

تقدير عائد ومخاطرة أسهم الفلّس وإمكانية الاستثمار فيها

دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2013 – 2017

**Estimating the return and risk of Penny Stock the possibility of investing in them**

**An Empirical study of a sample of companies listed on the Amman Stock Exchange for the period 2013-2017**

م.م. آسو بهاء الدين قادر

aso\_bq@yahoo.com

المعهد التقني كركوك / الجامعة التقنية الشمالية

Assistant Lecturer : Aso Bahaulddin Qader

Technical Institute of Kirkuk - Northern Technical University

تاريخ استلام البحث 2018/ 5 / 4 تاريخ قبول النشر 2018/ 7 / 7 تاريخ النشر 2021/3/24

### المستخلص :

تناول هذا البحث موضوع اسهم الفلّس من خلال جملة من الأهداف أهمها المساهمة الفكرية والنظرية في موضوع أسهم الفلّس وآلية عملها في السوق، وتسلسل الضوء على واقع بورصة عمان من خلال اختيار الأسهم ذات الأسعار المنخفضة التي تتيح الحصول على أفضل عائد بدرجة كبيرة من المخاطرة والتي تسهم في تعزيز حركة الأموال والاستثمارات للشركات، ومن ثم بيان اهم الإيجابيات والسلبيات الخاصة بها، اما في الجانب العملي فيهدف الى استخدام اسلوب التحليل لغرض التوصل الى الحقائق العلمية التي تقدر عائد ومخاطرة أسهم الفلّس في الشركات المدرجة في بورصة عمان وإمكانية اعتمادها مستقبلاً، وقد كانت مدة البحث خمس سنوات من 2013 – 2017 كما اختار الباحث عينة من واقع المشاهدات السنوية لـ (10) شركة مدرجة في بورصة عمان . وتوصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات أهمها ان اسهم الفلّس تتسم بارتفاع معدل عائدها الذي يتجاوز عائد محفظة السوق، وأن هذه الاسهم غير مناسبة للمستثمر الذي يهتم بالأمان في المقام الأول لأنها تمتاز بارتفاع المخاطرة. كما يوصي الباحث المستثمرين في العالم بشكل عام والمستثمرون في بورصة عمان بشكل خاص بعدم المخاطرة بشراء أسهم رخيصة القيمة لان سوق عمان للأوراق المالية ليست من الأسواق المالية المتطورة وتتسم بالخطورة وأن قيمة السهم السوقية لا تعكس قيمتها الحقيقية في اسهم الفلّس، والتوجه نحو الاستثمار في أسهم الفلّس عندما يكون معامل البيتة اقل من الواحد صحيح.

الكلمات الإفتتاحية : اسهم الفلّس ، العائد ، المخاطرة

### Abstract:

This research deals with the subject of the Penny Stock through a number of objectives, the most important of which are the intellectual and theoretical contribution to the subject of the Penny Stock and the mechanism of its work in the market, and highlight on the reality of the Amman Stock Exchange by selecting low-priced stocks that provide the best return on a large degree of risk, To enhance the movement of funds and investments to companies, And then a statement the most important advantages and disadvantages , either in the practical side aims to use the method of analysis for the purpose of reaching scientific facts that estimate the return and risk of Penny Stock in the companies listed on the Amman Stock Exchange and the possibility of adoption in the

future, The duration of research five years from 2013 - 2017 as a researcher chose a sample of reality for the annual Views (10) companies listed on the Amman Stock Exchange. The research found a number of conclusions, the most important of which is that the Penny Stock are characterized by high rate of return that exceeds the return of the market portfolio, and that these shares are not suitable for the investor who is concerned in the first place because it is characterized by high risk. The researcher also recommends investors in the world in general and investors in the Amman Stock Exchange in particular not to risk buying cheap shares because the Amman Stock Exchange is not a developed financial markets and is dangerous and that the value of the stock market does not reflect the real value in the Penny Stock, And investment orientation Penny Stock When the beta coefficient is less than one true .

**Key words:** Penny Stock, Return, Risk

## المقدمة :

نتيجة النشاط المتنامي في الاسواق المالية قد تظهر فيها عدد من الموضوعات المهمة والمثيرة للجدل في بعض الأحيان، نتيجة للتغيرات البيئية وزيادة المتعاملين والمشاركين في فعاليتها باستمرار، ومنها سواء كانوا (مستثمرين ، أو محللين ماليين ، أو صحافة العمل ، أو منظمين ، أو المدققين ، أو أكاديميين ، أو للشركات ...الخ) . ومع تزايد الاهتمام بهذا النشاط برزت أشكال من الأسهم منها أسهم الفلاس التي نبحث فيها، فأسهم الفلاس هي الأسهم العادية للشركات التي تكون أسعار السوقية لأسهمها أقل من دينار واحد للسهم . فهذه الأسهم يستخدمها المستثمر المجازف من أجل الحصول على عائد عالي بمستوى كبير من المخاطرة . وعليه فإن اختيار هكذا أسهم لا تحتاج الى الكثير من الوقت والجهد لاقتنائها، كما إنها لا تتطلب إمكانيات مادية وخبرة ودراسة مستفيضة لمتابعة الأسواق المالية وأسعار الأسهم .

ونظراً لأهميتها فقد جاء هذا البحث للتعرف على آلية عملها . ومن ثم تطبيق ذلك على مجموعة من أسهم الفلاس للشركات المدرجة في بورصة عمان وذلك من اجل مساعدة المستثمر في اتخاذ القرار المناسب بشأن اقتناء أو عدم اقتناء هكذا نوع من الأسهم وبغية الإحاطة بذلك يمكن معالجة الموضوع وفق المباحث الآتية :

المبحث الأول : منهجية البحث .

المبحث الثاني : الجانب النظري للبحث .

المبحث الثالث : تحليل العوائد والمخاطر للشركات عينّة البحث واختبار الفرضيات.

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات .

## المبحث الأول

### منهجية البحث

#### أولاً : مشكلة البحث :

إنّ الاستثمار في الأوراق المالية والأسهم العادية تحديداً أصبح منهجاً بديهياً في ميدان التعامل في الأسواق المالية، وأصبحت الأسهم العادية اللاعب الرئيس في الأسواق المالية، وان المشكلة الأساسية التي يواجهها المستثمر باستمرار عند اتخاذ قراراً معيناً بشراء أو بيع أوراق مالية، هي تحديد نوع السهم الذي سيفتنيه بحيث تحقق له أهدافه، فالمستثمر المجازف يتاجر في الاسهم ذات الاسعار المنخفضة والاسهم ذات التصنيف المنخفض من أجل الحصول على عائد عالي بغض النظر عن المخاطرة، ومن هنا تنشأ هذه المشكلة التي يمكن صياغة الأسئلة البحثية التالية لمعالجتها :

1- هل إن اقتناء أسهم الفلاس يمكن أن يحقق عوائد اكبر من عائد السوق في بورصة عمان ؟

2- هل إن كل أسهم الفلس تتمتع بتأثير متماثل أو متباين في عوائدها ومخاطرها ؟

3- هل اقتناء أسهم الفلس والاستثمار فيها هي الطريقة الافضل لتحقيق للربح ؟

ثانياً : أهمية البحث :

تأتي أهمية البحث من أهمية المشكلة التي يعاني منها الاستثمار في الأوراق المالية والمتمثلة بـ أسهم الفلس فضلاً عن أهمية توائم النظرية مع التطبيق من خلال تأطير ممنهج يمكن أن يسترشد به المستثمرون، ومن جانب آخر ترسيخ المفاهيم العلمية المعاصرة للاستثمار والأدبيات المتعلقة بالموضوع وعرضها بطريقة واضحة ومنكاملة لغرض رفد المكتبة العلمية بما يعزز أدبيات الإدارة المالية وإدارة الاستثمارات والأسواق المالية .

ثالثاً : أهداف البحث :

يهدف البحث الى تحقيق المساهمة الفكرية والنظرية في موضوع أسهم الفلس وآلية عملها في السوق. كما يحاول أن يسلط الضوء على واقع بورصة عمان من خلال اختيار الأسهم ذات الأسعار المنخفضة التي تتيح الحصول على أفضل عائد بدرجة كبيرة من المخاطرة والتي تسهم في تعزيز حركة الأموال والاستثمارات للشركات وبما ينعكس ايجاباً في النشاط الاقتصادي والسوق المالية .

رابعاً : فرضيات البحث :

يسعى البحث الى اختبار الفرضيات الآتية :

1. ينجم عن اقتناء أسهم الفلس عوائد أكبر من عائد محفظة السوق .
2. ينجم عن اقتناء أسهم الفلس مخاطرة أكبر من مخاطرة في محفظة السوق .
3. تحقق أسهم الفلس أداء أفضل من محفظة السوق في إطار المبادلة بين العائد والمخاطرة.

خامساً : حدود البحث :

1. الحدود المكانية : بورصة عمان للأوراق المالية .
2. الحدود الزمانية : تم اعتماد البيانات السنوية لمؤشر السوق وسعر الإغلاق لأسهم الشركات عينة البحث من 2013 ولغاية 2017 مع الاستفادة من بيانات اخر المدة لسنة 2012 .

سادساً : عينة البحث :

تم اختيار عينة قصدية من أسهم الشركات التي تكون اسعارها اقل من 1 دينار والمدرجة في بورصة عمان (سوق الاول فقط) خلال مدة البحث من كافة القطاعات الاقتصادية (المالي، الخدمات، الصناعة) وكما يوضحه الجدول (1) .

الجدول (1)

الشركات عينة البحث

ت	القطاع	اسم الشركة أو المصرف	رمز الشركة
1	المالي/ المصارف	بنك المال	EXFB
2	المالي/ المصارف	بنك سوسيته جنرال	SGBJ
3	المالي/ التأمين	الأولى للتأمين	FINS
4	المالي/ خدمات مالية	الأولى للتمويل	FFCO
5	المالي/ خدمات مالية	المحفظة الوطنية	MHFZ

TAJM	التجمعات للمشاريع السياحية	الخدمات/ السياحة والفنادق	6
RUMM	رم للنقل والاستثمار	الخدمات/ نقل	7
UMIC	العالمية للزيوت	الصناعة/ الأغذية والمشروبات	8
NATA	الوطنية للالمنيوم	الصناعة/ الصناعات الاستخراجية	9
CEIG	العصر للاستثمار	الصناعة/ صناعات الملابس والجلود	10

المصدر : موقع بورصة عمان (www.ase.com.jo) .

سابعاً : الأساليب الإحصائية والمالية المستخدمة في البحث :

1- العائد على السهم : تم حسابه وفق المعادلة التالية :

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

إذ إن :

$R_i$  : العائد المتحقق للسهم

$P_t$  : سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)

$P_{t-1}$  : سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)

$D$  : مقسوم الأرباح

2- البيتا : تم حسابه وفق المعادلة التالية :

$$\text{Beta } (\beta) = \frac{\sigma_{R_i}}{\sigma_{R_m}} r(R_i), (R_m)$$

$\sigma_{R_i}$  : الانحراف المعياري لعائد السهم

$\sigma_{R_m}$  : الانحراف المعياري لعائد السوق

$r_{R_i R_m}$  : معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق

3- المخاطرة الكلية : تم حسابها وفق المعادلة التالية :

$$\text{Total Risk} = \beta^2 \sigma_{R_m}^2 + \sigma_{R_i}^2$$

$\beta^2$  : مربع معامل البيتا

$\sigma_{R_m}^2$  : التباين عائد محفظة السوق

$\sigma_{R_i}^2$  : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع محفظة السوق (المخاطرة غير النظامية)

4- الانحراف المعياري : تم حسابه وفق المعادلة التالية :

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)^2}{N - 1}}$$

$R_i$  : العائد المتحقق

$\bar{R}_i$  : الوسط الحسابي للعائد المتحقق

$N$  : عدد المشاهدات (السنوات)

5- معامل الاختلاف : تم حسابه وفق المعادلة التالية :

$$C.V = \frac{\sigma}{\bar{R}_i}$$

$\sigma$  : الانحراف المعياري

$\bar{R}_i$  : متوسط العائد المتوقع

## المبحث الثاني

### الجانب النظري للبحث

أولاً : أسهم الفليس Penny Stock

ورد في معاجم اللغة إن كلمة الفليس هي عُملةٌ يتعامل بها مضروبة من غير الذهب والفضة، وكانت تقدّرُ بسُدس الدرهم (معجم المعاني [www.almaany.com](http://www.almaany.com)). وتم تعريف أسهم الفليس بتعاريف كثيرة منها : بأنها أسعار المنخفضة للأوراق المالية للشركات الصغيرة (Liu, et.al,2013:3) وأضاف آخرون بأنها الأسهم العادية للشركات التي تكون أسعار اسمها أقل من \$ 1 للسهم (brook,2006:3) . ويعتبر البعض أن يكون ذلك الأسهم التي يتاجر مقابل سعر ضئيل أو تلك التي تتاجر عليها بأقل من \$5، في حين يرى البعض الآخر إن أسهم الفليس هي الأوراق المالية التي لا تتداول في السوق المالي الرئيس وأن يكون سعر السهم أقل من \$ 5 للسهم الواحد ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)). ويرى (ألكسندر ساينز) بأنها إصدارات منخفضة السعر تُباع بأقل من دولار واحد للسهم (ساينز، 2002:44) . وتأسيساً على ما تقدم فإن أسهم الفليس عبارة عن الأسهم العادية للشركات التي تكون أسعار السوقية لأسهمها أقل من دينار واحد للسهم .

ثانياً : خصائص أسهم الفليس Characteristics Penny Stock

تتميز أسهم الفليس بمجموعة خصائص هي (ساينز، 2002:53) :

- 1- ميزة الأسعار المنخفضة .
- 2- مستثمرو هذا النوع من الأسهم هم عادة المستثمرون المغامرون .
- 3- تكون هذه الأسهم شديدة التقلب، أي أنها تحمل معامل بيتا ( $\beta$ ) عالية .
- 4- أسهم الفليس لها قيمة سوقية صغيرة ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)) أي أنها لا تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة .

تأسيساً على ما تقدم فإن سمة هذا الاستثمار يشبه نوعاً ما المقامرة، فالمستثمر يمكن أن يحقق عوائد ضخمة في مدة قصيرة جداً، وذلك بمخاطرة عالية لان الأسهم ذات الأسعار المنخفضة تعاني من التدهور .

**Return : العائد :**

اختلف الباحثون والمهتمون بالفكر المالي في تحديد مفهوم العائد، حيث يعرف على أنه "الفرق بين القيمة الأولية للاستثمار والقيمة النهائية له خلال فترة من الزمن" (Feibel,2003:17) . وأشار (Bodie,et.al,2001:157) بأنه " مكافأة الاستثمار " ويرى اخرون بأنها المكاسب الناتجة من الاستثمار على مدار فترة زمنية محددة ( Gitman, 2000: 238). ويعتبر البعض بأن المفهوم الاقتصادي للعائد هو " المكافأة التي يتوقع الحصول عليها مقابل التخلي عن منفعة او اشباع بالمستقبل " (الشيخلي،2010:65)، ويمكن أن يكون عائد الاستثمار فعلياً أو متوقعاً ، ويقاس اعتماداً على التدفقات النقدية موجبة أو سالبة . ويتمثل عائد السهم العادي بمقسوم الأرباح، والمكاسب الرأسمالية. (القرشي،2002:11) . وتأسيساً على ما تقدم فان العائد هو ما زاد عن رأس المال المستثمر . ويستخرج عائد السهم العادي بحسب الصيغة الآتية : (Gitman,2000:238)

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}} \quad \dots (1)$$

إذ إن :

- $R_i$  : العائد المتحقق للسهم  
 $P_t$  : سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع )  
 $P_{t-1}$  : سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)  
 $D$  : مقسوم الأرباح

**Risk : المخاطرة :**

تعد المخاطرة جوهر اهتمام الدراسات المالية إذ تظهر أهميتها في تفعيل وترشيد القرارات الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية وان أي نشاط استثماري يخضع للمخاطرة ، فقد عُرفت بأنها تعرض العوائد متوقعة للتغير (Ineichen,2007:23) أو أنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات (العامري،2013:284)، ويرى اخرون بأنه عدم انتظام العوائد (الشبيري&الطالب،2012:182) فالمخاطرة اي عنصر من عناصر المجازفة او احتمال وقوع الخسائر يكمن في شيء او في عمل معين. ومن الاخطار التي تتعرض لها الاعمال التجارية مثلاً، تقلبات الاسعار، والتغيير في الطلب على البضائع، واحوال الزبائن، واوزاعهم المالية والقدرة على الحصول على المواد الاولية وما شابه ذلك. والمخاطرة مفهوم يستخدم لقياس حالات عدم التأكد في عمليات التشغيل والتي تؤثر على قدرة المؤسسة في تحقيق اهدافها (الشيخلي،2010:13) وتأسيساً على ما تقدم فإن المخاطرة هي احتمالية تعرض رأس المال والعوائد المتوقعة للتغير سلباً. وتصنف المخاطرة على ثلاثة أنواع (العامري،2013:284) وكالاتي :

**Systematic Risks أ-المخاطر النظامية**

وهي المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع (Brigham&Daves,2004:66) وتسمى أيضا مخاطر السوق (Bodie et.al,2001:186) وهي المخاطر العامة الناشئة عن عوامل السوق التي تؤثر على جميع الشركات من أمثلتها مخاطر الحروب والتضخم وتذبذب أسعار الفائدة (Gitman,2000:256). أن المقياس الإحصائي للمخاطرة النظامية هو معامل البيتا Beta Coefficient التي تحسب بالصيغة الآتية (العامري، 2013 : 286) :

$$\text{Systematic Risk} = \beta^2 \sigma^2_{Rm} \quad \dots (2)$$

إذ إن :

Systematic Risk : المخاطرة النظامية  
 $\beta^2$  : مربع معامل البيتا  
 $\sigma^2$  : التباين  
 $R_M$  : معدل عائد محفظة السوق

#### ب- المخاطر اللانظامية Unsystematic Risks

وهي المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع ( Eun&Resnick,2007:356) وتسمى أيضا المخاطرة الخاصة Firm- Specific Risk أو المخاطرة الاستثنائية Unique Risk وتؤثر على الشركة دون غيرها لأسباب مرتبطة بالشركة نفسها (Bodie,et.al,2001:186)، وقد تكون هذه المخاطرة ناجمة عن عدم الكفاءة في الإدارة أو عن حدوث إضرابات عمالية (أبو عمر، 2003:46) وتقاس المخاطرة اللانظامية بمعامل التباين Variance الذي يوضح لنا تذبذب عوائد كل شركة وتقاس حسب المعادلة الآتية : (العامري،2013:287)

$$\text{Unsystematic Risk} = \sigma^2_{Ri} \dots (3)$$

إذ إن :

تباين الورقة المالية غير المرتبط مع محفظة السوق (المخاطرة غير النظامية) :  $\sigma^2_{ei}$

#### ج - المخاطر الكلية Total Risk

وهي حاصل جمع المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية :

$$\text{Total Risk} = \beta^2 \sigma^2_{Rm} + \sigma^2_{Ri} \dots (4)$$

إذ إن :

$\beta^2$  : مربع معامل البيتا  
 $\sigma^2_{Rm}$  : التباين عائد محفظة السوق  
 $\sigma^2_{ei}$  : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع محفظة السوق (المخاطرة غير النظامية)

### المبحث الثالث

#### تحليل العوائد والمخاطر للشركات عينة البحث واختبار الفرضيات

أولاً : تحليل معدلات العوائد الشركات عينة البحث :

على وفق معادلة (1) تم الحصول على معدلات العوائد المتحققة للشركات عينة البحث وكما موضح في الجدول (2)، والتي اعتمد العائد الرأسمالي فقط من دون العائد الايرادي في حساب معدلات العوائد وذلك لاهتمام اغلب مستثمري الأسهم العادية بالعائد الرأسمالي أكثر من اهتمامهم بالتوزيعات أو العائد الايرادي، بالإضافة الى صعوبة الحصول على توزيعات الأرباح لمعظم الشركات. (العلي،1997:50) .

يبين الجدول (2) سلسلة عوائد الأسهم المتحققة خلال الفترة الزمنية المبحوثة، ويلاحظ متوسطات العائد في العمود الأخير حيث أن شركة العصر للاستثمار (وهي إحدى شركات قطاع الصناعة/ صناعات الملابس والجلود والنسيج) قد حققت أعلى معدل عائد إذ بلغ (0.341) تليها الشركة العالمية للزيوت إذ حققت أسهماً متوسط عائد بلغ (0.241)، وإن أدنى عائد قد حققته شركة رام للنقل والاستثمار والذي بلغ (0.013)، وإن باقي شركات عينة البحث قد حققت عوائد متباينة خلال الفترة الزمنية المبحوثة، وإن أقصى خسارة حققتها شركة الأولى للتأمين الذي بلغ (0.07)، تليها بنك المال إذ حققت متوسط خسارة بلغ (0.04) على التوالي .

ويلاحظ من الجدول (2) إن بنك المال قد حقق في سنة 2013 معدل عائد بلغ (0.42) وهو أعلى معدل عائد من بين معدلات العوائد المتحقق للشركة، التي تباينت بشكل سلبي خلال الفترة الزمنية المبحوثة . وفيما يتعلق بمصرف سوسيته جنرال فإنه قد حقق في سنة 2015 و2016 معدل خسارة بلغ (0.06) على التوالي ثم تباينت هذه المعدلات بشكل ايجابي لتبلغ في عام 2014 أعلى مستوياتها وهي (0.202) .

ويبين الجدول (2) أيضاً إن شركة العصر للاستثمار قد حقق في عام 2013 معدل عائد بلغ (0.909)، وهو أعلى معدل عائد من بين معدلات العوائد المتحققة للشركات عينة البحث، كما حققت الشركة نسبة خسارة بلغت (0.27) ثم تباينت معدل العائد للشركة بشكل كبير جداً خلال الفترة الزمنية المبحوثة، وفيما يتعلق بالشركات الأخرى عينة البحث التي تباينت معدلات عوائدهم بشكل سلبي وإيجابي خلال الفترة الزمنية المبحوثة وكما يبدو في الجدول (2).

من خلال الجدول (2) نستطيع استخراج ناتج متوسط المتوسطات للعوائد الذي بلغ (0.0833) ويتضح أن محفظة عينة البحث تتفوق على محفظة السوق (0.017) من حيث العائد وبذلك تم قبول الفرضية الأولى والتي تشير الى أنه " ينجم عن اقتناء أسهم الفلس عوائد أكبر من عائد محفظة السوق " .

### الجدول (2)

معدلات العوائد المتحققة للشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة أو المصرف	رمز الشركة	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط
1	بنك المال	EXFB	0.42	-0.06	-0.34	-0.17	-0.05	-0.04
2	بنك سوسيته جنرال	SGBJ	0.047	0.202	-0.06	-0.06	0.158	0.057
3	الأولى للتأمين	FINS	-0.2	0.059	0.083	-0.13	-0.18	-0.07
4	الأولى للتمويل	FFCO	0.161	0.236	-0.02	-0.06	-0.02	0.059
5	المحفظة الوطنية	MHFZ	0.156	0.135	-0.19	0.021	0.306	0.086
6	التجمعات للمشاريع السياحية	TAJM	0.389	0.14	-0.16	0	-0.08	0.058
7	رم للنقل والاستثمار	RUMM	0.026	0.418	-0.27	-0.01	-0.1	0.013
8	العالمية للزيوت	UMIC	0.012	0.788	0.224	0.312	-0.13	0.241
9	الوطنية للالمنيوم	NATA	0.789	-0.06	-0.16	0.019	-0.15	0.088
10	العصر للاستثمار	CEIG	0.909	0.254	0.43	0.381	-0.27	0.341

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة .



### ثانياً : تحليل عائد ومخاطرة السوق :

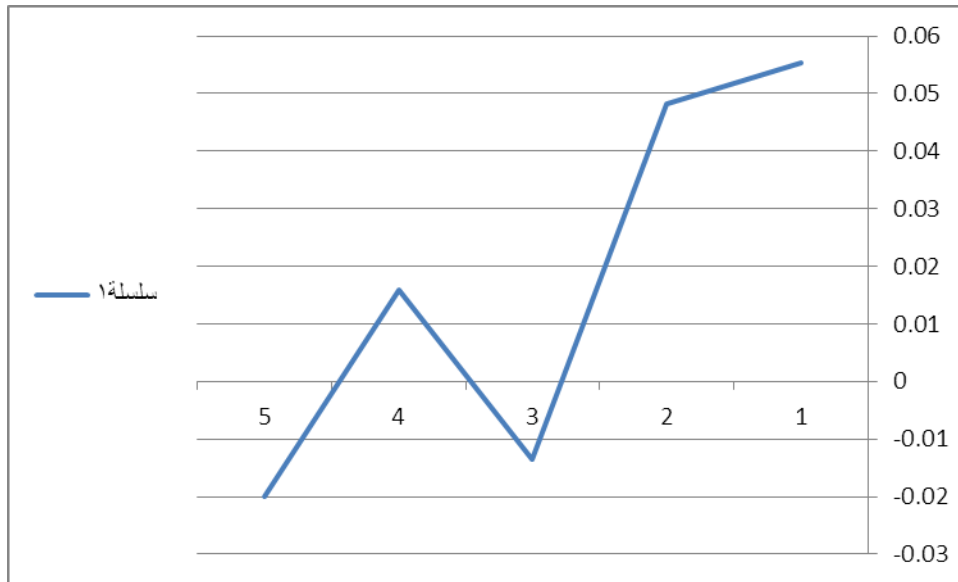
تم حساب متوسط عائد السوق على أساس اعتبار مؤشر السوق هو البديل عنه، إذ تم حسابه وفق معادلة عائد السهم، كما يبدو في الجدول (3)، كما بلغ انحرافها المعياري (0.0343) وتباينها (0.0012) ومن الواضح إن معامل بيتا ( $\beta$ ) لأي سوق هو مساوٍ الى واحد صحيح . وبخصوص معامل الاختلاف C.V فقد بلغ (2.018) مره ، بمعنى إن محفظة السوق لها مخاطرة تقريباً بمقدار 2 ضعف عائدها .

#### الجدول (3)

معدلات عوائد السوق

المتوسط	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
0.017	-0.02	0.0159	-0.013	0.0482	0.0553	عائد السوق

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان ([www.ase.com.jo/ar](http://www.ase.com.jo/ar))



#### شكل (1) عائد السوق

المصدر : الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج عائد بورصة عمان .

#### رابعاً : تحليل المخاطرة للشركات عينة البحث :

بينت نتائج التحليل الذي أظهره الجدول (4) بأن شركة العصر للاستثمار (وهي إحدى شركات قطاع الصناعة/ صناعات الملابس والجلود والنسيج) قد حققت أعلى معدل مخاطرة إذ بلغ انحرافها المعياري (0.422)، وهو أعلى معدل مخاطرة من بين معدلات مخاطرة المتحققة للشركات عينة البحث خلال الفترة الزمنية المبحوثة، ثم تباينت انحراف المعياري (المخاطرة) للشركات بشكل متقارب إذ حقق بنك سوسيته جنرال ادنى مخاطرة والذي بلغ انحرافها المعياري (0.121) .

أما بالنسبة لبيتا الشركة فهناك حالات عديدة لها، إذا كانت البيتا أكبر من الواحد فهذا يعني أن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت البيتا تساوي واحد فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كانت البيتا أقل من الواحد فهذا يعني أن مخاطرة السهم أقل من مخاطر السوق، وإذا كانت البيتا مساوية للصفر فإن مخاطر السهم غير مرتبطة بمخاطر السوق، وإذا كانت البيتا سالبة ، فهذا يعني أن تحرك السهم سيكون معاكساً لاتجاه تحرك السوق،

ويتضح من الجدول (4) أن بيتا شركة الأولى للتأمين كانت (-0.3) وهي أدنى بيتا قياساً بباقي الشركات عينة البحث، وان تحرك مخاطر سهم شركة الأولى للتأمين معاكس لتحرك مخاطر السوق، كما بلغ بيتا شركة العصر للاستثمار الى مستوى (8.266)، أي ان تغيير بوحدة واحدة في مخاطر السوق تتبعها تغيير بمقدر (8.266) في شركة العصر للاستثمار، وبخصوص معامل الاختلاف C.V فان اعلى معدل حققه شركة رم للنقل والاستثمار فقد بلغ (19.83) مره وهذا يعني إن كل وحدة من العائد تتحمل مخاطرة مفاسه بالانحراف المعياري بمقدار (19.83) وحده، بمعنى إن شركة شركة رم للنقل والاستثمار لها مخاطرة تقريباً بمقدار 20 ضعف عائدها، وبالرجوع الى الجدول (4) يتبين ان معامل التحديد R<sup>2</sup> لشركة التجمعات للمشاريع السياحية يساوي (82.8%) اي انه مع مراعاة المتغيرات البيئية في السوق فإن يؤثر بنسبة (82.8%) في درجة عائد محفظة السوق، وان متوسط قيمة الارتباط R بين عائد اسهم الفلوس وعائد السوق يساوي (53.5%) وهي نسبة ارتباط طردية قوية .

ويتضح أن متوسط المتوسطات للمخاطرة (الانحراف المعياري) بلغ (0.2496) يعني إن مخاطرة محفظة عينة البحث يفوق بنسبة كبيرة جداً مخاطرة السوق (0.0343) ما يعني بأن الاستثمار في اسهم الفلوس خطرة جداً، وعليه تم قبول فرضية الثانية والتي يقول " ينجم عن اقتناء أسهم الفلوس مخاطرة أكبر من مخاطرة في محفظة السوق " .

#### الجدول (4)

الانحراف المعياري وبيتا ومعامل الاختلاف والارتباط والتحديد لشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة أو المصرف	رمز الشركة	الانحراف المعياري $\sigma$	أبيتا $\beta$	معامل الاختلاف C.V	معامل الارتباط R	معامل التحديد R <sup>2</sup>
1	بنك المال	EXFB	0.282	5.628	-7.06	0.684	0.468
2	بنك سوسيته جنرال	SGBJ	0.121	0.858	2.111	0.243	0.059
3	الأولى للتأمين	FINS	0.135	-0.3	-1.83	-0.076	0.006
4	الأولى للتمويل	FFCO	0.131	3.153	2.201	0.828	0.685
5	المحفظة الوطنية	MHFZ	0.184	0.939	2.155	0.175	0.031
6	التجمعات للمشاريع السياحية	TAJM	0.216	5.721	3.733	0.91	0.828
7	رم للنقل والاستثمار	RUMM	0.254	5.484	19.83	0.742	0.55
8	العالمية للزيوت	UMIC	0.352	4.767	1.458	0.465	0.216
9	الوطنية للالمنيوم	NATA	0.399	8.185	4.553	0.704	0.496
10	العصر للاستثمار	CEIG	0.422	8.266	1.239	0.672	0.451

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة .

يتضح من الجدول (5) أن شركة العصر للاستثمار قد حققت مخاطرة كلية مقدارها (0.2587) لكن المخاطرة النظامية تمثل حوالي (31%)<sup>1</sup> من مجمل المخاطرة الكلية بينما تمثل المخاطرة اللانظامية نسبة (69%) من مجمل تلك المخاطرة . وإن بنك سوسيته جنرال قد حققت أدنى معدل للمخاطرة إذ بلغ مخاطرها الكلية (0.0155) لكن المخاطرة النظامية تمثل حوالي (6%) من مجمل المخاطرة الكلية بينما تمثل المخاطرة اللانظامية نسبة (94%) من مجمل تلك المخاطرة . وبالمقابل كانت العوائد والمخاطرة الشركات عينة البحث متقلبة بين هذا وذاك وكما مبين في الجدول (5) .

<sup>1</sup> قسمت المخاطرة النظامية على المخاطرة الكلية  $0.0805 / 0.2587 = 31\%$  . وهكذا بالنسبة للنسب الأخرى .

وعند النظر في الجدول (5) نرى أن اسهم الفلّس لم يحقق أداء أفضل من أسهم العادية الاخرى (اسهم مؤشر السوق) وعليه تم رفض الفرضية الثالثة والتي يقول " تحقق أسهم الفلّس أداء أفضل من محفظة السوق في إطار المبادلة بين العائد والمخاطرة " .

### الجدول (5)

معدل عائد ومخاطرة أسهم الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة أو المصرف	رمز الشركة	المتوسط	مخاطرة النظامية $\beta^2 \sigma_{Rm}^2$	مخاطرة اللانظامية $\sigma_{ej}^2$	مخاطرة الكلية
1	بنك المال	EXFB	-0.04	0.0373	0.0798	0.117
2	بنك سوسيته جنرال	SGBJ	0.057	0.0009	0.0147	0.0155
3	الأولى للتأمين	FINS	-0.07	0.0001	0.0181	0.0183
4	الأولى للتمويل	FFCO	0.059	0.0117	0.0171	0.0288
5	المحفظة الوطنية	MHFZ	0.086	0.001	0.034	0.0351
6	التجمعات للمشاريع السياحية	TAJM	0.058	0.0385	0.0466	0.0851
7	رم للنقل والاستثمار	RUMM	0.013	0.0354	0.0644	0.0998
8	العالمية للزيوت	UMIC	0.241	0.0268	0.1237	0.1504
9	الوطنية للالمنيوم	NATA	0.088	0.0789	0.1591	0.2379
10	العصر للاستثمار	CEIG	0.341	0.0805	0.1783	0.2587

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الحاسبة .

### المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

#### أولاً. الاستنتاجات :

1. تتسم اسهم الفلّس بارتفاع معدل عائدها الذي يتجاوز عائد محفظة السوق، وأن هذه الاسهم غير مناسبة للمستثمر الذي يهتم بالأمان في المقام الأول لأنها تمتاز بارتفاع المخاطرة .
2. أن الاستثمار في اسهم الفلّس يشبه نوعاً ما المقامرة، فالمستثمر يتولد لديه شعور بأن يمكن أن يحقق عوائد ضخمة في مدة قصيرة جداً، دون النظر الى مستوى مخاطرة عالية .
3. بينت نتائج البحث أن شركة العصر للاستثمار قد حققت أعلى معدل عائد إذ بلغ (34.1%) تليها شركة العالمية للزيوت إذ حققت أسهمها متوسط عائد بلغ (24.1%)، وإن أدنى عائد قد حققته شركة رم للنقل والاستثمار والذي بلغ (1.3%)، كما بينت نتائج البحث أن أقصى خسارة قد حققته شركة الأولى للتأمين والذي بلغ (7%).
4. أظهرت نتائج البحث أن شركة العصر للاستثمار قد حققت مخاطرة كلية مقدارها (0.2587) لكن المخاطرة النظامية تمثل حوالي (31%) من مجمل المخاطرة الكلية، وإن بنك سوسيته جنرال قد حققت أدنى معدل للمخاطرة إذ بلغ مخاطرها الكلية (0.0155) .

5. توصلت نتائج تحليل العائد والمخاطرة أن أدنى مخاطرة ممكن أن يتحملها المستثمر بحدود (0.0155) مقابل عائد مقداره (0.057)، فيما كانت المخاطرة الكلية للسوق (0.0024) مقابل عائد مقداره (0.017)، ونقترب هذه النتيجة من أن اسهم الفلس لم يحقق أداء أفضل من أسهم العادية لمحفظه السوق في إطار المبادلة بين العائد والمخاطرة .

#### ثانياً. التوصيات :

تم التوصل إلى مجموعة من التوصيات، يمكن إدراج هذه التوصيات بالاتي :

1. يوصي الباحث المستثمرين في العالم بشكل عام والمستثمرون في بورصة عمان بشكل خاص بعدم المخاطرة بشراء أسهم رخيصة القيمة لان سوق عمان للأوراق المالية ليست من الأسواق المالية المتطورة وتتسم بالخطورة وأن قيمة السهم السوقية لا تعكس قيمتها الحقيقية في اسهم الفلس، كما يوصي الباحث باقتناص الفرصة وعدم ترك الأرباح تتحول الى خسائر والقناعة بالريح المتاح وعدم انتظار المزيد .
2. ينبغي التوجه نحو الاستثمار في أسهم الفلس عندما يكون معامل البيتا اقل من الواحد صحيح، والتوقف عن الاستثمار في أسهم الفلس عندما يكون معامل البيتا اكبر من الواحد صحيح، لأنه البيتا يقيس مدى حساسية عائد السهم لعائد محفظة السوق وتم اعتماده كأسلوب لتقييم الاستثمار في الأسهم الفلس .
3. مواصلة البحث في هذا المجال (اسهم الفلس) بإجراء دراسات مقارنة أو مماثلة في أكثر من سوق مالي ولكل القطاعات وفترات زمنية مختلفة لغرض اختبار مدى صحة وكفاءة هذه الاستنتاجات بغية التوصل الى مقاييس افضل .
4. ينبغي الأخذ بنتائج هذا البحث ولما تقدمه من صورة شاملة عن مستويات العائد والمخاطرة لعينة البحث من الشركات المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية، لترشيد القرارات الاستثمارية لدى المستثمرون .
5. ضرورة العمل على تطوير الخبرات النظرية للإمام بالآراء النظرية التي تغطي الجوانب المتعلقة بالاستثمار في أسهم الفلس، ويفيد في هذا المجال حضور الندوات والدورات التدريبية وزيارة مواقع التعليمية، وبما يسهم في نشر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق المالية.

## المصادر

أولاً : المصادر العربية :

أ - النشرات والتقارير الرسمية :

1. بورصة عمان للأوراق المالية، التقارير السنوية ([www.ase.com.jo/ar](http://www.ase.com.jo/ar)) .

ب - الرسائل والاطاريح والدوريات :

1. الشبخلي، سجي أكرم عبدالرزاق، (2010)، تحليل العلاقة بين المخاطر المصرفية والعائد المحاسبي، رسالة ماجستير محاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد .2. العلي، اسعد حميد عبيد ، (1997)، بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد .3. القرشي، عبدالله (2002)، تقييم الاستثمار بالأسهم باعتماد صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي، رسالة ماجستير إدارة أعمال، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

ج- الكتب العربية :

1. أبو عمر، واثق حمد (2003)، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية ، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا .2. ساينز، الكسندر (2002)، الاستثمار في أسواق المال ترجمة ربما عاد، أكاديميا للنشر ، بيروت ، لبنان .3. الشيبيري، فارس ناصيف & الطالب، غسان سالم (2012)، مبادئ المالية (1)، دار وائل للنشر، عمان، الأردن .4. العامري، محمد علي إبراهيم (2013)، الإدارة المالية الحديثة ، دار أثير للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن .

د- الانترنت :

1. (معجم المعاني <http://www.almaany.com/ar/dict/>)2. <http://www.investopedia.com/terms/p/pennystock.asp>

ثانياً: المصادر الأجنبية :

1. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus , Alan J. (2001), Essentials Of Investments, 4<sup>th</sup>.ed, McGraw-Hill Companies, New York, America .
2. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2004), Intermediate Financial Management, 8<sup>th</sup> ed. THOMSON, United States Of America .
3. Brook, jason T. (2006), The Ultimate Step-by-Step Guide to Day Trading penny Stock .
4. Eun, Cheol S. & Resnick, Bruce G. (2007), International Financial Management, 4th ed. , McGraw-Hill Irwin, USA .
5. Feibel, Buce J. (2003), Investment performance Measurement, John Wiley & Sons. Inc .
6. Gitman, Lowrence J. (2000), Principles Of Managerial Finance, 9th ed. World Student Series Edition, USA .
7. Ineichen, Alexander M. (2007), Asymmetric Returns, John Wiley & Sons, Inc. United States Of America .
8. Liu, & Campo, Salvatore Schiave & Garrity, Thomas Calumkill (2013), Assessing and Reforming Public Financial Management, The World Bank .