



**Faculty of Commerce
Business Administration Department**

**The Impact of Firms' Characteristics Upon
Systematic Risk “Beta”: An Empirical study on
Egyptian Securities Market**

**A Summary of Thesis to Obtain Master's Degree of
Business Administration**

Prepared by

Rania Abdou Sayed Younies

Supervised by

**Dr.Mahmoud Mohammed Abdel Elhady Sobh
Professor of Finance & Financial Management
Faculty of Commerce - Ain Shames University**



كلية التجارة
جامعة عين شمس

**أثر خصائص المنشأة على معامل المخاطرة المنتظمة
دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية**

**The Impact of Firm's Characteristics Upon
Systematic Risk “Beta”: An Empirical
Study on Egyptian Securities Market**

رسالة مقدمة لإستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير
فى إدارة الأعمال

إعداد

الباحث/ رانيا عبده سيد يونس

إشراف

الأستاذ الدكتور/ محمود محمد عبد الهادى صبح

أستاذ التمويل والإدارة المالية

كلية التجارة - جامعة عين شمس

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"وَأَنْ لَّيْسَ لِلْإِنْسَانِ إِلَّا مَا سَعَى * وَأَنْ سَعْيُهُ
سَوْفَ يُرَى * ثُمَّ يُجْزَاهُ الْجَزَاءُ الْأَوْفَى * وَأَنْ إِلَى
رَبِّكَ الْمُنْتَهَى"

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمَ

{النجم " ٣٩ : ٤٢ " }



كلية التجارة
جامعة عين شمس
قسم إدارة الأعمال

رسالة ماجستير فى إدارة الأعمال

اسم الباحث: رانيا عبده سيد يونس

عنوان الرسالة: أثر خصائص المنشأة على معامل المخاطرة المنتظمة

دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصرية

اسم الدرجة: ماجستير فى إدارة الأعمال

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة

(١) الأستاذ الدكتور/ محمود محمد عبد الهادى صبح (مشرفا ورئيسا)

أستاذ التمويل والإدارة المالية - كلية التجارة - جامعة عين شمس

(٢) الأستاذ الدكتور/ يسرى خليفة (عضوا)

أستاذ التمويل والإدارة المالية - كلية التجارة - جامعة القاهرة

(٣) الأستاذ الدكتور / نادر البير (عضوا)

أستاذ إدارة الأعمال المساعد - كلية التجارة - جامعة عين شمس

تاريخ المناقشة : ٢٠١٣ / ١٢ / ٤

الدراسات العليا

أجيزت الرسالة بتاريخ

ختم الإجازة

/ /

/ /

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية



كلية التجارة
جامعة عين شمس
قسم إدارة الأعمال

صفحة العنوان

اسم الطالب	:	رانيا عبده سيد يونس
الدرجة العلمية	:	ماجستير فى إدارة الأعمال
القسم التابع له	:	إدارة الأعمال
أسم الكلية	:	كلية التجارة
الجامعة	:	عين شمس
سنة المنح	:	٢٠١٣

مستخلص الرسالة

تهدف الدراسة لقياس اثر خصائص الشركات على معامل المخاطرة المنتظمة للشركات النشطة المتداول أسهمها فى بورصة الأوراق المالية، ويقصد بخصائص الشركات مجموعة المتغيرات التى أوضحت الدراسات السابقة أنها احد محددات معامل المخاطرة المنتظمة وهى حجم الشركات ، نوع الصناعة، درجة الرفع المالى، معدل النمو، كفاءة التشغيل، الربحية وذلك لمحاولة لتفهم مدى استجابة هذه الشركات للإحداث والمتغيرات المرتبطة بالسوق من جهة وبخصائصها من جهة أخرى.

اعتمدت الدراسة على أسهم الشركات ذات التداول النشط ببورصة الأوراق المالية المصرية لعدد ٣٧ شركة وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ وحتى عام ٢٠١٠، وتم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لقياس متغيرات الدراسة بأسلوب السلاسل الزمنية.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن كلا من الرافعة المالية ، الربحية ، معدل النمو، حجم الشركة تأثير جوهري وذات دلالة إحصائية تجاه معامل المخاطرة المنتظمة بينما لا يوجد أى تأثير لمتغيرى كفاءة تشغيل الأصول و نوع الصناعة على معامل المخاطرة المنتظمة.

الإهداء

ظننت منذ سنوات طويلة ولعلها تمتد من فتره الدراسه التمهيدية للماجستير اننى عندما سأكتب اهدائى فى مقدمة هذا البحث سيكون محتواه بعد حمدى الله عز وجل الى شخص شديد التميز والحضور فى نفسى أضاف لحياتى الكثير من السعاده والحب والعطاء وربما ظننى ان هذا الشخص سيكون حبيبيا او زوجا أضاف الى نفسى ما أتمناه.....ان هذا ما ظننته كلما قرأت كلمات من اهداءات زملائى الباحثين فى مستهل أوراقهم البحثية ولكننى الآن فى هذه اللحظات التى اكتب فيها اهدائى هذا لم أقف لأبحث عن هذا الشخص بمواصفاتي الحالمه التى ظننتها طوال سنواتى السابقة بل وجدت أشخاص آخرين ربما فاقوا بأخلاقهم ومساندتهم لى ظنى بكثير وبأكثر مما أتوقع ، وسأسطر أسماء من فاقوا ظنى بشخصهم الكريم النبيل لأهديهم بحثى هذا الذى اعتبره (بإذن الله) احد ممتلكاتى الهامة ان لم تكن الأهم على الإطلاق وهم :

والدى ووالدتى العزيزين الأهم والأعز فى حياتى من احبوني بصدق وبكل يقين سيظلون، من سهروا على راحتى وبكل يقين سيظلون ،من شغلت بالهم وعقلهم طيله سنوات حياتى وسأظل كذلك طالما بقوالا حرمنى الله منكم ابدا وأعزكم الله وحفظكم لى ولاخواتى.

الأستاذ الدكتور/ محمود عبد الهادى صبح - الذى دائما ادعى وافتخر بأن الله حبانى به استازا كلما علا بأستاذيته كلما تفوقت عليه انسانيته...فكلما أتيت به مقصره فى ادائى ومتلعثمه فى كلماتى ابتسم فى هدوء راجيا وداعيا لى بالأفضل متمنيا لى السعاده ومؤكدا ان سعادتى فى الحياه هى الأهم.

الأستاذ الدكتور/ نادر البير - الدائم الذكر بين الباحثين بكرمه ودماثه خلقه وتواضعه فقد اعاننى بصدق ومثابره ودون ملل او كلل على بحثى هذا منذ ان كان مجرد فكره ضمن أفكار كثيرة غير مكتمله الى ان تبلورت واكتملت .

السيد الأستاذ/ محمد البدرى - زميل الدراسة الامين الذى لاحقنى كثيرا لاتثنائى عن كسلى وحثى على مواصلة بحثى متمنيا لى التفوق والتقدم .

السيد الأستاذ المغفور له بإذن الله / شاهين سراج الدين - رئيس بنك التنمية الصناعية السابق - أعلم أنك لن تقرأ كلماتى ولكنى على يقين أنها ستصل اليك بدعواتى فقد كنت أستاذنا لى وللكتير فى العمل ، كنت مصرفيا من طراز خاص متخذ قرار من الدرجة الاولى رجلا بكل معانى الكلمة أضفت لحياتى العملية الكثير و الكثير ولشخصى ولخبراتى الأكثررحمك الله رحمه واسعه

السيد الأستاذ/ وليد محى الدين - أخى و زميلى وصديقى الوفى ولعله من أنبل وأوفى من عرفت ومن سأعرف أيضا ، أضاف لشخصى أكثر مما أتمنى فكان لى خير السند سواء فى عملى او فى حياتى ككل قدمت لى أنت وأسرتك الكريمة من معانى السعاده الكثير والكثير شاكره الله حضوركم الدائم الى جوارى والى نفسى متمنيه لك وافر الصحة والسعادة.

شكر وتقدير

الحمد لله الذى هدانا لهذا وما كنا لنهتدى لولا أن هدانا الله، والصلاة والسلام على سيدنا ونبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين .

فى مستهل هذا البحث أتقدم بجزيل الشكر والعرفان الى **السيد الأستاذ الدكتور/ محمود عبد الهادى صبح** - أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة جامعه عين شمس ، لتفضله بالإشراف على هذه الدراسة وبذله الوقت والجهد وما قدمه من علمه العزيز لإتمامها فضلا عن تشجيعه المستمر لى ، وكان لى الشرف والامتنان والفخر كونى احد طلابه فجزاه الله خير الجزاء وبارك له فى صحته وعمره وحياته .

وانه من دواعى فخرى وسعادتى بتفضل **السيد الأستاذ الدكتور/ يسرى خليفة** - أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة جامعه القاهرة بقبول مناقشة الرسالة برغم ضيق وقته وكثره مسئولياته للاستفادة من علمه وخبراته.

كما أتقدم بالشكر والتقدير **للسيد الدكتور/ نادر البير** - الأستاذ المساعد بقسم إدارة الأعمال كليه التجارة - جامعه عين شمس بقبوله مناقشة الرسالة فضلا عن ما قدمه لى من دعم وعطاء طوال فتره إعداد الرسالة.

ويظل خالص شكرى وتقديرى ممتدا لكل من قدم لى المساعدة والعون أثناء إعداد هذه الدراسة فجزاهم الله عنى خير الجزاء

وأتقدم لوالدى العزيزين حفظهم الله بكل الشكر والعرفان لدعمهم المستمر لى بالحب والرعاية الدائمين خلال سنوات عمرى وخلال فتره إعداد هذا البحث وكذلك لإخواتى رامى وريمان لتشجيعهم الدائم لى .

وتبقى فى قلب كلمات الحب لبلدنا الحبيبة مصر حفظها الله وحفظ جيشها وشعبها من كل سوء داعيه الله ان يردّها إلينا كما كانت " وستظل باذن الله " بلد الأمن والأمان .

إذ احمد الله على عظيم فضله وواسع رحمته ومعيته لى ، بان يسر لى انجاز بحثى ...فإن وفقت فمن عنده سبحانه وتعالى، وإن قصرت فمن عندى، ربنا تقبل منا إنك أنت السميع العليم .

"وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ"

الباحثة،

قائمة المحتويات

المحتويات	رقم الصفحة
أولا : مقدمة الدراسة	١
ثانيا : مشكله الدراسة	٣
ثالثا : الدراسات السابقة	٤
رابعا : أهداف الدراسة	٢٣
خامسا : فروض الدراسة	٢٣
سادسا : أهمية الدراسة	٢٤
سابعا : أسلوب ومنهج الدراسة	٢٥
ثامنا : حدود الدراسة	٢٧
تاسعا : الدراسة التطبيقية	٢٧
• عينة الدراسة	٢٧
• تجهيز البيانات	٣٣
• اختبار الفروض	٣٩
عاشرا : النتائج والتوصيات	٣٩
• خلاصة ونتائج البحث	٤٢
• التوصيات	٤٢
• الأبحاث المقترحة	٤٢
المراجع	٤٣
الملاحق	
• الجداول الخاصة بالتحليل الإحصائي	١
• شركات العينة المستخدمة في الدراسة	٢٤
• الملخص باللغة العربية	٢٦
• الملخص باللغة الانجليزية	—

قائمة الجداول

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
٣٠	ملخص متغيرات الدراسة المستقلة وطريقة القياس	١
٣١	مدخلات النموذج الإحصائي للشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول	٢
٣٢	التحليل الإحصائي الوصفي لمعامل المخاطرة المنتظمة	٣
٣٥	نتائج تحليل السلاسل الزمنية واختبار الفروض	٤

أولاً: مقدمة الدراسة:

نظر الفكر المالي التقليدي إلى المخاطرة على أنها مخاطرة كلية تتكون من مخاطر أعمال ومخاطر مالية ومع ظهور نظرية المحفظة تم تقسيم المخاطرة الكلية إلى جزئين: (١) مخاطر منتظمة (سوقية) تسرى على جميع الاستثمارات في السوق مثل التضخم الكساد وارتفاع سعر الفائدة والحروب....و(٢) مخاطرة غير منتظمة تسرى على شركة معينة مثل: رفع قضايا على الشركة، برامج تسويقية غير ناجحة، خسارة عقود هامة^١. وهذا النوع من المخاطر الناتج عن تقلب أداء الشركة نتيجة لخصائصها أو للإحداث التي تمر بها firm-specific events (على سبيل المثال ، الإضراب، عيوب المنتجات ، سوء الإدارة ، وغيرها) يمكن تفاديها من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية (Brealey & Myers, 2000) ومع ذلك لا يحتفظ جميع المستثمرين بمحافظ أوراق مالية متنوعة.

بينما يأتي على النقيض من ذلك المخاطر المنتظمة و التي لا يمكن تجنبها على الرغم من تنويع محافظ الأسهم (Myers & Brealey, 2000) هذا وتمثل المخاطر المنتظمة التقلب النسبي للسوق أو مخاطر السهم نسبه إلى محفظة السوق (Van Horne, 1998). حيث يمكن أن تتغير المخاطر المنتظمة تبعاً لإدارة الشركة. أيضاً، يمكن أن تختلف من فترة لأخرى حيث تؤثر مجموعة القرارات الإدارية الخاصة بالتشغيل والاستثمار والتمويل على اختلاف عوائد الأسهم مع عوائد السوق. الأمر الذي يدل على أن المتغيرات المحددة للشركة firm-specific variables يمكن أن تفسر المخاطر المنتظمة.

وبعبارة أخرى وفي ضوء تعريف المخاطر المنتظمة السابق يؤكد كلا من (Ross, westerfield& jaffe, 1996) أن المخاطر المنتظمة لا تنشأ من

1 E. Brigham And Gapenski, L. , Intermediate Financial Management, Chicago, Third Edition, The Dryden Press, 1993, P.58.

الفراغ out of thin air بل أنها تحدد عن طريق خصائص الشركة¹ Characteristics of the firm ، كما يؤكد كلا من الأستاذين (1995, Elton & Gruber) أن مخاطر الشركة تحدد عن طريق مزيج من المخاطر الأساسية Fundamentals وخصائص السوق Market characteristics ، وإذا استطعنا تحديد هذه العلاقة بالتأكيد سوف تساعد على إيجاد تحديد وفهم أفضل لبيتا².

هذا إلى جانب أن الكثير من عوائد الشركات تتسم بالموسمية فبعض هذه الشركات تعمل بشكل جيد في مرحلة الرواج وبشكل ضعيف في مرحلة الكساد وبعض الصناعات ذات التكنولوجيا المرتفعة تتأثر أيضا بدورة الأعمال مثل شركات صناعة السيارات بينما صناعات المرافق والطيران والصناعات الغذائية تعد اقل ارتباطا بدورة الأعمال وإذا كانت بيتا تقاس بتغاير عوائد الأسهم مع عوائد محفظة السوق فانه ليس من المفاجئ أن الموسمية المرتفعة يرتبط بها معامل مخاطرة منتظمة مرتفع³.

وعلى الرغم من الجدل الذى يثار حول أهمية بيتا كمقياس للمخاطرة المنتظمة من وقت لآخر والاستفسار هل هناك وجود لها كتفسير للعائد IS beta Dead? , Is Beta Beaten? فقد قام الأستاذين Pandey & Chee (2002)⁴ بأجراء دراسة للرد على هذه الأسئلة للتوصل إلى ماهية العناصر الأخرى إلى جانب بيتا التى تعمل على التنبؤ بعوائد أسهم الأسواق الناشئة؟ والتي أوضحت فى النهاية أن بيتا هامة ولكنها ليست العامل الوحيد الذى يمكن الاعتماد عليه فى التنبؤ بالعوائد.

1 Stephen A. Ross, Pandolph W. Westerfield and Jeffery Jaffe, Corporate Finance, P. 319, Fourth Edition, Irwin, 1996

2 Edwin J. Elton. And Martin J. Gruber, Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, P.149, Fifth Edition, John Wiley & Sons, Inc, 1995

3 Ross, Op. Cit.,p.,319,320.

4 Is Beta the Lone Predictor? MAIN SOURCE - Pandey, I. M. and Chee, H. K., (2002). "Predictors of Variation in Stock Returns: Evidence from Malaysian Company Panel Data," Global Business and Finance Review, Vol. 7, No. 1.

هذا إلى جانب ما أوضحه الأستاذ Fernandez (٢٠٠٩)^١ بإجراء مسح على عدد من الأساتذة المتخصصين من ٦٥ دولة وبنحو ٩٣٤ مؤسسة للحصول على إجابات حول استخدام بيتا فجاءت نسبة ٩٧.٣% من هؤلاء الأساتذة بأنهم يستخدموا بيتا على الرغم من وجود عدد من المشاكل الخاصة بالقياس وذلك بالنص التالي:

“Betas are poorly measured and have many problems” بينما نسبة ٠.٩% لا يستخدم بيتا ويفضل استخدام بعض الأساليب الأخرى مثل Common sense، qualitative Methods .

وفى ضوء هذه التعريفات فإن الدراسة قامت على أساس فحص ودراسة تأثير بعض المتغيرات المالية وغير المالية وعلاقتها بمعامل المخاطرة المنتظمة.

ثانيا: مشكله الدراسة:

فى ضوء ما سبق ونظرا للأهمية الخاصة بتقدير معامل المخاطرة المنتظمة كمحدد أساسى لتقييم الاستثمارات فى الأصول الخطرة والى ضرورة تفهم الخصائص التى تؤثر على هذا المعامل كمحدد أساسى لتسعير الأصول الخطرة ، ونظرا لان اغلب الدراسات العربية فى هذا المجال اهتمت بتحديد اتجاه المخاطر المنتظمة من خلال حجم الشركة دون التركيز على أثر خصائص الشركة على معامل المخاطرة المنتظمة، فقد اعد هذه البحث بغرض دراسة أثر خصائص الشركات على معامل المخاطرة المنتظمة للشركات النشطة المتداول أسهمها فى بورصة الأوراق المالية وبحث العلاقة بين معامل المخاطرة المنتظمة وعدد من المتغيرات التى أوضحت عدد من الدراسات والأبحاث تواجد علاقة جوهرية معها ومن هذه الخصائص : حجم الشركات ، نوع الصناعة، درجة الرفع المالى ،معدل النمو، كفاءة التشغيل، الربحية وذلك فى محاولة لتفهم مدى استجابة هذه الشركات للإحداث والمتغيرات المرتبطة

1 Pablo Fernandez, "Betas used by professors: a survey with 2.500 answers", May 21, 2009, IESE Business School, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1407464>.

بالسوق من جهة وبخصائصها من جهة أخرى هذا ويمكن صياغة المشكلة في ضوء التساؤلات التالية:

- هل هناك اثر لحجم الشركة على معامل المخاطرة المنتظمة؟
- هل لنوع الصناعة تأثير على معامل المخاطر المنتظمة؟
- هل تؤثر درجة الاعتماد على الديون Debt Leverage على معامل المخاطرة المنتظمة؟
- هل تؤثر معدلات النمو على معامل المخاطرة المنتظمة؟
- هل تؤثر كفاءة تشغيل الأصول على معامل المخاطرة المنتظمة؟
- هل تؤثر معدل ربحية الشركة على معامل المخاطرة المنتظمة؟

ثالثا: الدراسات السابقة :

خلصت العديد من الدراسات الرائدة إلى أن بيتا تتشا في الأساس من تحليل البيانات المالية للشركة ومن خلال تحليل هذه البيانات يمكن أن تقودنا إلى مصادر المخاطر المنتظمة، حيث انه من خلال مراجعة المخاطر المنتظمة للعديد من الشركات وجد أن المخاطر المنتظمة حساسيتها تجاه الاقتصاد الكلى Macroeconomics conditions ترجع إلى خصائصها المحاسبية accounting characteristics ، ونتيجة لذلك فان معاملات المخاطرة المنتظمة الأساسية Fundamentals Betas تشير إلى أن المخاطرة المنتظمة داله للعديد من المتغيرات المحاسبية مثل السيولة، الرافعة المالية ، ومعدل سداد التوزيعات¹ وفيما يلي عرض لبعض المساهمات :

1 Don M. Chance, "Evidence on a Simplified Model of Systematic Risk," Financial Management 11, no.3 (1982): 53-63. Edward A. Dyl and J. Ronald Hoffmeister, "A Note on Dividend Policy and Beta," Journal of Business Finance & Accounting 13, no. 1 (1986): 107-115; Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence," Journal of Economic Perspectives 18, no. 3 (2004): 25-46; Barr Rosenberg and Walt McKibben, "The Prediction of Systematic and Specific Risk in Common Stock," Journal of Financial and Quantitative Analysis 8, no. 2 (1973): 328; James M. Gahlon and James A. Gentry, "On the Relationship Between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage," Financial Management 11, no. 2 (1982): 15-23.

الدراسة	المشكلة / موضوع البحث	المنهجية	النتائج
عبيد ^١ (١٩٩٥)	نتيجة لما تعانيه الأسواق الناشئة عامة وسوق الأوراق المالية المصرية خاصة من مشكلتي ضيق التعامل و الإحجام المتباينة للشركات فقد استهدفت الدراسة الوصول إلى ١- تقدير معامل المخاطرة المنتظمة لسوق الأوراق المالية المصرية واختيار طريقة التقدير الملائمة للأسواق الضيقة بعيد عن التحيز وذلك من خلال تقديم نموذج يعالج مشكلتي ضيق التعامل وتباين الحجم وهو نموذج محفظة الأوراق المالية السوقية المثلى. ٢- التنبؤ بمعامل المخاطرة المنتظمة في المستقبل	١- اقتراح أسلوب المحفظة المثلى لسوق الأوراق المالية لاستخدامها كمؤشر للسوق بدلا من مؤشر السوق المرجح بالقيمة أو الأسعار. ٢- تقدير بيتا اعتمادا على عدة طرق منها: طريقة شولز- ويليامز، ديمسون ، المربعات الصغرى، التعامل المستمر على أساس المتاجرة. ٣- التنبؤ بمعامل المخاطرة المنتظمة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ، نموذج الانحدار الذاتي والمتوسطات المتحركة المتكاملة.	وتوصلت الدراسة إلى أن: ١- معامل المخاطرة المنتظمة تتأثر بحجم التعامل والمتاجرة على الأسهم فكلما زاد التعامل على هذه الأسهم زادت بيتا، فقد جاءت بيتا أكبر من الواحد الصحيح بالنسبة للشركات عالية التعامل ثم أخذت في التناقص مع تناقص التعامل، وهذه النتيجة تشير إلى أن الشركات نشطة التعامل في البورصة عرضه أكثر من غيرها للتغيرات في السوق والنشاط الإقتصادي ككل وأنها قد تتبع سياسات هجومية (فعالة) في إدارة شركاتها. ٢- أن اختيار مؤشر السوق يلعب دورا أساسيا في مدى دقة وكفاءة تقدير بيتا. ٣- انه يمكن التنبؤ بدقة عالية بقيم بيتا في المستقبل إذا ما روعي تقديرها في فترات زمنية سابقة على أساس دقيق. ٤- العبرة في تقدير بيتا لا تتطلب تحسين الأساليب الإحصائية فحسب ولكن بمراعاة ظروف كل سوق ومشكلاته.

^١ سعيد توفيق عبيد، "تقدير معامل المخاطرة المنتظمة (بيتا) في أسواق رأس المال محدودة التعامل ذات الأوزان المتباينة: دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية المصرية"، مجلة أفاق اقتصادية، المجلد ١٦، العدد ٦٤، ١٩٩٥، ص.ص ١٥-٤٢.