة فلسطين
- مجتمع الدراسة
- عينة الدراسة
- مصادر البيانات
- الأساليب المستخدمة في التحليل
- نتائج التحليل الإحصائي

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

1. مقدمة

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تقوم على أساس التعامل الحر، فمن خلالها يتم تجميع الموارد المالية – المدخرات وتوجيهها نحو المجالات الاستثمارية المختلفة، التي بدورها تقوم بإنتاج السلع والخدمات، وزيادة الناتج القومي، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظراً لما تطلع به من وظائف، وما تزاوله من أعمال، فهي تمثل حلقة الوصل بين الأفراد، والبنوك ومؤسسات الادخار، التي يتجمع لديها المدخرات من ناحية، وبين المشروعات الاستثمارية والإدارة القادرة على استغلال رؤوس الأموال، بأفضل استخدام ممكن من ناحية أخرى. هذا بالإضافة إلى أن الأسواق المالية تمثل حلقة من حلقات نماء النظام المصرفي في أي دولة. (التوني،1998، ص22).

2. نبذة عن بورصة فلسطين

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" عام 1995 كشركة مساهمة خاصة، وبدأت أولى جلسات التداول في 18 شباط 1997. وتعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004،وفي العام 2009 وحصلت بورصة فلسطين على المركز الـ(33) عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية على صعيد حماية المستثمرين، وفي مطلع شباط من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسساتية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعارا لها. وحسب آخر

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

إحصائية كما هي بتاريخ 2014/3/2، فقد بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة (49) شركة بقيمة سوقية تجاوزت (3,536) مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى (9) شركات، وتهف بورصة فلسطين إلى تحقيق الأهداف الرئيسية التالية (موقع بورصة فلسطين، 2014):

- توفير بيئة تداول آمنة ومواتية تتمثل بالكفاءة والعدالة والشفافية.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقات مع المؤسسات والملتقيات الاقتصادية المحلية والعربية والدولية.
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- زيادة عمق البورصة من خلال الاستمرار في إدراج شركات جديدة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

3. مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات التي يتم تداول أسهمها في بورصة فلسطين في الفترة من (2011 إلى 2013)، والبالغ عددها(49) شركة، موزعة على خمسة قطاعات مختلفة هي قطاع الصناعة (12) شركة، وقطاع الاستثمار (8) شركات، وقطاع البنوك (9) شركات، وقطاع الخدمات (13) شركة، وقطاع التأمين (7) شركات،.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

4. عينة الدراسة

نظراً لأن الدراسة تعتمد على تحليل بيانات القوائم المالية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين والتي ينطبق عليها الشرط الحكمي (وهو تداول أسهمها بشكل منتظم خلال جميع أشهر سنوات الدراسة، التي تمتد من عام 2011 حتى عام 2013، وبذلك يبلغ عدد تلك الشركات عينة الدراسة (24) شركة، والجدول التالي رقم (3) يوضح مجتمع وعينة الدراسة للشركات حسب القطاعات التي تنتمي إليها.

جدول رقم (3)

مجتمع الدراسة وعينتها حسب القطاعات

الرقم	اسم القطاع	مجتمع الدراسة	عينة الدراسة
1	قطاع الصناعة	12	8
2	قطاع الاستثمار	8	5
3	قطاع البنوك	9	5
4	قطاع الخدمات	13	4
5	قطاع التأمين	7	2
	المجموع	49	24

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

وفيما يلي أسماء الشركات التي شملتها العينة:

اسم الشركة	الرمز	القطاع	ملاحظات
البنك الإسلامي العربي	AIB	البنوك	
بنك فلسطين	BOP	البنوك	*
البنك التجاري الفلسطيني	PCB	البنوك	
بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	البنوك	*
بنك القدس	QUDS	البنوك	
المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	التأمين	
التأمين الوطنية	NIC	التأمين	*
فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	الاستثمار	*
الفلسطينية للاستثمار والإنماء	PID	الاستثمار	
فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	الاستثمار	
فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	الاستثمار	
الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	الاستثمار	
المؤسسة العربية للفنادق	AHC	الخدمات	
الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	الخدمات	*
فلسطين للكهرباء	PEC	الخدمات	*
العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	PLAZA	الخدمات	
العربية لصناعة الدهانات	BPC	الصناعة	*
دواجن فلسطين	AZIZA	الصناعة	
بيرزيت للأدوية	BPC	الصناعة	*
مطاحن القمح الذهبي	GMC	الصناعة	*
سجاير القدس	JCC	الصناعة	
فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	الصناعة	
الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	الصناعة	
مصانع الزيتون النباتية	VOTC	الصناعة	*

*الشركات التي قامت بتوزيع أرباح في عامي 2011 و 2012م

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

5. مصادر البيانات:

تم الحصول على بيانات الوحدات الاقتصادية المتداولة في بورصة فلسطين من خلال:

- التقارير السنوية المنشورة للوحدات الاقتصادية.
- الموقع الالكتروني الرسمي للبورصة الفلسطينية.
- الكتب والمجلات والأبحاث ذات العلاقة.

6.منهج تحليل البيانات

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

- تحليل الانحدار لغرض تحديد القدرة التفسيرية لنماذج التسعير المطبقة في الدراسة.
- اختبار التوزيع الطبيعي (Shapiro-Wilk) بغرض التعرف على التوزيع الطبيعي لبيانات الدراسة.
- اختبار Wilcoxon للعينات المرتبطة.

7. خطوات إجراء الدراسة

أولاً: يتم حساب المتغيرات والبيانات اللازمة لإجراء الدراسة وفقاً لما يلي:

1. حساب معدل العائد المطلوب من خلال نموذج CAPM بإتباع التالي:

- يتم اعتبار العائد على الودائع المصرفية في البنوك هو معدل العائد الخالي من المخاطرة خلال سنوات فترة الدراسة.
- يتم قياس معامل بيتا من خلال معادلة الانحدار التي يكون فيها عائد السهم الشهري كمتغير تابع وعائد السوق كمتغير مستقل، وذلك بأخذ عائدات كل سهم من أسهم

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الشركات وعائد السوق لأشهر كل عام و لسلسلة زمنية مدتها (5) سنوات لأغراض إظهار معامل بيتا، وبذلك فقد بلغت عدد المشاهدات (60) مشاهدة.

2. تحديد الشركات التي قامت بتوزيع أرباح نقدية أو أسهم عينية.
3. يتم حساب قيمة كل من القيمة الدفترية للسهم، والتدفقات النقدية الحرة للشركة، والعائد غير العادي بالاعتماد على القوائم المالية.
4. يتم الحصول على أسعار أسهم الشركات السوقية من خلال الأسعار المُعلنة في البورصة.

ثانياً: يتم احتساب معدل النمو من خلال قياس التغير في التوزيعات النقدية والتدفقات النقدية من عام لآخر.

ثالثاً: يتم توقع قيمة التوزيعات النقدية والتدفقات النقدية والربح غير العادي على افتراض أن ما حصل في الماضي سيحصل في المستقبل مع تعديلها بمعدل النمو.

رابعاً: يتم حساب معاملات نموذج أهلسون (نموذج التقييم المحاسبي) (β1، β2) من خلال معادلة الانحدار البسيط، التي يكون بها العائد غير العادي متغير مستقل وسعر السهم متغير تابع، ذلك بالاعتماد على البيانات التاريخية لمدة (5) سنوات كسلسلة زمنية تاريخية.

خامساً: يتم حساب أسعار الأسهم الحقيقية حسب النماذج المستخدمة في الدراسة كالآتي:

1- احتساب الأسعار لكل شركة خلال عامي (2011) و(2012) بالاعتماد على البيانات التاريخية ومقارنتها بأسعار الأسهم السوقية وذلك حسب النماذج الثلاثة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

2- حساب الأسعار لكل شركة لعام (2013) بالاعتماد على البيانات المتوقعة، وذلك من بإضافة التغير في عامي (2011 و2012) على السعر في عام (2013) ومقارنتها بالأسعار السوقية لنفس السنة، وذلك للنماذج الثلاثة.

سادساً: يتم إجراء التحليل الإحصائي وفق التالي:

- المقارنة بين القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج التدفقات النقدية، كما يتم استخراج الفرق بين أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التدفقات النقدية لكل سنة من سنوات الدراسة.
- المقارنة بين القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التوزيعات النقدية، وكما يتم استخراج الفرق بين أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية لكل سنة من سنوات الدراسة.

8.قياس متغيرات الدراسة:

يتم قياس متغيرات الدراسة حسب النماذج المستخدمة كالتالي:

1.القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بناءً على نموذج خصم التدفقات النقدية:

يتم قياس هذه القيمة وفق المعادلة التالية $P_t = FCF_{t+1} / (r-g)$

حيث أن:

P_t = القيمة الحقيقية للسهم، FCF_{t+1} = قيمة صافي التدفقات النقدية الحرة المتوقع الحصول عليها خلال فترة t

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

r = معدل الخصم ويتم احتسابه من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM كالتالي.

$$E(R_s) = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث أن :

$E(R_s)$ = معدل العائد المطلوب وهو معامل الخصم.

R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويقاس من خلال معدل العائد على أذونات الخزانة الحكومية، ولكن في البيئة الفلسطينية وبسبب عدم وجود مثل هذه الأذونات سيتم اعتبار معدل العائد على الودائع المصرفية للدولار الأمريكي البالغ (0.5%) كمعدل العائد الخالي من المخاطرة.

β= معامل بيتا وهو مقياس تقريبي للمخاطر النظامية التي يتعرض لها الاستثمار.

R_m = معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

g= معدل النمو في التدفقات النقدية ، ويتم حسابه كالتالي:

(صافي الدخل بعد الضريبة – صافي الاستثمارات التشغيلية) / عدد الأسهم، **حيث أن:**

- صافي الاستثمارات التشغيلية = إجمالي صافي رأس المال التشغيلي في أخر السنة – إجمالي رأس المال التشغيلي في بداية السنة.
- إجمالي صافي رأس المال التشغيلي = إجمالي الأصول الثابتة + (رأس المال العامل – الاستثمارات في الأوراق المالية).
- رأس المال العامل = أصول متداولة – خصوم متداولة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

2.القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بناءً على نموذج خصم التوزيعات النقدية

يتم قياس هذه القيمة حسب المعادلة التالية$P_t = Dt+1/ (r-g)$

حيث أن D_{t+1} = التوزيعات النقدية المتوقع الحصول عليها خلال فترة t.

3.القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم بناءً على نموذج التقييم لمحاسبي

يتم قياس هذه القيمة حسب المعادلة التالية$P_t = bt + \alpha 1X^a_t + \alpha 2Vt$

حيث أن

X^a_t = الربح المتبقي في نهاية الفترة t، ويحسب كالتالي:$X^a_t = X_t - rb_{t-1}$

x_t = صافي الربح ، r = معدل الخصم ، b_{t-1} = القيمة الدفترية في بداية الفترة.

α_1, α_2 = معاملات النموذج ويتم حسابهم من خلال نموذج الانحدار، V_t= المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم في تاريخ التقييم وهي تساوى صفر وفقا لفرضيات نموذج أهلسون.

4.سعر السهم السوقي: وهو سعر السهم الفعلي للشركات المعلن في البورصة في نهاية كل سنة.

9.التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات:

تم إدخال البيانات المتعلقة بالقوائم المالية للشركات موضوع العينة للسنوات (2011-2013) والمتمثلة في القيمة الدفترية والأرباح والتوزيعات النقدية، لغرض إجراء التحليل، وقد تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية الانحدار البسيط واختبار Shapiro-Wilk و Wilcoxon، وكانت نتائج التحليلات كالآتي:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

- **اختبار الفرضية الأولى: يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.**

فيما يلي نتائج التحليل الإحصائي للبيانات المالية موضوع العينة وفق نموذج التقييم المحاسبي ونموذج التدفقات النقدية لسنوات الدراسة، ومقارنة الأسعار الناتجة عنها مع أسعارها السوقية.

جدول رقم (4)

متوسط أسعار الأسهم الحقيقية والسوقية للشركات المدرجة في البورصة

البيان	السنة	متوسط القيمة الحقيقية	متوسط الأسعار السوقية	الفرق	نسبة الفرق
نموذج التقييم المحاسبي	2011	1.430	1.621	-0.192	-12%
	2012	1.730	1.608	0.123	8%
	2013	2.223	1.881	0.342	18%
	المتوسط العام	1.794	1.704	0.091	5%
نموذج التدفقات النقدية	2011	27.704	1.621	26.083	1609%
	2012	43.933	1.608	42.325	2632%
	2013	-0.222	1.881	-2.103	-112%
	المتوسط العام	23.804	1.704	22.100	1297%

يتبين من الجدول رقم (4) أن المتوسط العام للفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي قد بلغت (5%) وهي نسبة ضئيلة مقارنة بالنسبة التي ظهرت وفقاً لنموذج التدفقات النقدية والتي بلغت (1297%) وهي نسبة عالية جداً، الأمر الذي يشير إلى أفضلية نموذج التقييم المحاسبي بصورة أكبر من نموذج التدفقات النقدية في تقدير أسعار الأسهم في البيئة الفلسطينية، ويعزو الباحث ذلك إلى أن قرارات الاستثمار في

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

بورصة فلسطين تعتمد على المعلومات المحاسبية المتعلقة بالقيمة الدفترية وربحية الشركات بشكل مباشر والتي يرتكز عليها نموذج التقييم المحاسبي خلافاً للنموذج الآخر. هذا ويوضح الجدول التالي حساب القدرة التفسيرية للنموذجين المذكورين باستخدام أسلوب الانحدار البسيط، كما يلي:

جدول رقم (5)

القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التدفقات النقدية

البيان	R-square القدرة التفسيرية	F معنوية النموذج	Sig مستوى الدلالة
نموذج التقييم المحاسبي	0.575	94.596	0.000
نموذج التدفقات النقدية	0.03	2.145	0.148

- تم حساب القدرة النماذج على أساس بيانات ثلاثة سنوات معا أي بواقع 72 مشاهدة.

يتبين من الجدول رقم (5) أن القدرة التفسيرية لأسعار الأسهم وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي لعينة الدراسة ككل قد بلغت (0.575) وهي أكبر بشكل ملحوظ من القدرة التفسيرية لنموذج التدفقات النقدية التي بلغت (0.03)، كما يتبين أن معنوية نموذج التقييم المحاسبي كانت دالة عند مستوى (0.05) وهو مستوى الدلالة المقبول، أما معنوية نموذج التدفقات النقدية فكانت غير دالة، مما يشير إلى أن نموذج التقييم المحاسبي كان أفضل من نموذج التدفقات النقدية في تحديد القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم، وبذلك يتم قبول الفرضية القائلة بأن(نموذج التقييم المحاسبي يستطيع تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بدرجة أفضل من نموذج التدفقات النقدية). وهذه النتيجة تتفق مع دراسة كل من (Dahmash, Qabajeh, 2012) ودراسة (olweny, 2011) ودراسة (الصعيدي، 2011) ودراسة (أبو الخير،

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

2007) ودراسة (francis, et,al, 2000) حيث توصلت تلك الدراسات إلى أن نموذج التقييم المحاسبي يستطيع تفسير التغيرات في أسعار الأسهم بدرجة أفضل من النماذج التقليدية وهي نموذج التوزيعات النقدية ونموذج التدفقات النقدية.

- **اختبار الفرضية الثانية: يستطيع نموذج التقييم المحاسبي تحديد القيمة الحقيقية بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.**

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام أسلوب الانحدار البسيط لحساب القدرة التفسيرية للنموذج ومعنويته، كما يتبين مما يلي.

جدول رقم (6)

القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التوزيعات النقدية

البيان	R-square القدرة التفسيرية	F معنوية النموذج	Sig مستوى الدلالة
نموذج التقييم المحاسبي	0.644	50.573	0.000
نموذج التوزيعات النقدية	0.111	3.491	0.072

- تم حساب قدرة النماذج على أساس بيانات ثلاثة سنوات معا أي بواقع 30 مفردة.

يتبين من الجدول رقم (6) أن القدرة التفسيرية لنموذج التقييم المحاسبي قد بلغت (0.644) وهي أكبر بشكل ملحوظ من القدرة التفسيرية لنموذج التوزيعات النقدية التي بلغت(0.111)، كما يتبين أن معنوية نموذج التقييم المحاسبي كانت دالة عند مستوى دلالة (0.05) وهو المستوى الدلالة المقبول في هذه الدراسة، أما معنوية نموذج التوزيعات النقدية فكانت غير دالة، مما يشير إلى أن نموذج التقييم المحاسبي أفضل من نموذج التوزيعات النقدية في تحديد القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم، وعليه يتم قبول الفرضية القائلة بأن نموذج التقييم المحاسبي يستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

بورصة فلسطين بدرجة أفضل من نموذج التوزيعات النقدية". ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن نموذج التقييم المحاسبي يرتكز على أكثر من متغير وهي حجم الشركات المتمثل بالقيمة الدفترية وربحية الشركات وتلك المتغيرات تعتبر من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها في قرارات الاستثمار كما أنه يسهل التعامل معها، في حين أن نموذج التوزيعات النقدية يعتمد على التوقعات المستقبلية التي يصعب التنبؤ بها، حيث أنها تتوقف على قرار التوزيعات، وهو قرار اختياري بشكل كبير، حيث تشير الوقائع الفعلية بأن هناك شركات ذات نمو عالٍ، ولكن لا تقوم بتوزيع أرباح للاحتفاظ بها لأغراض التوسع، كما تحقق بعض الشركات خسائر في سنوات معينة مما يجعل قيمة البسط في النموذج سالباً، مما يجعل سعر السهم يأخذ قيمة سالبة، وبالتالي فإن التقييم المحاسبي ستكون لديه قدرة تفسيرية أكبر وأفضل من النماذج الأخرى، وتتفق هده النتيجة مع دراسة (Dahmash, Qabajeh, 2012) ودراسة (olweny, 2011) ودراسة (أبو الخير، 2007) ودراسة (francis, et,al, 2000) والتي توصلت إلى أن نموذج التقييم المحاسبي يستطيع تفسير التغيرات في أسعار الأسهم بدرجة أفضل من النماذج التقليدية وهي نموذج التوزيعات النقدية ونموذج التدفقات النقدية.

- **اختبار الفرضية الثالثة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.**

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام اختبار Wilcoxon وهو اختبار لابارامتري بديل لاختبار t للعينات المرتبطة، ويستخدم للتعرف على الفروق بين عينتين غير مستقلتين حيث تم

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

استخدامه بسبب أن البيانات لا تتبع للتوزيع الطبيعي (انظر الملحق الإحصائي) وأن حجم العينة صغير (n<30) وأن الاختبارات البارامترية تشترط التوزيع الطبيعي وخاصة عندما يكون حجم العينة صغير، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار Wilcoxon.

جدول رقم (7)

نتائج اختبار Wilcoxon للفروق بين أسعار الأسهم

الحقيقية وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي وأسعارها السوقية

البيان	الاشارة*	عدد الرتب	متوسط الرتب	مجموع الرتب	قيمة Z	مستوى الدلالة sig	
سنة 2011	السالبة	16	8.72	139.5	-.300	0.764	غير دالة
	الموجبة	8	20.06	160.5			
	المجموع	24					
سنة 2012	السالبة	15	11.53	173	-.657	0.511	غير دالة
	الموجبة	9	14.11	127			
	المجموع	24					
سنة 2013	السالبة	14	14.14	198	-1.371	0.170	غير دالة
	الموجبة	9	10.20	102			
	المجموع	24					
المتوسط العام للأسعار	السالبة	15	11.53	173	-0.657	0.511	غير دالة
	الموجبة	9	14.11	127			
	المجموع	24					

يتبين من الجدول رقم (7) أن مستوى الدلالة للفرق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية المحسوبة وفقاً للنموذج المذكور خلال سنوات فترة الدراسة كانت أكبر من المستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو (0.05)، مما يشير إلى قوة نموذج التقييم المحاسبي في تحديد أسعار الأسهم في بورصة فلسطين، وبالتالي يمكن قبول

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار أسهم السوقية وأسعارها الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي". ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن نموذج التقييم المحاسبي يرتكز على المعلومات المحاسبية التي تعتبر أفضل المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها في تحديد أسعار الأسهم في بورصة فلسطين، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (الشيخ علي، 2013) حيث توصلت تلك الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية تستطيع أن تفسر التغيرات في أسعار الأسهم بدرجة أفضل من المعلومات الاقتصادية، كما تتفق الدراسة مع دراسة (Dahmash, Qabajeh, 2012) ودراسة (جبر، 2012) ودراسة (swartz, without date) والتي توصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي.

- **اختبار الفرضية الرابعة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التدفقات النقدية" للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.**

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام اختبار Wilcoxon، والجدول التالي يوضح النتائج.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جدول رقم (8)

اختبار Wilcoxon للفروق بين أسعار الأسهم الحقيقة

وفقاً لنموذج خصم التدفقات النقدية وأسعارها السوقية

القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التدفقات – السعر السوقي	الاشارة*	عدد الرتب	متوسط الرتب	مجموع الرتب	قيمةz	مستوى الدلالة sig	
سنة 2011	السالبة	19	12.42	236	−2.457	0.014	دالة
	الموجبة	5	12.80	64			
	المجموع	24					
سنة 2012	السالبة	21	13.24	278	−3.657	0.000	دالة
	الموجبة	3	7.33	22			
	المجموع	24					
سنة 2013	السالبة	2	9.5	19	−3.743	0.000	دالة
	الموجبة	22	12.77	281			
	المجموع	24					
المتوسط العام للأسعار	السالبة	18	14.56	262	−3.200	0.001	دالة
	الموجبة	6	6.33	38			
	المجموع	24					

يتبين من الجدول رقم (8) أن مستوى الدلالة للفرق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية خلال سنوات فترة الدراسة كانت أقل من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة وهو (0.05)، مما يشير إلى وجود فروق جوهرية بين تلك الأسعار وفقاً للنموذج المذكور، وبالتالي يتم رفض الفرضية القائلة "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وبين متوسط أسعارها الحقيقية للشركات وفقاً لنموذج التدفقات النقدية".

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن نموذج التدفقات النقدية يرتكز على المعلومات الاقتصادية التي لا يمكن الاعتماد عليها بشكل كبير في اتخاذ القرارات الاستثمارية في فلسطين، بالنظر إلى طبيعة الأوضاع الاقتصادية التي تتأثر بالأوضاع السياسية بشكل مباشر، وبالتالي من الطبيعي أن تكون الأسعار الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية غير دقيقة مما يؤدي إلى وجود فروق جوهرية بينها بين الأسعار السوقية للأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (olweny, 2011) التي توصلت إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين الأسعار السوقية والأسعار الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية.

- **اختبار الفرضية الخامسة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ بين متوسط أسعار الأسهم السوقية ومتوسط أسعارها الحقيقية وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.**

لاختبار تلك الفرضية تم استخدام wilcoxon test، وكانت النتائج كما هي مبينة في الجدول التالي:

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

جدول رقم (9)

يوضح نتائج اختبار wilcoxon للفروق بين متوسط أسعار الأسهم الحقيقية وفقاً لنموذج خصم التوزيعات وأسعارها السوقية

القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التوزيعات –السعر السوقي	الاشارة *	عدد الرتب	متوسط الرتب	مجموع الرتب	قيمةz	مستوى الدلالة sig	
سنة 2011	السالبة	0	0	0	-2.803	0.005	دالة
	الموجبة	10	5.5	55			
	المجموع	10					
سنة 2012	السالبة	0	0	0	-2.803	0.005	دالة
	الموجبة	10	5.5	55			
	المجموع	10					
سنة 2013	السالبة	9	5	50	-1.784	0.000	دالة
	الموجبة	1	10	10			
	المجموع	10					
المتوسط العام للأسعار	السالبة	0	0	0	-2.803	0.005	دالة
	الموجبة	10	5.5	55			
	المجموع	10					

يتبين من الجدول رقم (9) أن مستوى الدلالة لمتوسط أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية خلال سنوات الدراسة كانت أقل من مستوى الدلالة المقبول وهو (0.05)، مما يشير إلى وجود فرق جوهري بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وبين متوسط أسعارها الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية، وبالتالي يمكن رفض الفرضية القائلة بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) بين متوسط الأسعار السوقية للأسهم وبين متوسط أسعارها الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وفقاً لنموذج التوزيعات النقدية". ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن نموذج التوزيعات النقدية يعتمد بشكل أساسي على التوزيعات النقدية التي يصعب توقعها، بالإضافة إلى وجود وجهات نظر مختلفة حول تأثير التوزيعات النقدية

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

على أسعار تلك الأسهم، وبالتالي يكون هناك اختلاف كبير بين الأسعار السوقية والأسعار الحقيقية وفقا لنموذج التوزيعات النقدية. وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (عبد الحكيم، حسن، 2010) التي توصلت إلى أن نموذج التوزيعات النقدية غير ملائم لسوق العراق للأوراق المالية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

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

1. تبين عدم وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي.
2. أظهر نموذج التقييم المحاسبي قدرة تفسيرية أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذجين (0.575) و(0.03)، وكما تبين أن نموذج التقييم المحاسبي أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذجين (0.644) و(0.111) على التوالي.
3. أظهر نموذجي التدفقات النقدية والتوزيعات النقدية وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم السوقية وأسعارها الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مما يعني عدم ملاءمة النموذجين في إظهار القيمة الحقيقية لأسهم تلك الشركات.
4. لما كانت المعلومات المحاسبية الأساس التي تبنى عليه التحليلات الأساسية والفنية لقياس أسعار الأسهم والتنبؤ بما ستكون عليه في المستقبل، فإن ذلك يدعو إلى مراعاة توفر خاصيتي الثقة والملائمة اللازمتين لتحقيق جودة تلك المعلومات، الأمر الذي يؤكد أهمية الإفصاح والاهتمام من قبل الشركات لدى نشر قوائمها المالية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ثانياً: التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة، فيما يلي أهم توصياتها:

1- ضرورة استخدام نموذج التقييم المحاسبي في تقييم الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين، لأنه أكثر قدرة على تفسير الفروقات في أسعار تلك الأسهم.

2- أهمية اعتماد المستثمرين على نموذج التقييم المحاسبي عند بناء محافظهم الاستثمارية.

3- ضرورة اعتماد الشركات المدرجة والمستثمرين في بورصة فلسطين على عمليات التحليل المالي في التنبؤ بالأرباح السنوية في ضوء المعلومات المتاحة المحاسبية وغير المحاسبية.

4- ضرورة تضمين التقارير المالية التي تنشرها الشركات المدرجة في بورصة فلسطين معلومات تتعلق بتوقعات الأرباح المستقبلية وذلك لمساعدة المستثمرين في عملية التنبؤ واتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

5- ضرورة عقد ندوات ومؤتمرات مهنية لغرس المفاهيم الواردة في نماذج تقييم الأوراق المالية والعمل على توعية المستثمرين حول كيفية التعامل مع تلك النماذج.

6- ضرورة تكثيف التوعية حول دور وأهمية المحافظة على جودة المعلومات المحاسبية التي تظهرها القوائم المالية للشركات، وذلك بالنظر إلى أثرها في عملية تقييم للأوراق المالية.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الدراسات المستقبلية

1- العمل على توسيع الأبحاث الأكاديمية المتعلقة بالتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم بحيث تشمل محددات أخرى لم تشملها الدراسة، وإعادة تلك الدراسة مرة أخرى في سوق مالي مختلف أو وفي فترة زمنية مختلفة.

2- ضرورة اختبار نموذج التقييم المحاسبي مع نماذج أخرى بخلاف النماذج التي تطرقت إليها الدراسة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

المراجع

أولاً: المراجع العربية

1. أبو الخير، مدثر طه، (2007)، "**ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة**"، الهيئة السعودية للمحاسبيين القانونيين"، العدد51.
2. أبو الرب، نور الدين، إسلام عبد الجواد، رشيد الكخن، مفيد الظاهر، (1999)، "**مبادئ التمويل**"، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة النجاح الوطنية.
3. الأشقر، هاني محمد، (2010)، "**إدارة الأرباح علاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثر العلاقة بحجم الشركة**"، دراسة ماجستير غير منشورة: كلية التجارة، الجامعة الإسلامية – غزة.
4. بن موسى، كمال، (2004)، "**المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها**"، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، ص37- 48.
5. بلجيلية، سمية، (2010)، "**أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996- 2006**"، جامعة منتورى قسنطية – الجزائر.
6. جبر، شذى عبد الحسين،(2012)، "**اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم- دراسة تطبيقية**"، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الخامسة والثلاثون، العدد واحد وتسعون.
7. جابر، محمد صالح (2005)، "**الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

8. الداغر، محمود محمد، (2005)، "**الأسواق المالية : مؤسسات – أوراق – بورصات**"، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان.

9. دلول، عماد عبد الحسين، (2010)، "**تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل): دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81.

10. الهندي، منير إبراهيم، (2010)، "**الفكر الحديث في الاستثمار**"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثالثة، الإسكندرية، مصر، ص: 82-83.

11. هندي، منير إبراهيم، (2003)، "**الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر**" المكتب العربي الحديث– الإسكندرية، مصر، **متاح: بمكتبة جامعة الأزهر- غزة**.

12. الهندي، منير إبراهيم، (2002)، "**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، متاح: بمكتبة الجامعة الإسلامية-غزة.

13. الهندي، منير إبراهيم، (1999)، "**الأوراق المالية وأسواق رأس المال**"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

14. الزرري، عبد النافع عبد الله، غازي توفيق فرج (2003)، "**الأسواق المالية**"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان الأردن.

15. حماد، طارق عبد العال، (2006)، "**التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية**"، **الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر**.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

16. الحسيني، صلاح، مؤيد الدروي، (2000)، "**إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر**" دار وائل للطباعة والنشر، عمان.

17. حطاب، سامي، (2007)، "**المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**"، هيئة الأوراق المالية والسلع أبو ظبي.

18. حنفي، عبد الغفار، (2005)، "**أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، **الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص: 18.**

19. حنفي، عبد الغفار، رسمية قرياقص، (2000)، "**أساسيات الاستثمار التمويل**"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر.

20. حماد، طارق عبد العال، (2000)، "**التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

21. حماد، مصطفى أحمد، (2007)، "**تقييم القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية وفقاً لكفاءة سوق المال المصري–دراسة تطبيقية**"، مجلة الفكر المحاسبي، مصر، مجلد 11، العدد 2، ص ص141–190

22. الحناوي، محمد صالح، (1997)، "**أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص2.

23. الحناوي، محمد صالح، إبراهيم سلطان، جلال العبد، (2002)، "**تحليل وتقييم الأوراق المالية**"، **الدار الجامعية**"، الإسكندرية، مصر، متاح: بمكتبة جامعة الأزهر – غزة.

24. الحناوي، محمد صالح، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، (2004)، "**الاستثمار في الأسهم والسندات**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

25. الحناوي، محمد صالح، (2006)، " **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

26. حنفي، عبد الغفار، (2004)، "**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، متاح: بمكتبة جامعة الأزهر غزة.

27. الكيلاني، قيس الكيلاني، (ب، ت)، "**التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم : دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمّان للأوراق المالية للفترة (1998-2002)**"، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان.

28. كاكامولا، هوشيار معروف، (2003)، "**الاستثمار والأسواق المالية**"، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

29. الميداني، محمد أيمن، (1993)، "**الإدارة التمويلية في الشركات**"، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض.

30. المشهداني، عبد الرحمن حمود، (1995)، "**تحليل وتقويم الاستثمار بالأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية**"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

31. مطر، محمد، (2006)، "**إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية**" الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، ص91- 110.

32. موقع ويكيبيديا http://ar.wikipedia.org,date:02/5/2014, h04:12

33. النعيمي، عدنان تايه، أرشد فؤاد التميمي، (2009)، "**الإدارة المالية المتقدمة** "دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

34. النعيمي، عدنان تايه، أرشد فؤاد التميمي، (2009)، "**الإدارة المالية المتقدمة**" دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.

35. عبد الحكيم، هشام طلعت، أنوار مصطفى حسن،(2010)، "**تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردن– دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 21.

36. عبيدات، سامر فخري محي الدين، (2008)، "**استخدام تكلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية دراسة تطبيقية في بورصة عمان**"، رسالة ماجستير غير منشورة: جامعة أل البيت، عمان.

37. عرفة، سيد سالم، (2009)، "**إدارة المخاطر الاستثمارية**"، الطبعة الأولى، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن.

38. عبد القادر، بابا، (2007)، "**بناء المحفظة الاستثمارية المثلى – تدنئة المخاطر وتعظيم العوائد دراسة تطبيقية عن المملكة العربية السعودية**"، المؤتمر السعودي الثالث للعلوم، السعودية.

39. عبد العال، حماد طارق، (2002)،"**بورصة الأوراق المالية**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

40. عطون، مروان، (2003)، "**الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد المال**"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.

41. عليوة، السيد، (2006)،" **تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية** "، دار الأمين، القاهرة، مصر.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

42. العامري، محمد علي،(2007)، "**الإدارة المالية**"، الطبعة الأولى، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان.

43. عوض، سوزان عدلي، (2006)، "**مبادئ التحليل الأساسي للشركة وطرق تقييم أسهمها**، الجزء الثاني، متاح:-http://world-acc.net/vb/attachment.php?attachmentid=257&d=1271847347

44. الصعيدي، إسماعيل جميل، (2011)، "**العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي**"، جامعة الأزهر – بغزة، دراسة ماجستير غير منشورة.

45. ربايعة، عبد الرؤوف، حطاب، سامي، (2006)،" **التحليل المالي وتصميم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.

46. شيحة، مصطفى رشدي، زينب حسن عوض الله، (1993)، "**الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية**"، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر.

47. الشيخ علي، محمد عيسى، (2013)، "**مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية وترشيد قرار الاستثمار في البورصة**"، دراسة ماجستير غير منشورة، جامعة الأزهر –غزة.

48. التميمي، رشد فؤاد، أسامة عزمي سلام، (2004)، "**الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**"، دار المسيرة للنشر، عمان.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

49. التوني، أمير السيد، (1998)، "**قياس مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية للشركات المساهمة المصرية**"، المجلة العلمية كلية التجارة، جامعة أسيوط، ع (25).

50. الثلجة، عبد الفتاح، (2009)، "**إدارة المحفظة الاستثمارية**"، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دراسة ماجستير.

المنارة للاستشارات

www.manaraa.com

ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Bernard, victor (1995),"**the feltham – ohlson framework: implications for empiricists**", contemporary accounting research, spring, ABI/ INFORM Global pg.733.
2. Brigham, Eugene F, Ehehardt, Michael c, (2005)," Financial Management Theory and Practice ", Lachina publishing services, The United States of America.
3. Brigham, Eugene, Michael, ehrhardt, (2008),' Financial Management: Theory and Practice **",Thomson south- western.**
4. Cochrane, John.(2000), "Assets pricing", **University of Chicago, available at**, http://www-gsb.uchicago.edu/fac/john.cochrane/research/papers.
5. Dahmash, firasnaim, majedqabajeh,(2012)," value relevance of ohlson model with Jordanian data ", interdisciplinary journal of contemporary research in business, vol 3, no 11.
6. Damodaran, a, (1996)," **investment valuation :tool and techniques for determining the value of any asset** ", john wiley and sons.
7. Damodaran, a,(2004), "**investment valuation**" preliminary second version, www.damodaran. Com.
8. Fernandez, Pablo, (2006**)," valuing companies by cash flow discounting ten methods and nine theories** ", university of Navarra, warking paper wp, no 451.
9. http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx
10. Lee, Shih Cheng, Ming Jiang, yuHong Liu (2010)," Testing the Ohlson Model Fractional Cointegration Approach", **International Research Journal of Finance and Economics, issue 55.**
11. Mcclure,ben, (2010),"**Discounted cash flow analysis**", investopedia, a division of value click, inc.
12. Nilsson, Isaksson, Martikainen (2006). *Företagsvärdering*, Lund, Studentlitteratur

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

13. Olweny**, Tobias, (2011),"** The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at The Nairobi Stock Exchange "**, International Journal of Business and Social Science, vol 2, no 6.**
14. Ota, kogi (2002) "ATest of The Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan" ,**The International Journal of Accounting 37, p 157-182.**
15. Penman, s.h (1992), "**return fundamentals**", journal of accounting auditing and finance, spring.
16. Prior, Diego, JosepRialp, (2011)," The Empirical Application of The Ohlson Model to Determine The Price of Stocks in Latin American Financial Markets", **Tecnologico de Monterrey, Available**, at http://idem.uab.es/treballs%20recerca/Pedro%20Martinez%20Mexic.pdfRosell,
17. Rebecca, Camilla lindhamn, henrikwickstrom, (2007)," an investigation of company evaluation: differences between discount cash flow model, dividend discount model and residual valuation model", malardlen university, school of business.
18. Remorov, Alexander (2010)," **H H IF Lecture Series Discounted Cash Flow Model**", University of Toronto, available, at: http://www.mit.edu/~alexrem/DCFSlides.pdf
19. Swartz**, Gary (n,d),"**an Empirical Examination of The Ohlson (1995) Valuation Model in South Africa ", **University of The Wttwatersrand** .
20. Watts, Ross L, Zimmerman Jerold L, (1986), "Positive Accounting Theory", prentice hall inc, The United States of America.
21. Zayimtsyan, hayk (2006), "Optimal Portfolio Structure for Investments in the International Financial Market The Example of the Central Bank of Armenia", available at, http://aea.am/files/papers/w0601.pdf

www.manaraa.com

الملاحق

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ملحق رقم (1)

البيانات الأولية للدراسة

الشركة	التدفقات النقدية				التوزيعات النقدية				***
	2011	2012	g*	2013**	2011	2012	g	2013	معدل العائد r_s
البنك.الإسلامي العربي	-0.272	0.4475	-2.648	-0.737	0	0	0	0	0.004662
بنك فلسطين	0.3545	0.5747	0.6213	0.9318	0.172	0.1944	0.1326	0.2202	0.005421
البنك التجاري الفلسطيني	-0.519	0.4436	-1.855	-0.379	0	0	0	0	0.007920
بنك الاستثمار الفلسطيني	0.2699	0.3063	0.1349	0.3476	0.024	0.0849	2.4828	0.2958	0.002332
بنك القدس	-0.788	0.2124	-1.27	-0.057	0	0	0	0	0.004320
المجموعة الأهلية للتأمين	0.0299	0.0452	0.5135	0.0685	0	0	0	0	0.005065
التأمين الوطنية	0.1837	0.147	-0.199	0.1177	0.292	0.2	-0.314	0.1371	0.004921
فلسطين للتنمية والاستثمار	-0.129	0.0471	-1.364	-0.017	0.060	0.05	-0.167	0.0417	0.004615
الفلسطينية للاستثمار والانماء	0.0213	0.105	3.9355	0.5182	0	0	0	0	0.002948
فلسطين للاستثمار الصناعي	0.1875	0.0689	-0.632	0.0253	0	0	0	0	0.005266
فلسطين للاستثمار العقاري	0.0419	-0.014	-1.336	0.0047	0	0	0	0	0.004748
الاتحاد للأعمار والاستثمار	0.8635	0.7043	-0.184	0.5745	0	0	0	0	0.004719
المؤسسة العربية للفنادق	-0.094	-0.065	-0.307	-0.045	0	0	0	0	0.005126
الاتصالات الفلسطينية	0.4966	0.4643	-0.065	0.4341	0.565	0.6356	0.125	0.715	0.005785
الكهرباء	0.1169	0.1414	0.2091	0.171	0.100	0.1	0	0.1	0.004633
العربية لمراكز التسوق	-0.212	0.0292	-1.137	-0.004	0	0	0	0	0.008478
العربية لصناعة الدهانات	0.3365	0.3545	0.0535	0.3735	0.282	0.3531	0.25	0.4414	0.003355
دواجن فلسطين	0.0293	0.0341	0.164	0.0398	0	0	0	0	0.006130
بيرزيت للأدوية	0.1356	0.346	1.5521	0.8829	0.141	0.1695	0.2023	0.2038	0.004010
مطاحن القمح الذهبي	-0.14	0.0115	-1.083	-.001	0.085	0.0706	-0.167	0.0589	0.005342
سجاير القدس	-0.369	0.1237	-1.335	-0.041	0	0	0	0	0.003924
فلسطين لصناعة اللدائن	-0.058	-0.04	-0.306	-0.028	0	0	0	0	0.004647
الوطنية لصناعة الكرتون	-0.128	0.0178	-1.139	-0.002	0	0	0	0	0.005752
مصانع الزيتون النباتية	0.1718	0.249	0.4494	0.3609	0.282	0.4237	0.5	0.6356	0.005572

*تم احتساب معدل النمو للتدفقات والتوزيعات النقدية من خلال الفرق ما بين 2011 و2012 مقسوماً على 2011

**تم توقع 2013 للتدفقات والتوزيعات من خلال المعادلة التالية (1+G)×2012

*** تم احتساب معدل العائد المطلوب من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM والمذكور في متن الدراسة.

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الشركة	الربح المتبقي				القيمة الدفترية***		الأسعار السوقية		
	2011	2012	g	2013	2011	2012	2011	2012	2013
البنك.الإسلامي العربي	-0.04	0.001	-1.03	0.0000	1.19	0.127	0.82	0.92	1.15
بنك فلسطين	0.202	0.285	0.41	0.4014	1.62	1.789	2.9	2.99	3.2
البنك التجاري الفلسطيني	0.042	0.002	-0.95	0.0001	0.93	0.941	0.73	0.76	0.69
بنك الاستثمار الفلسطيني	-0.01	0.035	-3.69	-0.0939	1.22	1.304	0.97	0.91	0.88
بنك القدس	0.038	0.065	0.734	0.1128	1.09	1.262	1.02	0.9	0.99
المجموعة الأهلية للتأمين	0.03	-0.06	-3.12	0.1349	0.4	1.294	0.28	0.2	0.16
التأمين الوطنية	0.193	0.394	1.049	0.8080	2.17	2.212	3.84	3.87	3.6
فلسطين للتنمية والاستثمار	0.035	0.073	1.113	0.1540	1.61	2.031	1	0.9	1.35
الفلسطينية للاستثمار والانماء	-0.04	0.055	-2.25	-0.0684	0.52	0.587	1	1	1.01
فلسطين للاستثمار الصناعي	-0.04	0.031	-1.75	-0.0231	1.61	1.61	1.55	1.19	2.06
فلسطين للاستثمار العقاري	0.017	-0.02	-2.24	0.0260	1.38	1.283	0.7	0.7	0.66
الاتحاد للأعمار والاستثمار	-0.02	0.046	-3.7	-0.1238	1.24	3.027	0.7	0.61	0.44
المؤسسة العربية للفنادق	-0.12	-0.04	-0.66	-0.0133	0.84	0.746	0.73	0.61	0.86
الاتصالات الفلسطينية	0.526	0.621	0.18	0.7328	3.26	3.535	5.29	5.15	5.8
الكهرباء	0.075	0.14	0.861	0.2596	1.3	1.380	1.19	1.38	1.42
العربية لمراكز التسوق	-0.2	-0.16	-0.2	-0.1236	0.89	0.89	0.6	0.55	1.72
العربية لصناعة الدهانات	0.225	0.342	0.525	0.5218	1.53	1.918	2.45	2.52	3.4
دواجن فلسطين	-0.09	0.051	-1.56	-0.0285	1.36	1.743	2.45	2.46	2.94
بيرزيت للأدوية	0.102	0.268	1.626	0.7031	2.44	3.818	3.19	3.19	3.03
مطاحن القمح الذهبي	0.019	0.03	0.633	0.0494	1.13	1.091	1.01	0.69	0.9
سجاير القدس	-0.05	0.199	-4.71	-0.7379	1.71	2.119	1.28	1.04	1.1
فلسطين لصناعة اللدائن	-0.09	-0.08	-0.07	-0.0766	0.48	0.364	0.37	0.4	0.33
الوطنية لصناعة الكرتون	-0.05	0.021	-1.43	-0.0090	1.07	1.126	0.69	0.55	0.91
مصانع الزيتون النباتية	0.325	0.665	1.047	1.3616	2.94	4.041	4.15	5.1	6.55

*تم احتساب معدل النمو للربح المتبقي من خلال الفرق ما بين 2011 و2012 مقسوماً على 2011

**تم توقع 2013 للربح المتبقي من خلال المعادلة التالية (1+G)×2012

***القيمة الدفترية: مجموع حقوق المساهمين / عدد الأسهم

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ملحق رقم (2)

حساب معدل العائد المطلوب وفق نموذج CAPM

اسم الشركة	بيتا	العائد الخالي من الخطر	متوسط عائد السوق	العائد المطلوب
البنك.الإسلامي العربي	0.094	0.005	0.0014	0.004662
بنك فلسطين	-0.117	0.005	0.0014	0.005421
البنك التجاري الفلسطيني	-0.811	0.005	0.0014	0.007920
بنك الاستثمار الفلسطيني	0.741	0.005	0.0014	0.002332
بنك القدس	0.189	0.005	0.0014	0.004320
المجموعة الأهلية للتأمين	-0.018	0.005	0.0014	0.005065
التأمين الوطنية	0.022	0.005	0.0014	0.004921
فلسطين للتنمية والاستثمار	0.107	0.005	0.0014	0.004615
الفلسطينية للاستثمار والانماء	0.57	0.005	0.0014	0.002948
فلسطين للاستثمار الصناعي	-0.074	0.005	0.0014	0.005266
فلسطين للاستثمار العقاري	0.07	0.005	0.0014	0.004748
الاتحاد للأعمارو الاستثمار	0.078	0.005	0.0014	0.004719
المؤسسة العربية للفنادق	-0.035	0.005	0.0014	0.005126
الاتصالات الفلسطينية	-0.218	0.005	0.0014	0.005785
الكهرباء	0.102	0.005	0.0014	0.004633
العربية لمراكز التسوق	-0.966	0.005	0.0014	0.008478
العربية لصناعة الدهانات	0.457	0.005	0.0014	0.003355
دواجن فلسطين	-0.314	0.005	0.0014	0.006130
بيرزيت للأدوية	0.275	0.005	0.0014	0.004010
مطاحن القمح الذهبي	-0.095	0.005	0.0014	0.005342
سجاير القدس	0.299	0.005	0.0014	0.003924
فلسطين لصناعة اللدائن	0.098	0.005	0.0014	0.004647
الوطنية لصناعة الكرتون	-0.209	0.005	0.0014	0.005752
مصانع الزيتون النباتية	-0.159	0.005	0.0014	0.005572

- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM تم التطرق له في متن البحث ص

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ملحق رقم (3)

حساب الربح المتبقي

اسم الشركة	2011	2012	معدل النمو	الربح المتبقي المتوقع 2013	بيتا الربح المتبقي
البنك.الإسلامي العربي	-0.0405	0.001354	-103.34%	0.0000	0.588
بنك فلسطين	0.202	0.284744	40.96%	0.4014	-0.643
البنك التجاري الفلسطيني	0.0415	0.00206	-95.04%	0.0001	-0.083
بنك الاستثمار الفلسطيني	-0.013	0.034945	-368.81%	-0.0939	0.718
بنك القدس	0.0375	0.065032	73.42%	0.1128	0.565
المجموعة الأهلية للتأمين	0.03	-0.06361	-312.05%	0.1349	0.703
التأمين الوطنية	0.1925	0.394379	104.87%	0.8080	0.029
فلسطين للتنمية والاستثمار	0.0345	0.072894	111.29%	0.1540	0.199
الفلسطينية للاستثمار والانماء	-0.044	0.054859	-224.68%	-0.0684	-0.015
فلسطين للاستثمار الصناعي	-0.0415	0.03095	-174.58%	-0.0231	0.371
فلسطين للاستثمار العقاري	0.017	-0.02104	-223.77%	0.0260	-0.082
الاتحاد للأعمار والاستثمار	-0.017	0.045874	-369.85%	-0.1238	0.752
المؤسسة العربية للفنادق	-0.118	-0.03956	-66.47%	-0.0133	0.762
الاتصالات الفلسطينية	0.526	0.620865	18.04%	0.7328	0.441
الكهرباء	0.075	0.139541	86.05%	0.2596	0.394
العربية لمراكز التسوق	-0.1955	-0.15545	-20.49%	-0.1236	-0.342
العربية لصناعة الدهانات	0.2245	0.342269	52.46%	0.5218	0.809
دواجن فلسطين	-0.09	0.050623	-156.25%	-0.0285	0.332
بيرزيت للأدوية	0.102	0.267802	162.55%	0.7031	0.662
مطاحن القمح الذهبي	0.0185	0.030219	63.35%	0.0494	0.087
سجاير القدس	-0.0535	0.198695	-471.39%	-0.7379	0.935
فلسطين لصناعة اللدائن	-0.089	-0.08256	-7.24%	-0.0766	0.785
الوطنية لصناعة الكرتون	-0.0485	0.020838	-142.97%	-0.0090	0.562
مصانع الزيتون النباتية	0.325	0.665234	104.69%	1.3616	0.621

- تم حساب معامل بيتا من خلال معادلة الانحدار البسيط لمدة 5 سنوات من خلال وضع القيمة الربح المتبقي كمتغير مستقل وأسعار الأسهم كمتغير تابع

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

ملحق رقم (4)

أسعار الأسهم الحقيقية وفقاً لكل نموذج من النماذج الثلاثة

OHLSON MODEL			D- MODEL			FCF Model			اسم الشركة
2013	2012	2011	2013	2012	2011	2013	2012	2011	
0.715	0.127475	1.166186	-	-	-	-0.28	95.99	6.15	البنك.الإسلامي العربي
1.548	1.606169	1.490114	-1.7312	35.8598	31.6612	-1.51	106.02	65.39	بنك فلسطين
0.858	0.940902	0.926556				-0.20	56.01	5.16	البنك التجاري الفلسطيني
1.928	1.328997	1.210666	-0.1193	36.4201	10.4571	-2.62	131.32	115.72	بنك الاستثمار الفلسطيني
1.939	1.298264	1.111188	-	-	-	-0.04	49.18	20.61	بنك القدس
2.132	1.249458	0.42109	-	-	-	-0.13	8.93	5.90	المجموعة الأهلية للتأمين
3.049	2.223088	2.175583	0.42964	40.6438	59.2722	0.58	29.88	37.32	التأمين الوطنية
2.384	2.045882	1.616866	0.24326	10.8347	13.0016	-0.01	10.20	-27.99	فلسطين للتنمية والاستثمار
0.504	0.586077	0.52066	-	-	-	-0.13	35.62	7.22	الفلسطينية للاستثمار والانماء
1.958	1.621482	1.594604	-	-	-	0.04	13.09	35.60	فلسطين للاستثمار الصناعي
1.227	1.284592	1.378606	-	-	-	0.00	-2.97	8.83	فلسطين للاستثمار العقاري
3.655	3.061238	1.227216	-	-	-	3.04	149.24	182.97	الاتحاد للأعمار والاستثمار
1.494	0.715537	0.750084	-	-	-	-0.15	-12.74	-18.39	المؤسسة العربية للفنادق
4.709	3.808738	3.491966	-5.9979	109.873	97.6649	6.13	80.26	85.84	الاتصالات الفلسطينية
2.034	1.435081	1.32955	21.5852	21.5852	21.5852	-0.84	30.52	25.24	الكهرباء
0.424	0.943164	0.956861	-	-	-	0.00	3.44	-25.06	العربية لمراكز التسوق
3.249	2.194867	1.711621	-1.7896	105.254	84.2035	-7.45	105.67	100.31	العربية لصناعة الدهانات
2.046	1.75972	1.33012	-	-	-	-0.25	5.57	4.79	دواجن فلسطين
5.183	3.995228	2.507524	-1.0277	42.2672	35.1557	-0.57	86.28	33.81	بيرزيت للأدوية
1.227	1.09328	1.13161	0.34214	13.22	15.864	0.00	2.16	-26.17	مطاحن القمح الذهبي
2.316	2.305066	1.659978	-	-	-	-0.03	31.52	11.76	سجاير القدس
1.072	0.29889	0.410135	-	-	-	-0.09	-8.59	1.31	فلسطين لصناعة اللدائن
1.679	1.137704	1.042743	-	-	-	0.00	3.10	-22.26	الوطنية لصناعة الكرتون
6.024	4.454218	3.141825	-1.2855	76.0406	50.6938	-0.81	44.68	30.83	مصانع الزيتون النباتية
2.223082	**1.729797**	**1.429306**	**1.06**	**49.20**	**41.96**	**-0.22**	**43.93**	**27.70**	**المتوسط**

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

الملحق الإحصائي رقم (5)

Explore

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
fcf	24	33.3%	48	66.7%	72	100.0%
olson	24	33.3%	48	66.7%	72	100.0%
price	24	33.3%	48	66.7%	72	100.0%

Tests of Normality اختبار التوزيع الطبيعي

	Kolmogorov-Smirnov[a]			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
fcf	.194	24	.020	.880	24	.008
olson	.192	24	.022	.871	24	.005
price	.274	24	.000	.789	24	.000

a. Lilliefors Significance Correction

Descriptives

Descriptive Statistics

	N	أقل قيمة	اعلي قيمة	المتوسط	الانحراف المعياري
olson11	24	.41	3.49	1.4296	.76437
ohlson12	24	.13	4.45	1.7304	1.12977
ohlson13	24	.42	6.02	2.2233	1.45090
olson	24	.54	4.54	1.7941	1.07956
fcf11	24	-27.99	182.97	27.7038	50.77382
fcf12	24	-12.74	149.24	43.9325	47.08836
fcf13	24	-7.45	6.13	-.2217	2.21221
fcf	24	-10.42	111.75	23.8038	31.33838
p11	24	.28	5.29	1.6213	1.34631
p12	24	.20	5.15	1.6079	1.45614
p13	24	.16	6.55	1.8813	1.67012
price	24	.21	5.41	1.7035	1.47477
Valid N (listwise)	24				

Regression (الانحدار لنموذج اهلسون 72مفردة)

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	total.ohlson[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: total.p

Model Summary

Model	معامل الارتباط	القدرة التفسيرية	القدرة التفسيريةالمعدلة	الخطأ المعياري المقدر
1	.758[a]	.575	.569	.97276

a. Predictors: (Constant), total.ohlson

ANOVA[b]

Model		مجموع المربعات	درجات الحرية	متوسط المربعات	F	Sig.
1	الانحدار	89.512	1	89.512	94.596	.000[a]
	الباقي	66.238	70	.946		
	الإجمالي	155.750	71			

a. Predictors: (Constant), total.ohlson

b. Dependent Variable: total.p

Coefficients[a]

Model		معاملات الغير معيارية		المعاملات المعيارية	t	Sig.
		B	Std. Error	بيتا		
1	ثابث النموذج	-.004	.210		-.017	.987
	total.ohlson	.951	.098	.758	9.726	.000

a. Dependent Variable: total.p

Regression (الانحدار لنموذج التدفقات النقدية الحرة)

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	total.fcf[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: total.p

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.172[a]	.030	.016	1.46930

a. Predictors: (Constant), total.fcf

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.631	1	4.631	2.145	.148[a]
	Residual	151.119	70	2.159		
	Total	155.750	71			

a. Predictors: (Constant), total.fcf

b. Dependent Variable: total.p

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.564	.198		7.909	.000
	total.fcf	.006	.004	.172	1.465	.148

a. Dependent Variable: total.p

NPar Tests

Wilcoxon Signed Ranks Test

اختبار ولكوكسون(للفروق بين أسعار الأسهم المحسوبة وفقا لنموذج أهلسون وبين الأسعار السوقية)

www.manaraa.com

Ranks

		N	متوسط الرتب	مجموع الرتب
p11 - olson11	Negative Ranks	16 [a]	8.72	139.50
	Positive Ranks	8 [b]	20.06	160.50
	Ties	0 [c]		
	Total	24		
p12 - ohlson12	Negative Ranks	15 [d]	11.53	173.00
	Positive Ranks	9 [e]	14.11	127.00
	Ties	0 [f]		
	Total	24		
p13 - ohlson13	Negative Ranks	14 [g]	14.14	198.00
	Positive Ranks	10 [h]	10.20	102.00
	Ties	0 [i]		
	Total	24		
price - olson	Negative Ranks	15 [j]	11.53	173.00
	Positive Ranks	9 [k]	14.11	127.00
	Ties	0 [l]		
	Total	24		

a. p11 < olson11

b. p11 > olson11

c. p11 = olson11

d. p12 < ohlson12

e. p12 > ohlson12

f. p12 = ohlson12

g. p13 < ohlson13

h. p13 > ohlson13

i. p13 = ohlson13

j. price < olson

k. price > olson

l. price = olson

Test Statistics[c]

	p11 - olson11	p12 - ohlson12	p13 - ohlson13	price - olson
Z	-.300[a]	-.657[b]	-1.371[b]	-.657[b]
Asymp. Sig. (2-tailed)	.764	.511	.170	.511

a. Based on negative ranks.

b. Based on positive ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test

NPar Tests

www.manaraa.com

Wilcoxon Signed Ranks Test

اختبار ولكوكسون (للفروق بين أسعار الأسهم المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية الحرة وبين الأسعار السوقية)

Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
p11 - fcf11	Negative Ranks	19[a]	12.42	236.00
	Positive Ranks	5[b]	12.80	64.00
	Ties	0[c]		
	Total	24		
p12 - fcf12	Negative Ranks	21[d]	13.24	278.00
	Positive Ranks	3[e]	7.33	22.00
	Ties	0[f]		
	Total	24		
p13 - fcf13	Negative Ranks	2[g]	9.50	19.00
	Positive Ranks	22[h]	12.77	281.00
	Ties	0[i]		
	Total	24		
price - fcf	Negative Ranks	18[j]	14.56	262.00
	Positive Ranks	6[k]	6.33	38.00
	Ties	0[l]		
	Total	24		

a. p11 < fcf11

b. p11 > fcf11

c. p11 = fcf11

d. p12 < fcf12

e. p12 > fcf12

f. p12 = fcf12

g. p13 < fcf13

h. p13 > fcf13

i. p13 = fcf13

j. price < fcf

k. price > fcf

l. price = fcf

Test Statistics[c]

	p11 - fcf11	p12 - fcf12	p13 - fcf13	price - fcf
Z	-2.457[a]	-3.657[a]	-3.743[b]	-3.200[a]
Asymp. Sig. (2-tailed)	.014	.000	.000	.001

a. Based on positive ranks.

b. Based on negative ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test

Regression (الانحدار لنموذج اهلسون 30مفردة)

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	total.ohlson[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: total.p

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.802[a]	.644	.631	1.02891

a. Predictors: (Constant), total.ohlson

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	53.539	1	53.539	50.573	.000[a]
	Residual	29.642	28	1.059		
	Total	83.181	29			

a. Predictors: (Constant), total.ohlson

b. Dependent Variable: total.p

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.180	.409		.441	.662
	total.ohlson	1.028	.145	.802	7.111	.000

a. Dependent Variable: total.p

Regression (الانحدار لنموذج التوزيعات النقدية 30مفردة)

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	total.d[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: total.p

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.333[a]	.111	.079	1.62525

a. Predictors: (Constant), total.d

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.220	1	9.220	3.491	.072[a]
	Residual	73.960	28	2.641		
	Total	83.181	29			

a. Predictors: (Constant), total.d

b. Dependent Variable: total.p

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.253	.402		5.602	.000
	total.d	.017	.009	.333	1.868	.072

a. Dependent Variable: total.p

NPar Tests

Wilcoxon Signed Ranks Test

اختبار ولكوكسون(للفروق بين أسعار الأسهم المحسوبة وفقا لنموذج التوزيعات النقدية وبين الأسعار السوقية)

المنارة للاستشارات
www.manaraa.com

Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
d2011 - p2011	Negative Ranks	0[a]	.00	.00
	Positive Ranks	10[b]	5.50	55.00
	Ties	0[c]		
	Total	10		
d2012 - p2012	Negative Ranks	0[d]	.00	.00
	Positive Ranks	10[e]	5.50	55.00
	Ties	0[f]		
	Total	10		
d2013 - p2013	Negative Ranks	9[g]	5.00	45.00
	Positive Ranks	1[h]	10.00	10.00
	Ties	0[i]		
	Total	10		
d - p	Negative Ranks	0[j]	.00	.00
	Positive Ranks	10[k]	5.50	55.00
	Ties	0[l]		
	Total	10		

a. d2011 < p2011

b. d2011 > p2011

c. d2011 = p2011

d. d2012 < p2012

e. d2012 > p2012

f. d2012 = p2012

g. d2013 < p2013

h. d2013 > p2013

i. d2013 = p2013

j. d < p

k. d > p

l. d = p

Test Statistics[c]

	d2011 - p2011	d2012 - p2012	d2013 - p2013	d - p
Z	-2.803[a]	-2.803[a]	-1.784[b]	-2.803[a]
Asymp. Sig. (2-tailed)	.005	.005	.074	.005

a. Based on negative ranks.

b. Based on positive ranks.

c. Wilcoxon Signed Ranks Test

www.manaraa.com