

جامعة غارداية- الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

قسم العلوم المالية و المحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية و التسيير و علوم تجارية

شعبة علوم تجارية ، تخصص مالية المؤسسة

بغوان

دور التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي للفترة 2012-

إعداد الطالبة : مصباح عربية

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ : 2017/09/13

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د/ بن نوي مصطفى.....(أستاذ، جامعة غارداية) رئيسا

أ.د/مصطفى عبد اللطيف..... (أستاذ، جامعة غارداية) مشرفا و مقورا

د/ حميدات عمر.....(أستاذ، جامعة غارداية) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

جامعة غارداية- الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

قسم العلوم المالية و المحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية و التسيير و علوم تجارية

شعبة علوم تجارية ، تخصص مالية المؤسسة

بمعنوان

دور التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي للفترة 2012-

إعداد الطالبة : مصباح عربية

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ : 2017/09/13

أمام اللجنة المكونة من السادة :

د/ بن نوي مصطفى.....(أستاذ، جامعة غارداية) رئيسا

أ.د/مصطفى عبد اللطيف..... (أستاذ، جامعة غارداية) مشرفا و مقرا

د/ حميدات عمر.....(أستاذ، جامعة غارداية) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

إهداء

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى:

الوالدين الكرميين، حفظهما

الله ومرعاهما ومرزقنا مرضاهما .

كل أفراد عائلتي

كل الأصدقاء والنزملاء

في الدراسة والعمل

مصباح عربية

شكر و عرفان

الحمد لله

"مربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين".

(سورة النمل، الآية 19).

الحمد والشكر لله الذي وفقني لإتمام هذا العمل وبعد:

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والعرفان إلى أستاذي المشرف مصطفى عبد اللطيف الذي شرفني بقبوله الإشراف على هذه المذكرة.

كما أشكر لجنة المناقشة لتفضلهم بقراءة وتقييم هذه المذكرة.

إلى كل من ساعدني من بعيد وقريب على إنجاز هذا العمل



ملخص:

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التحليل المالي والمخاطر النظامية بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي . حيث تم تجميع بيانات شهرية عن أسعار الإغلاق ومؤشر السوق التي تغطي الفترة جانفي 2012 – ديسمبر 2016.

ومن أجل التوصل إلى نتائج الدراسة تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لإجراء اختبار فرضيات الدراسة . حيث أشارت نتائج البحث إلى وجود أثر للتحليل المالي ممثل بنسب (المديونية، السيولة والتداول) في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي .

الكلمات المفتاحية: تحليل مالي، مخاطر نظامية، رفع مالي، سيولة، ربحية .

Abstract

The study aims to test the relationship between financial analysis and systemic risk by applying to a sample of companies listed on the Dubai Financial Market. With monthly data on closing prices and market indices covering the period from January 2012 to December 2016.

In order to arrive at the results of the study, the multiple linear regression method was used to test the hypotheses of the study. The results of the study indicated that the impact of the financial analysis represented by the ratio of (debt, liquidity and trading) in reducing the systemic risk of the shares of companies listed on the Dubai Financial Market.

Keywords: financial analysis, systemic risk, financial leverage, liquidity, profitability.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
أ - ث	مقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
02	تمهيد
03	المبحث الأول : الأدبيات النظرية للتحليل المالي و المخاطر النظامية للأسهم
15	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية السابقة لموضوع الدراسة
19	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : الدراسة الميدانية
21	تمهيد
22	المبحث الأول : الطريقة والأدوات
29	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج
32	خلاصة الفصل

34	الخاتمة
36	قائمة المراجع
39	الملاحق
47	الفهرس

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1.2	الشركات المدرجة في سوق دبي المالي	21
2.2	توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة	21
3.2	معامل بيتا (β) لأسهم الشركات العينة الفترة (2012-2016)	24
4.2	نسبة المديونية لكل شركة من شركات العينة	24
5.2	نسبة التداول لكل شركة من شركات العينة	25
6.2	نسبة العائد على الحقوق الملكية لكل شركة من شركات العينة	25
7.2	متغيرات الدراسة	26
8.2	نتائج تأثير نسب DR, LR, ROE على المخاطر النظامية	29-28

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1.2	سحابة النقاط بين المتغير التابع (y) والمتغيرات المستقلة (x_1, x_2, x_3)	27

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
39	شركات مجتمع الدراسة بعد الاستبعاد	1
41-40	معدلات العائد الشهرية للأسهم و لمؤشر السوق	2
42	إجمالي الأصول والديون لشركات العينة	3
43	الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لشركات العينة	4
44	صافي الربح وحقوق الملكية لشركات العينة	5
46-45	نتائج الانحدار المتعدد بين (y) و $(x1)$ $(x2)$ $(x3)$.	6



توطئة

تعرض الاستثمارات في البورصة إلى نوعين من المخاطر هما المخاطر غير النظامية و المخاطر النظامية ، إلا أن هذه الأخيرة أشد تأثيراً لصعوبة السيطرة عليها ، فدراستها من أصعب المهام التي يواجهها الأفراد و المحللين و الخبراء .

تبدو أهمية التحليل المالي في علاقته المهمة بالكشف عن نقاط القوة و الضعف في المراكز المالية للمؤسسات من أجل ترشيد القرارات التي تهدف إلى تعظيم المنفعة و المبادلة بين العائد و المخاطر، فالعائد المتوقع من استثمار معين يتوقف على المخاطر النظامية له.

أ- الإشكالية العامة:

انطلاقاً مما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

- كيف يساهم التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي ؟

ب- الإشكاليات الجزئية:

وتندرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات التالية :

1- ما هو دور التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية في البورصات ؟

2- ما هو دور الرفع المالي في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي ؟

3- ما هو دور السيولة في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي ؟

4- ما هو دور الربحية في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي ؟

ت- فرضيات الدراسة :

تستند الدراسة إلى ثلاث فرضيات أساسية هي :

1- هناك دور للتحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية .

2- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقياس بنسبة المديونية (DR) على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا (β)

3- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسيولة مقاسة بنسبة التداول (LR) على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا (β)

4- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية مقاسة بنسبة العائد على حقوق الملكية (ROE) على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا (β).

ث- مبررات اختيار الموضوع :

تم اختيار موضوع الدراسة لعدة أسباب يمكن إيجازها فيما يلي :

- الأهمية التي يكتسبها الموضوع خاصة من قبل المستثمرين الماليين .

- الاهتمام بالموضوع لتماشيه مع مجال التخصص.

- يعتبر موضوع المخاطر النظامية والبحث عن طرق تقليلها الشغل الشاغل لكثير من الأطراف في البورصة.

ج- أهداف الدراسة و أهميتها :

الأهداف :

تهدف هذه الدراسة إلى التأكد إحصائيا من إمكانية وجود أثر للتحليل المالي على المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.

ويمكن تلخيص أهداف الدراسة إلى ما يلي :

1- دراسة إمكانية وجود علاقة بين الرفع المالي والمخاطر النظامية.

2- دراسة إمكانية وجود علاقة بين السيولة والمخاطر النظامية.

3- دراسة إمكانية وجود علاقة بين الربحية والمخاطر النظامية.

أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من أهمية التحليل المالي في ترشيد القرارات الاستثمارية . فقد أرست نظرية الاستثمار علاقة طردية بين عائد الاستثمار ومخاطره، فالعائد المتوقع من استثمار معين يتوقف على المخاطر النظامية له . التي تعد بدورها مؤشرا هاما في تسعير الأسهم من قبل السوق المالي .

ح- حدود الدراسة :

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على أساسيات و مؤشرات التحليل المالي وعلاقته بالمخاطر النظامية ، مروراً بمفهوم هذه المخاطر ، مصادرها وطرق قياسها.

وتجرى الدراسة الميدانية في بورصة دبي للأوراق المالية بالاعتماد على معطيات منشورة من خلال النشرات الشهرية والميزانيات الخاصة بكل شركة خلال الفترة 2012-2016.

خ- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة :

بالنظر إلى طبيعة الدراسة وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة منها ، حاولنا استخدام المنهج الوصفي التحليلي . فالمنهج الوصفي للإحاطة بالجانب النظري للتحليل المالي والمخاطر النظامية ، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فاستعملنا المنهج التحليلي لاختبار العلاقة بين التحليل المالي وتقليل المخاطر النظامية .

د- مرجعية الدراسة :

تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في جانب الأدبيات النظرية والتطبيقية على الكتب باللغة العربية والإنجليزية ومذكرات الماجستير و الماستر ، إضافة إلى المجالات الجامعية المتخصصة ،أما في جانب الدراسة الميدانية تم الاعتماد على الميزانيات والنشرات الشهرية الصادرة عن بورصة دبي للأوراق المالية .

ذ- صعوبات الدراسة :

صعوبة في احتساب معامل (β) للشركات المدرجة في سوق دبي المالي انطلاقاً من احتساب عوائد الأسهم شهريا مدة 60 شهر لكل شركة .

ر- هيكل الدراسة:

تمت معالجة الدراسة ضمن فصلين. في الفصل الأول الجانب النظري أما الثاني للدراسة الميدانية ويمكن عرض هيكل الدراسة كما يلي :

الفصل الأول : الإطار النظري للدراسة : يندرج تحته المبحث الأول الأدبيات النظرية للتحليل المالي و المخاطر النظامية للأسهم ، تناولنا في المطلب الأول مفهوم التحليل المالي من خلال نشأته ، تعريفه ، أنواعه ، أهدافه وخطواته.

أما في المطلب الثاني فتطرقنا للمخاطر النظامية للأسهم مروراً بتعريفها ، مصادرها وطرق قياسها ، وفي المطلب الثالث تناولنا أثر التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية من خلال تأثير الرفع المالي، السيولة والربحية . وتم تخصيص المبحث الثاني للدراسات السابقة تحت عنوان الأدبيات التطبيقية السابقة لموضوع الدراسة.

الفصل الثاني : الدراسة الميدانية حيث تناولنا في المبحث الأول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة أما : المبحث الثاني فخصص لعرض النتائج ومناقشتها .

الفصل الأول

الإطار النظري للدراسة

تمهيد :

تعد المخاطر النظامية من بين أهم المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية ، فزيادتها أصبحت مهددة لاستقرار الاقتصاديات العالمية . وفي ظل هذه التطورات وجدت الشركات المدرجة في الأسواق المالية نفسها في حاجة ماسة إلى أدوات مالية مناسبة . مما استدعى استخدام أساليب التحليل المالي لما تحتويه من مؤشرات دقيقة ومتقدمة والتي تعتبر الأساس في إدارة المخاطر ، حيث نحاول في هذا الفصل التطرق في المبحث الأول إلى الإطار العام للدراسة من خلال المفاهيم الأساسية لتحليل المالي والمخاطر النظامية ، وفي المبحث الثاني سنعرض على الدراسات السابقة ، وهذا من خلال النقاط التالية :

- مفهوم التحليل المالي وأنواعه .
- أهداف التحليل المالي وخطواته .
- مفهوم المخاطر النظامية وطرق قياسها .
- أثر التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية للتحليل المالي و المخاطر النظامية للأسهم

إن التطرق إلى التحليل المالي كأداة للتقليل من المخاطر النظامية للأسهم نظريا يعد مطلباً ضرورياً للإحاطة بجوانب الموضوع و سنركز في هذا المبحث على: مفهوم التحليل المالي، مقوماته، خطواته و أدواته إضافة إلى التعرض لمفهوم المخاطر النظامية للأسهم و طرق قياسها.

المطلب الأول: ماهية التحليل المالي

سنطرق في هذا المطلب إلى مفهوم التحليل المالي، مقوماته، منهجيته و أدواته.

الفرع الأول: مفهوم التحليل المالي:

1- نشأة التحليل المالي: لقد نشأ التحليل المالي في نهاية القرن 19، إذ استعملت البنوك و المؤسسات المصرفية النسب المالية التي تبين مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها، إضافة إلى أن الأزمة الاقتصادية 1929-1933 كان لها أثر معتبر في تطوير تقنيات التسيير و التحليل المالي، ففي سنة 1933 أسست الولايات المتحدة الأمريكية لجنة للأمن و الصرف. في سنة 1967 تكونت في فرنسا لجنة عمليات البورصة التي من أهدافها تأمين الاختيار الجيد. كما أن تزايد العمليات و تحسن نوعيتها ساهم بشكل كبير في خلق نظرة جديدة للتحليل المالي.⁽¹⁾

2- تعريف التحليل المالي: لقد تعددت تعريفات التحليل المالي. نذكر منها ما يلي:

- التحليل المالي عبارة عن معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار و تقييم أداء المؤسسات.⁽²⁾
- التحليل المالي عملية يتم من خلالها استكشاف أو اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية و النوعية حول نشاط المشروع الاقتصادي، لكي يتم استخدامها في تقييم أداء المنشأة بقصد اتخاذ القرارات.⁽³⁾

¹ دادي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير- التحليل المالي- ج1- دار الهدية العامة، 1998، ص 13
² الخيالي وليد ناجي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص21.
³ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي و الانتمائي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص3

- التحليل المالي هو عملية منظمة من البيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تفيد في عملية اتخاذ القرارات و تقييم أداء الوحدات الاقتصادية في الماضي و الحاضر و توقع ما سيكون عليه في المستقبل.⁽¹⁾

- التحليل المالي هو عملية دراسة و تحليل منظمة للبيانات و المعلومات المتاحة الحالية و التاريخية حول المشروع من خلال القوائم المالية و المصادر الأخرى، باستخدام أساليب و أدوات رياضية و إحصائية للحصول على دلالات و مؤشرات إضافية، تساعد في تقييم الأداء الحالي للمشروع، و استشراف الوضع المستقبلي له.⁽²⁾

من خلال ما سبق يمكننا تعريف التحليل المالي بأنه : عملية معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تفيد في اتخاذ القرار.

أنواع التحليل المالي:³

1) حسب الجهة القائمة بالتحليل: يتم تقسيم التحليل المالي إلى:

- التحليل الداخلي: إذا تم التحليل من قبل شخص من داخل المشروع، يهدف إلى خدمة المشروع.
- التحليل الخارجي: هو التحليل الذي تقوم به جهات من خارج المشروع و يهدف إلى خدمة هذه الجهات.

2) حسب البعد الزمني للتحليل: بناء عليه يمكن تقسيم التحليل المالي إلى:

- التحليل الرأسي: حيث يتم تحليل كل قائمة مالية بشكل مستقل عن غيرها، كما يتم بشكل رأسي لعناصر القائمة، يتميز هذا التحليل بالسكون.
- التحليل الأفقي: حيث يهتم بدراسة سلوك كل عنصر من عناصر القائمة المالية و في زمن متغير أي بمتابعة حركة هذا العنصر زيادة أو نقصا عبر الزمن، و هذا التحليل يتصف بالحركية.

¹ الشماع خليل، خالد أمين عبد الله، التحليل المالي للمصارف، الطبعة الثانية، اتحاد المصارف العرب، الأردن، 2006.

² محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات و أسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2009، ص 21.

³ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 6

3) حسب الفترة التي يغطيها التحليل: ينقسم إلى:

- التحليل المالي قصير الأجل: يركز على قابلية المشروع في الأجل القصير على تغطية التزاماتها الجارية و تحقيق الإيرادات التشغيلية. يسمى كذلك بتحليل السيولة.
- التحليل المالي طويل الأجل: يركز على تحليل هيكل التمويل العام و الأصول الثابتة.

الفرع الثاني: أهداف التحليل المالي و أدواته⁽¹⁾

1- أهداف التحليل المالي: يمكن حصر أهداف التحليل المالي في الجوانب التالية:

- تقييم ربحية المشروع.
 - تقييم المركز المالي للمشروع.
 - تقييم المركز الائتماني للمشروع.
 - تقييم مدى كفاءة سياسيات التمويل.
 - تقييم مدى كفاءة إدارة الأصول و الخصوم.
 - تقييم قدرة المشروع على الاستمرارية (ال فشل المالي)
- 2- أدوات التحليل المالي⁽²⁾، إن المادة الأولية التي يعالجها المحلل المالي و يستقرئ منها ملاحظاته واستنتاجاته هي المعلومات المستقاة من السجلات المحاسبية للمنشأة و خاصة القوائم المالية لها و التي هي سرد رقمي لنتائج ما حدث خلال فترة زمنية محددة و هذه القوائم هي:

1-2- قائمة المركز المالي أو ما يسميها المحاسبون الميزانية العمومية: هي تصور الأوضاع المالية للمنشأة كما كانت عليه في تاريخ معين.

2-2- قائمة نتائج الأعمال: أي قائمة الدخل أو حساب الأرباح و الخسائر و يمثل رصيده ما حققته المنشأة من ربح أو ما تحملته من خسارة خلال فترة زمنية محددة تسمى الفترة محاسبية بحيث يتمكن المحلل من استقرائها بشكل مفصل مستعملا أدوات و أساليب التحليل المالي المتنوعة بعد أن يجهزها بشكل تفصيلي بعد الإطلاع على سجلات المنشأة.

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص3.

² محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص92.

الفرع الثالث: خطوات التحليل المالي و استعمالاته:

1- خطوات التحليل المالي:¹

يتم التحليل المالي للمنشأة بموجب الخطوات التالية:

- تحديد الهدف من التحليل.
- تحديد الفترة الزمنية التي سيتم تحليلها.
- اختيار المعلومات الملائمة للهدف المراد تحقيقه.
- اختيار الأسلوب الملائم من أساليب التحليل.
- معالجة المعلومات بمقتضى أسلوب التحليل الذي تم اختياره.
- اختيار المعيار الملائم لقياس النتائج عليه.
- تحديد مدى، اتجاه و انحراف المنشأة عن المعيار المستعمل.
- تتبع العوامل التي أدت إلى ذلك الوضع إلى جذورها الحقيقية.
- الاستنتاج المناسب من عمليات التحليل.
- وضع التوصيات و اقتراح الحلول الملائمة.

2- استعمالات التحليل المالي:²

1-2 التحليل الاستشاري: الذي يقوم بهذا التحليل هم المستثمرون من أفراد و شركات، حيث يستخدم في تقييم كفاءة الإدارة في استثماراتهم و مقدار العوائد عليها. كما أن هذا النوع من التحليل يستخدم في تقييم كفاءة الإدارة في خلق مجالات استثمار جديدة إلى قياس ربحية و سيولة المنشأة.

¹ المرجع السابق، ص 92-93

² محمد أحمد كايد، الإدارة المالية الدولية و العالمية، دار كنوز المعرفة، عمان 2010، ص 160-161.

2-2 التحليل الائتماني: الذي يقوم بهذا التحليل المقرضون و ذلك بهدف التعرف على الأخطار التي قد يتعرضون لها في حالة عدم القدرة المنشآت على سداد التزاماتها في الوقت محدد لها.

3-2 تحليل الاندماج و الشراء: يستخدم هذا النوع من التحليل أثناء عمليات الاندماج بين شركتين فتتم عملية التقييم للقيمة الحالية للشركة المراد شراؤها، كما يعدد قيمة الأداء المستقبلي المتوقع للشركة بعد الاندماج في المستقبل.

4-2 الرقابة المالية: تعرف بأنها تقييم و مراجعة للأعمال للتأكد من تنفيذها يسير وفقا للمعايير و الأسس الموضوعية. وذلك لاكتشاف الأخطاء و الانحرافات و نقاط الضعف و معالجتها في الوقت المناسب.

5-2 التخطيط المالي: يعد التخطيط المالي من أهم الوظائف للإدارات و تتمثل عملية التخطيط المالي بوضع تصور بأداء المنشأة في المستقبل. و هنا تلعب أدوار التحليل المالي دورا هاما في هذه العملية من حيث الأداء السابق و تقدير الأداء المتوقع في المستقبل.

6-2: تحليل تقييم الأداء: يعد تقييم الأداء في المنشأة من أهم استعمالات التحليل المالي ليتم من خلال عملية إعادة التقييم الحكم على مستوى الأرباح و قدرة المنشأة على السيولة سداد الالتزامات و قدرتها على الائتمان بالإضافة إلى تقييم الموجودات.

المطلب الثاني: المخاطر النظامية للأسهم

تتعرض الاستثمارات في الأسهم إلى نوعين من المخاطر هما المخاطر النظامية و المخاطر غير النظامية، و سنركز في هذا المطلب على المخاطر النظامية حيث تقتضي دراستها التطرق إلى تعريفها، خصائصها، مصادرها و طرق قياسها.

الفرع الأول: مفهوم المخاطر النظامية للأسهم:

1-تعريف المخاطر النظامية للأسهم: هناك عدة تعريفات للمخاطر النظامية نذكر منها:

- "هي تلك التي تؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة في كافة المؤسسات"¹
- تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، و من ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد و أرباح بيع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، و تحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع أحداث كبيرة تتأثر معها السوق بأكمله.²
- هي الناتجة عن ظروف النشاط الاقتصادي بوجه عام و لا يمكن تجنبها أو السيطرة عليها.³
- من كل ما سبق نستنتج أن المخاطر النظامية هي المخاطر التي تؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لجميع أوراق المالية و بالتالي فهي تؤثر في السوق بشكل عام.

2-خصائص المخاطر النظامية: تتصف بعدة خصائص منها:⁴

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية كالأضطرابات العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو ارتفاع معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو الاغتيالات السياسية.

¹ محمد صالح الخناوي، بورصة الأوراق بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص332.

² لطفي أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص17.

³ جورجي عاصي، تقسيم المخاطر من منظور الفكر المالي . www.bayt.com,25/03/2017 ,18:20

⁴ رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل، الأردن، 1998، ص333.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر النظامية:

تتمثل أنواع المخاطر النظامية في:¹

1- انخفاض القوة الشرائية للنقود: إن أول خطر يمكن أن يتعرض له المستثمر في الأوراق المالية و خاصة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، و هو الخطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع و خدمات.

2- تغيرات معدل الفائدة: و يتعلق مخاطر الفائدة بعمليات الإقراض و الاقتراض، حيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها، أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة، تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، و تؤثر مخاطرة سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية.

3- مخاطر سعر الصرف: تنشأ مخاطر أسعار الصرف عن وجود مركز مفتوح بالعملة الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملة على حدى أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات.

تنشأ عن التحركات غير الموازية في أسعار الصرف.

يشمل المركز المفتوح العمليات الفورية و العمليات الآجلة بأشكالها المختلفة و التي تندرج تحت مسمى المشتقات المالية.

4- مخاطر السوق: تتمثل في المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، و تعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق و ما يترتب عليها من تقلب في الأسعار. إذ تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية و الأبناء و الإشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية و الاجتماعية و تغير الإجراءات و القرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة، والتي عادة ما يكون لها انعكاساتها على أداء سوق الأوراق المالية.

¹ راضية كروش، التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص28.

الفرع الثالث: طرق قياس المخاطر النظامية:

1- **التغاير:** هو مقياس لحجم المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها القيمة السوقية لورقة مالية معينة، هو مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين و ذلك من حيث القيمة و الاتجاه فالمخاطر المنتظمة التي يتعرض لها عائد السهم تتمثل في تلازم التغير في سعر السهم (عائد السهم).¹ مع التغير العام في حركة الأسعار في السوق (عائد السوق)، و التغير يرتبط ارتباطا مباشرا بالمخاطر المنتظمة. فكلما زادت قيمة التغير كان ذلك دليلا على أن حجم المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيرا، أي أن هناك علاقة طردية بين قيمة التغير و الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية.²

و يمكن التعبير عن معامل التغير كما يلي:³

$$COV(R_A, R_M) = \frac{\sum(R_{A,t} - E(R_A))(R_{M,t} - E(R_M))}{n}$$

$R_{A,t}$: معدل عائد السهم (A) في الزمن t.

$R_{M,t}$: معدل عائد السوق (M) في الزمن t.

N: عدد المشاهدات المتوفرة.

$E(R_A)$: القيمة المتوقعة المرجحة لعائد السهم (A) خلال الفترة المدروسة.

$E(R_M)$: القيمة المتوقعة المرجحة لعائد السهم (M) خلال الفترة المدروسة.

2- معامل الارتباط:⁴ هو أحد مكونات التغير، و هو أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير معين في مستوى الأسعار في السوق (عائد السوق).

¹ الشريف حرية، عائد و مخاطر الاستثمار و كيفية قياسها، ماجستير محاسبة و تمويل، غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص11.

² نفس المرجع، ص11.

³ كبوط عبد الرزاق، نظرية الحفظ المالية، محاضرة مقدمة في مقياس النظرية المالية، جامعة الجزائر، 2009-2010، ص5.

⁴ الشريف حرية، مرجع سبق ذكره، ص12.

قيمة عامل الارتباط تتراوح بين (+1) و (-1) فكلما اقتربت القيمة من 1 أو (-1) كان الارتباط قوي، و إذا كانت القيمة موجبة فالارتباط طردي أما إذا كانت القيمة سالبة فالارتباط عكسي، و إذا كانت القيمة صفر فهذا يدل على عدم وجود علاقة بين عائد السوق و عائد السهم.

$$r(R_A, R_M) = \frac{COV(RA, RM)}{\delta RA \cdot \delta RM}$$

حيث:

δRA : الانحراف المعياري لعائد السهم (A).

δRM : الانحراف المعياري لعائد السوق (M)

و عليه يمكن أن نأخذ بأن:

$$COV (R_A, R_M) = r_{(RA, RM)} \delta_{RA} \delta_{RM}^1$$

3- معامل بيتا: ²يمكن قياس المخاطر النظامية بمدى تغير عائد السهم مع تغير عائد السوق كما توضحه المعادلة:

$$\beta \text{ معامل} = \frac{COV (RA, RM)}{\delta_{RM}^2}$$

$COV(RA, RM)$: تغاير عائد الأصل المالي مع عائد السوق.

δ_{RM}^2 : تباين عائد السوق.

في بعض الأحيان قد لا يقتضي الأمر استخدام المعادلة المذكورة لإيجاد معامل β إذ قد نجد معامل β جاهز للاستخدام (منشور) يحدث هذا في حالة وجود تشابه بين المشروع الاستثماري و بين الاستثمارات الرئيسية القائمة بالفعل لشركة أخرى تباع أسهمها في سوق المال. أما إذا كان معامل β غير منشور

¹كبوط عبد الرزاق ، مرجع سبق ذكره، ص5.

² حشايشي سلمية، التقسيم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص12.

فيمكن تقديره باستخدام المعادلة السابقة وذلك إذا توفرت بيانات تاريخية لعدد من سنوات عن معدل عائد السوق و أيضا معدل عائد السهم.

و هناك طريقة أخرى لتقدير معامل β و ذلك باستخدام الرسم البياني، فمعامل β لا يخرج عن كونه ميل خط الانحدار بين عائد السوق و عائد السهم على التغير في عائد السوق أي بين نقطتين على المنحنى.

تجدر الإشارة إلى أن β السوق تساوي الواحد الصحيح و إذا و جدنا β الأصل المالي أكبر من الواحد فهذا يعني أن السهم ينطوي على مخاطر أكبر من مخاطر السوق و العكس إذا كان β أقل من الواحد.

لمعامل بيتا استعمالات متنوعة منها:¹

- التحكم في المخاطر المحفوظة عن طريق تعديل محتوياتها، فيستطيع المدير المالي استبدال أصولها ذات المخاطر القليلة عديمة المردود مثل النقدية بأصول ذات مخاطر أكبر و مردود أكبر خاصة إذا توقع الازدهار.

- يساعد معامل بيتا في الكشف عن الأوراق الحساسة للسوق، على اعتبار أن الأوراق ذات المعامل الذي يزيد على (1) تكون حساسيتها للسوق أكثر من الأوراق ذات المعامل الذي يقل كثيرا عن (1) و بذلك يتم تصنيف الأوراق المالية إلى أوراق حساسة و أخرى ذاتية الحساسية .

المطلب الثالث: أثر التحليل المالي في تخفيض المخاطر النظامية للأسهم.

تبدو أهمية التحليل المالي في علاقته المهمة بالكشف عن نقاط القوة و الضعف في المراكز المالية للمؤسسات المختلفة، و ذلك من أجل ترشيد القرارات الاستثمارية التي تهدف إلى تعظيم المنفعة. فالعائد المتوقع من استثمار معين يتوقف على المخاطر النظامية له، إلا أن هذه المخاطر تتأثر بعوامل مختلفة.

¹ محسن سميرة، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، حالة البنك BNP PARIBAS، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005، ص21-22.

الفرع الأول: أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية.

يعرف الرفع المالي بأنه " توليفة من أموال الملاك و الدائنين و يعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الأصول".
و إن درجة اعتماد المنشأة في أصولها على أموال الغير يؤثر على العائد كما يؤثر على درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المديونية تخلق الرافعة المالية، كما أنها تزيد من المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم.¹
ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر فإن المحللين يستخدمون العديد من النسب للحكم على مديونية الشركة و من أهمها:²

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية: } \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

الفرع الثاني: أثر الربحية على المخاطر النظامية:³

تعتمد قيمة الشركة على قوتها الإيرادية المتمثلة في قدرتها على تحقيق الأرباح من مبيعاتها، و كذلك في استثمار أصولها في زيادة المبيعات. و بالتالي فإن ربحية الشركة تعتبر مؤشر لكفاءة الإدارة و منه زيادة الإقبال على أسهمها في السوق المالي من قبل المستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية. فمؤشر الربحية يحسب بالصيغة التالية:

$$\text{مؤشر الربحية} = \frac{\text{نسبة العائد}}{\text{حقوق الملكية}}$$

الفرع الثالث: أثر السيولة على مخاطر النظامية:

نسبة السيولة تعكس الوضعية المالية على المدى القصير في التاريخ المحدد حيث تقيس هذه النسبة الأصول الجارية مقارنة بالخصوم الجارية، وبتوقف مستوى السيولة على مدى انتظام تدفقاتها النقدية، و من أهم نسب السيولة:

¹ صافي وليد أحمد ، شقيري نوري موسى، الرافعة المالية و أثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة و درجة المخاطرة، أبحاث اقتصادية و إدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، العدد 7، جوان 2015، ص146.

² الحمدوني إلياس خضير ،الصبيحي فائز هليل سريح ، العلاقة بين الرفع المالي و عوائد الأسهم، دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية، العراق، المجلد 4، العدد8، 2012، ص154.

³ سمحان حسين محمد حسين ، أثر هيكل رأس المال و الرفع المالي و الربحية على قيمة شركات التعليم و الاستثمار الأردنية، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، العدد 7، جوان 2015، ص146.

- نسبة التداول: تعتبر من أقدم النسب و أوسعها انتشارا، و تستخدم كمعيار أولي و جوهري لمعرفة قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل من موجودات المتداولة.¹

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

¹أوراغ وناسة، أثر التحليل المالي على أداء المؤسسة دراسة حالة مؤسسة مطاحن الزيبان القنطرة بسكرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2016، ص31.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية السابقة لموضوع الدراسة

من أجل إعطاء صورة واضحة للمفاهيم التي تستند إليها الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها ، فقد قمنا بمسح الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة التي لها علاقة بهذا الموضوع . لهذا سنستعرض في هذا المبحث أهم هذه الدراسات مع إبراز أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية .

المطلب الأول : الدراسات السابقة

الفرع الأول : الدراسات باللغة العربية

1) دراسة أسامة عزمي سلام بعنوان " أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها " ¹.

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات على المخاطر النظامية لأسهمها وذلك بتطبيقها على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1996/01/01-2003/12/31. باستخدام معدل المديونية كممثل لتركيب الهيكل الرأسمالي ، ومعامل بيتا كممثل لمخاطر الأسهم النظامية ، وجدت هذه الدراسة إن هناك تأثيرا ذا دلالة إحصائية لتركيب الهيكل الرأسمالي على مخاطر الأسهم النظامية ، وأن هذا التأثير يزداد بزيادة معدل المديونية . بناء على ذلك اقترحت هذه الدراسة نمودجا يربط بين تركيب الهيكل الرأسمالي ومعامل بيتا .

2) دراسة إسراء قاسم البركات وآخرون بعنوان " أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية " ².

هدفت هذه الدراسة للتعرف على أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد وعلى المخاطرة والتمثلة بالمخاطر النظامية ، وتمثلت عينة الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة 2000-

¹ -سلام أسامة عزمي ،أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها،مجلة العلوم الإدارية ،الأردن، المجلد 34، العدد 1، 2007

² -البركاتإسراء قاسم وآخرون ، أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية على الموقع 19.41 2017/04/07www.researchgate.net

2011، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لتحقيق أهداف الدراسة . و لاختبار الفرضيات تم استخدام الانحدار البسيط، وصلت هذه الدراسة إلى وجود أثر الرفع المالي على العائد وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية الرفع المالي على المخاطر النظامية ، إضافة إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع التشغيلي على العائد والمخاطر النظامية

وقد تم الخروج بمجموعة من التوصيات منها أن تقوم الشركات الصناعية باستغلال الفرص الاستثمارية من خلال الحصول على القروض طويلة الأجل التي تمنح من القطاع المالي لتحصل على الهدف الأساسي من استخدام الرفع المالي والتشغيلي .

(3) دراسة وليد أحمد صافي وشقيري نوري موسى بعنوان " الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة"¹

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة درجة الرفع المالي DFL، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية D/E في كل من المخاطر الكلية مقاسة بالانحراف المعياري للعوائد ، والمخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا ، والربحية معبرا عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة EBS، وذلك بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ،وقد توصلت الدراسة إلى أن درجة الرفع المالي ذات دلالة معنوية حيث فسرت 33.2% من التغيرات التي تحصل في المخاطر الكلية للشركات ، وبالمقابل فان نسبة الدين إلى حقوق الملكية فسرت 16.2% وليست ذات دلالة معنوية ،إلا إن DFL وD/E لهما أثر ذو دلالة معنوية في المخاطر النظامية للشركات .

الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية .

1- دراسة MandelKer and Rahee بعنوان "تأثير درجة الرفع التشغيلي والرفع المالي على المخاطر النظامية للأسهم العادية"²

¹ - صافي وليد أحمد. شقيري نوري موسى. مرجع سبق ذكره. بدون صفحة

² -Mandelker and Rahee .The impact of degree of operating and financial leverage on systematic risk of common stock, journal of financial quantitative analysis watch .1984.

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد علاقة رياضية افتراضية بين كل من الرفع المالي والتشغيلي مع المخاطر النظامية، بلغت عينة الدراسة 255 شركة تابعة لعشر صناعات مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية لفترة

1957-1976، ولدراسة العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي الموحد والمخاطرة النظامية تم إخضاع النتائج لاختبار الانحدار الخطي المتعدد للوغاريتمات الطبيعية لكل من بيتا والرفع المالي والرفع التشغيلي . وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها أن كل من الرفع المالي والرفع التشغيلي لهما قوة تفسيرية بالنسبة للمخاطرة النظامية .

(2)- دراسة راف وزملائه بعنوان " دليل جديد لتأثير الرافعة المالية على مخاطرة بيتا " ¹.

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على درجة المخاطرة باستخدام السلاسل الزمنية وأجريت هذه الدراسة على 348 شركة مساهمة عامة بالولايات المتحدة الأمريكية معتمدة على البيانات المنشورة لهذه الشركات بين الفترة 1979-1985. كما اعتبرت الدراسة إن الرافعة المالية تساوي مجموع الديون إلى حقوق الملكية واستنتجت الدراسة إن متوسط نسبة الرافعة للشركات محل الدراسة هي 39.8%.

المطلب الثاني : تعقيب عن الدراسات السابقة .

بعد العرض والتحليل للدراسات العربية والأجنبية التي أجريت نجد أنها اختلفت فيما بينها نتيجة اختلاف الأزمنة و الأمكنة التي تمت فيها الدراسة ، كما اختلفت النسب والأساليب الإحصائية المستخدمة فيها . من هذا المنطلق سنقوم بإجراء مقارنة بين دراستنا وهذه الدراسات من خلال استنتاج أوجه التشابه والاختلاف .

الفرع الأول :أوجه التشابه .

- تناولت هذه الدراسة مع الدراسات الأخرى تأثير نسب التحليل المالي في المخاطر النظامية لأسهم .

¹- raff .W brooks R.D keep ho yew (new evidence on the impact of financial leverage on beta risk) .USA, 2002.

- اعتمدت أغلب الدراسات بما فيها هذه الدراسة مناهج التحليل الوصفي لإبراز طبيعة العلاقة بين المتغيرات .

- هناك تشابه في استخدام الأسلوب الإحصائي المتمثل في الانحدار الخطي المتعدد بين دراستنا هذه ودراسة .Mandelker and Raheer

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف

- تعالج هذه الدراسة عينة من الشركات تمثل قطاعات مختلفة ضمن بورصة دبي للأوراق المالية على خلال الدراسات السابقة التي تشمل معظمها شركات بقطاع الصناعة.

- تعالج هذه الدراسة البيانات باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد على خلاف الدراسات السابقة التي استخدمت أسلوب الانحدار الخطي البسيط وأسلوب السلاسل الزمنية .

- اقتصرت الدراسات السابقة على نسب الرفع المالي والتشغيلي إما دراستنا الحالية فقد شملت نسب التحليل المالي المتمثلة في نسب المديونية ، التداول والربحية .

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تمكنا من معرفة مفهوم التحليل المالي. حيث يعتبر من أهم الأدوات التي يستعين بها متخذ القرار المالي . ولا تقتصر أهميته على إدارة الشركة لوحدها بل تتعداها إلى المساهمين والدائنين لمالهم من مصالح تتطلب الحصول على أدق المعلومات عن الشركة ومركزها المالي . ولفهم أهمية التحليل المالي لا بد من فهم مخاطر السوق لأن أي عملية استثمار للأموال بدون تحليل دقيق تشكل مخاطرة يصعب السيطرة عليها . وللوصول إلى تحليل مالي دقيق وجب التحكم الجيد في احتساب نسبه ومنها نسب الرفع المالي ، نسب السيولة ونسب الربحية .

الفصل الثاني

الدراسة الميدانية

تمهيد:

بعد تقديم الجانب النظري والمتعلق بالمفاهيم الأساسية حول التحليل المالي والمخاطر النظامية بالإضافة إلى توضيح أثر التحليل المالي على المخاطر النظامية نظريا ، في هذا الفصل سوف نتطرق إلى الدراسة الميدانية من خلال إسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة دبي للأوراق المالية . محاولين توضيح تأثير التحليل المالي في تقليل المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دبي للأوراق المالية .

يتكون هذا الفصل من مبحثين ، سيتناول الأول الطريقة والأدوات وذلك من خلال تحديد مجتمع وعينة الدراسة ثم جمع البيانات وترجمتها في شكل جداول تبرز معالم الدراسة من خلال المتغيرات ، إما في المبحث الثاني فسيتم عرض النتائج ومناقشتها بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي (SPSS).

المبحث الأول : الطريقة والأدوات .

المطلب الأول : الطريقة

(1) مجتمع الدراسة وعينتها:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2016، والتي تراوح عددها بين 55 و61 شركة حسب الجدول التالي :

الجدول رقم (1-2) الشركات المدرجة في سوق دبي المالي.

السنة	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	57	55	58	59	61

المصدر : من إعداد الطالبة حسب النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي .

وقد تم استبعاد الشركات التالية من العينة:

- الشركات التي تداول أسهمها غير مستمر خلال فترة الدراسة .
- الشركات التي قامت بالاندماج أو بتفتيت أسهمها .
- الشركات التي لم تتوفر عنها بيانات خلال فترة الدراسة.

فعملية الاستبعاد للأسباب المذكورة خفضت مجتمع الدراسة إلى 35 شركة والملحق رقم (1) يبين أسماء هذه الشركات ، أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها بطريقة عشوائية من مجتمع الدراسة ، والجدول رقم (2-2) يبين توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة .

الجدول رقم (2-2) توزيع الشركات حسب القطاع وحجم العينة.

القطاع	عدد الشركات المدرجة بعد الاستبعاد	عينة الدراسة	حجم العينة
المالي	28	02	%40

الصناعي	02	01	%20
الخدمات	05	02	%40
المجموع	35	05	%100

المصدر : من إعداد الطالبة .

أما الإطار الزمني للدراسة فمن المفضل إن يمتد لخمس سنوات على الأقل وبالتالي لا بد من اقتصار التحليل على عدد أقل من الشركات ، لهذا حاولنا الموازنة بين عدد الشركات العينة والنطاق الزمني للدراسة .

لكي نصل إلى النتائج المرجوة من هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين بيتا أسهم الشركات المحسوبة على أساس بيانات خمس سنوات تقع بين جانفي 2012 وديسمبر 2016 كتمثل للمخاطر النظامية لتلك الأسهم (المتغير التابع) وبين 3 متغيرات مستقلة وهي :

- متوسط نسبة المديونية كتمثل للرفع المالي للشركة .

- متوسط نسبة التداول كتمثل لسيولة الشركة .

- متوسط نسبة العائد على حقوق الملكية كتمثل لربحية الشركة .

سوف نتبع الخطوات التالية :

- حساب معدلات العائد الشهرية لكل سهم من أسهم العينة وذلك بالعلاقة :

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} \times 100$$

حيث

$R_{i,t}$ = معدل العائد الذي حققه السهم (i) خلال الشهر (t) علما إن (i) تأخذ قيما من 1 إلى 5 (عدد مفردات العينة) و (t) تأخذ قيما من 1 إلى 60 (عدد أشهر الإطار الزمني للدراسة) .

$P_{i,t}$ = سعر السهم (i) في الشهر (t).

$P_{i,t-1}$ = سعر السهم (i) في نهاية الشهر (t-1) أي الشهر السابق لشهر (t).

- حساب معدلات العائد التي حققها المؤشر العام للسوق حسب العلاقة:

$$R_{M,t} = \frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}} \times 100$$

$R_{M,t}$ = معدل العائد الذي حققه السوق خلال الشهر (t).

M_t = قيمة المؤشر العام للبورصة في نهاية لشهر (t).

M_{t-1} = قيمة المؤشر العام للبورصة في نهاية الشهر (t-1) أي الشهر السابق لشهر (t).

- حساب قيم معامل بيتا لأسهم شركات العينة حسب العلاقة :

$$\beta_i = \frac{(R_i, R_m)}{\delta^2 R_M} \quad \text{حيث}$$

β_i = قيمة معامل بيتا للسهم (i).

$Cov(R_i, R_M)$ = الانحراف المشترك لعوائد السهم (i) وعوائد السوق .

$\delta^2 R_M$ = تباين عوائد السوق.

- حساب متوسط نسبة الدين لكل شركة من شركات العينة بعد حساب نسبة الدين لكل شركة من شركات العينة .

- حساب متوسط نسبة التداول بعد حساب نسبة التداول لكل شركة من شركات العينة .

- حساب متوسط معدل العائد على حقوق الملكية بعد حساب معدل العائد على حقوق الملكية لكل شركة من شركات العينة .

- إعداد نموذج الانحدار المتعدد من الدرجة الأولى .

من خلال المراحل السابقة الذكر نستطيع معرفة طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة ، بحيث نرسم لمعامل بيتا (β) بالرمز (y) بحيث يعتبر المتغير التابع في هذه الدراسة ، ونرمز لمتوسط نسبة المديونية DR بالرمز (x1) بحيث يعتبر المتغير المستقل في الفرضية الأولى ، ونرمز لمتوسط نسبة التداول LR بالرمز (x2) بحيث يعتبر المتغير المستقل في الفرضية الثانية ، ونرمز لمتوسط معدل العائد على حقوق الملكية ROE بالرمز (x3) بحيث يعتبر المتغير المستقل في الفرضية الثالثة .

من خلال العلاقة بين (y) و (x1) يمكننا الإجابة على الفرضية الأولى .

من خلال العلاقة بين (y) و (x2) يمكننا الإجابة على الفرضية الثانية .

من خلال العلاقة بين (y) و (x3) يمكننا الإجابة على الفرضية الثالثة .

المطلب الثاني: الأدوات

بعد فرز البيانات المتعلقة بمفردات العينة ، قمنا بتجميع أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم شركات العينة للفترة 2012/01/01 حتى 2016/12/31 بالإضافة إلى قيم الإغلاق الشهرية للمؤشر العام للبورصة لنفس الفترة ثم قمنا بحساب معدلات العائد الشهرية ومعدلات العائد للمؤشر العام للسوق . أنظر الملحق رقم (2) ، ثم قدرنا معامل بيتا (β) لأسهم شركات العينة مثلما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم (2-3) معامل بيتا (β) لأسهم شركات العينة للفترة (2012-2016)

اسم الشركة	معامل بيتا (β)
بنك عجمان	0.51
شركة دبي للتأمين	0.00
شركة الإسمنت الوطنية	0.34
الشركة العربية للطيران	0.63
شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	0.32

المصدر : من إعداد الطالبة .

- حساب نسبة المديونية DR (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) . كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-4) نسبة المديونية لكل شركة من شركات العينة .

الشركة	نسبة DR2012	نسبة DR2013	نسبة DR 2014	نسبة DR2015	نسبة DR2016	متوسط نسبة DR
بنك عجمان	0.80	0.85	0.90	0.91	0.87	0.86
شركة دبي للتأمين	0.49	0.44	0.39	0.48	0.58	0.47
شركة الإسمنت الوطنية	0.24	0.20	0.18	0.20	0.21	0.20
الشركة العربية للطيران	0.32	0.40	0.52	0.56	0.56	0.47
شركة الإمارات للاتصالات	0.45	0.55	0.56	0.56	0.57	0.53

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الملحق رقم (3) .

- حساب نسبة التداول (الأصول المتداولة / الالتزامات المتداولة) . كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-5) نسبة التداول لكل شركة من شركات العينة .

الشركة	نسبة LR 2012	نسبة LR 2013	نسبة LR 2014	نسبة LR 2015	نسبة LR 2016	متوسط نسبة LR
بنك عجمان	1.23	1.17	1.11	1.09	1.15	1.15
شركة دبي للتأمين	1.80	2.02	2.29	1.89	1.58	1.91
شركة الإسمنت الوطنية	2.54	1.59	1.49	1.65	1.29	1.71

1.18	1.24	1.12	0.94	1.15	1.46	الشركة العربية للطيران
1.31	1.28	1.51	1.41	1.21	1.18	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الملحق رقم (4)

- حساب نسبة العائد على حقوق الملكية (صافي الربح / حقوق الملكية) مثلما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم (2-6) نسبة العائد على الحقوق الملكية لكل شركة من شركات العينة .

متوسط نسبة ROE	نسبة ROE 2016	نسبة ROE 2015	نسبة ROE 2014	نسبة ROE 2013	نسبة ROE 2012	الشركة
0.05	0.06	0.09	0.06	0.01	0.03	بنك عجمان
0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.08	شركة دبي للتأمين
0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.04	شركة الإسمنت الوطنية
0.08	0.09	0.10	0.11	0.07	0.07	الشركة العربية للطيران
0.25	0.22	0.24	0.26	0.27	0.26	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الملحق رقم (5) .

- لتمثيل المتغيرات وإعطائها الصورة الواضحة لطبيعة العلاقة تم عرضها في شكل نسب كما هو موضح في

جدول رقم (2-7) . ولغرض اختبار فرضيات الدراسة تم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام

(SPSS)بالإضافة إلى استخدام الأساليب الإحصائية التالية :

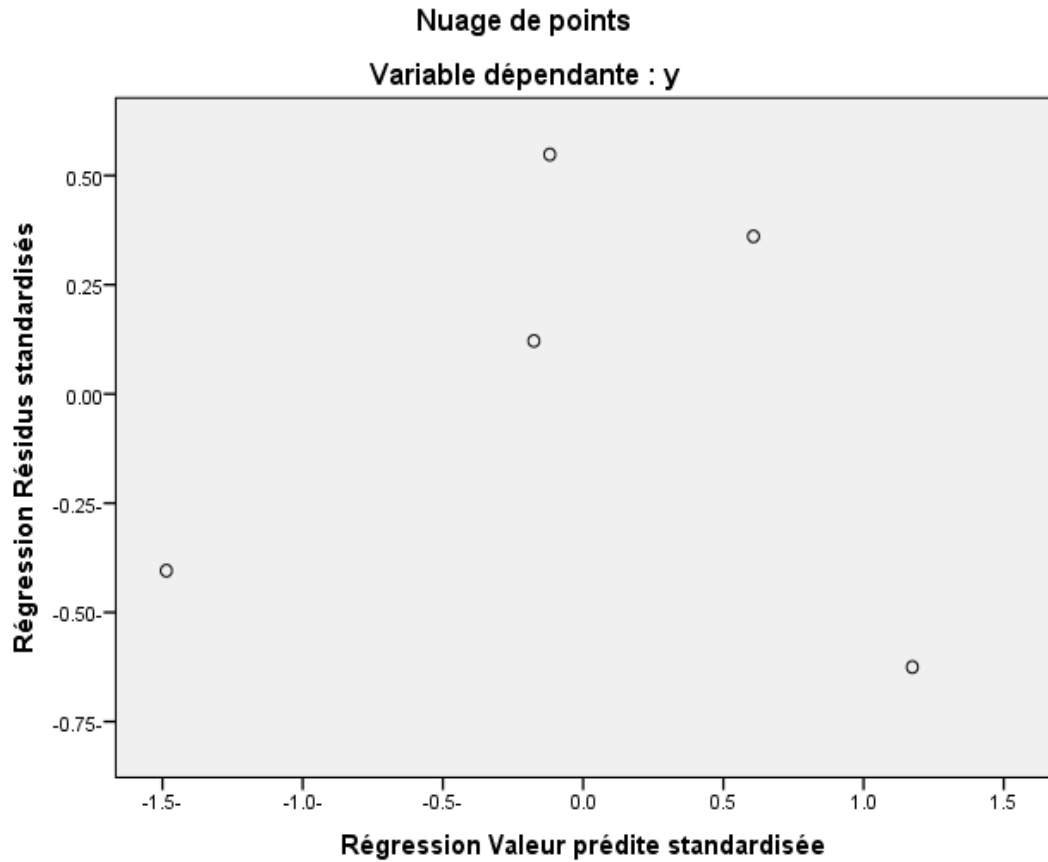
- الإحصاء الوصفي، المتوسط الحسابي .
- تحليل الانحدار المتعدد .
- تحليل التباين المشترك .
- معامل الارتباط .

الجدول رقم (7-2) يوضح متغيرات الدراسة .

الشركة	(ROE)x3	(LR)x2	(DR)x1	(β)y
بنك عجمان	0.05	1.15	0.86	0.51
شركة دبي للتأمين	0.05	1.91	0.47	0.00
شركة الإسمنت الوطنية	0.04	1.71	0.20	0.34
الشركة العربية للطيران	0.08	1.18	0.47	0.63
شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	0.25	1.31	0.53	0.32

المصدر : من إعداد الطالبة .

الشكل رقم (1-2) يمثل سحابة النقاط بين المتغير التابع (y) والمتغيرات المستقلة (x1,x2,x3).



المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (SPSS).

من خلال سحابة النقاط نلاحظ أنه توجد علاقة بين المتغير التابع المتمثل في معامل بيتا ممثل للمخاطر النظامية والمتغيرات المستقلة المتمثلة في متوسط نسبة المديونية ، متوسط نسبة التداول ومتوسط نسبة العائد على حقوق الملكية ، لكنها غير واضحة وعليه سنحاول الكشف على العلاقة بتقدير النموذج المناسب من أجل معرفة طبيعة العلاقة بشكل دقيق .

المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج

المطلب الأول : عرض النتائج

_____ نتائج تأثير نسب (المديونية ، التداول ، العائد على حقوق الملكية) على المخاطر النظامية :

لكي تتمكن من دراسة طبيعة العلاقة وقوتها ودلالاتها بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تم تحليل البيانات لتقدير النموذج التالي الذي يمثل العلاقة المفترضة

$$=a + bDR+cLR+dROE+ u\beta$$

=a الحد الثابت

b , c , d = تمثل معاملات معادلة الانحدار الخطي المتعدد (الميول) .

U = تمثل الخطأ القياسي أو الخطأ العشوائي للنموذج المقدر .

الجدول رقم (2 - 8) نتائج تأثير نسب DR , LR , ROE على المخاطر النظامية للشركات عينة الدراسة

في سوق دبي المالي .

المتغير التابع	B
المتغيرات المستقلة	DR ,LR, ROE

R	R ²	R ⁻²	F	Sig
0,999	0,999	0 ,996	330,096	0,040

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة			
	الحد الثابت	x1	X2	X3
Y				
coefficients	2,027	-0,494	-0,910	-1,020
T	32,432	-12,025	-30,259	-11,138
Sig(p)	0,020	0,053	0,021	0,057

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على الملحق رقم (6)

المطلب الثاني : مناقشة النتائج

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها نستطيع تفسير العلاقة بين y وكل من x_1, x_2, x_3 أي تفسير العلاقة بين المخاطر النظامية ونسبة الرفع المالي ممثلة بنسبة المديونية DR نسبة السيولة ممثلة بنسبة التداول LR ونسبة الربحية ممثلة بنسبة العائد على حقوق الملكية ROE.

فانطلاقاً من النموذج المقدر والجدول رقم (2-8) نجد أن قيم معامل الارتباط الثلاثة أي قيمة معامل الارتباط البسيط R الذي بلغ 0,99 ومعامل التحديد R^2 الذي بلغ أيضا 0,99 إضافة إلى معامل التحديد المصحح R^{-2} الذي بلغ هو الآخر 0,99 مما يعني إن المتغيرات المستقلة (ROE, LR, DR) استطاعت أن تفسر 0,99 من التغيرات الحاصلة في المخاطر النظامية (β).

أما نتائج جدول تحليل التباين ANOVA الذي يمكن من خلاله معرفة القوة التفسيرية للنموذج عن طريق إحصائية F فقد بلغت $\text{Sig}(p) = 0,040$ هي أقل من مستوى المعنوية 0,05 مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لهذا النموذج ، وبالتالي توجد علاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع .

1 – مناقشة نتائج أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية

الفرضية الأولى : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقاس بنسبة المديونية DR على المخاطر النظامية (β) من الجدول (2-8) نستنتج إن المتغير المستقل DR كاد أن يكون معنوي من الناحية الإحصائية وحسب اختبار t بلغت $\text{Sig}(p) = 0,05$ مساوية لمستوى المعنوية 0,05 .

هناك علاقة عكسية بين نسبة المديونية (DR) ومعامل (β)، فقد بلغت قيمة معامل DR (-0,49) مما يعني أن كل زيادة في نسبة المديونية DR بمقدار 1% سيؤدي إلى تخفيض المخاطر النظامية بمقدار (0,49)

2 – مناقشة نتائج أثر السيولة على المخاطر النظامية

الفرضية الثانية : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسيولة مقاسة بنسبة التداول LR على المخاطر النظامية (β) من النتائج المتوصل إليها ومن خلال (2-8) نستنتج إن المتغير المستقل (LR) كان معنويًا من الناحية الإحصائية وحسب اختبار t الذي بلغت قيمة معامل (LR) (-0,91) مما يعني إن كل زيادة في نسبة التداول بمقدار 1% سيؤدي إلى تخفيض المخاطر النظامية بمقدار (0,91)

3 – مناقشة نتائج أثر الربحية على المخاطر النظامية

الفرضية الثالثة : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية مقاسة بنسبة العائد على حقوق الملكية ROE على المخاطر النظامية (β).

يتبين من النتائج المتوصل إليها انطلاقًا من الجدول رقم (2-8) إن المتغير المستقل (ROE) كاد أن يكون معنويًا من الناحية الإحصائية حسب اختبار t حيث بلغت قيمة $\text{Sig}(p) = 0,05$ مساوية لمستوى المعنوية 0,05

وهناك علاقة عكسية بين نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE) ومعامل (β)، فقد بلغت قيمة ROE (-1,02) ، مما يعني إن كل زيادة في نسبة العائد على حقوق الملكية بمقدار 1% سيؤدي إلى تخفيض المخاطر النظامية بمقدار (1,02)

خلاصة الفصل

خصصنا هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي للدراسة ، فقد حاولنا الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عن النموذج الذي يوضح تأثير كل من الرفع المالي ، السيولة والربحية على المخاطر النظامية لأسهم عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي ، وقد تم التوصل إلى :

— وجود أثر ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقاس بنسبة المديونية على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل (β) .

— وجود أثر ذو دلالة إحصائية للسيولة مقاسة بنسبة التداول على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل (β) .

— وجود أثر ذو دلالة إحصائية للربحية مقاسة بنسبة العائد على حقوق الملكية على المخاطر النظامية مقاسة بمعامل (β) .

الختامة

تعتبر إدارة المخاطر المالية إحدى العلوم الحديثة في العالم والتي انتشرت حول البورصات العالمية لما لها من نتائج إيجابية أهمها تحديد إيديولوجية الاستثمار الناجح فهي تتم باستخدام أساليب التحليل المالي من أجل السيطرة على المخاطر وخاصة المخاطر النظامية بتخفيض آثارها غير المرغوبة على الشركات .

لذا حاولنا في هذه الدراسة قدر المستطاع قياس أثر التحليل المالي ممثلا ب (نسبة المديونية ، نسبة التداول ونسبة العائد على حقوق الملكية) في تخفيض المخاطر النظامية ممثلة بمعامل (β) في سوق دبي المالي ، وبالتالي يمكن ذكر نتائج البحث ، اختبار الفرضيات و التوصيات وأخيرا آفاق البحث كما يلي :

1) نتائج البحث :

من خلال ما سبق أمكن استخلاص النتائج التالية :

- التحليل المالي من أهم الأدوات التي يستعين بها متخذ القرار المالي .
- لا تقتصر أهمية التحليل المالي على إدارة الشركة فحسب بل تتعداها إلى الدائنين والمساهمين لما لهم مصالح تتطلب الحصول على أدق المعلومات عن الشركة .
- إن أي عملية استثمارية بدون تحليل دقيق تشكل مخاطرة .

ومن خلال التحليل الإحصائي تم الوصول إلى :

- الرفع المالي ممثلا بنسبة المديونية له أثر في تخفيض المخاطر النظامية للأسهم ، إذا قامت الشركات باستثمار الأموال المقترضة بمعدلات فائدة أكبر من معدل الاقتراض .
- السيولة ممثلة بنسبة التداول لها أثر في تخفيض المخاطر النظامية .
- الربحية ممثلة بنسبة العائد على حقوق الملكية لها أثر في تخفيض المخاطر النظامية .
- إن مديونية الشركات المدرجة في سوق دبي المالي وسيولتها وربحيتها تؤثر على المخاطر النظامية لأسهمها ، والمتغير الأكثر تأثيرا هو نسبة العائد على حقوق الملكية .

2) التوصيات :

- ضرورة أن يأخذ المهتمون في الاعتبار أثر العوامل المؤثرة في المخاطر النظامية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة .
- ينبغي على إدارات الشركات مراعاة درجة تأثير العوامل على قيمة المؤسسة عند اتخاذ قرارات تؤثر في المديونية ، السيولة والربحية .

- ضرورة اختبار العلاقة بين قيمة الأسهم والتحليل المالي .
- ضرورة نشر معلومات إضافية كعامل بيتا لأسهم الشركات المدرجة على المواقع الالكترونية

3) آفاق الدراسة :

مما لا شك فيه أن هناك جوانب أخرى لم يتم الإحاطة بها في هذه الدراسة وعليه تعتبر آفاق لدراسات أخرى ، لتأكيد أو نفي النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة ، ومن هذه الأفاق نذكر:

- إجراء الدراسة باستخدام طرق وأساليب إحصائية أخرى كأسلوب السلاسل الزمنية .
- إجراء الدراسة باستخدام مقاييس أخرى .
- تطبيق الدراسة على بورصات أخرى .



قائمة المراجع

الكتب :

1. الحياي وليد ناجي ، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي ، الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، 2004 .
2. الشماع خليل ، عبد الله أمين ، التحليل المالي للمصارف ، طبعة الثانية، إتحاد المصارف العربية ، الأردن 2006 .
3. دادي عدون ناصر ، تقنيات مراقبة التسيير — التحليل المالي — ج 1 — دار الهدية العامة ، 1998 .
4. رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل ، الأردن ، 1998 .
5. لطفي أمين السيد أحمد ، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006 .
6. محمد أحمد كايد ، الإدارة المالية الدولية العالمية ، دار كنوز المعرفة ، عمان ، 2010 .
7. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات و أسواق مالية ، الطبعة الثانية ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، 2009 .
8. محمد سعيد عبد الهادي ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 .
9. محمد صالح الحناوي ، بورصة الأوراق بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 .
10. محمد مطر ، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني ، طبعة الثانية ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2006 .

المذكرات و الرسائل الجامعية :

1. الشريف حرية ، عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، فلسطين ، 2005 .

2. أوراغ وناسة ، أثر التحليل المالي على أداء المؤسسة ، مذكرة ماستر غير منشورة ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2016/2015 .
3. كروش راضية ، التنويع الدولي كأداة لتدئنة المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية ، مذكرة ماستر غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2011 .
4. محسن سميرة ، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر ، 2005 .

الدراسات والبحوث :

1. الحمدوني إلياس خضير ، الصبيحي فائر هليل سريح ، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم ، دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، العراق ، المجلد 4 ، العدد 8 ، 2012 .
2. سلام أسامة عزمي ، أثر تركيبة الهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان على المخاطر النظامية لأسهمها ، مجلة العلوم الإدارية ، الأردن ، المجلد 34 ، العدد 1 ، 2007 .
3. سمحان حسين محمد حسين ، أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية ، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ، جامعة الزرقاء ، الأردن ، العدد 7 ، 2015 .
4. صافي وليد أحمد ، شقيري نوري موسى ، الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة و درجة المخاطرة ، دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان جامعة الإسراء ، الأردن ، بدون سنة .

المؤتمرات والملتقيات :

- 1 — حشايشي سليمة ، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس سطيف ، 20-21 أكتوبر 2009 .

1 — كبوط عبد الرزاق ، نظرية المحفظة المالية، محاضرات في مقياس النظرية المالية ، جامعة الجزائر ، الموسم الجامعي 2009-2010 .

المراجع باللغة الاجنبية :

1.Mandelker and Rahee. **The impact of degree of operating and financial leverage on systematic risk of common stock** journal of financial and Quantitive analysis march 1984 .

2.Raff .w .brooks R-D kee ho yew (**new evidence on the impact offinancial leverage on beta risk**) , USA . 2002 .

المواقع الإلكترونية :

1 :Www. Bayt .com ,25/03/2017, 18 :20

2:Www .researchgate .net , 07/04/2017 , 19 :41



الملحق رقم 01: شركات مجتمع الدراسة بعد الاستبعاد

اسم الشركة	رقم الشركة
بنك الإمارات دبي الوطني	01
بنك المشرق	02
بنك دبي الإسلامي	03
بنك دبي التجاري	04
مصرف السلام	05
مصرف السلام السوداني	06
مصرف عجمان	07
الشركة الخليجية للاستثمارات العامة	08
المدينة للتمويل والاستثمار	09
دبي للاستثمار	10
شركة اکتتاب القابضة	11
شركة المستشارين المالية الدولية	12
شركة سوق دبي المالي	13
شعاع كابينتال	14
الشركة الإسلامية العربية للتأمين	15
الشركة الوطنية للتأمينات العامة	16
المجموعة العربية للتأمين	17
تكاثل الإمارات للتأمين	18
دار التكافل	19
شركة دبي الوطنية للتأمين وإعادة التأمين	20
شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين	21

22	شركة دبي للتأمين
23	شركة عمان للتأمين
24	أرابتك القابضة
25	ديار للتطوير
26	شركة إعمار العقارية
27	شركة الإتحاد العقارية
28	شركة المزايا القابضة
29	الخليج للملاحة القابضة
30	ارامكس
31	العربية للطيران
32	شركة الإسمنت الوطنية
33	شركة دبي للمرطبات
34	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة
35	شركة هيسيتيليكوم

الملحق رقم 02 : معدلات العائد الشهرية للأسهم و لمؤشر السوق

مؤشر السوق	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	الشركة العربية للطيران	شركة الإسمنت الوطنية	شركة دبي للتأمين	بنك عجمان	التاريخ
6,08%	2,07%	11,26%	31.68%	0.76%	1.25%	J 2012
20,53%	6,10%	15,64%	29.69%	4,56%	4,93%	F2012
(-4,71)%	1,59%	(-5,03)%	(-10,72)%	(-5,45)%	(-4,70)%	M 2012
(-1,09)%	(-0,62)%	(-17,45)%	(-10,38)%	0,00%	6,17%	A 2012

%(-9,78)	%(-5,37)	%(-2,53)	%(-9,42)	0,00%	%(-9,18)	M 2012
%(- 1,33)	%1,67	%3,29	%4,00	0,00%	%6,01	J 2012
%6,25	%6,25	%7,22	%(-10,00)	0,00%	%(-4,58)	J 2012
%0,34	%5,57	%3,29	0,00%	0,00%	%0,75	A 2012
%2,00	% 3,22	%0,15	0,00%	%1,53	%2,51	S 2012
%2,59	% 5,11	%3,48	0,00%	0,00%	%22,42	O 2012
%(-0,72)	% 3,24	%5,41	%8,97	%3,03	%10,11	N 2012
% 0,91	%(- 8,63)	%15,97	%14,50	0,00%	%29,09	D 2012
% 16,34	% 3,43	%5,98	%(-0,68)	0,00%	%2,11	J 2013
% 2,09	%18,00	%3,61	%(-10,00)	0,00%	%8,27	F2013
%(-5,08)	% 9,85	%(-15,48)	%11,49	%13,97	%(-7,00)	M 2013
%16,74	% 9,40	%26,32	0,00%	0,00%	%10,27	A 2013
% 10,84	% 13,28	%13,38	%3,43	0,00%	%22,98	M 2013
%(-6,09)	% 0,00	%(-3,60)	%3,22	%(-1,61)	%8,99	J 2013
% 16,47	%15,68	%29,90	0,00%	0,00%	%6,97	J 2013
%(-2,53)	%(-4,61)	%(-3,59)	%14,79	%(-9,83)	%(-10,43)	O 2013
%9,49	%(-3,43)	%2,23	%(-12,88)	0,00%	%(-3,39)	S 2013
% 5,78	% 3,88	%5,83	%17,36	0,00%	%3,01	O 2013
%0,81	%(- 0,93)	%(-2,06)	0,00%	0,00%	%13,17	N 2013
%14,39	% 4,71	%9,15	%4,93	0,00%	%6,89	D 2013
% 11,89	%(- 2,40)	%(-1,29)	0,00%	0,00%	%14,11	J 2014
%11,94	%(- 6,00)	%1,30	0,00%	0,00%	%25,08	F2014
% 5,46	% (-0,32)	%(-9,67)	0,00%	0,00%	%(-2,89)	M 2014

%13,66	%(-1,97)	%(-5,71)	0,00%	%5,45	%(-5,95)	A 2014
%0,56	%(-1,50)	%4,54	%26,63	0,00%	%4,43	M 2014
%(-22,50)	%(-8,33)	%(-10,14)	%(-13,40)	0,00%	%(-24,54)	J 2014
%22,58	%7,97	%12,09	%8,33	0,00%	%8,43	J 2014
%4,75	%0,85	%(-0,71)	%9,89	0,00%	%(-0,74)	O 2014
%(-0,40)	%(-4,77)	%(-0,72)	%4,40	0,00%	%(-2,23)	S 2014
%(-9,87)	%(-3,57)	%(-3,64)	0,00%	0,00%	%(-12,59)	O 2014
%(-5,81)	%(-2,04)	%12,87	0,00%	0,00%	%2,62	N 2014
%(-11,85)	%(-4,36)	0,67%	%(-13,79)	0,00%	19,14%	D 2014
%(-2,64)	%(-0,19)	10,66%	0,00%	0,00%	%(-13,57)	J 2015
%5,81	%1,93	%(-1,80)	%(-16,88)	%0,00	%0,41	F 2015
%(-9,06)	%(-3,92)	%(-12,88)	%14,97	%0,00	%(-12,34)	M 2015
%20,33	%4,08	%15,49	%14,88	%0,00	%14,08	A 2015
%(-7,23)	%(-1,37)	%(-1,82)	%(-8,90)	%0,00	%(-21,39)	M 2015
%4,17	%6,36	%0,62	%(-9,77)	%0,00	%(-1,57)	2015J
%1,38	%0,56	%(-0,61)	%(-6,40)	%0,00	%3,19	J 2015
%(-11,60)	%(-5,20)	%(-11,8)	%(-15,78)	%0,00	%(-2,06)	A 2015
%(-1,89)	%0,00	%(-1,40)	%9,37	%0,00	%(-7,89)	S 2015
%(-2,49)	%0,00	%(-3,57)	%(-1,71)	%0,00	%3,42	O 2015
%(-8,55)	%(-1,37)	%(-10,37)	%(-5,52)	%(-6,89)	%8,28	N 2015
%(-1,66)	%1,39	%12,39	%7,07	%(-7,40)	%5,61	D 2015
%(-4,86)	%5,88	%(-11,76)	%0,57	%(-10,00)	%4,34	J 2016
%8,07	%9,81	%11,66	%0,00	%0,00	%2,31	F 2016

%3,58	%7,92	%(-8,20)	%(-17,14)	%0,00	%(-4,07)	M 2016
%4,06	%0,78	%0,81	%14,82	%0,00	%(-6,13)	A 2016
%(-5,10)	%(-0,77)	%8,06	%1,80	%0,00	%(-16,58)	M 2016
%(-0,08)	%(-0,15)	%(-2,23)	%0,00	%(-4,00)	%0,00	J 2016
%5,23	%4,06	%10,68	%(-10,91)	%0,00	%(-2,40)	J 2016
%0,58	%0,00	%(-6,89)	%5,96	%0,00	%(-4,93)	O 2016
%(-0,86)	%(-2,25)	%0,74	%(-10,00)	%0,00	%(-2,59)	S 2016
%(-4,09)	%(-6,17)	%(-4,41)	%0,00	43,51	%(-4,00)	O 2016
%0,86	%(-5,57)	%(-2,30)	%0,00	%3,22	%(-4,86)	N 2016
5,06%	8,20%	%4,72	%0,69	%(-9,37)	%(-2,91)	D 2016

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على النشرات الشهرية لسوق دبي المالي

الملحق رقم 03: إجمالي الأصول والديون لشركات العينة

السنة	بنك عجمان	شركة دبي للتأمين	شركة الاسمنت الوطنية	الشركة العربية للطيران	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة
2012	5489,74	555042	2068,60	8032,47	13922,18
	إجمالي الأصول				
	4434,59	274575	507,75	2603,53	6394,56
	إجمالي الديون				
2013	7092,63	732531	2302,13	9394,70	15949,07
	إجمالي الأصول				
	6053,66	328303	466,67	3839,44	8805,40
	إجمالي الديون				
2014	11231,29	792556	2391,33	10574,44	17878,10
	إجمالي الأصول				
	10128,12	315746	432,59	5519,92	10039,36
	إجمالي الديون				
2015	14321,65	938047	2116,63	11398,86	17940,37
	إجمالي الأصول				
	13090,80	458188	430,30	6437,05	10121,71
	إجمالي الديون				
2016	16001,58	1155304	2100,89	12512,70	18411,36
	إجمالي الأصول				
	13990,15	670697	453,17	7069,66	10558,42
	إجمالي الديون				

الملحق رقم 04: الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لشركات العينة

السنة	بنك عجمان	شركة دبي للتأمين	شركة الإسمنت الوطنية	الشركة العربية للطيران	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	
2012	أصول متداولة	5454545	494235	244,77	1833,81	5111,90
	خصوم متداولة	4434589	274575	96,37	1250,94	4332,12
2013	أصول متداولة	7082786	663173	157,20	1980,08	6837,20
	خصوم متداولة	6053663	328303	98,87	1709,62	5619.91
2014	أصول متداولة	11242214	723059	175,01	2019,68	8358,89
	خصوم متداولة	10128120	315746	118,01	2138,09	5904,55
2015	أصول متداولة	14268971	865976	202,78	2478,01	8292,03
	خصوم متداولة	13090799	458188	122,78	2196,31	5488.72
2016	أصول متداولة	16088667	1059702	201,96	2882,18	8492,05
	خصوم متداولة	13990145	670697	156,56	2323,26	6634.42

الملحق رقم 05: صافي الربح وحقوق الملكية لشركات العينة

السنة	بنك عجمان	شركة دبي للتأمين	شركة الاسمنت الوطنية	الشركة العربية للطيران	شركة الإمارات للاتصالات المتكاملة	
2012	صافي الربح	33521	22438	68301	424810	1979541
	حقوق الملكية	1055150	280467	1560851	5440643	7527619
2013	صافي الربح	10599	20212	101478	435201	1986400
	حقوق الملكية	1038969	404228	1835461	5576183	7143677
2014	صافي الربح	71396	30051	112235	565828	2109349
	حقوق الملكية	1103168	476810	1958738	5081016	7838739
2015	صافي الربح	122075	23993	93530	530588	1941353
	حقوق الملكية	1230849	479859	1686323	4997839	7818656
2016	صافي الربح	125545	24231	89024	508768	1752556
	حقوق الملكية	2011431	484607	1647716	5487614	7852940

الملحق رقم 06: نتائج الانحدار المتعدد بين (y) و (x1)، (x2)، (x3)

```

NEW FILE.
DATASET NAME Jeu_de_données1 WINDOW=FRONT.
REGRESSION
  /DESCRIPTIVES MEAN STDDEV CORR SIG N
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS CI(95) BCOV R ANOVA
/CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
/NOORIGIN
/DEPENDENT y
/METHOD=ENTER x1 x2 x3
/SCATTERPLOT=(*ZRESID ,*ZPRED) (*ZRESID ,*ZPRED)
/RESIDUALS HISTOGRAM(ZRESID) NORMPROB(ZRESID)
/CASEWISE PLOT(ZRESID) OUTLIERS(3).
    
```

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
y	.3600	.23822	5
x1	.5060	.23565	5
x2	1.4520	.33974	5
x3	.0940	.08849	5

Corrélations

		y	x1	x2	x3
Corrélation de Pearson	y	1.000	.274	-.874	.004
	x1	.274	1.000	-.612	.081
	x2	-.874	-.612	1.000	-.325
	x3	.004	.081	-.325	1.000
Sig. (unilatéral)	y	.	.328	.026	.498
	x1	.328	.	.136	.448
	x2	.026	.136	.	.297
	x3	.498	.448	.297	.
N	y	5	5	5	5
	x1	5	5	5	5
	x2	5	5	5	5
	x3	5	5	5	5

Variables introduites/éliminées^a

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	x3, x1, x2 ^b	.	Introduire

a. Variable dépendante : y

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Régression

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.999 ^a	.999	.996	.01513

a. Prédicteurs : (Constante), x3, x1, x2

b. Variable dépendante : y

ANOVA^a

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	.227	3	.076	330.096	.040 ^b
	Résidus	.000	1	.000		
	Total	.227	4			

a. Variable dépendante : y

b. Prédicteurs : (Constante), x3, x1, x2

Statistiques des résidus^a

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	N
Valeur prédite	.0061	.6395	.3600	.23810	5
Résidu	-.00946-	.00829	.00000	.00757	5
Valeur prédite standardisée	-1.486-	1.174	.000	1.000	5
Prévision standardisé	-.625-	.548	.000	.500	5

a. Variable dépendante : y

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	2.027	.062		32.432	.020
	x1	-.494-	.041	-.489-	-12.025-	.053
	x2	-.910-	.030	-1.297-	-30.259-	.021
	x3	-1.020-	.092	-.379-	-11.138-	.057

a. Variable dépendante : y

فہرس

الفهرس

الصفحة	العنوان
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
أ- ث	مقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الأدبيات النظرية للتحليل المالي و المخاطر النظامية للأسهم
03	المطلب الأول: ماهية التحليل المالي
03	الفرع الأول: مفهوم التحليل المالي
05	الفرع الثاني : أهداف التحليل المالي و أدواته
06	الفرع الثالث: خطوات التحليل المالي استعمالاته
07	المطلب الثاني: المخاطر النظامية للأسهم
08	الفرع الأول: مفهوم المخاطر النظامية للأسهم
09	الفرع الثاني: أنواع المخاطر النظامية للأسهم
10	الفرع الثالث: طرق قياس المخاطر النظامية للأسهم
12	المطلب الثالث: أثر التحليل المالي في تخفيض المخاطر النظامية للأسهم
13	الفرع الأول: أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية
13	الفرع الثاني: أثر الربحية على المخاطر النظامية
13	الفرع الثالث : أثر السيولة على المخاطر النظامية
15	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية السابقة لموضوع الدراسة
15	المطلب الأول : الدراسات السابقة
15	الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

16	الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
17	المطلب الثاني: تعقيب عن الدراسات السابقة
17	الفرع الأول: أوجه التشابه
18	الفرع الثاني: أوجه الاختلاف
19	خلاصة الفصل
20	الفصل الثاني: الدراسة الميدانية
21	تمهيد
22	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات
22	المطلب الأول: الطريقة
25	المطلب الثاني: الأدوات
29	المبحث الثاني: عرض و مناقشة النتائج
29	المطلب الأول: عرض النتائج
30	المطلب الثاني: مناقشة النتائج
30	مناقشة أثر الرفع المالي على المخاطر النظامية
31	مناقشة أثر السيولة على المخاطر النظامية
31	مناقشة أثر الربحية على المخاطر النظامية
32	خلاصة الفصل
34	الخاتمة
36	قائمة المراجع
39	الملاحق
47	الفهرس