التنبؤ وتقييم أداء المحافظ القطاعية ومحفظة السوق "دليل من البورصة الفلسطينية

Evaluation and predictability of performance Sector portfolio's and Market Portfolio / Evidence from Palestine Exchange

د. محمد كمال أبو عمشة *

قسم العلوم المالية والمصرفية المحوسب، كلية الإقتصاد والأعمال، جامعة فلسطين التقنية – خضوري

* البريد الإلكتروني: moh203@hotmail.com

تاريخ الاستلام: 01 نيسان 2017 تاريخ القبول: 11 أيلول تاريخ النشر: 15 تشرين الثاني 2017

ملخص الدراسة:

هدفت الدراسة إلى تقييم والتنبؤ بالمحافظ القطاعية لقطاعات (البنوك والخدمات المالية، الصناعة، التأمين، الإستثمار، الخدمات، محفظة السوق) في بورصة فلسطين للأوراق المالية من شهر كانون ثاني 2010 – كانون اول 2016، وتم إستخدام مؤشر شارب، ومؤشر ترينور، ومؤشر جنسن لتقييم أداء المحافظ القطاعة، وتم إستخدام نموذج (Box – Jenkins) للتنبؤ بأداء المحافظ القطاعية في الأجل القصير بإستخدام منهجية (Box – Jenkins, 1976)، وبينت نتائج الدراسة إلى تفوق محفظة البنوك على باقي المحافظ، وتوصلت الدراسة إلى أن أفضل نموذج ينطبق على بيانات كل قطاع هو نموذج الإنحدار الذاتي من الدرجة الأولى، بدون أي تأثيرات موسمية في النموذج وكان الاختيار بناءً على عدة معايير واختبارات تشخيص من بين عدة نماذج متقاربة.

Abstract:

This paper aims to evaluate and predict the portfolios sectors (banking and financial services, industry, insurance, investment, services, market portfolio) in Palestine Stock Exchange (PSE) from January 2013 – December 2016, this result used, Sharpe, Treynor, and Jensen indexes, to evaluate the performance of the portfolios sectors. And (Box – Jenkins, 1976) Model was used Methodology, to Predict the performance of the portfolios sectors. The results revealed that the reported progress the performance of the banking portfolio over the other portfolios. The study also found, according to different methods and tests, the autoregressive model of degree one is the best model fitting the data. The seasonal pattern of the series has little effects on the model.

Keywords: *Box - Jenkins, Sharpe Index, Treynor Index, Jenson Index, portfolios sectors*

1- المقدمة:

تتمثل أهمية الأسواق المالية في قدرتها على تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية المستثمرة لتشجيع الادخار والاقتراض، لهذا حظيت الأسواق المالية بالإهتمام من حيث إنشائها وتنظيمها وسن القوانين المنظمة لها وكذلك دراسة وتحليل هذه الأسواق من قبل الباحثين.

تاريخياً، بدأ تداول الأسهم في فلسطين من خلال سوق عمان للأوراق المالية، حيث كانت تتم عملية البيع والشراء عن طريق سوق عمان للأوراق المالية أو من خلال الاتصال المباشر بين البائع والمشتري، كما لم تتوفر في فلسطين شركات تقوم بدور الوساطة بين البائع والمشتري حتى العام 1997 بفعل ظروف الإحتلال. وفي عام 1997 بدأ التداول الفعلي في سوق فلسطين للأوراق المالية تحت إشراف سلطة النقد الفلسطينية ووزارة المالية بإستخدام التقنية الإلكترونية والآلية للتداول بالأوراق المالية. (عبد الكريم، 2001).

بدأت السوق بداية متواضعة جداً،[1] ولكنها كانت متنامية، فمن بضع شركات مدرجة في السوق زاد العدد إلى 49 شركة حتى نهاية عام 2016، ومن المتوقع أن يزداد عددها بعد أن تم إنشاء هيئة سوق رأس المال التي تشرف على المؤسسات المالية غير المصرفية، ومن ضمنها سوق فلسطين للأوراق المالية، إعتمدت بورصة فلسطين في تموز من العام 1997 رقماً قياسياً لقياس مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام لهذه الأسعار عرف باسم "مؤشر القدس" وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة تداول 7/7/1997 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة ويتكون مؤشر القدس حالياً من 15 شركة تعتبر الأكثر نشاطاً في البورصة.

واجهت بورصة فلسطين للأوراق المالية العديد من المشكلات والمعوقات السياسية والاجتماعية والاقتصادية بفعل ظروف الاحتلال، إلا أنها استطاعت التغلب على هذه المعوقات والمشكلات بفعل مرونة السوق، بإستثناء مشكلة الكفاءة سواء الكفاءة المعلوماتية أو التشغيلية، وقد قدم كلا من Awad & Daraghma, (2011) و (Abushammala, 2015) و (Alkhatib & Harasheh, 2016) دليلاً على عدم كفاءة بورصة فلسطين. وقد ساعد على ذلك وجود العديد من المعوقات التي لها جانب سلبي على المستثمرين في سوق الأسهم مما أدى إلى إبقاء كثير منهم في حسابات جارية أو عقارية أو قروض. ومن هذه المعوقات عدم وجود إستثمارات أجنبية وإحتجاز أموال الضرائب التي تحصلها السلطة الفلسطينية عن طريق الإحتلال الإسرائيلي، وتحكم عدد قليل من المستثمرين في أسهم كثيرة لبعض القطاعات، مما أدى إلى إتاحة جزءاً بسيطا من هذه الأسهم للتداول. وأيضاً وجود مشاكل بالمعلومات حيث إن كثيراً من الشركات لا تعلن مواقفها المالية في الوقت المحدد، وأخيراً غياب صانعي السوق الرسميين (Makers Market). (درويش، 2009)

وتلعب مؤشرات سوق الأسهم دوراً كبيراً في تقييم أداء السوق وذلك للمساعدة على إتخاذ القرارات الإستثمارية وتوقيتها حيث تعبر مؤشرات سوق الأسهم عن اتجاهات السوق والإقتصاد الوطني، وتساعد الباحثين على التنبؤ بالإقتصاد الوطني لوجود علاقة قوية بين مؤشرات أسعار الأسهم والدورات الإقتصادية. كما يساعد المستثمر العادي على قياس أداء المحافظ الإستثمارية المختلفة ومقارنتها وكذلك معرفة فعالية السوق. (الجعفري، ومدني، وصوفي، 1989).

ظهرت العديد من الدراسات التي تناولت مواضيع ذات علاقة ببورصة فلسطين. فقد تطرقت بعض هذه الدراسات إلى العلاقة بين مؤشر القدس وبعض المتغيرات الكمية لغرض التنبؤ بمؤشر القدس ومن هذه الدراسات (الحاج و دعاس، 2004) أما في دراسة (AlFayyoumi, 2006) فقد وضح العلاقة بين حجم التداول وتذبذب أسعار الأسهم في بورصة فلسطين والتي توصلت لصعوبة تفسير تذبذب الأسعار من خلال تدفق

[1] التقارير السنوية لبورصة فلسطين للسنوات 2000، 2005، 2008، 2011، 2012، 2013، 2014.

المعلومات، أما دراسة (شراب وزعرب 2009) والتي إختبرت أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين والتي توصلت إلى وجود علاقة بين متغيرات الدراسة، ودراسات تناولت إختبار كفاءة بورصة فلسطين منها (Awad & Daraghma, 2011) و (Abushammala, 2015) و (Alkhatib & Harasheh, 2016) إلا أن الباحث لم تتوفر لديه دراسات عن التنبؤ بمؤشرات بورصة فلسطين للأوراق المالية وتقييم أداء هذه المؤشرات.

2- مشكلة الدراسة:

لقد شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورات كبيرة من نواحي متعددة. إذ ظهرت نظريات عديدة منها نظرية المحفظة Modern Portfolio Theory لـ (Markwitz, 1952) ونظرية كفاءة السوق Efficiency Market Theory أوضحت جميعها أهمية تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار وتخفيض المخاطرة إلى مستويات مقبولة، وكان لهذه النظريات أثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري للوصول إلى معدلات العائد المطلوبة بأدنى ما يمكن من المخاطرة.

وتظهر المشكلة في حالة تركيز المستثمرين في بورصة فلسطين على أحد بعدي القرار الاستثماري العائد والمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية مما قد يؤدي إلى نتائج مضللة، فاختيار المحافظ الاستثمارية ذات العوائد العالية قد يؤدي إلى اختيار محافظ ذات مخاطر عالية، كما أن الاعتماد على المخاطر المنخفضة قد يؤدي إلى اختيار محافظ ذات عوائد منخفضة.

وتزداد مشكلة المستثمرين في بورصة فلسطين من ذوي الدخول المتوسطة والمنخفضة تعقيداً عندما لا يمتلكون الإمكانيات الإدارية والفنية في تحليل العدد الكبير من الأوراق المالية المتضمنة ضمن المحفظة الاستثمارية وإستخدام أساليب التنبؤ بعوائدها. ويمكن إختصار مشكلة الدراسة بطرح السؤال التالي:

1- ما هي المقييس الأنسب لتقييم أداء محافظ الأوراق المالية القطاعية ومحفظة السوق.

2- وما هو النموذج الأفضل للتنبؤ بالأداء المستقبلي لهذه المحافظ؟.

3- أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة في جانبها النظري إلى توضيح أبعاد المحافظ الإستثمارية وأساليب القياس لهذه الأبعاد، فضلاً عن توضيح أساليب المقارنة بين المحافظ الاستثمارية، وكذلك أهمية توحيد المقياس المستخدم للمقارنة من أجل الوصول إلى الدقة والموضوعية في القياس، من هنا جاء استخدام أسلوب العائد المعدل بالمخاطرة كوسيلة دقيقة في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.

أما الجانب التطبيقي فقد ركز الباحث على:

1- قياس أداء ستة محفاظ استثمارية تمثل مختلف القطاعات في بورصة فلسيطن للأوراق المالية بإستخدام مؤشرات شارب Sharpe، ترينور Treynor، جنسن Jensen.

2- فحص إمكانية التنبؤ بالأداء المستقبلي للمحافظ بإستخدام Dickey-Fuller test.

3- اختبار إمكانية تطبيق الأسلوب الحديث في تحليل السلاسل الزمنية في التنبؤ بعوائد مؤشر القدس بإستخدام طريقة بوكس جنكينز (Box-Jenkins).

4- التنبؤ بعوائد قطاعات السوق ومؤشر القدس للعام 2010-2017.

4- فرضيات الدراسة:

تتحدد فرضيات الدراسة في ضوء المشكلة والأهمية والهدف بما يأتي:

1- يترتب على قياس أداء المحافظ الاستثمارية تحقيق أفضل النتائج والوصول إلى الدقة والموضوعية في القياس.

2- يوجد فروق معنوية وذات دلالة إحصائية للتنبؤ بالأداء المستقبلي للمحافظ القطاعية والمستخدمة من المستثمرين في بورصة فلسطين لتحقيق عوائد غير عادية.
3- يوجد فروق معنوية وذات دلالة إحصائية في إستخدام طريقة بوكس جنكينز (Box–Jenkins) للتنبؤ بالمحافظ القطاعية ومحفظة السوق.

5- حدود الدراسة:

1- لأغراض الدراسة تم الإعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية من 2012/12/31-2016/12/31 لتقييم المحافظ القطاعية.
2- أما الجزء الثاني من الدراسة والمتعلق بالتنبؤ بمؤشرات البورصة الفلسطينية تم الإعماد على البيانات الشهرية من 2009/12/31-2016/12/31 وذلك لزيادة الدقة في عملية التنبؤ للأعوام 2010-2017، ومقارنتها بالبيانات الفعلية.

6- الدراسات السابقة:

دلت نتائج العديد من الدراسات منها (Grant, 1995) و (Fama and French, 1992) و (Fama and French, 1993) بشأن غرائب السوق ونموذج Fama and French إلى أن التنبؤ بالعائد المتوقع، لا يتوقف فقط على معامل المخاطرة المنتظمة (بيتا)، بل هناك العديد من المتغيرات التي ترتبط بخصائص الشركة أو السوق يمكن أن تشرح العوامل المؤثرة في العائد المتوقع، وبالتالي لا يعتبر نموذج تسعير الأصل الرأسمالي ملائماً للتنبؤ بالمخاطرة، لأنه يفترض أن المخاطرة المنتظمة هي المتغير الوحيد المؤثر على العوائد المتوقعة للورقة المالية، فقد أظهرت الدراسات التطبيقية عبر فترات زمنية مختلفة وعبر بيئات مختلفة ما يلي:

- التأكد على وجود ما يسمى بالظواهر الشاذة للسوق Market Anomalies مثل تأثير الحجم وتأثير القيمة، فإما أنها عوامل خطر غير موجودة في نموذج تسعير الأصل الرأسمالي أو أنها سوء تقدير للعوائد الموقعة التي تنم عن عدم كفاءة السوق.

نموذج Fama and French متعدد عوامل الخطر (السوق – الحجم – القيمة)، أفضل من نموذج تسعير الأصل الرأسمالي في التنبؤ بالعوائد.

هدفت دراسة (Diacogiannis, 1990) إلى التحقق من قدرة التنبؤ التي يتمتع بها معامل بيتا للأوراق المالية والمحافظ الإستثمارية بإستخدام بيانات السلاسل الزمنية في سوق لندن للأوراق المالية، وذلك انطلاقاً من أن تقدير بيتا للأوراق المالية لفترة واحدة يعد مؤشراً قوياً على تطابق معاملات بيتا في الفترة اللاحقة. وقد توصلت الدراسة إلى إمكانية تحسين معاملات بيتا المقدره من خلال استخدام تقنيات التعديل من أجل تخفيض أخطاء التنبؤ الخاص بمختلف أنواع المخاطر. وفيما يتعلق بالمحافظ فقد وجدت تقديرات محافظ بيتا قابلة للتنبؤ بصورة نسبية، ويمكن كذلك تحسين هذه التقديرات من خلال استخدام طرق التعديل المشار إليها مع ملاحظة أن مقدار هذا التعديل يكون أكبر عندما يزداد حجم المحفظة.

كما هدفت دراسة (Mainul Haque, et al., 1995) إلى التحقق من طبيعة العلاقة السببية القائمة بين نشاط الاندماج الكلي وأداء سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، وكذلك من خلال اعتماد نظام التحليل الثلاثي الذي يشتمل على الاندماج وأسعار الأسهم ومعدل الفائدة على خلاف نظام التحليل الثنائي المستخدم في معظم الدراسات السابقة والذي يشتمل على الاندماج وأسعار الأسهم فقط. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاندماج من جهة وأسعار الأسهم من جهة أخرى.

كما درس Choudary (1996) التذبذب وعلاوة المخاطرة في ستة أسواق ناشئة قبل وبعد عام 1987، وقد طبقت الدراسة منهجية GARCH–M باستخدام العوائد الشهرية لأسواق الأرجنتين، اليونان، الهند، المكسيك، تايلاند، وزيمبابوي خلال الفترة 1976–1994، حيث أظهرت النتائج

تغير في مؤشرات ARCH وتذبذب في الأسواق قبل وبعد 1987، وكذلك ظهور اقل لعلاوة المخاطرة، الا ان الباحث بينّ إن التذبذب وعلاوة المخاطرة تعتمد على كل سوق بشكل منفرد، وكذلك لم يقتصر سببها فقط على أزمة الأسواق التي حدثت عام 1987.

وهدفت دراسة (Salman 2002) إلى الوصول لدليل عملي حول العلاقة بين العائد والمخاطر وحجم التداول في سوق اسطنبول للأوراق المالية خلال الفترة 1992/1/2 – 1998/5/29، وقد طبّق الباحث منهجية Box–Jenkins Method، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين العوائد والمخاطر كما إن للتغيرات في حجم التداول أثر إيجابي في العوائد.

فقد قامت دراسة(Liew and Vassalou, 2005) باستخدام عامل خطر يعبر عن الفرق بين أداء أفضل الأسهم الرابحة وأسوأ الأسهم الخاسرة عن سنة سابقة (WML) والتي يطلق عليه عامل الزخم السعري Price Momentum بالإضافة إلى عاملي خطر Fama and French وهما (SMB) و (HML) من أجل التنبؤ بمعدل النمو في الاقتصاد القومي مقاساً بمعدل نمو الدخل القومي الإجمالي وقد تم تطبيق الدراسة على (10) دول، وهي إستراليا وكندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وهولندا وسويسرا والمملكة المتحدة بالإضافة إلى الولايات المتحدة، وقد تم إستخدام سعر السهم في نهاية السنة وعائدات التوزيعات ومؤشر القيمة الدفترية / السوقية ورأس المال السوقي، وقد إمتدت الدراسة للفترة من 1978–2004، مع بناء المحافظ كل ربع سنة وكل نصف سنة وكل سنة، وقد أوضح البحث أن SMB و HML تحتوي على معلومات معنوية عن معدل نمو الدخل القومي الاجمالي المستقبلي، كما أن القدرة التنبؤية للعاملين تزيد في ظل وجود عامل السوق (العائد الإضافي)، كما أن معاملات الانحدار للعوامل الثلاثة كانت موجهة كما هو متوقع، وهو ما يدعم أساس المخاطرة لكل من عاملي الحجم والقيمة، إلا أن البحث لم يتوصل إلى تأثير عامل الدفع السعري على متوسط العائد.

وإستقصت دراسة (AlFayyoumi, 2006) العلاقة بين حجم التداول وتذبذب أسعار الأسهم في سوق فلسطين للأوراق المالية، مستخدماً بيانات أسبوعية لمؤشر القدس خلال الفترة 1997/7/8 إلى 2000/9/28، حيث طبقت الدراسة منهجية Box–Jenkins Method، وتوصلت إلى صعوبة تفسير تذبذب الأسعار –بشكل مباشر– من خلال تدفق المعلومات للسوق.

وقام (الغنام، 2013) دراسة بتحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم العام في المملكة العربية السعودية وذلك للفترة من شهر مارس (آذار) 1995 م إلى شهر يونيو (حزيران) 2012م، حيث تم التعرف على نمط تغير المؤشر من أجل بناء نموذج يساعد على التنبؤ بقيم المؤشر في الأجل القصير. وقد تم تطبيق الأساليب الإحصائية المتعلقة بالسلاسل الزمنية ثم تم تطبيق منهجية Box–Jenkins Method وتوصلت الدراسة إلى أن أفضل نموذج ينطبق على بيانات المؤشر العام لأسعار الأسهم هو نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى بدون أي تأثيرات موسمية في النموذج وكان الاختيار بناء على عدة معايير واختبارات تشخيص من بين عدة نماذج متقاربة.

وهدفت دراسة الحاج ودعاس (2004) إلى تحديد قدرة العوامل الكمية للتداول مجتمعة (قيمة الأسهم المتداولة، وعدد جلسات التداول، وعدد الصفقات، وعدد الأسهم المتداولة، والقيمة السوقية للأسهم) في التأثير على قيمة مؤشر القدس من ناحية، وفي تحديد مقدار تأثير كل من هذه العوامل، كما هدفت الدراسة إلى تحديد قيمة العوامل النوعية المؤثرة على مؤشر القدس، وبينت نتائج الدراسة ان العوامل كانت ذات قدرة كبيرة على التأثير على مؤشر القدس وفي تحديد قيمته، كما تبين أن تأثير قيمة الأسهم المتداولة، وعدد جلسات التداول، وعدد الصفقات، كان سلبياً بنسبة بسيطة، وأما القيمة السوقية للأسهم فكانت ذات أثر ايجابي، أما عدد الأسهم المتداولة فقد كانت ذات أثر إيجابي بسيط. وخلصت الدراسة أيضاً إلى أن منهجية تفكير المستثمرين لم تتغير وانما الذي تغير هو أحجام

التداول في السوق بسبب قلة المدخرات نتيجة الظروف الحالية، حيث ظهر جلياً من خلال ثبات تأثير العوامل النوعية المتعلقة بالدراسة.

وفي دراسة (Yang, 2015) قام بالتحقق من التوزيع الخاص بأسعار الأسهم والتنبؤ بالأسعار اللاحقة من خلال الاعتماد على الإطار المفاهيمي الخاص بنموذج (GARCH)، مع أخذ العوامل الأخرى مثل الفارق وعدم التوازن وغيرها بعين الاعتبار. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للفترات المعيارية على إحتمالية التغيرات السعرية، وقد أثبت تحليل التنبؤ كذلك نجاح النظام في (80%) من الحالات في التنبؤ باتجاه التغير السعري القادم.

كما هدفت دراسة (Rosen, 2016) إلى التحقق من نتائج دراسة كل من Lamouryouks, Lastrabz, Omran, and Mak Kenzi التي تتعلق بسوق الأسهم السويدي، كما هدفت إلى استكشاف فيما إذا كان عدد التداولات يمثل حجم التداول من أجل تفسير تأثير نموذج Box–Jenkins Method، في السلاسل الزمنية الحالية بإستخدام بيانات التداول في سوق نورداك (Nordic) للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من انخفاض دلالة معيار تقدير نموذج Box–Jenkins Method، لما يقارب نصف الشركات المبحوثة في الدراسة عندما يكون حجم أو عدد التداولات مستخدماً في التباين المشروط لمعادلة العائد، فقد ظهر تأثيراً مرتفعا لنموذج Box–Jenkins Method، في أكثر من ثلث الشركات عندما يدخل هذين المتغيرين التفسيريين في معادلة التباين المشروط، وإن الاعتماد التسلسلي في حجم وعدد التداولات لا تهمل الحاجة إلى نموذج Box–Jenkins Method، لدراسة التقلبات.

وهدفت دراسة (Kallberg and Pasquariello, 2012) إلى التحقق من الحركات المقطعية في (82) من مؤشرات الصناعة في سوق الأسهم الأمريكية في الفترة ما بين 5 كانون ثاني 1976 – 31 كانون أول 2001. وقد توصلت نتائج الدراسة أن المستوى المرتفع لهذه الحركات (تقريبا 0.07) وبما يعادل معدل الإرتباط المطلق (0.26) يعد ذا دلالة إحصائية ويمثل جزءاً ذا دلالة اقتصادية (30%) من هذا السوق وأكثر من (73%) من هذا القطاع من حيث ارتباط مدى الحركات بعلاقة إيجابية مع الوكلاء وصناديق النقد الأمريكية وعلاقة سلبية مع تقلب السوق ومستوى معد الفائدة. ويتفق هذا مع نتائج إعادة توازن المحافظ ونظريات سوق المنتجات.

وقامت دراسة (Khedhiri and Muhammad, 2008) بالتنبؤ بالمخاطر في سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الفترة من 2001–2005، حيث تم تطبيق نموذجي EGARCH و TARCH في الدراسة، وتوصلت النتائج إلى إن النموذج المستخدم استطاع تقديم أداء أفضل في التنبؤ بتذبذب السوق في حالات منخفضة ومتوسطة وعالية، كما بينت إن التذبذب في السوق جاء كنتيجة للإطار التنظيمي والتغيرات الجديدة فيه من خلال السماح للمستثمرين الأجانب بالمشاركة في السوق، وقد رافق التذبذب في السوق زيادة في أسعار الأسهم وبنفس الاتجاه.

أما دراسة (Anufriev & Panchenko, 2009) قامت بتحليل ديناميكيات سوق المال بافتراض تباين توقعات المستثمرين وفي ظل تصميمات مختلفة للسوق وبدأت الدراسة بنموذج سلوكي وفي ظل نظام Walrasian[2] وتم عمل محاكاة في ظل طرق مختلفة للتداول وكانت السمة السلوكية الأساسية للنموذج هي أن يتم تحول المستثمرين بين طرق التنبؤ البسيطة اعتماداً على مدى ملائمة المقياس وعند التحليل باستخدام طريقة الأوامر اتضح أن الافتراضات السلوكية والهيكلية للنموذج قد تشابكت وترابطت معاً وأكدت الدراسة أن هناك درجات عالية من الاستجابة للمستثمرين إذا ما تم استخدام المقياس الملائم وهو ما يؤدي إلى زيادة التقلبات

(2) هو نظام لعمليات السوق يتم فيه تجميع أوامر البيع والشراء في شكل دفعات ثم يتم تحليلها لتحديد السعر الذي يظهر (السعر السوقي) ويستخدم هذا النظام في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE.

في أسعار الأسهم ولكن بالنسبة للسوق الموجة بالأوامر قد اتسم بالاستقرار.

وأخيراً دراسة (Bali and Cakici, 2015) والتي تمت خلال الفترة من عام 1973–2011، إختبرت قدرة معاملات كل من المخاطرة المنتظمة والمخاطرة الكلية والمخاطرة الخاصة على التنبؤ في العائد عبر تحليل قطاعي، وقد أوضحت الدراسة أن معامل المخاطر المنتظمة والمخاطرة الخاصة (غير المنتظمة) تحتوي على معلومات معنوية عن التنبؤ بأداء المحافظ القطاعية، كما أن القدرة التنبؤية للعاملين تزيد في ظل وجود عامل السوق (العائد الإضافي)، كما أن معاملات الانحدار للعوامل الثلاثة كانت موجهة كما هو متوقع، وهو ما يدعم أساس المخاطرة لكل من عاملي المخاطرة المتنظيمة والخاصة، إلا أن البحث لم يتوصل إلى تأثير عامل المخاطر الكلية على متوسط عوائد المحافظ القطاعية.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

تتميز هذه الدراسة عن سابقتها بما يلي:

1- أنها تطبق في سوق صغير نسبياً وهي بورصة فلسطين حيث ان عدد الشركات المدرجة في البورصة 48 شركة.
2- كما تميزت الدراسة في أنها تتناول جميع القطاعات المكونة من البورصة الفلسطينية وهي خمس قطاعات بينما تناولت أغلب الدراسات التنبؤ بمؤشر بورصة الأوراق المالية.
3- كما تميزت الدراسة في أنها تجمع بين التقييم والتنبؤ وذلك لمساعدة المستثمرين ومتخذي القرارات من المستثمرين في بورصة فلسطين على معرفة إتجاه إستثماراتهم.

1/7- بيانات الدراسة:

تم إستخدام أسعار الإغلاق الشهرية للأوراق المالية المتداولة ولمؤشر بورصة فلسطين (مؤشر القدس) خلال الفترة 2009/12/31 إلى 2016/12/31، وتم إحتساب العوائد الشهرية للأوراق المالية المتداولة ومؤشر القدس بإستخدام اللوغريتم الطبيعي للبيانات وفقاً للمعادلة التالية:

$$\overline{R}_t = \sum (Ln(P_t) - (Ln) P_{t-1}$$

$\overline{R}$: العائد الشهري للورقة المالية

$Ln(P$ (t: اللوغارتم الطبيعي لسعر الاغلاق الورقة المالية الحالي.

$Ln(P$ (t-1: اللوغارتم الطبيعي لسعر الاغلاق الورقة المالية السابق.

وتم إستثناء أيام عدم التداول في سلسلة الأسعار الشهرية، ليتم الحصول بعدها على 84 ملاحظة، وتم تشكيل المحافظ وفق قطاعات السوق إلى 5 محافظ وهي البنوك والصناعة والتأمين والإستثمار والخدمات إضافة إلى محفظة السوق التي تم التعبير عنها بمؤشر القدس

2/7- عينة الدراسة ومدتها:

من أجل التحقق من الافتراض الذي قام عليه البحث تم اختيار عينة البحث من مجمل مجتمع البحث من الشركات المساهمة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولذلك شملت عينة الدراسة 43 شركة التي أجريت عليها هذه الدراسة، علماً أن عدد الشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية خلال الفترة 2010 – 2016، 49 شركة، حيث تم استبعاد 6 شركات، ويشترط في الشركات عينة الدراسة ما يلي:

1- أن تكون أسهمها قد تم تداولها لمدة سنة على الأقل، ولم يصدر بحق الشركات المصدرة لها أي قرار يمنع أو يعيق تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.
2- أن تكون أسهمها تتوافر لها جميع البيانات المطلوبة في الدراسة في نهاية كل شهر.

جدول رقم (1)

عدد الأسهم لعينة الدراسة خلال الفترة من 2010-2016

Year / Port-folios	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	المجموع
قطاع البنوك و الخدمات المالية	7	7	7	7	7	7	7	7
قطاع الصناعة	11	11	11	11	11	11	11	11
قطاع التأمين	6	6	6	6	6	6	6	6
قطاع الإستثمار	8	8	8	8	8	8	8	8
قطاع الخدمات	11	11	11	11	11	11	11	11
المجموع	43	43	43	43	43	43	43	43

وفقاً لذلك تم إعتماد البيانات عن أسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات لتكون الأساس في حساب عائد ومخاطرة كل محفظة استثمارية من العام 2010-2016.

8- منهجية الدراسة:

لتقييم المحافظ القطاعية ومؤشر القدس إستخدم الباحث مقاييس أداء شارب، ترينور، جنسن، وللتنبؤ بأداء المحافظ الست استخدم الباحث منهجية (Box-Jenkins Method)

1/8- منهجية تشكيل المحافظ:

تم تشكيل المحافظ وفق قطاعات السوق وهي 5 قطاعات وهي البنوك والصناعة والتأمين والإستثمار والخدمات إضافة إلى محفظة السوق التي تم التعبير عنها بمؤشر القدس.

2/8 منهجية التنبؤ بالمحافظ القطاعية ومحفظة السوق:

تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي في إنجاز هذه الدراسة من خلال مراجعة أدبيات التمويل والإستثمار، كما تناولت الدراسة منهجية بوكس جنكينز (Box-Jenkins) في تحليل السلاسل الزمنية ومن ثم تم الحصول على بيانات السلسلة الزمنية للاوراق المالية من الموقع الإلكتروني لبورصة فلسطين للأوراق المالية والشركة المتحدة للأوراق المالية، وتم التطبيق عليها، وتم إستخدام الحزمة البرمجية SPSS و EVIEWS في تحليلها.

3/8- منهجية بوكس جنكينز (Box-Jenkins):

اعتمد الباحث عند بناء نموذج التنبؤ بعوائد مؤشر القدس والمحافظ القطاعية الممثلة لقطاعات بورصة فلسطين على طريقة بوكس جنكينز (Box-Jenkins) المقدمة في كتابه الشهير Time Series Analysis Forecasting and Control الذي نشر في عام 1976، والتي انتشرت بحيث أصبحت من الطرق الأكثر إستخداماً في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية، وهي تقوم على مجموعة من المراحل.

- المرحلة الأولى: فحص استقرار السلسلة الزمنية، وتطبيق التحويلات اللازمة لجعلها مستقرة وإن لم تكن كذلك.
- المرحلة الثانية: تعرف النموذج المناسب من عائلة نماذج ARIMA (Autoregressive integrated moving average).
- المرحلة الثالثة: تقدير النموذج.
- المرحلة الرابعة: فحص النموذج للتحقق من ملاءمته للسلسلة الزمنية – موضوع البحث – وعندما يكون غير ملائماً نعود إلى المرحلة الثانية، وإلا ننتقل إلى المرحلة التالية (الخامسة).
- المرحلة الخامسة: التنبؤ باستخدام النموذج المختار.

سنقوم فيما بعد بتطبيق هذه المراحل على السلسلة الزمنية المختارة للمحافظ القطاعية ومحفظة السوق.

9- تقييم المحافظ الإستثمارية:

يعرض الباحث في هذا الجزء التحليل الإحصائي لعملية تقييم المحافظ الإستثمارية المختلفة والتي تم بنائها وفقاً لمعايير التصنيف على أساس كل قطاع من قطاعات السوق، وإختبار فرضيات الأداء الإستثماري لهذه المحافظ، على النحو الآتي:

1/9- المقاييس الإحصائية للعوائد الشهرية للمحافظ الاستثمارية موزعة حسب القطاع:

جدول رقم (2)

الإحصاء الوصفي للمحافظ

Descript scrip-tion / Varia-bles	Mean	SD	Min	Max	Skew-ness	Kurto-sis
محفظة البنوك	-.0015	.02762	-.05	.10	1.374	3.212
محفظة الصناعة	-.0080	.02888	-.06	.07	0.573	0.534
محفظة التامين	-.0109	.02305	-.09	.04	- 0.569	2.929
محفظة الاستثمار	-.0071	.02776	-.08	.06	0.088	1.016
محفظة الخدمات	-.0082	.02965	-.05	.08	1.174	1.606
محفظة السوق	-.0028	.02627	-.05	.09	1.382	4.147

يستعرض الباحث في هذا الجزء المقاييس الإحصائية للعوائد الشهرية للمحافظ والتي تم بنائها وفقاً لمعايير التصنيف المختلفة على أساس قطاعات السوق، وذلك للفترة من 2010 – 2016 أي 84 شهراً.

1/1/9– تحليل الإرتباط بين العوائد الشهرية للمحافظ:

جدول (3)

معامل الارتباط للعوائد الشهرية للمحافظ (2010–2016)

المحفظة	محفظة البنوك	محفظة الصناعة	محفظة التأمين	محفظة الإستثمار	محفظة الخدمات	محفظة السوق
محفظة البنوك	1	0.60 (0.000)	0.174 (0.31)	0.45 (0.006)	0.14 (0.415)	0.63 (0.000)
محفظة الصناعة		1	0.276 (0.103)	0.634 (0.000)	0.08 (0.642)	0.615 (0.000)
محفظة التامين			1	0.133 0.44	0.227 (0.183)	0.343 (0.041)
محفظة الاستثمار				1	0.17 0.32	0.494 0.002
محفظة الخدمات					1	0.252 (0.138)
محفظة السوق						1

يبين الجدول رقم (3) مصفوفة ارتباط بيرسون للعوائد الشهرية لجميع المحافظ وفقاً لمعايير تصنيف المحافظ اعتماداً على قطاعات السوق، ويظهر الجدول (رقم 3) أن هناك ارتباطاً طرديا قويا ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1% بين عوائد جميع المحافظ الست، ومن الملاحظ أن الارتباط بين عوائد المحافظ الخمس مع محفظة السوق لم تقل عن 25.2% لمحفظة قطاع الخدمات، وبلغ معدل الإرتباط بين محفظة البنوك 63.4% كأعلى إرتباط، وهذا يعني أن مؤشر السوق يعتبر ممثلا جيداً نوعاً ما لمحفظة السوق.

كما أن العلاقة الإيجابية القوية تبين اتجاه العوائد الطردي في البورصة الفلسطينية، فالإرتباط الإيجابي يعطي دليلاً على النمو في العوائد بشكل عام أي بمعني آخر نمو السوق، ويبين (Chen and Zang, 1998) بأن النمو الأعلى للسوق يؤدي إلى تأثير اقل للأسهم الصغيرة، ومع أن النتيجة التي توصل إليها الباحث عند تحليل العوائد لكامل الفترة لا تتفق مع نتيجة (Chen and Zang, 1998) (أي نمو السوق لم يكن عائقاً أمام تأثير المحافظ الصغيرة) إلا أن النتيجة التي توصلت إليها الدراسة عند تحليل المحافظ تتفق نوعا ما مع نتيجة Chen and Zang، حيث أن نمو السوق زاد من عوائد المحافظ الكبيرة وخفض من عوائد المحافظ الصغيرة.

2/1/9 معامل الإرتباط المتسلسل في العوائد:

جدول (4)

معامل الارتباط الذاتي في العوائد الشهرية للمحافظ (2010–2016)

Portfolio	Lag1	2Lag	Lag3	Lag4	Lag5	Lag10
محفظة البنوك	0.885 (0.347)	0.924 (0.63)	1.07 (0.784)	1.25 (0.87)	2.53 (0.77)	4.23 (0.936)
محفظة الصناعة	4.26 (0.039)	7.19 (0.027)	9.7 (0.021)	9.84 (0.043)	9.96 (0.076)	11.44 (0.325)
محفظة التامين	0.538 (0.463)	0.684 (0.710)	2.78 (0.427)	4.95 (0.292)	5.58 (0.349)	9.25 0.509
محفظة الاستثمار	0.339 (0.561)	0.954 (0.621)	1.74 (0.628)	1.97 (0.741)	2.04 (0.843)	4.76 (0.907)
محفظة الخدمات	2.29 (0.130)	2.303 (0.316)	2.38 (0.498)	3.07 (0.547)	4.62 (0.464)	7.035 (0.722)
محفظة السوق	0.665 (0.415)	0.851 (0.653)	0.88 (0.83)	0.888 (0.926)	1.75 (0.883)	4.65 (0.913)

يشير الجدول رقم (4) إلى أن نتيجة اختبار Lujung–Box والذي يختبر فرضية أن جميع الارتباطات الذاتية في العوائد حتى عدد معين من فترات الإبطاء (Lag) تساوي صفر، ومحتويات الجدول هي إحصائية Q الخاصة بالاختبار المذكور وتشير مستوى المعنوية الإحصائية التي بين الأقواس إلى قبول الفرضية العدمية.

وتشير النتائج إلى وجود دليل قوي على عدم وجود ارتباط متسلسل حتى 10 فترات إبطاء وذلك في سلاسل العوائد الشهرية لكل من محفظة البنوك والتأمين والإستثمار ومحفظة الخدمات ومحفظة السوق التي تم بنائها، أما محفظة قطاع الصناعة فإن الإرتباط المتسلسل فيها يعد ضعيف ويرجع ذلك لطبيعة بيانات الدراسة حيث تتم عملية التقييم في سوق صغير ومحدود، وتعد مشكلة الارتباط الذاتي في السلاسل الأصلية مشكلة مرتبطة بالبيانات الخاصة بالدراسة وليست مشكلة رياضية في حد ذاتها وهي في العادة تنتج في العينات المحافظ من أسباب عدة أهمها ضعف التداول في السوق أو عدم كفاءته (انظر **Dimson, Nagel, Quigley, 2001, P:7**). وبما أن عينة الدراسة قد احتوت على أسهم جميع الشركات الصغيرة والكبيرة على حد سواء وكان تداول الشركات الصغيرة ضعيفاً، خاصة في الفترة الأولى من الدراسة، فمن الطبيعي أن لا يظهر ارتباط ذاتي في عوائد المحافظ المختلفة بإستثناء محفظة الصناعة، خاصة أن كل الأسهم تكررت خلال فترة الدراسة.

وحيث أن الإرتباط الذاتي للعوائد هو أحد الاختبارات التقليدية للسير العشوائي فإن النتائج السابقة تشير إلى أن سلاسل العوائد لجميع المحافظ بإستثناء المحفظة الصناعة لا تتبع السير العشوائي وهي بذلك غير مستقلة، ويعد هذا مؤشراً (وليس دليلاً قوياً) على عدم كفاءة البورصة الفلسطينية على المستوى الضعيف.

3/1/9- إختبار التوزيع الطبيعي للعوائد:

جدول (5)

اختبار التوزيع الطبيعي للعوائد الشهرية للمحافظ (2010-2016)

Portfolio	Normality	Sig
محفظة البنوك	0.903	0.390
محفظة الصناعة	0.721	0.676
محفظة التامين	0.843	0.476
محفظة الاستثمار	0.738	0.648
محفظة الخدمات	0.836	0.487
محفظة السوق	0.813	0.523

للتأكد من مقياس الإلتواء والتفرطح تم إجراء اختبار كولماجروف-سميرنوف (K–S) للتوزيع الطبيعي للعوائد وذلك لكامل فترة الدراسة، ويبين الجدول رقم (5-18) أن توزيع عوائد جميع المحافظ ومحفظة السوق يتبع التوزيع الطبيعي لأن مستوى المعنوية المحسوب لها أكبر من 5%، حيث يمكن رفض الفرضية العدمية (H0) بأن العوائد الشهرية موزعة توزيعاً طبيعاً عند مستوى ثقة 95% (مستوى معنوية 5%) وذلك وفقا لتصنيف باقي المحافظ، فقد بلغت قيمة Z فيها أكبر من 5%.

نستنتج من نتائج اختبار التوزيع الطبيعي السابقة للعوائد بأنه كلما قصرت الفترة الزمنية تقترب العوائد من التوزيع الطبيعي، وبالتالي يمكن بشكل عام اعتبار سلاسل العوائد الشهرية للمحافظ موزعة توزيعا طبيعياً واعتبار هذا الشرط مستوفى لغايات اعتماد نتائج الاختبارات المعلمية للفرضيات.

اختبار فرضيات الدراسة:

النتائج المتعلقة بالفرضية الأولى والتي نصها يترتب على قياس أداء المحافظ الاستثمارية تحقيق أفضل النتائج والوصول إلى الدقة والموضوعية في القياس.

2/9- تقييم الأداء الإستثماري للمحافظ:

أشارت قيم متوسط العائد ومعامل الإختلاف إلى أن الأداء الإستثماري للمحافظ البنوك والتأمين قد تفوقت على الأداء الإستثماري للمحافظ الأخرى بما فيها محفظة السوق، وللتأكيد

على هذه النتائج تم حساب كل من مؤشرات شارب Sharpe Measure، ومؤشر ترينور Treynor Measue، ومؤشر Jensen Index لجميع المحافظ ولكامل فترة الدراسة.

1/2/9- تقييم المحافظ لفترات جزئية ولكامل فترة الدراسة:

يبين الجدول (6) أن محفظة الإستثمار حققت أعلى عائد سلبي مقارنة ببقية المحافظ، ومقارنة مع محفظة السوق، فقد تفوقت وحققت عائداً سلبياً لكل وحدة خطر للعام 2016 مقارنة ببقية المحافظ حيث بلغ عائد محفظة الإستثمار للعام 2013 (22.6-%)، وبفارق 0.003% عن محفظة السوق وذلك وفقاً لمقياس شارب، بينما تفوقت محفظة البنوك على بقية المحافظ حيث حققت عائداً سلبياً 8.1-% للعام 2013، وعائداً إيجابياً بمقدار 12.52% للعام 2014، وبتفوق 12.8% و 2.3% عن محفظة السوق للعام 2015 و 2016 على التوالي. أما وفقاً لمقياس ترينور فقد تباينت أداء المحافظ القطاعية في أدائها فقد حققت محفظة الخدمات أعلى عائد إيجابي للعام 2014 بمقدار 21.1% وحققت محفظة البنوك عائداً سلبياً بمقدار 0.052-% للعام 2015 وحققت محفظة التأمين عائداً إيجابياً بمقدار 14.2% للعام 2016 متفوقة على بقية المحافظ، وعلى محفظة السوق بمقدار 21.7% و 0.003% و 13.84%، أما وفقاً لمقياس جنسن فقد تفوقت محفظة البنوك على بقية المحافظ وحققت عائد بمقدار 0.0001 للعام 2014، وتفوقت محفظة البنوك للعامين 2013 و 2014 و 20016 حيث حققت عائداً إيجابيا بمقدار 0.0001% و 0.0003% متفوقة على محفظة السوق بمقدار 0.0001% و 0.0003% لنفس الإعوام على التوالي.

بينما حقق قطاع التأمين أقل عائد لمحفظة التأمين للعام 2014 والعام 2016 بمقدار 65.73-% و 51.9-% على التوالي، وقطاع الصناعة للعام 2015 حققت 51-% على التوالي وفقاً لمقياس شارب، بينما حققت محفظة التأمين أقل عائد لها للعام 2014 حيث حققت عائد بمقدار 1.97-% ومحفظة الإستثمار 2.2-% للعام 2015، ومحفظة الخدمات 3.76-% للعام 2015 وفقاً لمقياس ترينور، أما وفقاً لمقياس جنسن فقد حققت محفظة الخدمات أقل عائد في العام 2014 بمقدار 0.11-% وقطاع الصناعة للعام 2015 بمقدار 0.087-% وقطاع التأمين للعام 2013 بمقدار 0.1-% وفقاً لمقياس جنسن. بينما حققت المحافظ القطاعية ومحفظة السوق نتائج سلبية وفقاً لجميع المؤشرات شارب ترينور وجنسن.

جدول (6)

مقياس شارب، وترينور، وجينسن للفترة من (2013-2016)

Period	2013			2014			2015			2016			2013 – 2016		
Portfolio	Sharpe	Treynor	Jensen	Sharpe	Treynor	Jensen	Sharpe	Treynor	Jensen	Sharpe	Treynor	Jensen	Sharpe	Treynor	Jensen
محفظة البنوك	-0.2415	-0.0100	-0.0027	-0.0808	-0.0052	0.0001	0.1252	0.0049	0.0011	-0.0350	-0.0227	-0.0490	-0.0554	-0.0023	0.0003
محفظة الصناعة	-0.2300	-0.0073	-0.0012	-0.5096	-0.0167	-0.0087	-0.0986	-0.0044	-0.0040	-0.3200	-0.0408	-0.0590	-0.2767	-0.0118	-0.0061
محفظة التامين	-0.6573	-0.0196	-0.0073	-0.3668	-0.0135	-0.0069	-0.5189	0.1419	-0.0100	-0.2420	-0.2140	-0.0690	-0.4735	-0.0363	-0.0101
محفظة الاستثمار	-0.2264	-0.0109	-0.0033	-0.3680	-0.0219	-0.0072	-0.1621	-0.0070	-0.0056	-0.1760	-0.0150	-0.0230	-0.2555	-0.0136	-0.0057
محفظة الخدمات	-0.5583	0.2112	-0.0107	-0.4602	-0.0163	-0.0075	-0.0642	-0.0376	-0.0030	-0.2170	-0.0242	-0.0510	-0.2755	-0.0287	-0.0074
محفظة السوق	-0.4192	-0.0063	-0.0063	-0.2086	-0.0056	0.0000	0.1022	0.0035	0.0000	-0.1440	-0.0072	0.0000	-0.1048	-0.0028	0.0000

كما يبين الجدول (6) أن محفظة البنوك حققت أعلى عائد مقارنة ببقية المحافظ لكامل فترة الدراسة، ومقارنة مع محفظة السوق فقد تفوقت وحققت عائداً سلبياً لكل وحدة خطر كلية مقارنة ببقية المحافظ حيث بلغ عائد محفظة البنوك -5.54%، ومقارنة مع محفظة السوق التي بلغ عائدها -10.48%، وذلك وفقاً لمقياس شارب، بينما حققت محافظ التأمين والصناعة أدنى عائد لكل وحدة خطر كلية مقارنة ببقية المحافظ، حيث بلغت -47.35%، -27.67% على التوالي، وهذه النتيجة تختلف مع ما توصل إليه (Capual, et d., 1993) و (Harris and Marston, 1999). كما أن مقياس ترينور بين أن محفظة البنوك قد حققت أعلى عائد معدل بالمخاطر السوقية مقارنة ببقية المحافظ حيث بلغ عائدها -0.023%، مقارنة مع عائد محفظة السوق التي بلغ عائدها -0.0275%، فيما حققت محفظة التأمين ومحفظة الخدمات أدنى عائد معدل بالمخاطر السوقية مقارنة ببقية المحافظ والتي بلغت عائدها -3.63%، -2.87% على التوالي.

كما أكد مقياس جنسن النتائج التي توصل إليها الباحث من مقياسي شارب وترينور، حيث كانت قيم معامل α في معادلة انحدار العائد الإضافي لمحفظة السوق على العائد الإضافي للمحفظة $\alpha > 0$ لمحفظة البنوك وكانت الأعلى من بين جميع المحافظ حيث بلغت قيمتها 0.0030% على التوالي، وهو ما يعني أن أداء هذه المحافظ يتفوق على أداء محفظة السوق وبقية المحافظ، حيث بلغت عائداتها 0 ويفارق بين محافظ البنوك حيث بلغ 0.003% بفارق عن محفظة السوق، أما بقية المحافظ لم تتفوق على محفظة السوق حيث حققت أدنى عائد وفقاً لمقياس جينسن، وجميع النتائج تختلف مع دراسة (Basu, 1977) في السوق الأمريكي.

10- التنبؤ بعوائد المحافظ القطاعية ومحفظة السوق:

نتائج إختبار الفرضية الثانية ونصها يوجد فروق معنوية وذات دلالة إحصائية للتنبؤ بالأداء المستقبلي للمحافظ القطاعية والمستخدمة من المستثمرين في بورصة فلسطين لتحقيق عوائد غير عادية.

تم إستخدام العوائد الشهرية عن مؤشرات قطاعات السوق وهي قطاع البنوك، وقطاع الصناعة، وقطاع التأمين، وقطاع الإستثمار، وقطاع الخدمات ومؤشر القدس في دولة فلسطين، من واقع بيانات البورصة تغطي الفترة من كانون ثاني 2013 إلى شهر كانون أول 2016. تشمل العينة 48 مشاهدة عن قطاعات السوق الخمسة ومؤشر القدس.

تم إجراء إختبار unit root للمشاهدات الأصلية للعوائد مع الزمن لقطاعات السوق ومؤشر البورصة، يلاحظ وجود عشوائي لمؤشرات قطاعات السوق ومؤشر القدس عبر الزمن (Trend) مما يعني أن السلسلة مستقرة (ساكنة)، كما يلاحظ وجود تقلبات خاصة بعد العام 2013.

1/10- إختبار سكون السلاسل للمؤشرات المختلفة:

جدول رقم (7) إختبار unit root

القطاع / القيمة	قيمة Dickey-Fuller	مستوى المعنوية
قطاع البنوك والخدمات المالية	-5.22	0.0008
قطاع الصناعة	-4.08	0.0015
قطاع التأمين	-4.95	0.0016
قطاع الإستثمار	-6.29	0.000
قطاع الخدمات	-4.52	0.005
محفظة السوق	-9.83	0.000

ولمزيد من الإختبارات تم إجراء إختبار ديكي-فولر الموسع Dickey-Fuller، وبينت النتائج الموضحة في الجدول رقم (7) أن السلسلة ساكنة لجميع قطاعات السوق ولمؤشر القدس، حيث تكون السلسلة ساكنة إذا كان مستوى المعنوية أقل من 1%، وهو ما ينطبق على قطاعات السوق ومؤشر القدس، وكانت قيم P-Value لمؤشر قطاع البنوك 0.0008 وقطاع الصناعة 0.0015 وقطاع التأمين

0.0016 وقطاع الإستثمار 0.000 وقطاع الخدمات 0.005 ومؤشر القدس .0.000

2/10- نموذج ARIMA الملائم للتنبؤ:

يلاحظ من الجدول رقم (8) أن تقدير النموذج الثاني AR (2) يوافق شرط الثبات (Stability) (α<1) مع وجود إنحراف معياري منخفض، مما يعني أنها معنوياً تختلف عن الصفر. كذلك تبين قيم Q للبواقي أن تبواطؤ 1 إلى 12 ومن 1 إلى 24 ومن 1 إلى 48 كمجموعة مختلفة لا تختلف معنوياً عن الصفر مما يعطي إنطباعاً قوياً أن AR (2) يطابق البيانات جيداً. وتوضح تقديرات النموذج الثاني MA (2) تشابه من ناحية القبول مع النموذج الثاني لكن بإستخدام معيار (AIC) و (SBC) أن أي فوائد لتقليل مجموع مربعات البواقي قد تلاشت بتأثير تقدير معالم إضافية، مع ملاحظة أن معنوية قيم Q للبواقي في الأول لا تختلف معنوياً عن الصفر عند مستوى معنوية (10%) بالنموذج الأول. لقطاع البنوك والتأمين والإستثمار، وقطاع الخدمات للنموذج الأول AR(1) و MR(2). أما قطاع الصناعة عند النموذج الأول AR(2) والنموذج الأول MA(1) أما مؤشر السوق عند النموذج الأول AR(1) و النموذج الأول MA(1).

جدول رقم (8): النماذج الملائمة للتنبؤ

القطاع / النموذج	النموذج الملائم
قطاع البنوك والخدمات المالية	**ARMA(2,2)**
قطاع الصناعة	**ARIMA(2,1,1)**
قطاع التأمين	**ARMA(2,2)**
قطاع الإستثمار	**ARMA(2,2)**
قطاع الخدمات	**ARMA(1,2)**
محفظة السوق	**ARIMA(1,1,2)**

في الإجمالي نخلص إلى أن جميع المعايير السابقة تفضل استخدام النموذج الخاص لكل قطاع وفقاً لخصوصية كل قطاع، كما تم إستخدام النماذج للتنبؤ ببقية المشاهدات وتمت مقارنة القيم المتوقعة والحقيقية لكل مؤشر كما هو موضح في الملحق رقم (1). وللتأكد من مدى صلاحية النموذج تم إجراء إختبار LM للتأكد من قدرة كل نموذج على التنبؤ.

3/10- إختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

للتأكد من قدرة كل نموذج على التنبؤ تم إجراء إختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM، ممثلاً بـ χ^2 لكل نموذج والمطبق على كل قطاع من قطاعات السوق.

جدول رقم (9): جدول إختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

القطاع / القيمة	χ^2
قطاع البنوك والخدمات المالية	0.851
قطاع الصناعة	0.3403
قطاع التأمين	1.0000
قطاع الإستثمار	0.65641
قطاع الخدمات	0.7871
محفظة السوق	0.8964

يبين الجدول رقم (9) أن قيم χ^2 أكبر لقطاع البنوك 85.1% وقطاع الصناعة 34.03% وقطاع التأمين 1 وقطاع الإستثمار 65.641% وقطاع الخدمات 78.71% ومؤشر القدس 89.64%، حيث يكون النموذج صالحاً عندما تزيد قيمة χ^2 عن 5%.

وكان لابد من التحقق من الأخطاء Residuals بحثاً عن أي إنتهاك للشروط المطلوبة لصحة هذه النماذج حيث بينت قيم Sum squared residuals أنها قيم معنوية عند مستوى معنوية 5% وهي كما يلي 0.024 قطاع البنوك، 0.02 قطاع الصناعة، 0.037 قطاع التأمين، 0.017 قطاع الاستثمار، 0.018 قطاع الخدمات، 0.019 مؤشر القدس، ويتضح من النتائج السابقة أنه لا يوجد أي إختراق لفروض النموذج الذي تم توفيقة للبيانات وبذلك يمكن الحكم على النماذج التي تم توفيقها لبيانات السلاسل الزمنية وبالتالي يمكن أن نعتمد على هذه النماذج في التنبؤ بالعوائد المستقبلية.

4/10- التنبؤ:

نتائج إختبار الفرضية الثالثة والتي نصها يوجد فروق معنوية وذات دلالة إحصائية في إستخدام طريقة بوكس

جنكينز (Box–Jenkins) للتنبؤ بالمحافظ القطاعية ومحفظة السوق.

وأخيراً تم إعطاء النظام برنامج الرزم الإحصائي E–Views أمر بالتنبؤ بـ 60 عائد مستقبلي لسلسلة الأرقام القياسية وقد تم رسم القيم المقدرة مع الحقيقية في الملحق رقم (1)، ومن خلال الإختبارات السابقة تبين عوائد قطاعات السوق ومؤشر القدس يظهر اتجاهاً واضحاً نحو النمو مع الزمن وبالتالي يمكن لأي مستثمر أن يتنبأ بالعوائد المستقبلية، حيث بينت النتائج عن إجمالي السنوات (2013–2017) بأن عوائد القطاعات متجهة بإتجاه واحد وإنه يمكن التنبؤ بالعوائد الأوراق المالية واتجاهها عن فترات مالية مستقبلية وبالتالي يمكن القول بأن المستثمر يمكن أن يحقق عوائد غير عادية وهو دليل جديد على عدم كفاءة بورصة فلسطين يتفق فيها مع نتائج دراسات Awad & Daraghma, (2011) و Abushammala, (2015) و Alkhatib & Harasheh, (2016).

11– نتائج الدراسة التطبيقية

1/11– الإستنتاجات الخاصة بالأداء الإستثماري للمحافظ:

قامت الدراسة بتقييم تفسيرات مختلفة لعوائد المحافظ البنوك، الصناعة، التأمين، الإستثمار، الخدمات، السوق، وذلك خلال فترة الدراسة الممتدة بين 2013–2016، حيث توصلت الدراسة إلى أن إستراتيجية إختيار الأسهم والإحتفاظ بها لمدة عام يؤدي إلى تفوق أداء محفظة البنوك والسوق على أداء المحافظ الأخرى خلال كامل فترة الدراسة وليس كل عام، كما أن الدراسة أثبتت بأن المستثمرين الذين يختارون الأسهم في محفظة قطاع البنوك والسوق تتفوق على بقية المحافظ وهم ما لم يحدث للمستثمرين الذين يختارون أسهم المحافظ الأخرى.

وبالنظر إلى المستثمرين في البورصة الفلسطينية سواء افراد أو شركات وساطة، مالية وأساليب الاستثمار المستخدمة من قبلهم، وقلة الوعي الاستثماري لدى العديد منهم وجد الباحث أن التفسير الأنسب لتفوق محافظ البنوك والسوق يقترب من التفسير المقدم من (Laporta et.al, a997) والذي يقضي بأن تفضيل المستثمرين يتجه نحو الشركات الجيده ذات المستويات العالية من الربحية والإدارة المتفوقة وذلك لزيادة ثروتهم، وفي نفس الوقت تتجه المؤسسات الاستثمارية نحو الأسهم الكبيرة المعروفة جيداً لسهولة تبرير اختيار هذه الأسهم للزبائن وإقناعهم بأنها استثمارات ممتازة مما ينعكس سلباً على أداء هذه الأسهم.

2/11– النتائج الخاصة بالتنبؤ بعوائد قطاعات السوق:

توصلت الدراسة في الدراسة التطبيقية للتنبؤ بالمحافظ القطاعية إلى إمكانية التنبؤ وتوقع العائد المسقبلي للمحافظ القطاعية، وللتأكد من هذه النتيجة واختبار الفرضية التي تنص على امكانية استخدام استراتيجية البنوك والصناعة والتأمين والإستثمار والخدمات، ومحفظة السوق للتنبؤ بالأداء المستقبلي للمحافظ وتحقيق عوائد غير عادية.

كما قدمت نتائج الدراسة التنبؤ بالعوائد المحافظ القطاعية من العام 2013 إلى العام 2017 ومقارنة النتائج المتوقعة بالحقيقية حيث تقترب النتائج الحقيقية من المتوقعة كما هو موضح في الملحق رقم (1).

12– توصيات الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة الاختبارية هذه في كونها شخصت وفسرت مشكلة الدراسة من جانب، وتوصلت إلى نتائج قد تفيد جهات عدة في المستقبل، وفي ضوء ما تقدم من مفاهيم وتأسيساً على ما تم عرضه من استنتاجات، تعرض الدراسة في هذا الجزء أهم التوصيات والمقترحات التي يمكن أن تساعد المستثمرين أفراداً ومؤسسات، وإدارة البورصة الفلسطينة في تعزيز ممارستها لأدوارها بهدف نجاح العملية الاستثمارية وتنشيط البورصة بشكل عام.

1/12– التوصيات المتعلقة بالأداء الإستثماري للمحافظ:

يوصي الباحث تحقيق التوازن بين الأسهم الداخلة في تشكيل المحفظة، لتشمل أسهمها من كلا الأنواع المختلفة للمحافظ، خاصة وأن المستثمر يبحث عن الربح السريع. فالأداء التاريخي المتفوق للمحافظ البنوك والسوق يقودنا لان نوصي جميع المستثمرين ومديري المحافظ خاصة أولئك الذين لا

يهابون التعرض لمخاطر عالية نسبياً، بشراء أسهم المحافظ الأخرى كإستراتيجية طويلة الأجل.

قد لا يتفوق سهم محدد من أسهم محفظة البنوك بحد ذاته، ولذلك من المهم أن يقوم مديرو المحافظ الاستثمارية بتحليل أوسع لأسهم المحافظ المختلفة وتشكيل محفظة من هذه الأسهم، وهذا من شأنه تحقيق أهداف مدير المحفظة.

يوصي الباحث بتكوين محافظ بناءاً على النسب المالية المختلفة بإستخدام نسب المديونية للسعر (Debit/P) ونسبة السيولة للسعر (Liquidity/P) ونسبة الربحية للسعر (E/P) ونسبة التوزيعات للسعر (D/P)

كما يوصي الباحث بضرورة تنشيط بورصة فلسطين وذلك لان أسعار العديد من الأسهم أقل من القيمة الإسمية، وذلك لرفع كفاءة بورصة فلسطين مع اتخاذ اجراءات تنظيمية وإدارية أكبر من قبل المؤسسات الرقابية على البورصة مع ضرورة الإهتمام بالعمل على زيادة عمق البورصة من خلال إدراج شركات جديدة فيها.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- **الجعفري، يسن عبد الرحمن وآخرون** (الأسماء بالكامل بدون (وآخرون) ، (1989)، "تكوين مؤشرات لقياس الأداء في سوق الأسهم السعودي"، مجلة العلوم الإجتماعية، الكويت، مجلد 9، عدد 3، ص 53-73. يتم وضع رقم المجلد ورقم العدد بين قوسين وهذا ينطبق على باقي المراجع؟؟
- **الحاج، طارق، دعاس، غسان،** (2004)، "تأثير المتغيرات الكمية للتداول في سوق فلسطين للأوراق المالية على التنبؤ بمؤشر القدس"، مجل ة جامعة النجاح للأبحاث، (العلوم الإنسانية)، المجلد 19، العدد 1.
- **درويش، مروان** (2009)، إختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدمالمؤتمر العلمي السابع لكلية الإقتصاد والعلوم الإدارية-جامعة الزرقاء الأهلية، المنعقد خلال الفترة 10-11، تشرين ثاني.
- **شراب، صباح علي، وزعرب، حمدي** (2006)، "أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.
- **عبد الكريم، نصر** (2001)، "تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية محددات وآفاق"، شؤون تنموية، المجلد الخامس عشر، مارس. ص 95-120.
- **الغنام، حمد بن عبد الله** (2003)، تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية بإستخدام منهجية بوكس جينكينز"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، عدد 2. ص 52-69.

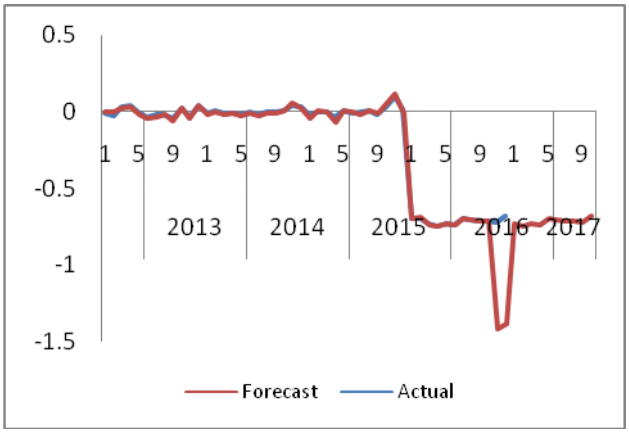
ثانياً: المراجع الإنجليزية:

- Abushammala, Sami N. M., (2015), "Testing the Weak Form Efficiency of Palestine Exchange", International Journal of Economics and Finance, Vol. 3, No. 6. PP. 244-253.
- AlFayyoumi, Nedal (2006), Information arrival, trading volume and price variability: An applied study on the Palestine Securities Exchange, Abhath Al – Yarmouk "Hum. & Soc. Sci.", PP. 55-67.
- Alkhatib, Akram & Harasheh, Murad: (2016), Market Efficiency: The Case of Palestine Exchange (PEX), *World Journal of Social Sciences, Vol. 4, No. 1.* PP. 30-52.
- Anufriev, Mikhail & Panchenko, Valentyn, (2009), "Asset prices, traders' behavior and market design," Journal of Economic Dynamics and Control, Elsevier, vol. 33(5), PP. 1073-1090.
- Awad, Ibrahim & Daraghma, Zahran (2011), Testing the Weak-Form Efficiency of the Palestinian Securities Market, International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 32, No. 2.pp. 126-148.
- Bali, T.G., Cakici, N, (2015), "Maxing out: Stocks as lotteries and the cross-section of expected returns", Journal of Financial Economics, Issue 99. PP. 32-52.
- Capaul, Carlo & Ian Rowley and William F. Sharpe, (1993), "International value and growth stock returns", Financial Analysts Journal, January-February, PP. 27-36.
- Choudary T., (1996), "Stock market volatility and the Crash of 1987: Evidence from six emerging markets", Journal of International Money and Finance, Vol. 15,PP. 969-981.
- Diacogiannis, George P. (1990), Forecasting Stock Betas: Evidence for the London Stock Exchange. digilib.lib.unpi.gr/spoudai/bitstream/unipi/409/1/t39.
- Elroy Dimson, Stefan Nagel, and Garrett Quigley, (2001): Capturing the Value Premium in the United Kingdom, Financial Analysts Journal, Vol. 59, No. 6, pp. 35-45.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns." Journal of Finance, Vol. 47, No. 2, pp. 427-465.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds." Journal of Financial Economics, Vol. 33, No. 1.pp. 3-56.

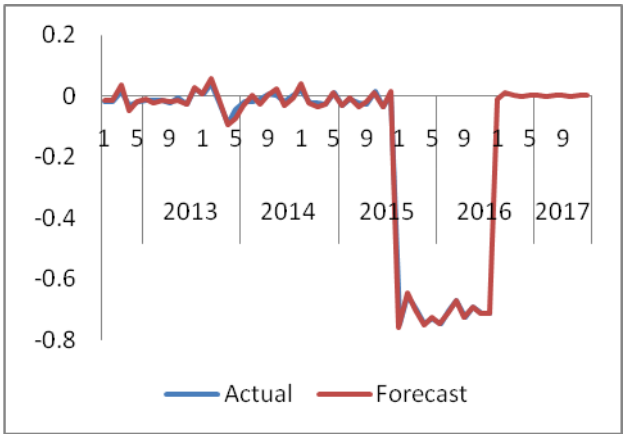
Number of Trades versus GARCH Effects. http://www.essays.se/essay/fd851243d0

- Salman F., (2002), Risk Return Volume relationship in an Emerging Stock Market, Applied Economics Letter, 9 (8), 549-562.
- Yang, Joey Wenling (2005), Predicting Stock Price Movements: An Ordered Probit Analysis on the Australian Stock Market. www.efmaefm.org/efma2005/papers/281-Yang_Paper .pdf.
- Chen, N., and F. Zhang, (October 1998): "Risk and Return of Value Stocks," *Journal of Business*, pp. 71-102.
- Haque, Mainul, Harnhirun, Somachai, and Shapiro, Daniel (1995), "A time series analysis of causality between aggregate merger and stock prices: the case of Canada" Routledge, Taylor and Francis Group. Issue 7, Vol. 27
- Harris , Robert S. , and Felicia C. Marston, (1994): Value Verses Growth Stocks : Book-to-Market , Growth , and Beta, Financial Analysts Journal , PP. 18-24 .
- Grant, J. (1995): "Do winners repeat? Patterns in mutual 34 fund performance," *Journal of Portfolio Management,* 20, pp.9-18.
- Kallberg, Jarl, and Pasquariello, Paolo (2008), "Time Series and cross. Sectional excess comovement in stock indexes. Journal of Empirical Finance, Issue 15, PP. 481-502.
- Khedhiri S., Muhammad N., (2008), Empirical analysis of the UAE stock market volatility, International Research Journal of Finance and Economics, 15, PP. 249-260.
- Liew, Jim and Vassalou, Maria, (2005), "Can Book-to-Market, Size, and Momentum Be Risk Factors That Predict Economic Growth?", Journal of Financial Economics, Issue. 57, PP. 221-245.
- Rosen, Christer (2007), Time Series Econometrics Heteroskedasticity in Stock Return Data: Volume and

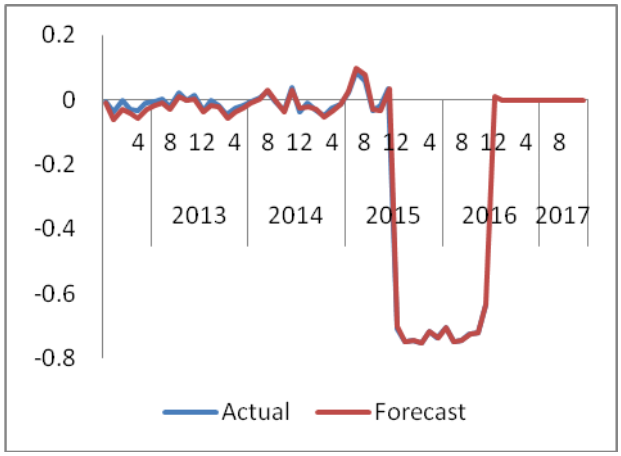
ملحق رقم (1) مقارنة النتائج الحقيقة والمتوقعة والتنبؤ بعوائد 2013-2017



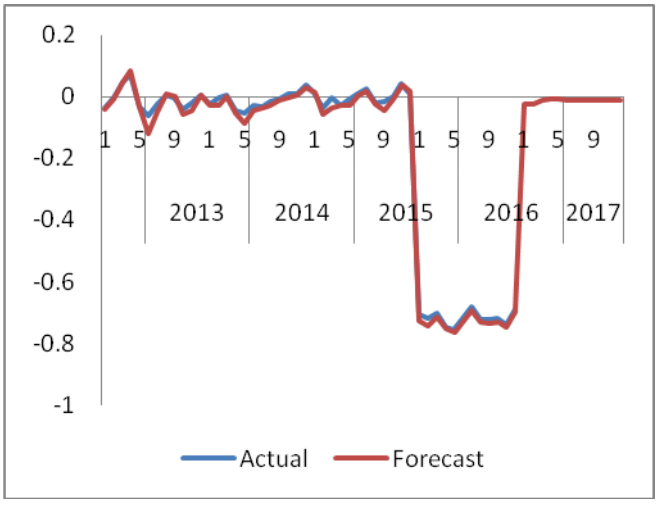
قطاع البنوك



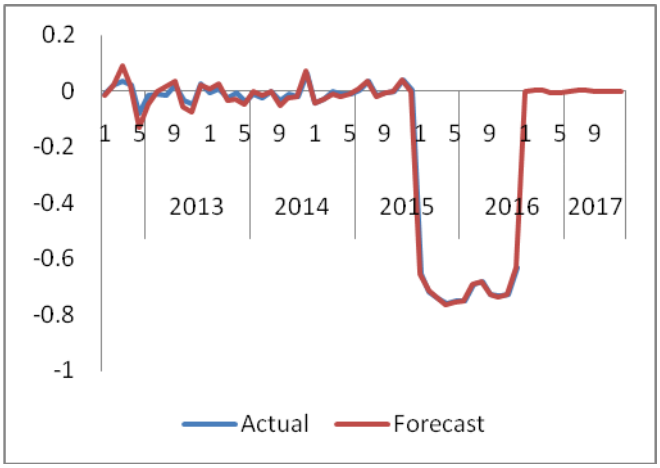
قطاع التأمين



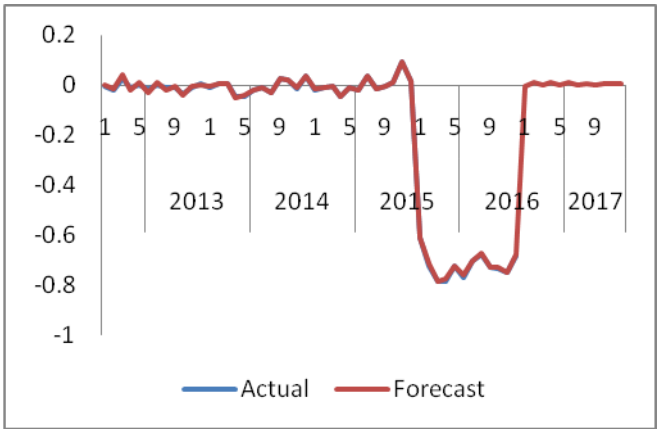
قطاع الخدمات



قطاع الصناعة



قطاع الإستثمار



مؤشر القدس