وزارة التعليـم العالـي والبـحث العـلمي
جامعة القادسية / كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلـوم الماليـــة والمصرفيـــة
الـدراسـات العـليـا

مدى إمكانية نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French 1993)

في تفسير عوائد المحافظ الاستثماريـة للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق الماليـة ـ ـ دراسـة تحليلية ـ

رسالـة مقدمة إلى مجلس كليـة الإدارة والاقتصاد – جامعـة القادسيـة وهي جزء من متطلبـات الحصول على درجة الماجستير في العلـوم الماليـة والمصرفية

من قبل الطالبة
زينب خليل جدوع الفتلاوي

بإشراف الأستاذ الدكتور
سالم صلال راهي الحسناوي

1443هـ 2021م

﴿ وَعِندَهُ مَفَاتِحُ الْغَيْبِ لَا يَعْلَمُهَا إِلَّا هُوَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْبَرِّ وَالْبَحْرِ وَمَا تَسْقُطُ مِن وَرَقَةٍ إِلَّا يَعْلَمُهَا وَلَا حَبَّةٍ فِي ظُلُمَاتِ الْأَرْضِ وَلَا رَطْبٍ وَلَا يَابِسٍ إِلَّا فِي كِتَابٍ مُّبِينٍ ﴾

صَـدَقَ اللهُ العَلِيُّ العَظيم

سورة الأنعام - 59

الإهـــــداء

أحمد الله عز وجل على منه و عونه لإتمام هذه الدراسة.

أهدي هذا العمل المتواضع إلى

سَيّدِنا خاتمُ الأنبياءَ والمرسلينَ ورحمةُ ربِّ العالمينْ لِعِبادِهِ أجْمَعين سيدنا ومولانا مُحمد بن عبد الله (صلى الله عليه واله وسلم) .

والى ... أهل بيتهِ الطيبين الطاهرينْ (صلواتْ الله عليهمْ أجمعين)

والى ... منْ يملأَ الأرض قِسْطاً وَعَدْلاً (عجلَّ الله فرجهُ)

إلى مدرستي الأولى في الحياة..... أبي

إلى من ارتحت كلما تذكرت ابتسامتها في وجهي جزاها الله عني خير الجزاء في الدارين.....أمي

إلى الذين تقاسموا ا معي عبء الحياة؛ لكيّ أُدخل على قلوبهم شيء من السعادة ....إخوتي وأخواتي

الباحثة

شـــكـــر وامتنان

بِســـْمِ اللَّـهِ الرحـــمن الرّحِـــيمِ

﴿وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِن كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيد ﴾

صدق الله العلي العظيم

(سورة إبراهيم، الآية -7-)

عند الوصول إلى نهاية المشوار،و بعد طول الصبر والجهد والإصرار، أحمده سبحانه على ما من به علينا من إتمام هذه الرسالة التي أرجو ان تنال رضاه " كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي الفاضل الدكتور (سالم صلال راهي الحسناوي) بتفضله بالأشرف على هذا العمل ولسعة صدره وإسهامه بجهده ووقته الثمينين من أجل إتمامه وإخراج هذه الرسالة في أحسن صوره ، وأسال الله العلي القدير ان يكتب صنيعه في موازين حسناته .

ولأ أنسى بالشكر والامتنان عمادة كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة القادسية والشكر موصول إلى جميع أعضاء الهيئة التدريسية في قسم العلوم المالية والمصرفية في المرحلة التحضيرية الذين بذلوا الجهد الكبير في تدريسي ..وشكري الكبير إلى (لجنة المناقشة) المحترمة ....وإلى الخبير (العلمي) ..و (اللغوي) الأفاضل

وكذلك الشكر موصول إلى زملاء رحلة الدراسة (مسلم عقيل ، وسهير كاظم ، وعلاء طالب ، ومصطفى خليل ، وعلاء علي ، وعباس حميد ، وغسان علي ، وندى نوري ، وتحسين جمعة) شكرا لمواقفكم النبيلة الطيبة

وأود ان اقدم شكري وامتناني لكل من اسهم معي في إعداد هذه الرسالة بنصيحه وتوجيه أو بكلمة طيبة...

الباحثة

المستخلص :

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى إمكانية نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French 1993) في تفسير عوائد المحافظ الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، اذ تمثل مجتمع الدراسة بجميع المصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، ،فيما تمثلت عينة الدراسة بـ (11) مصرفا مدرجا في سوق العراق للاوراق المالية ولمدة (9) سنوات من 2009/1/1 ولغاية 2017/12/31، وتم توظيف أساليب برنامج التحليل الإحصائي (SPSS.V.20) لدراسة العلاقة بين متغيرات النموذج ، وتوصلت الدراسة إلى استنتاج مفاده انعدام الأثر ذات الدلالة الإحصائية لنموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French 1993) على عوائد المحافظ الاستثمارية ، واستنتجت الدراسة بعدم قدرة عامل حجم المصرف على تفسير عوائد المحافظ الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة ، و توصلت الدراسة إلى قدرة عامل نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وعامل علاوة مخاطرة السوق في تفسير الزيادة في عوائد المحافظ الاستثمارية ، وأوصت الدراسة بإمكانية استخدام مقاييس أخرى للتعبير عن حجم المصرف غير القيمة السوقية كـ (أجمالي الأصول ، المبيعات ، عدد العاملين ..وغير ذلك) من اجل نفي أو تأكيد النتائج التي تم التوصل اليها ، وأوصت بضرورة قيام الجهات المختصة في سوق العراق للأوراق المالية بأعداد قاعدة بيانات خاصة تحتوي على عوائد المحافظ الاستثمارية وذلك نظرا لأهميتها في أعداد الدراسات ومساعده المستثمرين في اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية وبشكل رشيد.

قائمة المحتويــات

الموضوع	رقم الصفحة
الآية القرآنية	أ
الإهداء	ب
شكر وامتنان	ت
المستخلص	ث
قائمة المحتويات	جـ - حـ - خـ
قائمة الجداول	د
قائمة الأشكال	ذ
قائمة الملاحق	ر
المقدمة	2 _1
الفصل الأول / منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة	20_3
المبحث الأول : المنهجية الدراسة	20
مشكلة الدراسة	4
أهمية الدراسة	4
أهداف الدراسة	5
فرضيات الدراسة	5
نموذج الدراسة	6
أساليب جمع البيانات	7
مجتمع وعينة الدراسة	7
حدود الدراسة	7
متغيرات الدراسة	7
المبحث الثاني / بعض الدراسات السابقة	20_9
مدى الإفادة من الدراسات السابقة	20_19
الفصل الثاني : الإطار النظري للدراسة / نموذج العوامل الثلاثة لـ(fama & French) والمحفظة الاستثمارية .	91 -21
تمهيد	22

المبحث الأول : نموذج العوامل الثلاثة لـ(fama & French).	**35_23**
مفهوم نموذج العوامل الثلاثة لـ (fama & French 1993)	**23**
حجم الشركة	**26**
نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية	**28**
علاوة مخاطرة السوق	**35_32**
المبحث الثاني : المحفظة الاستثمارية	**50_36**
نشأة وتطور مفهوم المحفظة الاستثمارية	**36**
ماهية نظرية المحفظة الاستثمارية	**37**
تطور نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة	**38**
مفهوم المحفظة الاستثمارية	**39**
شروط تكوين المحفظة الاستثمارية	**42**
مكونات المحفظة الاستثمارية	**42**
السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية	**44**
تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس السياسات الاستثمارية	**45**
أنواع المحافظ الاستثمارية	**46**
أسس إدارة المحفظة الاستثمارية وخطواتها	**48**
أهداف أداره المحفظة الاستثمارية	**50_49**
المبحث الثالث : نموذج (Fama and French) وعوائد المحفظة الاستثمارية	**90_51**
أسس قياس أداء المحافظ الاستثمارية	**52**
مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية	**52**
أسس تكوين المحافظ الاستثمارية وتنويعها	**58**
عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية	**67**
مخاطر المحفظة الاستثمارية	**72**
العلاقة بين العائد والمخاطرة	**77**
عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية	**79**
نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	**82**
مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)	**83**

فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)	**86**
انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	**87**
نموذج العوامل الثلاثة لـ (fama & French 1993)	**90_88**
الفصل الثالث : الإطار العملي (وصف وتحليل بيانات الدراسة واختبار الفرضيات للعوامل الثلاثة لـ(fama & French) وعوائد المحفظة الاستثمارية) .	**117_91**
المبحث الأول : وصف وتحليل بيانات الدراسة	**110_92**
المبحث الثاني :اختبار الفرضيات	**117_111**
الفصل الرابع : الاستنتاجات والتوصيات	**122_118**
المبحث الأول : الاستنتاجات	**120_119**
المبحث الثاني : التوصيات	**122_121**
المراجع والمصادر	**145_123**
الملاحق	**153_146**
المستخلص باللغة الانكليزية	**154**

قائمة الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	رقم الصفحة
1	الدراسات المحلية	9
2	الدراسات العربية	12
3	الدراسات الأجنبية	15
4	الإفادة من الدراسات السابقة	19
5	حساب عامل حجم الشركة للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	94
6	حساب حجم الشركات كبيرة الحجم للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	96
7	حساب حجم الشركات صغيرة الحجم للمصارف_ عينة الراسة (2009-2017)	98
8	نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	100
9	حساب معدل عائد السوق للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	103
10	حساب عائد السهم للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	105
11	حساب علاوة مخاطرة السوق للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	107
12	حساب أوزان عوائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	108
13	حساب عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	110
14	تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين نموذج العوامل الثلاثة وعائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	112
15	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين حجم الشركة وعائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	113
16	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وعائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	114
17	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين علاوة مخاطرة السوق وعائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	115
18	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين حجم الشركات كبيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	116
19	تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين حجم الشركات صغيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)	117

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	رقم الصفحة
1	مخطط يوضح نموذج الدراسة	6
2	نموذج المحفظة الاستثمارية	43
3	أنواع المحافظ الاستثمارية	48
4	نسبة (Sharpe) الموجبة والسالبة	53
5	قياس الأداء بمؤشر (trynor's)	55
6	قياس الأداء بمؤشر(Jensen's)	56
7	أثر التنويع الساذج (البسيط)على مخاطرة المحفظة	61
8	تأثير التنويع الساذج (البسيط) على المخاطر غير المنتظمة	62
9	أشكال الارتباط	64
10	تأثير معامل الارتباط على المخاطر الغير منتظمة للمحفظة	65
11	أسس التنويع للمحفظة الاستثمارية	66
12	المخاطرة الكلية (المخاطرة النظامية و المخاطرة غير النظامية)	76
13	أصناف المخاطرة الاستثمارية	77
14	العلاقة بين العائد والمخاطرة	78
15	تقدير معامل بيتا (β) بيانيا	86

قائمة الملاحق

رقم الملحق	اسم الملحق	رقم الصفحة
1	المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية – مجتمع وعينة الدراسة (2017_2009)	148_147
2	القيمة الدفترية للمصارف _عينة الدراسة (2017_2009)	148
3	القيمة السوقية للمصارف _عينة الدراسة (2017_2009)	149
4	عائد السهم للمحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2017_2009)	150
5	المعدل الخالي من المخاطرة للمصارف_ عينة الدراسة (2017_2009)	151
6	أسعار الأغلاق والافتتاح للمصارف _ عينة الدراسة (2017_2009)	153_152

مقدمة : Introduction

نتيجة للتطورات في أنشطة المصارف وتحولها إلى مصارف شاملة الأمر الذي توجب على إدارة المصارف إعادة النظر بسياساتها واستراتيجياتها من اجل الاستجابة للتغييرات البيئية التي تؤثر على عملها ،ولم يقتصر الأمر على الائتمان وإنما شمل الاستثمار في المحافظ الاستثمارية التي مثلت احدى أنشطة الاستثمار لدى المصارف ،إذ ان الهدف من كل عملية استثمار هو تحقيق عائد ملائم بمستوى مقبول من المخاطر .فالمحافظ الاستثمارية هي توليفة من الأدوات المالية كالأسهم والسندات والقبولات المصرفية والودائع ....وغير ذلك وتقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة تعمل على بناء استراتيجيات لتحقيق اقصى عائد ممكن من استثمار هذه الأدوات في ظل مناخ استثماري ملائم لعملية استثمارية ذات فرص مربحه ، وتمتاز المحافظ الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوعية والجودة حيث تتكون من أصول حقيقية ذات قيمة اقتصادية ملموسة كالذهب والعقارات والمشاريع الاقتصادية ، وأصول مالية كالأسهم والسندات وهناك أيضا أصول مرتفعة أو منخفضة المخاطر والتي غالبا ما يتم اللجوء اليها لتعظيم ثروة الملاك ويأخذ المستثمر العائد والمخاطرة بعين الاعتبار عند اختيار الأوراق المالية فهو يسعى لتعظيم العائد المتوقع في استثماراته والتقليل من مستوى المخاطر .

وأوضحت الدراسات وجود العديد من النماذج في تقييم العلاقة بين العائد والمخاطرة .اذ لاقت بعض الدراسات عدة انتقادات بشان التنبؤ بالعائد المتوقع والمخاطر ومن بين هذه النماذج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الذي قدم من قبل شارب سنة 1964واستخدم فيه معامل بيتا (β) على أنّه مقياس للمخاطر المنتظمة ، ألا ان (Fama & French1993) قدما نموذجا يقوم على أساس المفاضلة بين عوائد المحافظ الاستثمارية المتماثلة في مستويات المخاطر وإيجاد التوازن بين العوائد والمخاطر لأي محفظة استثمارية واستخدم (Fama & French 1993) هذا النموذج كبديل عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital asset pricing model) ، كما ذكر Fama & French خلال نتائج دراستهما من جامعة شيكاغو والتي انتقدت نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "كان من بين تلك الانتقادات لنموذج CAPM تطبيقه على ارض الواقع وذلك بهدف الحصول على توقعات مستقبلية" لذا جاء نموذج العوامل الثلاثة Fama & French كنتيجة للفشل الذي تعرض له نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM الذي يقوم على عامل واحد وهو بيتا (β) كمقياس للمخاطر (مخاطر السوق) الذي يفترض تأثير المخاطر المنتظمة على العوائد المتوقعة للأوراق المالية ، وقد تم إضافة عاملي نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وعامل حجم

الشركة وذلك لإعطاء قوة تفسيرية اكبر ولتوضيح التباين في العوائد بصورة افضل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) "اذ وجد كل من Fama & French من خلال ملاحظاتهم لعوائد الأسهم المختلفة في الأسواق المالية وخاصة عوائد اسهم الشركات صغيرة الحجم وأسهم الشركات ذات نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المرتفعة " أنّ عوائد الشركات صغيرة الحجم تزيد عن عوائد الشركات كبيرة الحجم كذلك فان نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المرتفعة تختلف عن نسبة الشركات التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية منخفضة ؛ ولذلك فإنّ العوائد المرتفعة لتلك الأسهم تعكس مستوى المخاطر العالية التي يمكن التخلص منها عن طريق التنويع"؛ لذا يجب تسعيرها منفصلة عن مخاطر السوق اذ لا يستطيع عائد السوق احتوائها تفسير ذلك كنتيجة للتعثر المالي للشركات " سواء كانت الشركات صغيرة الحجم أو ذات نسبة قيمة دفترية للقيمة السوقية مرتفعة لذا من الممكن للمستثمر الحصول على علاوة مخاطرة كتعويض عن مخاطر الاستثمار التي يتعرض لها "

لذا جاءت هذه الدراسة بأربعة فصول " تناول الفصل الأول منهجية الدراسة ، وبعض الدراسات السابقة من خلال مبحثين ، تناول المبحث الأول منهجية الدراسة ، وركز المبحث الثاني على بعض الدراسات السابقة "، فيما ركز الفصل الثاني على الاطار النظري متضمنا نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) كمبحث أول " فيما تناول المبحث الثاني عوائد المحافظ الاستثمارية ،لينتهي الفصل بمبحث ثالث ركز على علاقة النموذج بعوائد المحافظ الاستثمارية " فيما تناول الفصل الثالث الجانب التطبيقي من خلال وصف وتحليل البيانات واختبار الفرضيات لتنتهي الدراسة بفصل رابع تناول مجموعه من الاستنتاجات والتوصيات.

الفـصــل الأول

منـهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة

المبحث الأول :منـهجية الدراسة

المبحث الثاني : بعض الدراسات السابقة

المبحث الأول

منهجية الدراسة

تمهيد

اعتمدت الدراسة على تقديم فكرة عامة عن موضوع وطبيعة الدراسة ، متمثلة بمنهجية الدراسة من خلال توضيح أهمية الدراسة، ومشكلتها، وأهدافها ، وفرضياتها ، ووصف الأساليب الإحصائية المستخدمة ومجتمع وعينة الدراسة ، لذا بالإمكان التعرف على المنهجية من خلال الآتي :

أولا : مشكلة الدراسة : (the study Problem)

يمكن توضيح مشكلة الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي الآتي :-

(هل هناك اثر ذا دلالة إحصائية لنموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama and French) على عائد المحفظة الاستثمارية) ومنه تتفرع :-

1) هل لحجم الشركة أثر ذو دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة ؟
2) هل لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية أثر ذا دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ؟
3) هل لعلاوة مخاطرة السوق أثر ذا دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ؟
4) هل هناك اختلاف في الأثر ذا الدلالة الإحصائية لحجم الشركة فيما اذا كانت كبيرة أو صغيرة الحجم على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية؟

ثانيا : أهمية الدراسة : (importance of studying)

تتمثل أهمية الدراسة بالنقاط الأتية :

1- تتجسد أهمية الدراسة من أهميتها التطبيقية بالمصارف يتسم بارتفاع مخاطر الاستثمار لتلبية حاجات المستثمرون بشكل يزيد من بدائل الاستثمار وتخفيض المخاطر والتوظيف الأمثل للأموال .

2- تفسير المحافظ الاستثمارية بالشكل الذي يساعد مدراء المحافظ في بناء محافظهم الاستثمارية لغرض تعظيم عوائدها وتخفيض المخاطر إلى الحد المقبول ، وكذلك مساعدة

المستثمرين في اختيار الاستثمار الأمثل وتكوين محافظ استثمارية لها القدرة على تكوين عوائد مرتفعة دون تعرض المستثمرين لمخاطر استثمار عالية .

3- تقديم مقترحات تساعد على تفسير سلوك المحافظ الاستثمارية وعوائدها للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية بالشكل الذي يساعد المستثمرون على رسم خططهم و سياساتهم الاستثمارية والتي تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية .

ثالثا : أهداف الدراسة : (Objectives of the study)

تسعى الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف منها :

1) التعرف على نموذج العوامل الثلاثة لـ(fama & French) ، ومدى إمكانيته في تفسير عوائد المحافظ الاستثمارية في المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

2) التعرف على مدى إمكانية وقدرة حجم المصرف على الاستثمار في المحافظ الاستثمارية.

3) فهم و إمكانية التحسن في المصارف على الاستثمار في المحافظ الاستثمارية .

4) دراسة العلاقة ما بين القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للمصرف واثرها على عوائد المحافظ الاستثمارية.

5) التعرف على مدى إمكانية علاوة مخاطرة السوق للمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية في تفسير عوائد المحافظ الاستثمارية لديها .

رابعا : فرضيات الدراسة : (Study hypotheses)

وفقا لما جاءت به مشكلة الدراسة من تساؤلات ومن اجل تحقيق أهدافها يمكن وضع الفرضيات الأتية:

الفرضية الرئيسة:-

(هناك أثر ذا دلالة إحصائية لنموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) على عائد المحفظة الاستثمارية) ومنه تتفرع :

1) لحجم الشركة أثر ذو دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية .

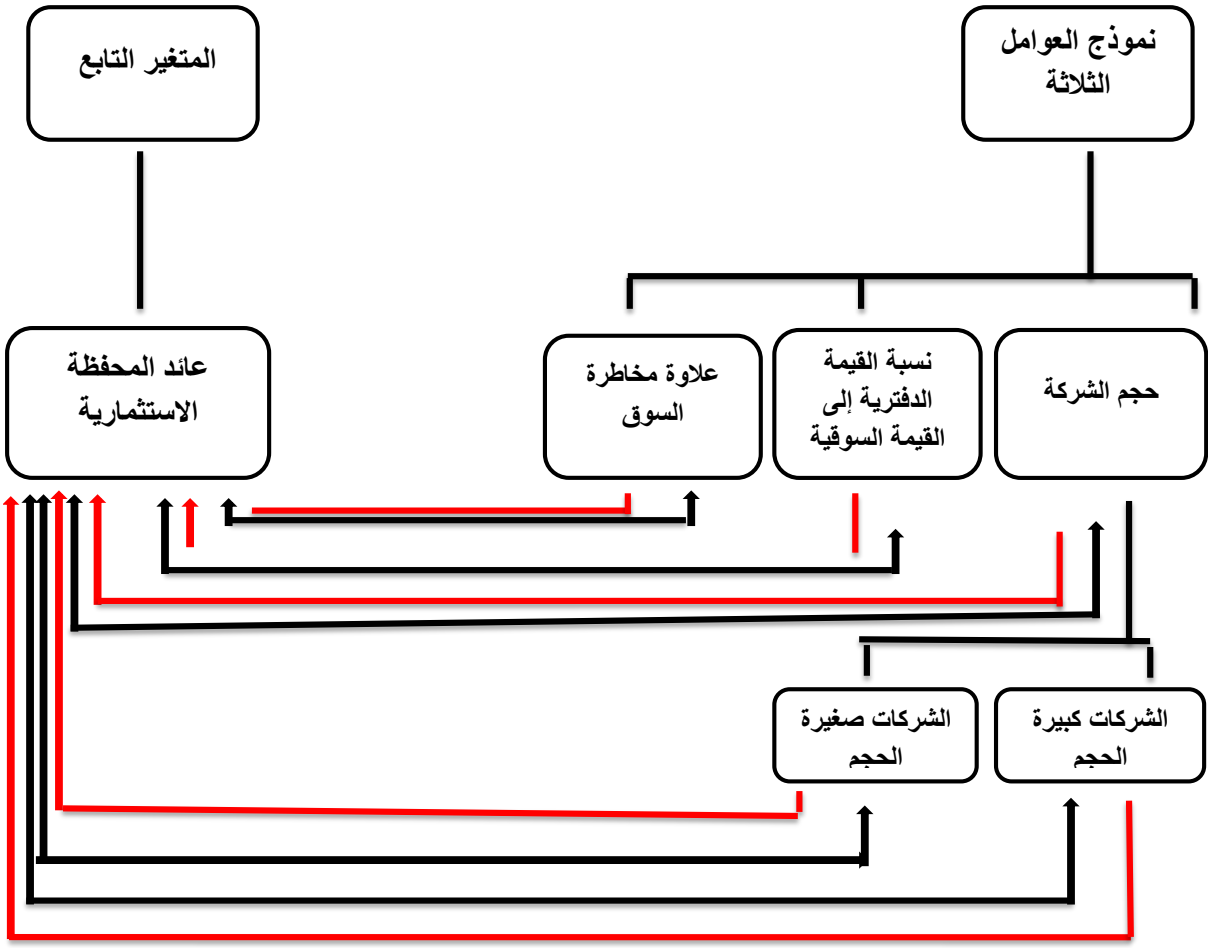
2) لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية أثر ذا دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية .

3) لعلاوة مخاطرة السوق أثر ذا دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية .

4) هناك اختلاف في الأثر ذات الدلالة الإحصائية لحجم الشركات الكبيرة أو صغيرة الحجم على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية.

خامسا : أنموذج الدراسة : Study model

من خلال هذه الدراسة وبناءا على صياغة مشكلة الدراسة وتحديد أسئلتها وفرضياتها يمكن صياغه نموذج الدراسة الذي يوضح العلاقة بين عائد المحفظة الاستثمارية كمتغير تابع والعوامل الثلاثة كمتغيرات مستقلة ، وكما موضح بالشكل (1) الآتي :



شكل (1)

المخطط الفرضي للدراسة

المصدر : من أعداد (الباحثة).

سادسا : أساليب جمع البيانات

- **الجانب النظري :** اعتمد الجانب النظري للدراسة على مجموعه من الكتب والمجلات والبحوث والرسائل ، والأطاريح ، والمقالات ذات العلاقة بموضوع الدراسة المتوفرة في المكتبات فضلا عن المتوفر على المواقع و شبكات الأنترنت .
- **الجانب العملي :** اعتمد الجانب التطبيقي للدراسة على البيانات الفعلية للمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي تم الحصول عليها من خلال التقارير المالية السنوية المنشورة التي تصدرها المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تخص متغيرات الدراسة للسنوات 2009/1/1 ولغاية 2017/12/31 اذ تعد المصدر الأساس الذي اعتمدت عليه الدراسة .

سابعا : مجتمع وعينة الدراسة : Society and the study sample

تمثل مجتمع الدراسة بالمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغة (43) مصرفا ،فيما تمثلت عينة الدراسة بـ (11) مصرفا مدرجا في سوق العراق للأوراق المالية والتي تتوفر عنها البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة للسنوات من 2009/1/1 ولغاية 2017/12/31.

ثامنا : حدود الدراسة : limits study

1.الحدود المكانية : تمثل مجتمع الدراسة بالمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، فيما تمثلت عينة الدراسة بالمصارف التي بدا نشاطها 2009/1/1 لغاية 2017/12/31 والتي بلغت (11) مصرفا مدرجا في سوق العراق للاوراق المالية .

2. الحدود الزمنية : تم اعتماد البيانات المالية للمدة من 2009/1/1 ولغاية 2017/12/31.

تاسعا : متغيرات الدراسة : Study variables

اعتمدت الدراسة على مجموعة من المتغيرات اللازمة من اجل أجراء تحليل أثر المتغيرات المستخدمة في النموذج وكالآتي :

1. المتغير المستقل:- يتمثل في ثلاث مؤشرات ، وهي : (معامل حجم الشركة ، ومعامل نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ، وعلاوة مخاطرة السوق)

2. المتغير التابع :- يتمثل في عوائد المحافظ الاستثمارية ، اذ يتم تحليل بيانات الدراسة من خلال استخدام أساليب وأدوات التحليل الإحصائي الملائمة ، ومن خلال الاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS V.20. من اجل أجراء الاختبارات ، وتحليل الفرضيات الإحصائية.

المبحث الثاني

دراسات السابقة :

يتضمن المبحث الثاني بعض الدراسات السابقة ، ومنها الدراسات المحلية، والعربية ، والدراسات الأجنبية كما هو موضح بالجدول الآتي :

1) الدراسات المحلية : اشتملت على مجموعة من الدراسات ويوضحها الجدول (1) :-

جدول(1)

الدراسات المحلية

1	دراسة (صالح ، 2018)
عنوان الدراسة	**تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج (Fama & French) ذو العوامل الخمسة _دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية .**
هدف الدراسة	اختبار نموذج **(Fama & French)** خماسي العوامل لتقييم الأسهم العادية لغرض تحديد مدى مطابقة النموذج لسوق العراق للأوراق المالية في تفسير عوائد الأسهم .
مجتمع وعينة الدراسة	تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ،فيما تمثلت عينة الدراسة بـ (11) مصرفا مدرجا في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005_2014).
الأساليب المستخدمة	استخدام برنامج العلوم الاجتماعية الإحصائية SPSS ، وكذلك استخدمت الأساليب المالية (حجم الشركة ،نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية، الربحية والاستثمار ومعامل بيتا) كمقياس لنموذج **(Fama & French)**.
استنتاجات الدراسة	إمكانية الاعتماد على نموذج **(Fama & French)** خماسي العوامل في تقييم الأسهم العادية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية اذ اظهر قدرة تفسيرية لاختلافات عوائد الأسهم .
توصيات الدراسة	اعتماد مؤشرات القيمة الحقيقية للاسهم العادية المحسوبة بموجب نموذج (**Fama & French)** خماسي العوامل كونه يأخذ متغيرات (عوامل) إضافية تتمثل بعوامل الربحية والاستثمار والحجم والقيمة الدفترية /القيمة السوقية .

2	دراسة (عبد الرسول ؛ الخفاجي ، 2019)
عنوان الدراسة	**تأثير استخدام نموذج خماسي العوامل المعدل لـ (Fama & French) على العوائد الإضافية لمحفظة الأسهم _ دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية للفترة 2009_2017**
هدف الدراسة	اختبار القوة التفسيرية لنموذج خماسي العوامل المعدل لـ(**Fama & French**)2015 في شرح العوائد الإضافية لسوق العراق للاوراق المالية للفترة 2009_2017 .
مجتمع وعينة الدراسة	تمثل مجتمع الدراسة بكافة الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ،فيما شملت عينة الدراسة على بيانات (34) شركة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية مع 306 مشاهده .
الأساليب المستخدمة	استخدمت الأساليب المالية (حجم الشركة ،نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية، الربحية والاستثمار ومعامل بيتا) كمقياس لنموذج (**Fama & French**).
استنتاجات الدراسة	استنتجت الدراسة ان النموذج يحسن من العوائد اذ تم تشكيل المحافظ على أساس عاملي حجم الشركة وربحية السهم .
توصيات الدراسة	توجيه مدراء المحافظ و المستثمرينٌ الراغبينٌ بالحصول على عوائد إضافية بناء محافظهم على أساس حجم الشركة أولا" وربحيةٌ السهم ثانياً".

3	دراسة (شمخي ؛ حسين ،2019)
عنوان الدراسة	**اختبار نموذج ثلاثي العوامل لـ(fama & French) في سوق العراق للأوراق المالية _دراسة تحليلية _ .**
هدف الدراسة	اختبار نموذج ثلاثي العوامل لـ(fama & French) في سوق العراق للأوراق المالية مع إمكانية تطبيقه في سوق العراق .
مجتمع وعينة الدراسة	تكون مجتمع الدراسة من 40 شركة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، وشملت عدد من القطاعات المختلفة للفترة (2010_2014).
الأساليب المستخدمة	استخدام أسلوب التحليل الإحصائي (spss)وبرنامج Excel 2010،من اجل الحصول على النتائج الإحصائية وذلك باستخدام البيانات السنوية والشهرية المتوفرة لدى سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2010ولغاية 2014 .
استنتاجات الدراسة	وجود علاوتي الحجم والقيمة في السوق مما يشجع الأفراد المستثمرين على الاستثمار في السوق للحصول على عوائد افضل، إضافة لوجود علاقات ارتباط عالية وقوية بين متغيرات النموذج في السوق.
توصيات الدراسة	أهمية تطبيق الأنموذج في السوق لا عطاء صورة واضحة عن النماذج المالية التي تتوافق مع سوق العراق للأوراق المالية.

2) الدراسات العربية : اشتملت على مجموعة من الدراسات و يوضحها الجدول (2) :-

جدول (2)

الدراسات العربية

1	**دراسة (اللطيف ، 2006)**
عنوان الدراسة	**العوامل المفسرة لعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة قياسية)**
هدف الدراسة	بحث مدى كفاءة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في تفسير معدل العائد على الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية .
مجتمع وعينة الدراسة	تكون مجتمع الدراسة من جميع الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية ، في حين شملت عينة الدراسة على سهم (19) شركة مدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية تم تداول أسهمها للفترة (2001_2003).
الأساليب المستخدمة	استخدم أسلوب المنهج القياسي عن طريق تحليل الانحدار الأفقي (Cross-Section) من خلال استخدام منهجية (Fama and French ,1992) المتضمنة أجراء معادلات انحدار بشكل شهري (Month by Month Regression).
استنتاجات الدراسة	نموذج (CAPM) لا يعمل بشكل جيد في سوق فلسطين للاوراق المالية ، كما ان حجم الشركة ونسبة "Ratio E/P " يمكن ان تستخدم كبديل للمخاطر النظامية في تفسير معدل العائد على السهم .
توصيات الدراسة	ضرورة اعتماد المستثمرين في سوق فلسطين للاوراق المالية على عاملي الحجم ونسبة "Ratio E/P "عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية مع اخذ العوامل الأخرى بعين الاعتبار .

2	دراسة (البريكات ،2009)
عنوان الدراسة	**اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة لـ(fama & French) 1993 على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية "دراسة تطبيقية "**
هدف الدراسة	دراسة تأثير نموذج العوامل الثلاثة **لـ(fama & French)** (1993) على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية.
مجتمع وعينة الدراسة	اشتمل مجتمع الدراسة على جميع البنوك الأردنية المدرجة أسماؤها في بورصة عمان والتي تتوفر عنها البيانات اللازمة للدراسة للفترة (2003_2007) فيما شملت عينة الدراسة على (7) بنوك مدرجة في بورصة عمان .
الأساليب المستخدمة	استخدام برنامج العلوم الاجتماعية الإحصائية (SPSS) لدراسة العلاقة بين متغيرات النموذج .
استنتاجات الدراسة	قدرة عاملي الحجم وعائد السوق على تفسير الزيادة في عوائد المحافظ الاستثمارية لدى البنوك وان عامل نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لم يستطيع تفسير الزيادة في عوائد المحافظ .
توصيات الدراسة	تجنب قرارات الاستثمار العشوائية والاعتماد على الطرق العلمية في القرارات الاستثمارية لضمان حقوق المستثمرين

3	دراسة (الكور ؛ الزطيف ، 2018)
عنوان الدراسة	**اختبار قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير عوائد الأسهم " دراسة تطبيقية لنموذج Fama& French على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (2001 – 2014)**
هدف الدراسة	اختبار قدرة نموذج العوامل الثلاثة المتمثلة في (حجم الشركة ، علاوة عائد السوق ،نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية)وفقا لنموذج fama & French) ،ومدى قدرته على تفسير التغييرات التي تحدث في أسعار الأسهم في بورصة عمان مع إمكانيه توضيح وفهم سلوك أسعار الأسهم في الشركات الصناعات الأردنية .
مجتمع وعينة الدراسة	تكون مجتمع الدراسة من جميع الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة الممتدة من (2001_2014) أما عينة الدراسة فاقتصرت على 30 شركة صناعية مساهمة من اسهم الشركات الصناعية الأردنية.
الأساليب المستخدمة	أسلوب التحليل الإحصائي (SPSS) لدراسة العلاقة بين المتغيرات.
استنتاجات الدراسة	قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير التغييرات السعرية للأسهم مع تحقيق النموذج قدرة تفسيرية ذات قدرة إحصائية في حدود 60.8%.
توصيات الدراسة	إمكانيه استخدام نموذج العوامل الثلاثة في أي مجال تطبيقي يتطلب تفسير العائد المطلوب على الاستثمار.

3) الدراسات الأجنبية : اشتملت على مجموعة من الدراسات ويوضحها الجدول (3) :-

جدول (3)

الدراسات الأجنبية

1	دراسة (**Fama, French,** 1992)
عنوان الدراسة	**The Cross-Section of Expected Stock Returns "** **"عائد السهم المتوقع لقطاعات متنوعه "**
هدف الدراسة	التعرف على المتغيرات الأتية (الحجم المتمثل بالقيمة السوقية لحقوق الملكية ،نسبة الدخل لسعر السهم ،ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعدل الرفع المالي المتمثل بالقيمة الدفترية للأصول إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ونسبة القيمة الدفترية للأصول إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية كحقوق رفع ومعامل بيتا)وبين متوسط عوائد الأسهم .
مجتمع وعينة الدراسة	تكون مجتمع وعينة الدراسة من بيانات متوسط العائد الشهري لجميع الأسهم المدرجة للشركات الغير مالية و المدرجة بسوق NASDAQ (and NYSE, AMEX) للفترة (1989_1969)
الأساليب المستخدمة	أسلوب الانحدار المتعدد لحساب معاملات المتغيرات وأسلوب تأثير المحافظ الاستثمارية.
استنتاجات الدراسة	وجود تأثير لثلاث متغيرات وهي القيمة السوقية لحقوق الملكية، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعامل بيتا) ، كما تبين أن العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الصغير أكبر من العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الكبير وأن الشركات التي لها نسبة B/M اعلى لعائدات اكبر من الشركات التي لها نسبة B/M اقل .
توصيات الدراسة	أجراء مزيد من الدراسات والبحوث من اجل الوصول إلى افضل النتائج .

2	دراسة (Amirhosseini, 2006)
عنوان الدراسة	**A comparison between R-CAPM and Fama and French's models in predicting Tehran stock exchange"** **"مقارنة بين نماذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج (Fama and French) للتنبؤ بعوائد الأسهم في سوق طهران المالي "**
هدف الدراسة	اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وعوامل (Fama and French) للوصول إلى النموذج

	الكفؤ لقياس عوائد الأسهم .
مجتمع وعينة الدراسة	أجريت عينة الدراسة على البيانات شركات بورصة طهران المالية للسنوات (1388 _1378) وبشكل شهري .
الأساليب المستخدمة	أسلوب الانحدار ومعامل بيرسون للارتباط .
استنتاجات الدراسة	ان نماذج تسعير الأصول الرأسمالية المعدلة لعوامل (Fama and French) كانت اكثر ملائمة لتفسير عوائد الأسهم .
توصيات الدراسة	إجراء المزيد من البحوث والدراسات للوصول إلى افضل النتائج .

3	دراسة (Connor،Snnjay، 2011)
عنوان الدراسة	**Tests of the Fama and French Model in India** **"اختبار نموذج Fama & French في الهند"**
هدف الدراسة	اختبار نموذج Fama & French على سوق الهند للاوراق المالية .
مجتمع وعينة الدراسة	شملت عينة الدراسة على (364) شركة وعلى البيانات المالية للسنوات (1989_1999) وبشكل شهري .
الأساليب المستخدمة	استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد .
استنتاجات الدراسة	أن عوامل (Fama & French) الثلاثة مجتمعه وليس مخاطر السوق بمفردها هي ذات قدرة تفسيرية عالية لعوائد الأسهم ووجود علاقة متداخلة بين عوامل (Fama & French) وربحية الأسهم .
توصيات الدراسة	إجراء المزيد من الدراسات فيما يخص الحجم ونموذج (CAPM) في الأسواق الهندية الناشئة .

4	دراسة (Panopoulou & Plastira, 2011)
عنوان الدراسة	**Fama French Factors and US Stock Return Predictability** **"عوامل (Fama & French) والقدرة التنبؤية لعوائد الأسهم الأمريكية"**
هدف الدراسة	اختبار القدرة التنبؤية لعاملي SMB و HML ومتغيرات مالية أخرى للتنبؤ بعوائد الأسهم .
مجتمع وعينة الدراسة	أجريت عينة الدراسة على البيانات المالية لمحفظة الأسهم الأمريكية للفترة الممتدة من (2009_1931) وبشكل شهري .
الأساليب المستخدمة	استخدم مدخلي التحليل (In Sample and True Out of Samples Tests) .
استنتاجات الدراسة	أن المتغيرات المالية لم تظهر أية علاقة وفق مدخلي التحليل In Samples and out of samples.
توصيات الدراسة	أجراء المزيد من البحوث والدراسات للوصول إلى افضل النتائج .

5	دراسة (Fama and French ،2014)
عنـــــــوان الدراسة	**A Five Factor Asset Pricing Model"** **" نموذج العوامل الخمسة لتسعير الأصول الرأسمالية "**
هدف الدراسة	اختبار نموذج Fama and French خماسي العوامل .
مجتمـع وعينـة الدراسة	أجريـت الدراسـة علـى الأسـهم المدرجـة فـي سـوق نيويـورك للاسـهم (سـوق AMEX , NASDAQ) للسنوات (2013_1963) .

الأساليب المستخدمة	استخدم أسلوب الانحدار المتعدد لحساب متغيرات النموذج .
استنتاجات الدراسة	ان نموذج خماسي العوامل لدية قدرة تفسيرية بين (71% إلى 94%) لتباين أسعار الأسهم الحقيقية .
توصيات الدراسة	استخدام نموذج خماسي العوامل يضم HML مقارنة بنموذج رباعي العوامل الذي يستبعد ذلك العامل .

6	**دراسة (2016 Saftawi)**
عنوان الدراسة	**"An Investigation into the Role of Conventional and Liquidity Augmented Fama and French Three Factor Models in Palestine Exchange"** **"اختبار دور نموذج (Fama & French) التقليدي والمعدل للعوامل الثلاثة في بورصة فلسطين "**
هدف الدراسة	اختبار دور السيولة في نماذج تسعير الأصول كعامل مخاطرة ،وذلك على غرار علاوة الحجم ، علاوة القيمة في نموذج (**Fama & French**) التقليدي وتفسير التباين في عوائد الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة ما بين شهر أبريل لعام 2007لغاية شهر مارس من العام 2015.
مجتمع وعينة الدراسة	تكون مجتمع الدراسة من جميع الأسهم المدرجة في بورصة فلسطين فيما شملت عينة الدراسة (39) شركة مدرجة في بورصة فلسطين للفترة (2007_2015) .
الأساليب المستخدمة	استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات **regression multivariate** لاختبار ثمان فرضيات في ثلاثة نماذج ، اذ كانت التغيرات المستقلة للنماذج التي تم اختبارها كالاتي : علاوة المخاطرة المرتبطة بالسوق ، علاوة المخاطرة المرتبطة بالشركة ، علاوة المخاطرة المرتبطة بقيمة الشركة ، علاوة المخاطرة المرتبطة بضعف سيولة السهم ،

استنتاجات الدراسة	أظهرت النتائج ان النماذج الثلاثة مقبولة مع أفضلية نموذج (Fama & French التقليدي ، الذي يأخذ بنظر الاعتبار علاوة مخاطرة السوق علاوة الحجم وعلاوة القيمة ، كما أظهرت النتائج وجود علاقة قوية ودالة إحصائيا بين المتغيرات المستقلة والتابعة في النماذج الثلاثة قيد الاختبار .
توصيات الدراسة	استخدام نموذج (Fama & French) التقليدي مع الأخذ بعين الاعتبار العائد الخالي من المخاطرة والذي اقترحته الدراسة .

4) مدى الإفـــادة من الدراسات السابقة

يمكن توضيح مدى الإفادة من الدراسات السابقة التي تم التطرق اليها من خلال الجدول (4) :-

جدول (4) الإفادة من الدراسات السابقة

ت	اسم الدراسة	الإفادة من الدراسة
1	صالح , 2018	تعزيز الجانب النظري والتطبيقي فيما يتعلق بنموذج (Fama & French) .
2	عبد الرسول و الخفاجي 2019	رفد الجانب التطبيقي والنظري فيما يتعلق بحجم الشركة ونموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French)..
3	شمخي و حسين ،2019	تعزيز الجانبيين النظري والتطبيقي للدراسة فيما يتعلق بنموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French)..
4	اللطيف , 2006	أسهمت في تعزيز الجانب النظري والتطبيقي للدراسة فيما يتعلق بعائد المحفظة ونموذج العوامل الثلاثة .
5	البريكات ،2009	تعزيز الجانب النظري للدراسة فيما يتعلق بالمحفظة الاستثمارية ونموذج العوامل الثلاثة .
6	الكور و الزطيف ،2019	تعزيز الجانب النظري والتطبيقي فيما يتعلق بحجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية ونموذج العوامل الثلاثة .
7	Fama, French,1992	تعزيز الجانب النظري للدراسة فيما يتعلق بالمحفظة الاستثمارية .
8	Amirhosseini , 2006	تعزيز الجانب النظري للدراسة فيما يتعلق بمخاطر المحفظة

		الاستثمارية .
9	Connor & Snnjay , 2011	رفد الجانب النظري للدراسة .
10	Plastira, & Panopoulou ,2011	تعزيز الجانب النظري للدراسة فيما يخص المحفظة الاستثمارية .
11	Fama, French , 2014	رفد الجانب النظري فيما يخص المحفظة الاستثمارية .
12	Saftawi ,2016	أسهمت في الجانب النظري للدراسة فيما يتعلق بالمحفظة الاستثمارية .

المبحث الأول

نموذج العوامل الثلاثة لـ (fama & French)

(The Three Factors Model (fama & French)

تمهيد:-

تستعرض الباحثة في هذا الفصل الإطار النظري الذي يتناول متغيرات نموذج (fama & French) من خلال استعراض عوامل النموذج والمحافظ الاستثمارية وعوائدها فضلاً عن أثر النموذج على عوائد المحافظ الاستثمارية ،حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسة موزعه على النحو الآتي :-

المبحث الأول : نموذج العوامل الثلاثة لـ(fama & French).

المبحث الثاني : مفهوم المحافظ وعوائد المحافظ الاستثمارية .

المبحث الثالث : نموذج (fama & French) وعوائد المحافظ الاستثمارية .

المبحث الأول

نموذج العوامل الثلاثة لـ (fama & French)

أولا: مفهوم نموذج العوامل الثلاثة لـ (fama & French 1993)

قام كل من (Fama & French 1993) بتوسيع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الأساس ليشمل عامل الحجم ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية بوصفها عوامل غير موضحة في شرح بيان متوسط عوائد الأسهم .و تم تصميم حجم الشركات الكبيرة الحجم SMB وتشير إلى الفرق بين العائد الشهري لاسهم الشركات الصغيرة الحجم واسهم الشركات الكبيرة الحجم (Small Minus Big) لقياس العائد الإضافي الذي يحصل علية المستثمر تاريخيا من الاستثمار في اسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة نسبيا ويشير غالبا العائد الإضافي على انه علاوة الحجم ، بينما تم تصميم نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية HML والذي يشير إلى الفرق بين عائد المحافظ الاستثمارية لمجموعه من الأسهم ذات قيمة دفترية إلى قيمة سوقية عالية مقارنة بعائد محفظة الأسهم ذات قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة لذات الفترة ، وهو اختصار لـ High Minus Low ، لقياس علاوة القيمة المقدمة للمستثمرين للاستثمار في الشركات ذات القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية العالية (Allen, & Powell, 2009).

أذ اكد كل من (fama & French) على أنّ معدل العائد المطلوب يجب أنّ يعتمد بالإضافة إلى معامل بيتا (β) في نموذج (CAPM) على حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (B/M) ، أذ وجدا خلال اختبار افتراضهما ان الشركات الصغيرة الحجم تحقق عوائد اعلى من الشركات الكبيرة حتى بعد تثبيت قيمة معامل بيتا (β) ، فالشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية تفوق في أدائها الشركات التي تنخفض فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ،وبعد تثبيت حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية وجدا بان معامل بيتا لم يبد إلا تأثيرا محدودا أو معدوما على العوائد "، اذ يعتقد كل من fama & French ان ضعف أداء معامل بيتا في تفسير عوائد الأسهم في نموذج (CAPM) يمكن ان يعزى إلى عاملين أساسيين وهما حجم الشركة وعامل نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية اللذان يرتبطان بعلاقة نظامية بالعوائد (النمو والربحية) والتي من الممكن أن يكونا من المصادر الرئيسة للمخاطر (Bodie et al, 2014:340) .

وقد قدم كل من fama & French نموذجين من الآراء ، توصلا من خلالها إلى عدم قدرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على التنبؤ بالعوائد المتوقعة للأصول الرأسمالية هما (عرنوق ، 2015 : 80)

الراي الأول :

يعد من آراء الباحثين ،و تقوم وجهة نظرهم من خلال النتائج التي توصلوا إليها ومفادها بأن الأسهم ذات المعدل العالي لمؤشر القيمة الدفترية /القيمة السوقية هي عبارة عن أسهم شركات مرت بأوقات عصيبة، أما الأسهم ذات المعدلات المنخفضة لهذا المؤشر فأنها ترتبط بأسهم الشركات ذات معدلات النمو عالية .

وإضافة للآراء أعلاه أضافوا بأن تصنيف الشركات بناء على مؤشر القيمة الدفترية/القيمة السوقية ربما يعرض المستثمرين لردود أفعال مبالغ فيها باتجاه أسعار الأسهم ، إذ يؤدي ذلك إلى زيادة أسعار الأسهم ذات المعدل المنخفض لنسبة القيمة الدفترية /السوقية وانخفاض أسعار الأسهم ذات النسبة العالية " لأن المستثمرين يبالغون في تعميم الأداء الماضي لهذه الشركات، وبالتالي فانه عندما يتم تصحيح ردود الأفعال وهذا التسعير غير العقلاني سيؤدي ذلك إلى زيادة أسعار الأسهم ذات النسبة العالية وانخفاض أسعار الأسهم ذات النسبة المنخفضة .

الراي الثاني :

يؤيد فكرة الحاجة لوجود نموذج تسعير أكثر تعقيدا " ذلك لان النموذج التقليدي يحتوي على افتراضات غير واقعية، فإذا تم افتراض أن المستثمر يركز على العائد والتباين لعوائد محفظة استثمارية لفترة واحدة فهذا افتراض غير مقبول، إذ إن المستثمر كثيراً ما يكون مهتم بعلاقة عوائد الأسهم بالفرص الاستثمارية المستقبلية وبالتالي فإن تباين عوائد المحفظة تغفل عوامل هامة تؤثر على المخاطر المرتبطة بهذه المحافظ والتي لا يتم أخذها بعين الاعتبار عند تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي. في عام 1993 قام كل من فاما وفرنش بأخذ مدخل غير مباشر من خلال طرح فكرة أن عامل الحجم وعامل القيمة الدفترية / السوقية هي بحد ذاتها ليست عوامل ثابتة حيث إن معدلات العوائد الأعلى للأسهم ذات الحجم الأصغر وذات المعدل العالي لمعامل القيمة الدفترية / السوقية تعكس عوامل غير محددة أو ثابتة ولا يتم عكسها من خلال معامل بيتا السوقي بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي.

إذ ان أظهرت الدراسة "بأن عوائد أسهم الشركات الصغيرة ترتبط تغيراتها فيما بينها أكثر من الأسهم للشركات ذات عامل الحجم الأكبر، وكذلك الأمر بالنسبة لأسهم الشركات ذات مؤشر القيمة الدفترية / السوقية العالية مقارنة بأسهم الشركات ذات المؤشر المنخفض، وأظهر fama & Frenchأثر عاملي الحجم والقيمة الدفترية / السوقية على العوائد والمبيعات في سنة 1995 ، وبناء على هذا الدليل قام (fama & French) في 1996 - 1993 باقتراح نموذج ذي ثلاثة عوامل للعوائد المتوقعة و كما يلي:

$$E(Rit)-Rf = a+ \beta1(E(Rmt)-Rf)+ \beta2(E(SMBt)+ \beta3(E(HMLt).....1$$

إذ ان :

E(Rit) : معدل العائد الكلي للمصرف .

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطرة .

a : معامل الفا .

B : معامل بيتا .

Rm : عائد السوق .

SMB : تمثل عامل الحجم والذي يعبر عن الفرق بين العوائد للمحافظ المختلفة للأسهم الصغيرة والكبيرة.

HML : تمثل عامل القيمة الدفترية / السوقية حيث يعبر عن الفرق بين عوائد المحافظ الاستثمارية موزعة بين الأسهم ذات معدل عالي أو منخفض لمعامل القيمة الدفترية / السوقية.

فيما تمثلت اهم نقاط القوة لنموذج (fama & French) عن الشخص الذي يقوم باستخدامه خاصة فيما يتعلق بافتراض أن العائد المتوقع للأسهم هو النتيجة العقلانية لطبيعة المخاطر ذات متغيرات معينة، أو نتيجة تصرفات غير عقلانية للمستثمرين، أو نتيجة الحظ مثلاً، بينما أهم نقاط الضعف لهذا النموذج هو عامل الأثر اللحظي والذي تم عكسه من قبل تيتمان 1993 والذي يمكن تفسيره بأن الأسهم التي يكون أداؤها السوقي جيداً لفترة الثلاثة حتى (12) شهر الأخيرة تبدو بأنها سوف تستمر بهذا الأداء وبالعكس فإن الأسهم التي يكون أداؤها سيئا تستمر بهذا الأداء، إذ إنّ هذا الأثر والعامل ينعكس من استعمال مؤشرات القيمة الدفترية / السوقية أو

أية مؤشرات سعرية أخرى، إن هذه المشكلة تركت دون شرح من قبل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Narasimhan & Titman 2001, : 701).

اذ توصل كل من (fama & French) بوجود عوامل أخرى أضافه لعامل بيتا (β) ، تؤثر على عوائد الأسهم وتعطي تفسيرا واضحا للمخاطر وهي عامل الحجم ونسبة القيمة الدفترية ⁄القيمة السوقية وعلاوة مخاطر السوق .

1. حجم الشركة Company size

أثبتت الدراسات أن لحجم الشركة تأثيرا على العوائد حيث أكدت هذه الدراسات انه كلما صغر حجم الشركة زاد العائد المرجح بالمخاطر " ووفقا لهذه النتيجة تكون عوائد اسهم الشركات صغيرة الحجم اكبر من عوائد اسهم الشركات كبيرة الحجم وذلك قبل وبعد اخذ المخاطرة بعين الاعتبار (موسى وأخرون ،2012: 105).

ويقصد بحجم الشركة تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة الحجم وشركات أخرى كبيرة الحجم، و يوجد عدد من المقاييس يتم من خلالها قياس حجم الشركة وهي :أجمالي الموجودات، القيمة السوقية للشركة، القيمة الدفترية، ، إجمالي المبيعات وعدد العاملين داخل الشركة(موسى وآخرون ،2009 : 9).

ولتوضيح عامل الحجم، تم طرح الافتراض الآتي : أن أرباح الشركة الصغيرة هي الأكثر حساسية للتغيرات غير المتوقعة في معدلات الفائدة مقارنة بأرباح الشركات الكبيرة .وبما أنه من الصعب التنبؤ بمسار معدل الفائدة بالنسبة للمستثمرين الذين يمتلكون أسهم الشركات الصغيرة الذي يؤدي إلى تحمل المزيد من المخاطرة (نتيجة التقلبات غير المتوقعة في معدل العائد على محافظهم) مما لو أنهم تجنبوا تلك الأسهم .ولحثهم على الاحتفاظ بأسهم الشركات الصغيرة،و يجب على السوق ان يقدم معدل عائد متوقع أعلى من عوائد أسهم الشركات الصغيرة، وبالنسبة لأي شركة ما فأن نسبة المخاطرة الناتجة عن تأثير الحجم هي الحساسية لمعدل العائد لتلك الشركة وفقا للتغيرات في معدل العائد على عامل حجم الشركة (Bradfield, 2007 : 242).

ولأجل معرفة تأثير عامل الحجم قام كل من Fama & French بترتيب الأسهم المتداولة جميعها ، فوفقا لعامل الحجم قام Fama بتقسيمها إلى محفظتين تضمنت المحفظة الأولى اسهم الشركات الصغيرة، وتضمنت المحفظة الأخرى أسهم الشركات الكبيرة، ثم تّم جمع

عائد كل محفظة وشكل منها محفظة ثالثة تحتوي على فرق العائد بين المحفظتين، والهدف من أنشاء هذه المحفظة هو قياس الاختلاف بين عوائد محافظ الشركات الصغيرة والكبيرة الحجم ولغرض تشكيل محفظة الحجم ، يتم فرز الأسهم إلى محفظتين للحجم في السوق المالية وتتكون من محفظة الشركات صغيرة الحجم ومحفظة الشركات كبيرة الحجم من خلال الاعتماد على ما إذا كانت قيمة الأسهم اعلى أو اقل من متوسط السوق ، ويمثل عامل الحجم ، الفرق بين متوسط العائد لمحفظة الشركات الصغيرة ومتوسط العائد لمحفظة الشركات الكبيرة (Nguyen ،2015 :9) .

ومن خلال هذا الفرق استنتجت محفظة ثالثة من خلال طرح العائد على المحفظة الكبيرة من المحفظة الصغيرة ، إذ صممت هذه المحفظة من اجل قياس التغيير في عوائد الأسهم التي حدثت بسبب تأثير الحجم (Brigham.et all,2009 :322) .

وينعكس أثر حجم الشركة من خلال تحقيق الشركات ذات رأس المال المنخفض عوائد أعلى من الشركات ذات رأس المال المرتفع ، اذ توصلت دراسة Hawanini et al. (1989) في السوق البلجيكي إلى أنّ الشركات الصغيرة الحجم تولد عوائد وبفروق معنوية إحصائيا أعلى من الشركات الكبيرة الحجم "،كما أختبر Banz(1981) سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) خلال الفترة 1931-1975 وتوصل إلى ان الشركات الـ50 الأصغر حجما قد تجاوز أدائها الـ50 شركة ، والأكبر حجما وبمتوسط قدرة 1% في الشهر ،اذ ظهرت الربحية الناتجة عن اثر حجم الشركة في أسواق أخرى غير سوق نيويورك ،

وفي دراسة أخرى لـ(Herrera & Lockwood 1994) توصلت إلى أن الشركات صغيرة الحجم تتولد عنها عوائد وبفروق معنوية إحصائية اعلى من الشركات كبيرة الحجم في سوق المكسيك للأوراق المالية ،" وكذلك الأمر أيضا بالنسبة للسوق الكورية (Cheung et 1994 al.,) " فيما توصلت دراسة كل من(Banz (1985 و1984 Damson & Marsh إلى ان الشركات الصغيرة الحجم تولد عوائد معنوية اعلى مقارنة بالشركات الكبيرة الحجم في انكلترا خلال الفترتين 1955-1983 و 1977-1983 على التوالي .

كما ان هناك دراسات لم تؤيد وجود أي أثر لحجم الشركة"، على سبيل المثال صرحت دراسة قام بها Dimson et al.(2001) بعدم وجود أثر لحجم الشركة في إنكلترا عند استخدام بيانات خلال الفترة 1989-2000 ، إذ توصل إلى أنّ الشركات الكبيرة الحجم تكون ذات أداء افضل

مـن الشـركات الصـغيرة الحجـم وبنسـبة 4.3% فـي السـنة ، علـى الـرغم مـن اسـتخدامه لبيانـات ذات فتـرة اقـدم 1955-1988 وتوصـلهم لـدليل يـدعم وجـود اثـر لحجـم الشـركة "أي بمعنـى مـا يؤيـد أنّ العوامـل ضـد كفـاءة السـوق (وهنـا اثـر الحجـم) قـد تظهـر ولفتـرة مـن الـزمن (وردة ، 25:2017).

وطبقـا لعامـل الحجـم فـي النمـوذج فانـة اذا كانـت الشـركات الصـغيرة اكثـر مخـاطرة مـن الشـركات الكبيـرة ، وهـذا يعنـي أن يكـون للشـركات الصـغيرة عوائـد اسـهم اعلـى مـن الشـركات الكبيـرة (Fama & French ،1992 : 434) .ويـتم تطبيـق المعادلـة الأتيـة مـن اجـل الحصـول علـى عامل الحجم والذي يمثل الفرق بين متوسط العوائد على ثلاث محافظ لأسهم صغيرة هي (S/L، S/M و S/H)، ومتوسط العوائد على ثلاثة محافظ لأسهم كبيرة (B/L ، B/M ، B/H) وبالتالي فأن معادلة SMB ستكون على النحو الآتي (Chen ،2005:65_66):-

$$\textbf{SMB} \quad + \quad \frac{\frac{\mathbf{Rb}}{\mathbf{L}}+\frac{\mathbf{Rb}}{\mathbf{m}}+\frac{\mathbf{Rb}}{\mathbf{h}}}{\mathbf{3}} \quad \textbf{..... 2}$$

$$=\boldsymbol{x} = \frac{\frac{\mathbf{Rs}}{\mathbf{L}}+\frac{\mathbf{Rs}}{\mathbf{m}}+\mathbf{Rs/h}}{\mathbf{3}}$$

وتظهر بالشكل الآتي:

$$\textbf{SMB} = \frac{\left(\frac{\mathbf{Rs}}{\mathbf{L}}-\frac{\mathbf{Rb}}{\mathbf{L}}\right)+\left(\frac{\mathbf{Rs}}{\mathbf{m}}-\frac{\mathbf{Rb}}{\boldsymbol{m}}\right)+\left(\frac{\boldsymbol{Rs}}{\boldsymbol{h}}-\frac{\boldsymbol{Rb}}{\boldsymbol{h}}\right)}{\mathbf{3}} \quad \textbf{.....3}$$

وعنـد تطبيـق المعادلـة أعـلاه يـتم الحصـول علـى الحجـم والـذي يمثـل الاخـتلاف مـا بـين عوائـد المحـافظ الاسـتثمارية صـغيرة الحجـم والمحـافظ كبيـرة الحجـم وبـنفس المتوسـط المـرجح للقيمـة الدفترية للقيمة السوقية.

2. نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية Book - to- Market Ratio

أمـا بالنسبة لعامل القيمـة الدفتريـة/القيمـة السـوقية للشـركات الـذي تضـمنه نمـوذج (Fama & French, 1993)، إذ تعد نسـبة القيمـة الدفتريـة عـن حصـة السـهم الواحـد مـن صـافي الموجـودات للشـركة (عبـد الزهـرة وآخـرون ,2014 : 194). فالقيمـة الدفتريـة هـي القيمـة

المدونة في دفاتر الشركة، وهي القيمة الصافية للسهم بعد حساب القيمة التاريخية لأصول الشركة المساهمة والالتزامات التي عليها، و قد تزيد لأنها ترتفع بعد فترة من التداول لأنّ أرباح السهم الباقية تُضاف للقيمة الدفتريّة التي لم يتم توزيعها وصرفها لأصحاب الأسهم، وبالمثل، يتم خصم الخسائر من القيمة الدفترية للسهم فتقل عند الخسارة، أما القيمة السوقية فهي عبارة عن سعر السهم في السوق وتكون نتيجة لتداول الأسهم حسب حالة السوق إذا كان اتجاهه صاعد أو هابط تحت تأثير عوامل العرض ، والطلب ووفقا للتوقعات المبنية على أداء الشركة الحالي وأرباحها وخسائرها,فالمستثمر يحصل على القيمة السوقية من خلال بيعه للسهم في السوق المالي . (https://www.trend-cast.com/blog).

فالقيمة السوقية للسهم من اهم القيم من وجهة نظر المستثمر ، وتعكس بصفة عامة القيمة الاقتصادية لحقوق الملكية (صافي الأصول) كما أنها تتحدد بالعوامل الاقتصادية المحيطة، وتتأثر القيمة السوقية تأثرا كبيرا بمعدلات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على اسهم راس المال وكلما كانت هذه المعدلات منتظمة ومرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للسهم (مرعي ،1993 : 345) .

فاذا كانت القيمة السوقية اكبر من القيمة الدفترية فالمستثمرين يكونون متفائلين حول مستقبل السهم ،وبالعكس اذا كانت القيمة الدفترية اكبر من السوقية فالمستثمرون يكونون متشائمين حول مستقبل السهم فتحليل هذه النسبة يكشف بان الشركة تمر بحالة أداء من دون مستوى الأداء الاسمي اذ يكشف ربما عن حالة إعسار مالي للشركة "، أي بمعنى ان السهم ذات نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية عالية ربما يكون خطرا، وبالتالي يطالب المستثمرون في هذه الحالة بعائد متوقع اعلى من هذا السهم وفقا لرغباتهم واستمالتهم الاستثمارية ، وجد كل من (Fama & French) في اختبار فرضيتهم بأن الشركات الصغيرة والشركات صاحبة نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية العالية لديها معدلات عوائد اعلى من السهم المتوسط تماما كما جاء في فرضيتهم " بعدم وجود أي علاقة بين بيتا (β) ومعدل العائد بعد اخذ العوائد بنظر الاعتبار التي تعزى لحجم الشركة وخاصتا أن الأسهم التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية عالية تحقق عوائد مالية اعلى من المتوسط وأن الأسهم التي تنخفض فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لم تحقق عوائد دون المتوسط (جاسم ،2016 :21).

وبالإمكان الإشارة إلى العلاقة العكسية بين القيمة الدفترية للسهم الواحد وعدد الأسهم المصدرة اذ كلما زاد عدد الأسهم انخفضت القيمة الدفترية للسهم مع ثبات إجمالي حقوق الملكية .وتشير (B/M) اختصاراً للقيمة الدفترية المقسومة على القيمة السوقية،إذ يفترض النموذج أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية فأن المستثمر يكون متشائما حول مستقبل الشركة والاستثمار فيها ، والعكس صحيح في حالة إذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية فأن المستثمر يكون متفائلاً حول مستقبل الشركة المستثمر في أسهمها (Srimarksuk, 2007 : 58) (النواجحة ،2014 : 80) .

فالشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (اسهم القيمة) تحقق عوائد اعلى من الشركات التي تنخفض فيها نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية (اسهم النمو)،وتم التوصل من خلال دراسة قام بها Chan et al.1991 ودراسة كل من (1992 Fama & French) إلى أنّ الشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ترتبط مع عوائد مرتفعة لها ، وأظهرت نتائج دراسة قام بها في السوق الفرنسية Capaul et al.1993 بأنّ الشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية تحقق عوائد أعلى من الشركات التي تنخفض فيها هذه النسبة وبمعدل 0.53% ونسبة 0.13 % في السوق الألمانية ونسبة 0.5 % في السوق اليابانية ، ونسبة 0.23 % في السوق الانكليزية"(وردة ،2017 : 26).

ووفقا لعامل القيمة الدفترية / القيمة السوقية رتبا الباحثان جميع الأسهم طبقا لقيمتها الدفترية إلى قيمتها السوقية (B/M) حيث وضعا 30% من الأسهم والتي تملك أعلى نسبة B/Mفي محفظة أخرى أطلقا عليها محفظة H ووضعت 30% من الأسهم التي لها أقل نسبة B/M في محفظة أخرى اطلق عليها محفظة L ومن ثم طرح عائد محفظة L من عائد المحفظة H , ويمكن صياغة معادلة القيمة الدفترية /القيمة السوقية بالشكل الآتي:

$$\mathbf{HML} = \frac{\frac{\mathbf{Rs}}{\mathbf{h}} + \frac{\mathbf{Rb}}{\mathbf{h}}}{\mathbf{2}} - \frac{\frac{\mathbf{Rs}}{\mathbf{L}} + \frac{\mathbf{Rb}}{\mathbf{L}}}{\mathbf{2}} \dots\dots\dots\dots 4$$

ويرى كل من (fama & French) أن العوائد المرتفعة للاسهم ذات نسبة B/M العالية تعكس المخاطرة العالية لها والتي لا يمكن التخلص منها بالتنويع، ولذلك لابد من تسعيرها

بصورة منفصلة عن مخاطر السوق حيث لا يستطيع عائد السوق احتوائها (درويش,2008 : 171) .

اذ ان المحافظ التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (BE/ME)عالية تعرف بمحافظ القيمة ,أما المحافظ التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (BE/ME) منخفضة فتعرف بمحافظ النمو"،

إذ يقصد باسهم القيمة "هي الأسهم التي تعبر عن أسهم الشركات التي تحتجز أرباحها وبنسبة اكبر من توزيعها للأرباح ، وبالتالي فهي اسهم الشركات التي ترتفع فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية مع انخفاض في نسبة السعر إلى الربح وارتفاع معدل العائد على التوزيعات"، في حين يقصد باسهم النمو" هي الأسهم التي تعبر عن اسهم الشركات والتي تقوم بتوزيع أرباحها بنسب اكبر من احتجازها للأرباح ،فهي الأسهم التي تنخفض فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وتتفع فيها نسبة السعر إلى الربح مع انخفاض معدل العائد على التوزيعات "، إذ يشير هذا الأثر إلى افضليه اسهم القيمة على أسهم النمو من خلال عدة مقاييس لقيمة الشركة: إثر نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية أثر نسبة السعر إلى الربح ،وأثر عائد التوزيعات (وردة ،2017:26-25).

وأوضحت العديد من الدراسات مثل Bauman et al 1998 & Fama & (French,1992) ، إذ إنّ محافظ القيمة حققت عوائد معدلة للمخاطر تفوق تلك التي حققتها محافظ النمو، فسعر السهم في السوق المالية مثل أسعار بقية السلع الأخرى يتحدد بقوى العرض والطلب ، و تتوقف قيمة السهم على أعلى سعر يرغب المشترون في دفعه كقيمة للسهم وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمناً له وأن ما يكون للمستثمر على استعداد لدفعه مقابل سهم معين يتوقف بشكل كبير على المكاسب التي تحققها الشركة في السنة، وهذا لا يتضمن فقط ما حققته الشركة خلال هذا العام فحسب، بل يشمل ما حققته في الأعوام السابقة وحتى الآن، وما يتوقع أن تحققه الشركة او ما ستحققه من مكاسب في الأعوام القادمة يلعب دوراً بارزاً في تحديد قيمة سعر السهم في المستقبل (يلول ،1988: 36-37).

3. علاوة مخاطرة السوق Market risk premium

تتعرض الأسواق المالية للكثير من المؤثرات التي تجعل من التقلبات في أسعار موجوداتها ومنها المالية عرضة للانخفاض والارتفاع بشكل دوري، أو بشكل مؤقت " مما يجعل المستثمر مضطرا للتعامل مع ما يلائم تلك المؤثرات " اذ جاءت من هنا فكرة المخاطرة المتمثلة بالانخفاض المحتمل في سعر الورقة المالية نتيجة تأثير العوامل الخارجة عن إرادة المستثمر التي لا تمكنه من السيطرة والتحكم لمواجهتا كالمخاطر النظامية اذ ان هذا الانخفاض يمثل جانبا من تدهور مركز العمل أو الشركة باتباع والمبالغة في تقدير سعر الورقة المالية مقارنة بقيمتها الحقيقية ، فإذا ما أراد المستثمر تجنب الخسائر المالية نتيجة ذلك الانخفاض فلابد من ان يتعامل برشد وعقلانية مع تلك المؤثرات" وبالتالي الابتعاد في قرارة الاستثماري عن تصفية ما يمتلك من الموجودات الحالية داخل محفظته الاستثمارية من اجل الحصول على أعلى العوائد وبأقل الخسائر الممكنة "، فالمخاطر تمثل حقيقية واقعه اذا ما استمرت الأسعار السوقية للاوراق المالية بالتدني لمدة زمنية إذ برزت الحاجة بضرورة وجود معيار يعمل كنموذج للتسعير يؤكد بآنّ سعر أي موجود مالي مكون من جزأين هما معدل العائد الخالي من المخاطرة (RF) الذي يمثل الحد الأدنى للعائد ،وعلاوة المخاطرة التي تتكون عادة من سعر الوحدة الواحدة من المخاطرة (Rm- RF) وعدد وحدات المخاطرة "، إذ تتمثل علاوة المخاطرة بكل ما يطلبه المستثمر فوق حد العائد الخالي من المخاطرة هو للتعويض عن المخاطر النظامية للورقة المالية لذلك سمي بـ (علاوة المخاطرة Risk premium) إذ تعرف بانها " المكافاة المقدمة للتعويض عن تحمل المخاطرة الناشئة عن الاستثمار بالأسهم ."(Bodie,2007 : 133)

ويقصد "بعلاوة مخاطرة السوق" Risk premium" هو " نسبة العائد الذي يطلبه المستثمر مقابل الاستثمار في اصل مالي كتعويض عن تحمله للمخاطر المرتبطة به، ويكون هذا بالإضافة إلى العائد الخالي من المخاطرة الذي يجب على عائد أي استثمار به مخاطرة تخطيه"

إذ تتكون علاوة مخاطرة السوق من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطرة (Rf) والثاني ما يطلبه المستثمر مقابل تحمله المخاطر، وهو الفرق بين العائد الكلي والعائد المتبقي بعد استبعاد العائد الخالي من المخاطرة اذ تتكون عوائد الأوراق المالية من جزئيين هما العائد الخالي من المخاطرة (Rf) والثاني ما يطلبه المستثمر مقابل تحمله المخاطر، وهو الفرق بين

العائد الكلي، والعائد المتبقي بعد استبعاد العائد الخالي من المخاطرة (1999:222، McMenamin)، وتعرف أيضا بانها " الفرق بين معدل العائد المتوقع على سهم ما أو معدل العائد المتوقع للسوق ككل ومعدل العائد الخالي من المخاطرة، وهي بمثابة تعويض للمستثمر عن المخاطرة الإضافية التي يتحملها من خلال استثماره بأصل ينطوي على درجة مخاطرة معينة الذي يترافق عادة بدرجة أعلى من العائد مقارنة بالأصل عديم المخاطرة، اذ تنشأ هذه المخاطرة الإضافية نتيجة حالة عدم التأكد بشأن العائد المتوقع في المستقبل، وكلما زادت درجة عدم التأكد، زادت علاوة المخاطرة، ومن أبرز مصادر عدم التأكد: مخاطر الأعمال، ومخاطر سعر الصرف، ومخاطر البلد (المخاطر السياسية) (Andrew.,2007 : 4).

إذ تزداد علاوة المخاطرة بزيادة مخاطر الاستثمارات "على الرغم ما أشارت اليه دراسات Fama& French إلى تأثير حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية ليست من العوامل المتعلقة بالمخاطرة غير القابلة للتنويع ألا ان هناك علاقة قوية بين العاملين وعوائد الأسهم ،إذ بدلا من ان تعود إلى تباين العوائد يمكن ان تغزى إلى مميزات تتعلق بعوائد الشركات في قطاع معين والتي هي قادرة بتوضيح التغيرات في عوائد ذلك القطاع (Jordan &Miller, 385 : 2009).

واستنادا إلى اختلاف تفضيلات المستثمرين تجاه عنصر المخاطرة، نلاحظ أنّ أغلب المستثمرين من النوع المتجنب للمخاطرة (Risk Averse) أي عائد أعلى مقابل مخاطرة أقل، وكلما زادت درجة تجنب المستثمر للمخاطرة كلما طلب عائد اعلى ، أي عائد مطلوب أعلى عند كل مستوى من مستويات المخاطرة(Fama & French, 2004 : 25).

وتتكون علاوة المخاطرة Risk premium " من عنصرين هما العائد الخالي من المخاطرة ومعدل عائد السوق (Rm-Rf) فعلاوة مخاطرة السوق هي العلاوة أو التعويض التي يستلمها المستثمر مقابل قبوله لمعدل مخاطرة موجودات محفظة السوق (Ross , et.al 2008 : 308).

فعلاوة مخاطرة السوق هي" العائد الذي يحصل عليه المستثمر من الاستثمار في الأسهم مقابل المخاطر التي يتحملها باستثماره في الأسهم بدلا من الاستثمار في أصول خالية من المخاطر (السندات وأذون الخزينة)،

وتحسب علاوة مخاطر السوق (Rm-Rf) من خلال طرح العائد الخالي من المخاطر من عائد السوق للاسهم، فكلما انخفضت الأسهم ارتفع عائد أرباحها ، ومن ثم ترتفع علاوة مخاطرة السوق، وهذا يعني أنّ الاستثمار في السوق يعطي للمستثمر عائد أعلى مقارنة بنسبة المخاطرة التي يتحملها عند الاستثمار فيه ، إذ تحسب علاوة مخاطر السوق من خلال الصيغة الآتية (يلول ،1988 : 37-36) :-

$$Rp = Rm_Rf \quad .....5$$

إذ ان :

Rp: علاوة مخاطرة السوق .

Rm: معدل عائد السوق .

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة .

وتتكون علاوة مخاطرة السوق من جزئيين هما :

1. **معدل العائد الخالي من المخاطرة (Rf) (Risk Free Return)**

يقصد بالمعدل العائد الخالي من المخاطرة بأنه " هو العائد على ورقة مالية ذات دخل ثابت تصدرها جهة حكومية "، تكون قادرة على سداد ما عليها من التزامات اتجاه حامل تلك الورقة كمعدل العائد على أذون الخزانة ومعدل العائد على السندات الحكومية والعائد على ودائع التوفير " فالعائد الخالي من المخاطرة يتميز بالضمان والأمان ؛ لأنه عائد مضمون من قبل الحكومة المصدرة للورقة المالية " كما ويعرف بانه " العائد المؤكد الذي تدرة الموجودات الخالية من المخاطر ، وهي عادة الأوراق المالية قصيرة الأمد الصادرة من الخزينة العامة (كحوالات الخزينة) ، وأية أوراق مالية حكومية أخرى ، والفائدة عليها تمثل عائدا عديم المخاطرة ومضمونا ، إلاّ أنه يكون منخفضا لانخفاض معدل الفائدة المذكور ،فانعدام المخاطرة في موجودات كهذه يعود إلى أن الأوراق الحكومية مضمونة التسديد وليس فيها مخاطرة إفلاس ،ومخاطرة ائتمانية ، اذ حتى مخاطرة أسعار الفائدة فأنها تكون معدومة ولاسيما على الأوراق قصيرة الأجل (Bodie,2007:145).

فمعدل العائد الخالي من المخاطرة "هو أدنى معدل عائد يحصل علية المستثمر في حال استثمار أمواله في استثمارات خالية من المخاطر أو تكلفة الفرصة البديلة " إذ يقاس عادة باستخدام العائد على السندات الحكومية والتي تحمل نفس تاريخ استحقاق الاستثمارات ذات المخاطرة التي يتم تسعيرها (Madura ,2015:194).

2. **معدل عائد السوق Market Return (Rm)**

هو العائد على محفظة السوق ، إذ إنّ محفظة السوق هي كل الأوراق المالية المتداولة فيه ، لذلك هي مفهوم نظري يقوم على أساس أن كل الأوراق المالية يفترض ان تكون في محفظة واحدة ، وتكون حصة كل ورقة فيها بمقدار يتناسب مع قيمتها السوقية (Brigham & Daves,2004,51)، فيما يتم حساب معدل عائد السوق من خلال الصيغة الأتية (الزعلوك ،4:2005) :-

$$Rm = \frac{\sum Ri}{N} \dots\dots 6$$

إذ إنّ :

Rm : عائد السوق .

Ri : مجموع العوائد المتحققة للشركات .

N : عدد الفترات .

المبحث الثاني

المحفظة الاستثمارية : The investment portfolio

أولا : نشأة وتطور مفهوم المحفظة الاستثمارية

نشأت المحفظة الاستثمارية منصف القرن الماضي عام 1952 على يد الباحث الاقتصادي الأمريكي Markowitz الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990، ويعد أول من كتب في نظرية المحفظة الاستثمارية واعتمد في نظريته على عدة فرضيات تتعلق بسلوك المستثمر ،اذ ان نظرية المحفظة تهتم بقرارات المستثمرين في كيفية اختيار الأصول المراد الاستثمار فيها من حيث الموازنة بين العوائد المتوقعة والمخاطر وذلك بتعظيم العوائد دون أي زيادة، أو انخفاض في المخاطر عند مستوى معين من العوائد، فمفهوم المحفظة موجود منذ القدم من خلال المقولة" عدم وضع البيض في سلة واحدة "نستنتج ومن هذا القول تخفيض المخاطر من خلال التنويع (حطاب ،2007 : 5).

بعد ذلك جاء العديد من الباحثين والمحللين منهم Sharpe & Coren وظهرت خلال الخمسينيات والستينيات عدد كبير من المصارف والشركات المالية، والعديد من الدراسات في الولايات المتحدة وبريطانيا فالهدف الأساسي للمحفظة الاستثمارية يتمثل بتجميع المدخرات لدى الأفراد الذين ليس باستطاعتهم استثمارها ومن ثم محاولة استثمارها بالشكل الذي يمكن من خلاله تحقيق عائد جيد للمصرف والمدخر، إذ بوجود عدد كبير من المدخرات ، والمبالغ المدخرة يقع على عاتق المصرف استثمار هذه المدخرات استثمار امثل (المؤمني ،2009 :18).

بعد ذلك طورت نظرية المحفظة على يد 1962 (Sharpe) ، باستخدام نموذج سمي بنموذج المؤشر المفرد (Single – Index Model) عندما تكون الأوراق المالية متاحة وبأعداد كبيرة ، لذا وتبعا للمنافع التي تحققها المحفظة للمستثمر فان لها دور هام في مجال الاستثمار في السوق المالي المتمثلة في تخفيض المخاطر وتنويع العوائد الناتجة عن اقتناء الأوراق المالية (السنيح،2014 :21)، فالمحفظة الاستثمارية تمكن المستثمرين المتجنبين للمخاطرة أن يكونوا على استعداد لتحقيق عوائد متوقعه عالية عند مستوى معين من المخاطر وفقا لمجموعه من المقاييس الإحصائية كالتباين والانحراف المعياري ، ومعامل الارتباط اذ ان المخاطر هي جزء مهم في تحقيق عوائد كبيرة (كوجك ،2018 : 24).

وطـور كـل مـن Sharpe & Lanter عـام 1966 نمـوذج تسـعير الأصـول الرأسـمالية (CAPM) كمعيـار لقيـاس كفـاءة المحـافظ الاسـتثمارية ، بعـدها قـام Rose, 1976 بتطـوير النمـوذج المـذكور إلـى نمـوذج، أو نظريـة الأسـعار المرجحـة القائمـة علـى أسـاس اختيـار البـديل مـن بـين البـدائل المتاحـة مـن الأوراق الماليـة للمقارنـة بـين العائـد والمخـاطرة ،إذ خـلال الحقبـة اللاحقـة مـن سـبعينيات القـرن العشـرين أخـذت المحفظـة الاسـتثمارية بـالتطور كنتيجـة للتطـورات الاقتصـادية وارتفـاع قيمـة الفـوائض الماليـة لـدى الشـركات والمصـارف ، إذ تـم أنشـاء شـركات الاسـتثمارات الماليـة بهـدف أداره الأمـوال والفـوائض مـن خـلال صـناديق ومحـافظ أنشـئت بهـدف اسـتثمار هـذه الأمـوال اسـتثمار افضـل ، وتوسـع اسـتخدام المحـافظ الاسـتثمارية ليشـمل المصـارف التـي لـديها فـائض مـن الأمـوال فـي جميـع القطاعـات ومـن ثـم اسـتثمارها فـي مختلـف الأدوات علـى سبيل المثال ، الأوراق المالية المتاحة في السوق المالي (شبيب ،2010 : 15_14).

وقـد دفـع ظهـور نظريـة المحفظـة الاسـتثمارية نتيجـة لظهـور محـاولات وأسـس علميـة للتنويـع بـين العائـد والمخـاطرة للاسـتثمارات المكونـة للمحفظـة الاسـتثمارية ككـل ولـيس كاسـتثمارات فرديـة ،إذ إن إضـافة أي اصـل للمحفظـة الاسـتثمارية يكـون مبنيـا علـى أسـاس العائـد، أو المخـاطرة، أو كلاهمـا معـا لـذا قامـت نظريـة المحفظـة الاسـتثمارية علـى عـدة افتراضـات أهمهـا (هندي ،1996 : 279) ،(Bhalla،2006 :312):

1. يهدف المستثمر لتعظيم المنفعة المتوقعة .
2. يفضل المستثمرون مستوى عائد اعلى بمستوى مخاطرة اقل .
3. يقـدر المسـتثمرون المخـاطر علـى أسـاس تذبـذب العوائـد المتوقعـة ، فـالقرار الاسـتثماري للأفراد يعتمد على العائد المتوقع أو التباين أو الانحراف المعياري .

ثانيا : ماهية نظرية المحفظة الاستثمارية

نظريـة المحفظـة الاسـتثمارية هـي نظريـة معياريـة تعنـى بـالقرارات الماليـة الرشـيدة للمستثمرين من حيث كيفية الموازنـة ما بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار سواء في الأصول الماليـة أو الماديـة ،اذ ان الافتراض الأساسي لهذه النظريـة هو تجنب المخـاطرة بالنسبة للمستثمر ، أي مـا تصـفه "بالمستثمر الرشيد "عند المفاضـلة بين الاستثمارات، إذ تقوده إلـى الاستثمارات التـي تحقق أعلـى احتمـال لمعدل العائد عند درجـة معينـة من المخـاطرة أو أدنـى احتمـال للمخـاطرة عند معدل عائد معين.

لذا تستند نظرية المحفظة على الافتراضات الأتية :

1. تجنب المستثمرون للمخاطرة أو ما يسمى "المستثمر رشيد"
2. تماثل جميع توقعات المستثمرين بخصوص العائد والمخاطرة.
3. تماثل فترة الاحتفاظ بالنسبة للمستثمرين.
4. إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة.

ثالثا : تطور نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة Modern Portfolio Theory (MPT)

سيتم التطرق فيما يلي إلى أهم مراحل تطور نظرية المحفظة الاستثمارية (العامري ،2013 : 38_41) :

1. **أساس النظرية _ 1952 Harry Markutz** : أسست مبادئ نظرية المحفظة عام 1952م على يد الاقتصادي Harry Markutz ،إذ بين بأن الطريقة التقليدية لبناء المحفظة صحيحة نوعا ما، إلا أنها لا تقدم تفسيرا علميا دقيقا للكيفية التي يمكن من خلالها تخفيض المخاطرة ؛ لذا أوضح في مقالته الرائدة بأن التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة هو العامل المهم الذي يتحكم بمخاطرة المحفظة، بالإضافة إلى كل من مخاطرة الأوراق المالية منفردة ومقدار أوزان الاستثمار في كل ورقة مالية من أجمالي المبلغ المستثمر في المحفظة.

فجوهر نظرية المحفظة "عند Harry Markutz كان يدور حول أثر التنويع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة . لذا وبناءا على ذلك قدم نظرية المحفظة الكفؤة ، والتي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة. وعلى افتراض غياب معدل العائد الخالي من المخاطرة طور Harry Markutz المجموعة الكفؤة أو ما يعرف "بالحد الكفء" ، والذي يعني أنه بعدد محدود من الأصول يمكن بناء عدد من المحافظ الاستثمارية.

2. ومن إسهامات الباحثين في هذا الخصوص :-

أ- **إسهام (Tobin, 1551) :** ساهم James C. Tobin في تطوير نظرية المحفظة الاستثمارية من خلال العائد الخالي من المخاطرة، حيث طرح افتراضا جديدا هو إمكانية قيام المستثمر بالإقراض أو الاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطرة (Rf) وهو معدل عائد لا يحمل أية حالة عدم تأكد، فالمخاطرة تساوي الصفر (Idris, 2015

42 :)، لذا أصبح شكل الحد الكفؤ خط مستقيم يمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة على محور العائد ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفوء Markutz .

ب- **إسهام (1510, Sharp) :** الإسهام الكبير الذي قدمه 1962 , **Sharp** لنظرية المحفظة يتمثل في اقتراحه لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital asset pricing model) اذ يمثل هذا النموذج الامتداد الجوهري لنظرية المحفظة، ويعرف أيضا بانه نظرية للموازنة ما بين العائد والمخاطرة، وبالتالي قدم هذا النموذج الأساس الكمي لقياس المخاطرة.

رابعا : مفهوم المحفظة الاستثمارية

مفهوم المحفظة من المفاهيم الاقتصادية الشائعة في عالم المال والأعمال للاستثمار في الأسواق وحماية راس المال وتحقيق الأرباح "فنتيجة للتطورات خلال العقود الماضية في مجال الاستثمار إذ إنّ إنشاء محفظة استثمارية ليس فقط تجميع عدد من الأوراق المالية ذات المخاطر والعوائد المرغوب فيها " وإنما يجب معرفة فيما اذا كان المستثمر يرغب بتكوين محفظة استثمارية من اجل تحقيق الأهداف الاستثمارية بشكل تام (Reilly & Brown 22 : 2012, فطبيعة الموجودات في المحفظة الاستثمارية هي من تحدد أهدافها اذ ان تنوع وتعدد مكونات المحفظة الاستثمارية يؤدي لتنوع أهدافها تلبية لأهداف ورغبات المستثمرين ،فتوظيف الأموال في المحفظة الاستثمارية يقود لتحقيق عائد اكبر بمستوى اقل من المخاطرة خلال مدة زمنية ، بالتالي فهدف المحفظة الاستثمارية هو تحقيق الموازنة بين العائد والمخاطرة وتلبية طلبات المستثمرين ، فنشاط المحفظة يختلف باختلاف الأهداف التي تسعى لتحقيقها كالاهتمام بتحقيق الاستثمار الأمثل للموارد المالية باستخدام أدوات استثمارية طويلة أو قصيرة الأجل وتنمية راس المال في الأجل الطويل والاستثمار في أنشطة استثمارية ذات مخاطر عالية (البارودي ،1:2015).

وعرفت المحفظة الاستثمارية بانها "مجموع من الأصول المالية (الأسهم ، والسندات وغيرها من الأوراق المالية) التي يمتلكها الأفراد من أجل الاستثمار بها (الثلجة،2009 :3) .

لذا فقد أشار العديد من الكتاب والباحثين إلى عدة مفاهيم للمحفظة الاستثمارية إذ يشكل مفهوم المحفظة الاستثمارية نقطة تحول في العالم الاستثماري "ليفتح المجال أمام الكثير من المستثمرين في الدخول إلى أسواق المال وتشكيل سلة منوعه من الأوراق المالية والتركيز على نوعية وجودة هذه الأوراق " وعرفها أخرون بانها عبارة عن "مجموع القيم المتداولة

والمنقولة والمتمثلة بالأوراق المالية من الأسهم والسندات التي تكون بحوزة المستثمرين وتختلف عن تلك المدرجة في الموجودات الاحتياطية أو الموجودات المباشرة "(Myanmar, 2015 : 3).

كما عرفت المحفظة بانها "توليفة متكاملة من الأدوات المالية كالأسهم والسندات والودائع والمشتقات المالية كما وتضم أدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة وكل ما يوجه للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح و تقع هذه التوليفة تحت أداره واحدة لضمان بناء استراتيجيات تضمن تحقيق اقصى كفاءة وعائد ممكن من استثمار الأدوات في ظل مناخ استثماري ملائم لتحقيق الفرص المربحة "(عبد الجواد ،الشديفات ،21:2006).

ويعرف البعض المحفظة الاستثمارية على أنها " أداة مركبة من أدوات استثمارية تتكون من اصلين أو اكثر وتخضع لادارة شخص واحد مسؤول عنها يسمى "مدير المحفظة "ويكون مالكا لها أو مستأجر وتتفاوت صلاحياته لإدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالكي المحفظة ، وتتكون من أصول حقيقية كالذهب والعقار " أو أصول مالية كالأسهم والسندات" واحيانا تجمع بين مزيج من الأصول الحقيقية والمالية معا " (مطر ،تيم ،2005 : 169).

ويشير آخرون إلى المحفظة الاستثمارية بانها" مجموعة من الأموال والتي تدار من قبل شركات استثمارية تقدم للمستثمرين (الصغار) عدة أهداف وذلك بالاعتماد على النظام الأساسي لتكوينها (Richard , 2009 :214).

فالمستثمر يحاول تجميع الأسهم ضمن محفظة واحدة من اجل إمكانية تحقيق اعلى العوائد المتوقعة من دون حصول تغيير في مستوى المخاطرة أو تغير في مستويات العوائد (VanHorn, 2002:58)، فالمحفظة الاستثمارية هي "كل ما يملكه المستثمر من موجودات استثمارية الهدف من امتلاكها هو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة أو تنمية القيمة السوقية ، وتحقيق التوظيف الأمثل لهذه الأصول "(جابر ،23:2005) ؛ لذا فالشرط الأساسي لامتلاك أي اصل مالي واعتباره جزء من المحفظة الاستثمارية لدى الفرد هو ان يكون الغرض من امتلاك الأصل بهدف تنمية القيمة السوقية وتحقيق العوائد، وتوفر المحافظ الاستثمارية للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم والمشاركة في الأسواق المالية سواء محليا أو عالميا وبصورة مباشرة من خلال قيام المستثمرين بتجميع مدخراتهم ومواردهم وأدارتها ،

فرغبة المستثمر للاستثمار في الأسواق المالية تتمثل بالتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار في نوع محدد من الأوراق المالية ضمن مجال استثماري واحد، وما قد يرافقه من خسائر ونقص في السيولة والأمان حسب ظروف السوق أو القطاع المستثمر به، لذا جاءت رغبة المستثمر في امتلاك مجموعة من الأوراق المالية ومحاولة التغلب على تقلبات السوق ، والقطاعات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية دون الاهتمام بنوعية هذه الأوراق "

ومحاولة المستثمر الحصول على أكبر عائد ممكن وبأقل مخاطرة ممكنه ، فبعض الأفراد يكون لدية رغبة واستعداد بتملك أوراق مالية ذات مخاطر عالية لتحقيق اكبر قدر ممكن من الأرباح و البعض الأخر يفضل اعتماد أسلوب متحفظ للاستثمار حتى وان حصل على عائد اقل "و يسعى البعض من الأفراد لتكوين محافظ متوازنة يتضمن بعضها درجة عالية من المخاطر والبعض الأخر درجة قليلة من المخاطر وبالتالي فتكوين محافظ استثمارية يعتمد على فلسفة الفرد ، ومدى استعداده لتقبل المخاطر وبدرجة عالية " كما وتعرف المحفظة بانها " عبارة عن تشكيلة مختلفة من حيث النوع وتاريخ الاستحقاق مكونة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات للحصول على العائد المترتب على الاستثمار وللمستثمر الاحتفاظ بها وأدارتها وتحويلها إلى سيولة في حالة الحاجة اليها(سالم ،1997 :6_34).

ويعرفها (الشمري ،2008 :50) بانها " محافظ تتجمع فيها المدخرات الصغيرة لتكوين حجماً اكبر من الأموال يمكن ان يستفيد من مزايا التنويع لتقليل مخاطر الاستثمار وتكوين إدارة متخصصة لتوظيف مهارات عالية من المتخصصين "

وفي تعريف اخر للمحفظة الاستثمارية هي "مجموعه أو مزيج ملائم من الاستثمارات المملوكة لمؤسسة ما أو فرد معين " ويعرف ذات المصدر أداره المحفظة "بانها هي علم وفن من اجل صناعة القرارات حول المزيج الاستثماري وسياساته ،لتحقيق الأهداف الاستثمارية وتخصيص وتوزيع ثروة وأصول الأفراد والمؤسسات والموازنة بين الأخطار وأداء المحافظ الاستثمارية "(Bilaus, 2010:3).

" لذا ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعطي تعريف شامل للمحفظة الاستثمارية "هي توليفة منوعه ومتكاملة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت أدوات مالية أم أدوات حقيقية تدار من قبل شخص مسؤول عنها يدعى "مدير المحفظة " وتختلف أدواتها باختلاف السيولة والعائد

والضـــمان وتـــواريخ الاســـتحقاق ودرجـــة المخـــاطرة " مـــن اجـــل تحقيـــق الموازنـــة بـــين العائـــد والمخاطرة .

خامسا: شروط تكوين المحفظة الاستثمارية

هناك مجموعة من الشروط التي يجب توافرها عند تكوين المحفظة الاستثمارية وعند أجراء أي تعديل على الأصول المكونة لها ومن هذه الشروط (معروف ،2003 :222) :-

1. دراسة كافة المعلومات المتوفرة عن حالة السوق وكذلك المعلومات المتوفرة عن الأصول المنتقاة ودراسة البيئة الاستثمارية عند اختيار الأصول المكونة المحفظة الاستثمارية .
2. العمل على أعداد الخطط الدقيقة من اجل انتقاء البدائل التي تحقق أهداف المستثمر بشكل افضل ، للحفاظ على ربحية المحفظة وقيمتها السوقية .
3. العقلانية والتحوط والعمل بشفافية لتوفير الأمان للمحفظة الاستثمارية وتحديد هامش معين لقبول المخاطرة وذلك بتنويع الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية بطريقة علمية.
4. توافر قدر من السيولة النقدية لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق ، والاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة .
5. دراسة حساسية الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية اتجاه بعض المتغيرات الاقتصادية كمؤشرات السوق ، والاقتصاد بشكل عام .
6. التنبؤ وبطرق علمية بأداء المحفظة الاستثمارية ، ومن ثم مقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة للوصول إلى افضل النتائج مستقبلا وخاصة للمستثمرين المؤسسين .
7. اتباع سياسة ومنهجية معينة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية ، وإمكانية تعديل هذه السياسة عند حاجة المستثمر وعند تغير الظروف المحيطة .

سادسا : مكونات المحفظة الاستثمارية

تقسم موجودات (مكونات) المحافظ الاستثمارية على النحو الآتي (Barasinska et. al, 2009:14):-

1. الموجودات (الأصول) المالية Financial assets

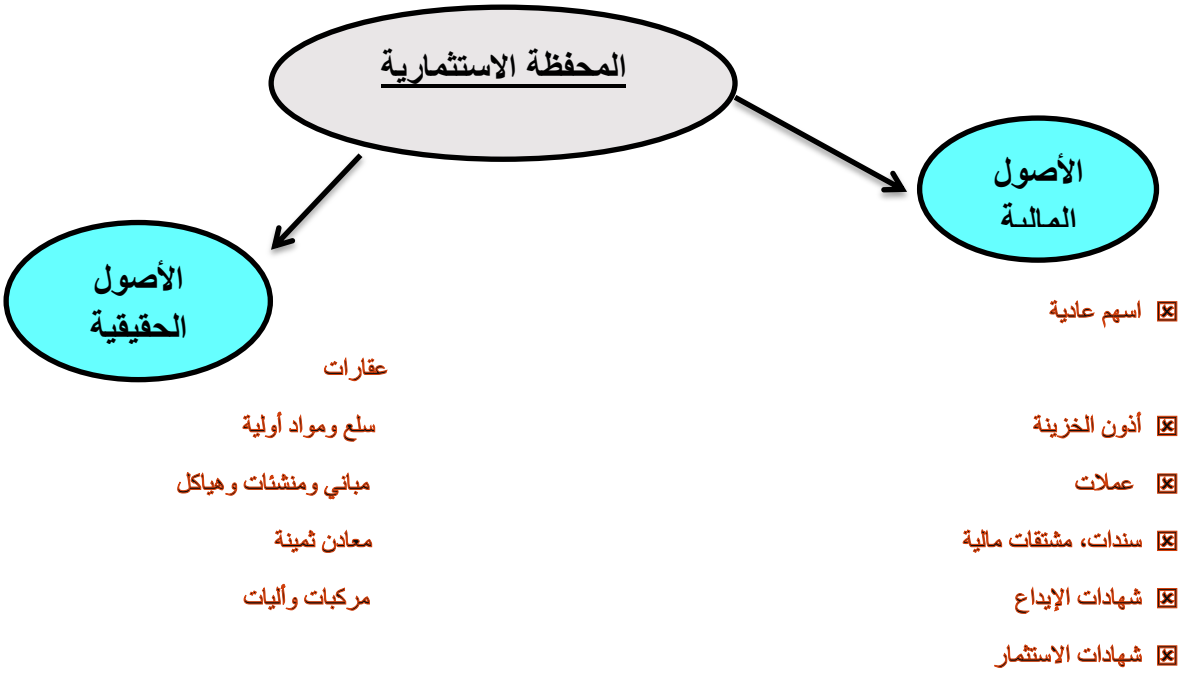
هـي عبـارة عـن أوراق ماليـة غيـر حقيقيـة تحقـق أربـاح عاليـة وتتفـاوت أخطارهـا التـي تترتـب عليهـا حسـب تأثرهـا بالعوامـل الخارجيـة ،اذ تمـنح حاملهـا شـهادة بملكيـة الأوراق الماليـة ، وتخـول صـاحبها المطالبـة بأصـل حقيقـي يكـون مرفـق بصـك أو مسـتند قـانوني كالأسـهم والسـندات وشهادات الإيداع.

2. الموجودات (الأصول) الحقيقية Real assets

هـي موجـودات حقيقيـة ملموسـة كالاسـتثمار فـي المشـاريع الصـناعية والزراعيـة والعقـارات والمتـاجرة وفيهـا لا يقـوم المسـتثمر بمسـك سـجلات ماليـة وإنمـا يمسـك الموجـودات ذاتهـا داخـل المحفظـة وكلمـا ارتفعـت قيمـة الموجـودات ارتفعـت معهـا حصـة المسـتثمر مـن المكاسـب كالـذهب ، والعقـار ،إذ تتميـز بزيـادة تكـاليف الاسـتثمار وانخفـاض درجـة سـيولتها وحاجتهـا إلـى خبـرات متنوعة لعدم تجانس أنواعها ويوضح الشكل (2) نموذج المحفظة الاستثمارية .

الشكل (2)

نموذج المحفظة الاستثمارية



المصـدر: نـاظم محمـد نـوري وآخـرون ،"أساسـيات الاسـتثمار العينـي و المـالي "دار وائـل عمـان ،الطبعـة 1،1999،ص 267.

سابعا : السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية

تقسم السياسات التي يروم المستثمر اتباعها عند بناء محفظته الاستثمارية التي تؤثر بدورها على نوعية وأصول ومكونات المحفظة الاستثمارية فبعض من هذه السياسات تحقق الربح السريع مع تحمل مخاطر عالية أو ربح منخفض مع تحقق الأمان والاستقرار أو كسياسة وسط بين الأولى والثانية على النحو الاتي :

1. السياسة الهجومية (المخاطرة)Aggressive Policy

النموذج الشائع لهذه المحفظة هي "محفظة رأس المال " إذ يفضل عنصر العائد على حساب الأمان ويضمن المستثمر استمرار الدخل والبحث عن تراكمات الأرباح فيكون أسلوبه هجوميا "ويقوم هذا الأسلوب في إدارة المحفظة وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى الأوراق المالية طويلة الأجل (Robichek، 2008:162). اذ يسارع المستثمر لشراء أوراق مالية قصيرة الأجل من حصيلة بيع أوراق مالية طويلة الأجل نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة وبالعكس يقوم المستثمر ببيع أوراق مالية قصير الأجل ، واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل في حالة انخفاض سعر الفائدة ويلجا المستثمر لهذه السياسة في حال وجود مؤشرات للازدهار الاقتصادي المحتمل (جميل ،2015 :279).

2. السياسة الدفاعية (المتحفظة) Defensive policy

يطلق على هذا النوع من المحافظ" بمحافظ الدخل" تعطى الأولوية فيها لعنصر الأمان والضمان على حساب عنصر العائد" ويتبع المستثمر أسلوبا دفاعيا متحفظ وحذر لكي يضمن تحقيق دخلا مستمرا ثابتا، وهامش أمان مرتفع مهما كانت الظروف وذلك من خلال التركيز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت ، إذ تشمل قاعدتها أذون الخزينة والأسهم الممتازة والسندات الحكومية "(البريكات ،2009،32)،فاتباع هذا السياسة يكون عند استثمار أموال الشركات بشراء السندات التي تعطي فوائد ثابتة وبدون مخاطر (Paola & Stefano,2012:12).

3. السياسة المتوازنة (الهجومية، الدفاعية) Balanced policy

تجمع هذه السياسة بين نمط السياستين الهجومية والدفاعية اذ يسعى مديرو المحافظ الاستثمارية لتحقيق عائد مناسب واستقرار نسبي مع مستوى معقول من المخاطر لجني أرباح معقولة بتقسيم راس مال

المحفظة إلى استثمارات متنوعة لتحقيق عوائد مقبولة ذات حد ادنى من الدخل الثابت لتحقيق الأرباح (مطر،2006 :139).

ثامنا : تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس السياسات الاستثمارية

يبدا تكوين المحفظة الاستثمارية من خلال تقدير المخاطر التي تحملها الاوراق المالية للمحفظة الاستثمارية "، أي ان يقوم المستثمر بشراء الأسهم والسندات ، فالمخاطر تختلف من ورقة إلى أخرى وفقا للاتي (Abide et al،2014 :10):-

1.اختيار الاوراق المالية :- يتم اختيار نوع معين من الاوراق المالية وذلك حسب السياسة التي ينتهجها المستثمر ، ففي حالة اتباع المستثمر سياسة متحفظة فانة يفضل ثبات الدخل وعدم الرغبة في التعرض إلى الخسارة في القيمة السوقية ، ففي هذه الحالة يقرر شراء السندات والأسهم الممتازة من الدرجة الأولى فهذه الاوراق المالية تتميز بثبات دخلها وعدم تعرضها لتقلب أسعارها نسبيا مقارنة مع الأوراق الأخرى،" أما في حالة اتباع المستثمر سياسة غير متحفظة (المضاربة) فانة يقرر شراء الاوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطرة كالأسهم العادية والتي تتغير أسعارها السوقية وتختلف العوائد المتحققة منها بين فترة وأخرى .

2.توزيع المخاطر المالية :- يعد اختيار نوع معين من الاوراق المالية كالسندات الخالية من المخاطر ضرورة اختيار اكثر من شركة ، لأنّ ذلك يؤدي إلى تركيز المخاطر المالية على نوع معين من الاستثمارات في حين أنّ شراء عدد كبير من السندات من أكثر من شركة يدل على توزيع المخاطر المالية للمحفظة على أنّ لا تكون المخاطر مرتبطة مع بعضها البعض ، كان تكون أوراق مالية ولشركات مختلفة من حيث النشاط أو تنشط في مناطق جغرافية مختلفة،" إذ أنّ توزيع المخاطر المالية للمحفظة الاستثمارية لا يعني التقليل من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية " وإنما يؤدي فقط إلى تحقيق درجة من الثبات في الدخل أو في القيمة السوقية للاوراق المالية .

3.مواجهة خطر سعر الفائدة :- عند تكوين المحفظة الاستثمارية فان مواجهة المستثمر لخطر أسعار الفائدة هو امر في غاية التعقيد من المخاطر المالية اذ ان الفائدة تكون ننفسها بالنسبة لدخل الاوراق المالية ، كذلك الحال بالنسبة للقيمة السوقية " أما في حالة مخاطر سعر الفائدة فان السندات طويلة الأجل تعد اكثر استقرارا في الدخل من السندات قصيرة الأجل ولا يظهر هذا ألا في حالة استهلاك هذه السندات وإعادة استثمار حصيلتها بصورة أخرى .

تاسعا : أنواع المحافظ الاستثمارية

تقسم المحافظ الاستثمارية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها ودرجة المخاطرة التي يمكن تحملها و الأهداف المرجوة منها إلى الأنواع الأتية :

1. محافظ الدخل (العائد) Income portfolio

وتسمى هذه المحافظ "بصناديق الدخل" إذ تهدف لتحقيق عوائد عالية بدرجة مخاطرة أقل والحصول على الدخل النقدي من الأوراق المالية والتي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لغرض تحقيق عائد مستمر من التوزيعات السنوية للاسهم ذات المخاطر المنخفضة فهي تناسب المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة (ال شبيب ،2010 :21_22) .

إذ تهدف هذه المحافظ لتحقيق دخل جاري من مصادر ذات مستوى مخاطرة منخفضة تتلاءم وأهداف المستثمر المحافظ لذا يتم التركيز على السندات التي تتمتع بعائد ثابت مضمون وتحقيق أعلى الفوائد ، فالهدف من هذه المحافظ هو تحقيق دخلا شهريا أو سنويا (معروف ،2009 :227) .

2.محافظ النمو Growth portfolios

يسعى المستثمر للبحث والاستثمار عن مجموعة من الأوراق المالية (الأسهم) لهذه المحفظة لشركات ذات سمعه جيدة ومركز مالي جيد لتحقيق عوائد ومكاسب رأسمالية مرتفعة للمستثمر(مطر ، 2016 :255) ، تتحقق فيها توزيعات أرباح و معدلات نمو متزايدة (أسهم الشركات النامية) مما يؤثربشكل إيجابي على القيمة السوقية للمحافظ الاستثمارية التي تتجه نحو الارتفاع ، إذ يناسب هذا النوع من المحافظ المستثمر (المضارب) في سوق الأوراق المالية "محب للمخاطرة" من أجل تحقيق عوائد مناسبة ذات مستويات مخاطر عالية (المؤمني ،2009:23) .

3.المحافظ المختلطة (الدخل و النمو) Mixed portfolios

تجمع هذه المحفظة ما بين الأدوات ذات المخاطر المرتفعة وأخرى ذات مخاطر منخفضة من اجل تحقيق عوائد ومكاسب رأسمالية ناتجة عن أسهم الشركات لتحقيق معدل نمو عالي من إيراداتها ، وتتنوع استثمارات المحافظ ما بين الأسهم التي تؤدي لزيادة ونمو أموال المحفظة (خربوش وأخرون ،1996 :58_60) تسمى هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العوائد والمخاطر لتحقيق إيرادات جارية وأرباح رأسمالية بمستويات مخاطر عالية (ال شبيب، 2010: 22_21)

إضافة إلى ما تقدم يمكن تصنيف المحافظ إلى محافظ خاصة ومحافظ عامة ومحافظ أسواق النقد :

1. المحافظ العامة (محافظ المؤسسات)

تتمتع هذه المحافظ بإدارة مستقلة وتُطرح للاكتتاب العام على شكل حصص يمتلكها المساهم ،فدور المساهم يكون بقدر الأسهم التي يمتلكها، وهذه المحاف تتشكل من الأسهم الممتازة ، وشهادات الإيداع وأسهم عادية وسندات ومعادن ثمينة (صيام ،93:2003).

2. المحافظ الخاصة (محافظ الزبائن)

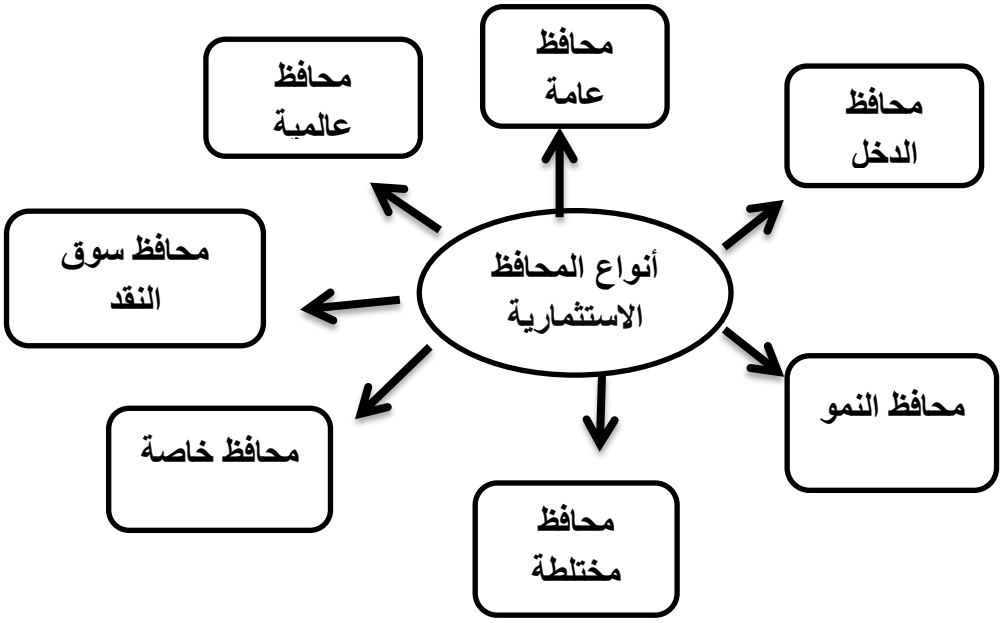
تتشكل هذه المحافظ بناء على الزبون أو المستثمر ،اذ ان دور مدير المحفظة هو دور تنفيذي حسب رغبات الزبون ، أو المستثمر أو أنَ يكون له دور تنفيذي حسب الصلاحيات المخولة والمعطاة له من قبل المستثمر (حردان ،84:2010)، وتختلف المحافظ الاستثمارية حسب الهدف من تكوينها وحسب تشكيلة الأوراق المالية ، وموقف المستثمر اتجاه المخاطر فقد يكون المستثمر محب للمخاطر فيختار محافظ ذات أسهم عادية ، أو يختار سندات اذا كان يتجنب المخاطر ويختار محفظة متوازنة ما بين اسهم وسندات في حال تحقيق عوائد ذات مستوى مخاطرة مقبولة .

3. محافظ سوق النقد Money Market portfolios

يهدف هذا النوع من المحافظ لتوفير مستوى عال من السيولة للمستثمر والمحافظة على رأس المال وتستثمر في الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذون الخزانة ، والأوراق التجارية ، وشهادات الإيداع وتكون منخفضة المخاطر والعوائد معا (مطر، 2016 :255).

شـكـل (3)

أنواع المحـافظ الاستثماريــة



المصدر : من إعداد الباحثة .

تاسعا: أسس إدارة المحفظة الاستثمارية وخطواتها

يقصد بإدارة المحفظة الاستثمارية " الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية وبطريقة تؤدي إلى تعظيمها وذلك من خلال الاستثمار في أدوات تتلاءم مع أهداف المحفظة ،وترجمتها لأهداف للمستثمر ، فإدارة المحفظة الاستثمارية مهمة كبيرة لكونها تقرر اختيار الوقت الملائم من أجل اتخاذ قرار البيع والشراء للأوراق المالية ، وطبيعة المزج بين هذه الأدوات في حين تتمثل أسس إدارة المحفظة الاستثمارية في الآتي (علوان ، 2009: 192) :-

1. **التخطيط (Planning) :** التخطيط للمحفظة الاستثمارية يتطلب تحديد الأهداف بوضوح للحد من المخاطر المنتظمة ،فالاختيار العشوائي لمكونات المحفظة من الممكن ان يعرض المستثمر إلى صعوبات لها أثر على رأس المال المستثمر ؛ لذلك فالمحفظة تتطلب التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبدائل متاحة تكون اكثر انسجاما مع أهداف المستثمر.

2. **التوقيت (Timing) :** تقوم إدارة المحفظة الاستثمارية باختيار الوقت المناسب والملائم من اجل بيع وشراء أصول المحفظة ، اذ لا يتم الشراء ألا اذا كانت أسعارها عادلة ،كذلك لا يتم البيع ألا في حالة توقع انخفاض القيمة من اجل تجنب الخسارة، أو التقليل منها .

3. **المتابعة و المراقبة (Work and observation) :** بمعنى متابعة أسعار الأدوات الاستثمارية بشكل مستمر في السوق في حالة انخفاض الأسعار ، وذلك من أجل تجنب الخسارة ، كذلك مراقبة الأصول المشكلة للمحفظة الاستثمارية من وقت إلى أخر.

4. **الاعتماد على المتخصصين (Reliance on specialists) :** من اجل مساعدة المستثمرين على إدارة محافظهم الاستثمارية ، بالامكان الاعتماد على أصحاب الخبرة المالية ،اذ يوجد العديد من المؤسسات المالية والادخارية التي تقوم بعمل إدارة المحفظة الاستثمارية لحساب الغير من اجل الحصول على عمولة .

عاشرا : أهداف أداره المحفظة الاستثمارية

يطمح المستثمرين إلى الوصول و تحقيق مجموعة من الأهداف عند تشكيل المحفظة الاستثمارية على النحو الآتي :-

1. **درجة عالية من الأمان :**من اهم الأهداف التي يسعى لتحقيقها المستثمر (مالك المحفظة) ، أي بمعنى الحفاظ على راس المال وضمان تحقيق دخل معين ،اذ ان نمو المحفظة ودخلها يساعد في الحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر؛ لذا يجري التخطيط للمحفظة الاستثمارية من اجل المفاضلة بين الأدوات ذات الدخل الثابت (السندات) وأخرى ذات دخل متغير (سعيدة ،2009 :15_16).

2. **استقرار التدفق النقدي :** يقع على عاتق مدير المحفظة اختيار أوراق مالية لتحقيق دخل شبه ثابت من أجل ضمان معدل عائد معين و استمرار تدفق النقد من المحفظة مثل الأسهم الممتازة، و السندات (أبو زيد ،2009: 266).

3. **التنويع :** هو القاعدة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم المحفظة ، إذ إنّ تنويع الأوراق المالية يعد اهم الوسائل لتقليل مخاطر المحافظ الاستثمارية (الجميل ،2011 : 283)،فالتنويع قد يكون عشوائي (بسيط) في عدد غير محدد من الأوراق المالية أو التنويع الكفؤ الذي يعتمد على أساس

عملـي فـي اختيـار مكونـات المحفظـة كمعامـل الارتبـاط بـين مكونـات المحفظـة يـؤدي لتقليـل المخاطر(حطاب ،2007).

4. **تلبيــة متطلبــات الســيولة:** نظـرا لتعـرض المؤسســات الماليــة والمصــارف لطلبــات المـودعين والمقترضين فان توافر سيولة النقدية هو امر في غاية الأهمية والدافع لتشكيل محفظة استثمارية ذات أدوات مالية قصيرة الأجل وسهولة تسويقها وتحويلها إلى نقدية (حزوري وكبيه ، 41: 2008).

5. **تعظيم القيمة :** أي بمعنى تخصيص الموارد لتعظيم قيمة المحفظة .،من خلال تحديد المشاريع وذلك لتحقق أقصى قدر ممكن لمجموع القيم أو القيمة التجارية لجميع المشاريع النشطة في خط البدائل الخاص من حيث الهدف من بعض الأعمال مثل" المدى الطويل للربحية، والعائد على الاستثمار، احتمالات النجاح، أو بعض الأهداف الاستراتيجية، (Cooper,et.al ،2014 :5).

المبحث الثالث

نموذج (Fama and French)

وعوائد المحفظة الاستثمارية

أولا : أسس قياس أداء المحافظ الاستثمارية

تتطلب المبادئ العلمية للاستثمار ضرورة إخضاع السياسات والقرارات الاستثمارية إضافة للإنجازات المحققة فيها ، لعملية تقييم مستمرة وذلك بقصد الوقوف على مواطن القوة من أجل تدعيمها ، ومواطن الضعف لعلاجها ، اذ من اجل تقييم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية لابد من الأخذ بنظر الاعتبار المبادئ الأتية **(مطر ، تيم ،2005 : 184):-**

1. يتم قياس قيمة صافي أصول المحفظة على أساس قيمتها السوقية أو العادلة للأصول .
2. أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساسا لتقييم أداء إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة ، مضافا إليه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات .
3. تتم عملية التقييم ، أو القياس في اطار مراعاة عنصري العائد والمخاطر معا.
4. ان تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي بوصفها كلأ واحدا مقاسا بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها.

ثانيا : مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

سعى العديد من الباحثين لتطوير مجموعة من النماذج الرياضية الهادفة إلى اشتقاق مؤشرات لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية . ومن اهم النماذج المتداولة في هذا المجال هي**:**

1.نموذج شارب Sharpe model

قدم Sharpe عام 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد والمخاطر ، اذ ان نموذج Sharpe يقيس العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة ، اذ يستخدم نموذج (Sharpe) الانحراف المعياري لقياس المخاطرة الكلية وللمقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والخاضعة لقيود متماثلة . إذ كلما كان المؤشر مرتفعا كلما كان ذلك افضل ،اذ يمكن الحصول على هذا المقياس من خلال الصيغة الأتية (موصلي ،سليمان ،2012 : 362):

$$\mathbf{Sharpe} = \frac{\mathbf{Rp_Rf}}{\boldsymbol{\sigma p}} \ldots\ldots\ldots 7$$

Rp : العائد الكلي المتوقع على استثمارات المحفظة .

Rf : العائد الخالي من المخاطرة .

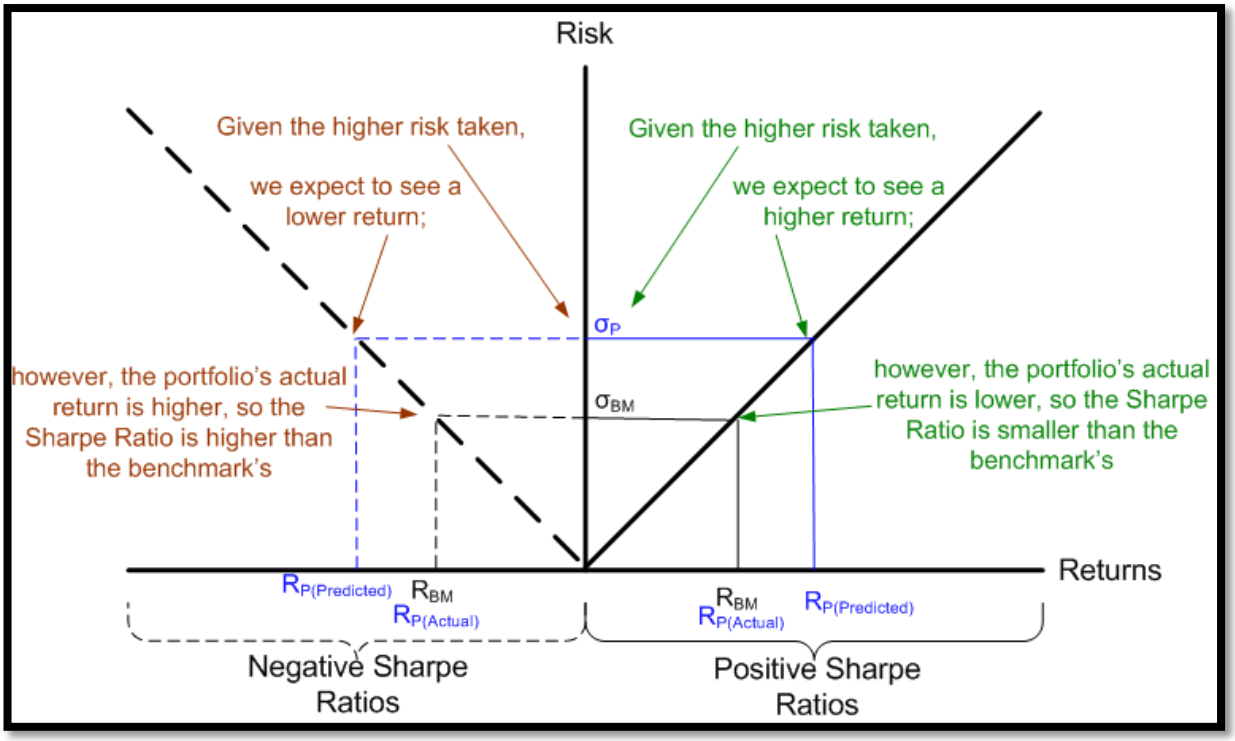
σp : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة (مخاطرة المحفظة) .

إذ يمثل المقدار (Rp-RF) المقدار الإضافي للمحفظة ، أو ما يطلق علية بعلاوة المخاطرة ،اذ تحدد معادلة ***Sharpe*** العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة الاستثمارية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية بنوعيها المنتظمة وغير المنتظمة والتي تنطوي عليها عملية الاستثمار في المحفظة .

شـكـل (4)

نسبة *Sharpe* الموجبة والسالبة

.



يظهر من الشكل (4) أعلاه ان المنحنى عندما تأخذ الشركة مخاطر على المحفظة مقدارها σp ،فأنها تتوقع عائد مقداره Rp ، لكن عندما تأخذ مخاطر عند النقطة σp إذ يكون العائد أقل من العائد المتوقع تحديدا عند النقطة Rp (actual) ،عندها تصبح نسبة ***Sharpe*** للمحفظة قل من نسبة ***Sharpe*** للسوق وبالعكس ، اذ يتضح من الشكل ان التغيير الحاصل في محفظة السوق الاستثمارية يترتب علية تغير في المحفظة الاستثمارية بمقدار معامل ***Sharpe*** في نفس الاتجاه .

2. نموذج ترينور Trynor's model

وضع Trynor's في مقال له سنة 1965 طريقة لقياس أداء المحفظة الاستثمارية معتمدا في ذلك على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة ، إذ يفترض ان المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا وبالتالي التخلص من المخاطر الغير منتظمة ، اذ على هذا الأساس يتم قياس المخاطر المنتظمة فقط باستخدام معامل بيتا (β) كمقياس لمخاطر المحفظة وفق العلاقة الآتية (Treynor،1965 : 63-75):

$$\mathbf{Trynor's} = \frac{Rp_Rf}{\beta P} \ldots\ldots\ldots \mathbf{8}$$

إذ إنّ :

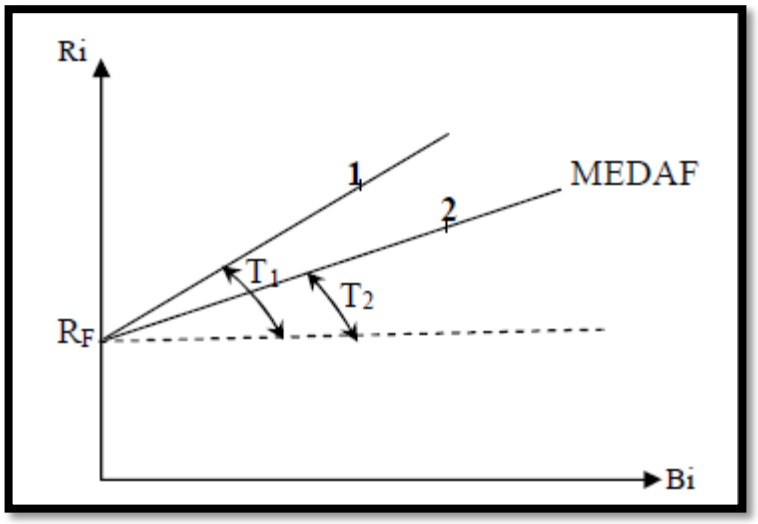
βP : معامل بيتا للمحفظة (معامل المخاطر المنتظمة) .

إذ تتم مقارنة مقياس **Trynor's** للمحفظة مع مقياس **Trynor's** لمحفظة السوق فاذا كانت قيمة **Trynor's** للمحفظة اكبر من قيمة **Trynor's** لمحفظة السوق فان أداء المحفظة يفوق أداء محفظة السوق والعكس صحيح .

إذ يوضح مؤشر (Trynor's) من خلال الشكل (5) بمثابة ميل للخط الذي يمر بالعائد الخالي من المخاطر وصولا للمحفظة (p) ،لذا نجد ان ميل المحفظة "1" اكبر من ميل المحفظة "2" باعتبار ان المحفظة "2" تقع على خط سوق الأوراق المالية والخاص بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ، أذن فالمحفظة الأولى تكون ذات قيمة اكبر لمؤشر Trynor's وبالتالي فان أداء المحفظة "1" يكون افضل من أداء المحفظة "2" (Mondher،2004:265).

شـــكـــل (5)

قياس الأداء بمؤشر Trynor's



Source: Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik :**Marchés Financiers** :Gestion de portefeuille et des risqué, Dunod, (2) Paris,1998:p187.

4. نموذج جنسن Jensen's model

أقترح (**Jensen's**) في عام 1968 نموذجا لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرف بمعامل "الفا" ، إذ يرى ان العائد المتوقع لمحفظة المستثمر ربما يتجاوز تلك التي يتنبأ بها نموذج CAPM (Caporin, et, al,2013: 8) ، اذ يقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد وكما يلي :

الأول : يمثل الفرق بين متوسط العائد للمحفظة ومتوسط العائد الخالي من المخاطرة إذ يسمى هذا المقدار "العائد الإضافي".

الثاني : يتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويسمى هذا المقدار "علاوة مخاطرة السوق "فاذا كانت الفا موجبة هذا يعني ان الأداء جيد ، في حين يكون الأداء منخفض اذا كانت الفا سالبة " أما اذا كانت الفا صفر فهذا يعني ان العائد متوازن اذ لا يختلف عائد المحفظة عن عائد السوق وبالإمكان التعبير عن هذا النموذج بالصيغة الأتية (ال شبيب ، 2012 :323) :

$$\alpha = (Rp_Rf) _\beta(Rm _Rf) \quad \ldots\ldots\ldots 9$$

إذ إنّ :

α : تمثل معامل الفا .

Rp : عائد المحفظة الاستثمارية .

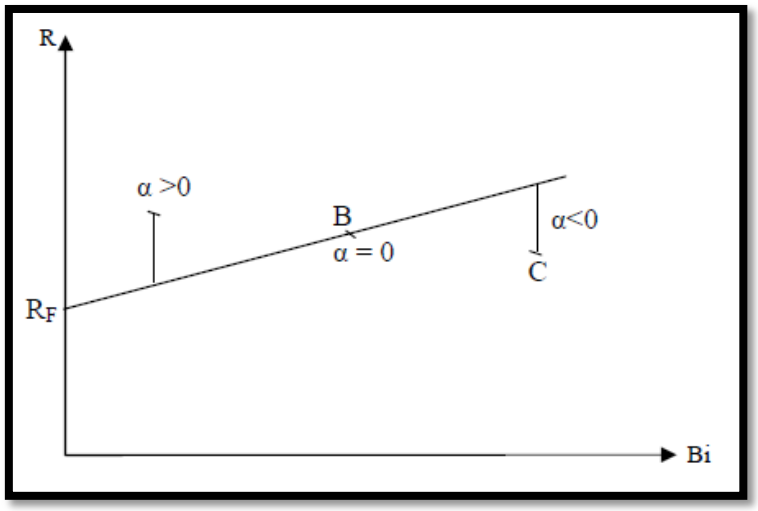
Rf : العائد الخالي من المخاطرة .

Rm : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).

B : بيتا المحفظة الاستثمارية .

شـكـل (6)

قياس الأداء بمؤشر Jensen's



Source: Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik :Marchés Financiers :Gestion de portefeuille et des risqué, Dunod, (2) Paris,1998:p30.

من خلال الشكل (6) تم التوصل إلى أنّ معامل الفا الخاص بالمحفظة الاستثمارية "A" يكون موجب وذلك لان الفرق بين عائد المحفظة "A" وعائد السوق موجب ومن ثمّ يكون أداء المحفظة جيد ،بما ان

معامل الفا الخاص بالمحفظة "B"معدوم فان العلاقة بين عائد المحفظة وعائد السوق تكون معدومة وبالتالي و في هذه الحالة يكون أداء المحفظة اداءا متوازنا، أما في حالة اذا كان معامل الفا الخاص بالمحفظة "C" سالب فان العلاقة تكون سالبة بين عائد المحفظة "C" وعائد السوق وبالتالي يكون أداء المحفظة في هذه الحالة سيء(Bertrand,1998:30).

4. نموذج فاما Fama model

قدم **Fama** نموذجه عام 1972 لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية و يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات مخاطرها ، اذ يقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحى عائد السوق المتوقع ، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر لأي محفظة استثمارية ،اذ يمكن حساب النموذج من خلال الصيغة الأتية (الحناوي وأخرون ، 2002: 306) :

$$CV = R_F + \frac{R_{M-R_F}}{\text{Sm}} * \frac{COV\ R_{P-R_M}}{\text{Sm}} \quad \text{.....10}$$

إذ إنّ :

CV: قيمة مؤشر النموذج.

RF : العائد الخالي من المخاطر .

RM : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق) .

RP : عائد المحفظة الاستثمارية المتوقع .

SM : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق .

COV : التباين المشترك بين العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق .

ويحسب التباين المشترك بين العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية ، وعائد محفظة السوق من خلال الصيغة الأتية (Brigham.،2011:240) :

COV = ϭRm ϭRρ.....11

إذ أن :-

COV : التباين المشترك بين العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق.

Rmp : معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق .

ϭRm: الآنحراف المعياري لعائد محفظة السوق .

ϭRρ : الانحراف المعياري لعائد محفظة الاستثمارية.

ثالثا : أسس تكوين المحافظ الاستثمارية وتنويعها:

1. مفهوم التنويع The concept of diversification

التنويع هو أساس المحافظ الاستثمارية ،اذ يسعى لتدنيه المخاطر التي تتعرض لها المحافظ " فالتنويع هو قيام المستثمر بتشكيل محفظة منوعة من الأوراق المالية تختلف من حيث تاريخ الإصدار وطبيعة الأوراق المالية أو من حيث أجال الاستحقاق وتنوع القطاعات الاقتصادية التي تنتمي اليها الشركات المصدرة للاوراق المالية ، إذ عرف التنويع بانه " توزيع الاستثمارات على شكل مجموعة من الأسهم وعدم تركيز الاستثمار في سهم واحد من اجل تقليل المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر(سامي ،2018: 234).

وعرف أخرون التنويع على أنه "هو وسيلة لتخفيض المخاطر من خلال تكوين محافظ استثمارية تحتوي على مزيج من الأدوات الاستثمارية المختلفة، وذلك بهدف تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة عن طريق تخفيض المخاطر غير المنتظمة ، لتحقيق معدل عائد أعلى من معدل العائد على الاستثمار الفردي في ورقة أو أداة مالية واحدة، أي بمعنى الحد من المخاطر دون التضحية بالعائد المحقق (Derik,1998:95).

فالتنويع ينتج من تجميع الأوراق المالية التي تكون عوائدها غير مرتبطة مع بعضها البعض بالكامل من أجل تخفيض مخاطر المحفظة، إذ إن عائد المحفظة هو عبارة عن المتوسط لعوائد الأوراق المالية الداخلة في تكوينها ؛ لذا فإن التنويع لن يؤثر في العائد الكلي للمحفظة، لكنه سيقلل من درجة تباين العوائد.

فسياسة التنويع تقوم على أساس تعدد وتنوع المحفظة من أدوات استثمارية مختلفة من حيث نوعها ،عائدها ، قيمتها ، ومدة استحقاقها، ، لغرض تعظيم عائدها "وتدنية مخاطرها" فالتنويع الجيد في أصول المحفظة يخفض ما بين % 50و % 80 من مخاطر المحفظة دون التضحية بالعائد، فأسعار الأصول التي

تتضمنها المحفظة ليست باتجاه واحد، إذ إنّ انخفاض قيمة السهم يعوض بارتفاع سهم آخر، ومن ثمّ توافر فرصة الحد من المخاطر(بن علي ، نعاس ،2016 :12).

فعند الرغبة في التنويع يجب الأخذ بعين الاعتبار التركيز على التنويع وليس الكمية "اذ ان امتلاك الكثير من الاستثمارات لا يعني تنويع محافظ الأوراق المالية "وإنما يحتاج إلى امتلاك أنواع مختلفة من الاستثمارات لذا كلما قلَّ الارتباط بين عوائد الأوراق المالية، كان للتنويع أثر في تقليل درجة الاختلاف بين العوائد أكبر، بغض النظر عن درجة المخاطرة التي تمثلها كل ورقة مالية منفردة (بتال وأخرون،2016:49_50).

2. أسس التنويع Foundations for diversification

هنالك أُسس أو عدة معايير مختلفة للتنويع يمكن على أساسها تشكيل وتنويع المحفظة الاستثمارية"منها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق وغيرها:

أ- تنويع جهة الإصدار

يقصد به عدم ترك الاستثمارات في و رقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أصول مالية تصدرها شركات مختلفة و يوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنويع هما :- التنويع البسيط , و تنويع Markowitz العقلاني .

1. التنويع البسيط Naïve Diversification

التنويع (البسيط) أو ما يطلق علية بالتنويع التجريبي ،اذ هو " قيام الأفراد باتخاذ قرار، أو اكثر من قرار في الوقت نفسه من اجل تنويع اختياراتهم دون ان يتوافر لديهم قدر كاف من المعرفة و الخبرات " ؛ لأنّ باعتقادهم أنّ اتخاذ مجموعة من القرارات المختلفة والمنوعة يؤدي إلى نتائج افضل " مما لو تم اتخاذ القرار نفسة في كل مرة (Simonson, 1990: 151).

فالتنويع ينطوي على إجراءات من اجل تخفيض مستوى المخاطر القابلة للتنويع من خلال اختيار عدد كبير من الأدوات الاستثمارية المختلفة والمنوعة وغير المكملة لبعضها ولا تتطور عوائدها بنفس الاتجاه ، إذ يتخذ هذا المفهوم شكل استراتيجية "في مجالي صناعة القرارات المالية والاقتصادية وخاصة القرارات الاستثمارية ،إذ يقوم المستثمر بالاستثمار في أصول مختلفة ومتنوعه على اعتبار ان اتباعه لهذه الاستراتيجية يؤدي في النهاية إلى تخفيض تباين العائد المتوقع للمحفظة ككل أي بمعنى تخفيض مستوى المخاطرة (Benartzi,2001 : 79).

وبالإمكان لهذا النوع في بعض الحالات ان يجعل المحافظ خطرة جدا فالتنويع الساذج هو تنويع عشوائي لا يعتمد أي أساليب رياضية أو إحصائية وإنما يتبع رغبات المستثمرين فقط ،اذ يلجا المستثمر إلى التنويع الساذج في الوقت الذي تبتعد عنه الصناديق المشتركة وشركات الاستثمار(Joehnk ,2005: 187 & Gitman).

على الرغم من ذلك " أشارت الدراسة التي قام بها (DeMiguel,. et. Al ،2007) إلى الاختلاف بين التنويع البسيط "والتنويع الأمثل " اذ استنتجت الدراسة بعدم وجود اختلاف معنوي إحصائي بين المحافظ المشكلة على أساس التنويع البسيط والمحافظ المشكلة على أساس التنويع الأمثل" (2007: 1916 DeMiguel,. et. Al)".

فالتنويع من اهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية ، فاذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فعلى الأقل بالإمكان تجزئتها وحصرها في نسب مقبولة (سيف النصر،102:2000).

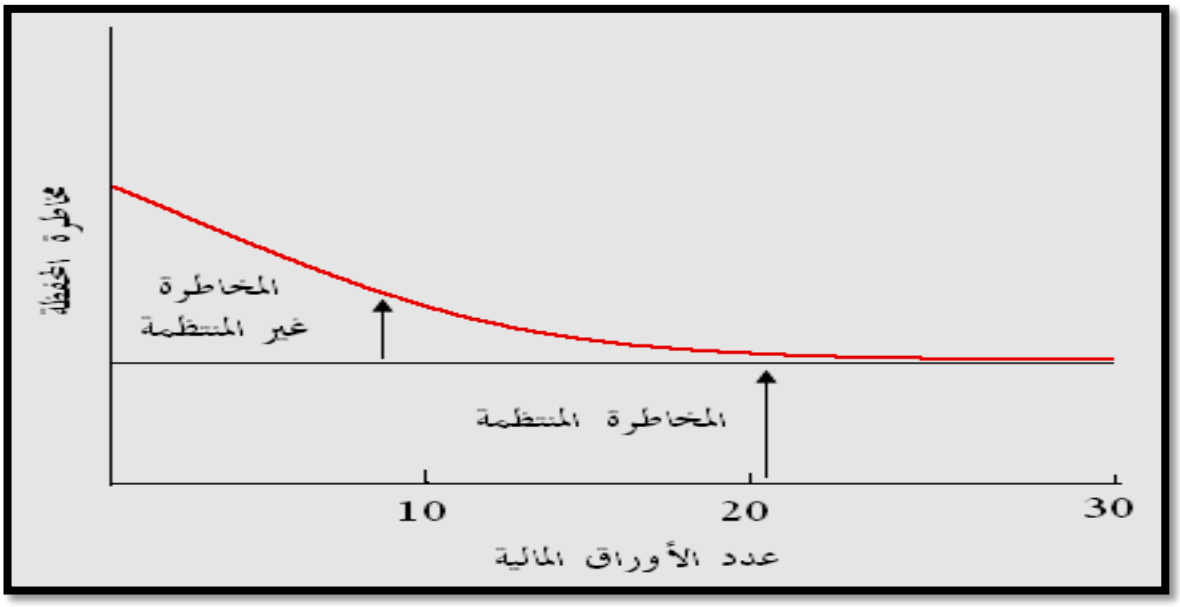
وفي دراسة أخرى قام (EvanS & Archer،1968:763) في اختبارها لكيفية تأثير حجم المحفظة في المخاطر الكلية للمحفظة توصلت إلى ان مخاطر المحفظة المقاسة من خلال الانحراف المعياري للسلسة الزمنية تنخفض بشكل متقلب "أي إنّ احتواء المحفظة الاستثمارية على (15) ورقة كحد اقصى يؤدي إلى تخفيض المخاطر غير المنتظمة إلى حدودها الدنيا .

ولتوضيح أثر التنويع (البسيط) يبين الشكل (7) أنّ المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية تكون في اعلى مستوياتها بوجود اصل واحد " اذ تأخذ المخاطر غير المنتظمة بالانخفاض التدريجي إلى أن تزول بمجرد إضافة عدد من الأصول المتمايزة والمختارة بشكل عشوائي إلى المحفظة (8إلى 20 أصل)"

بينما عند أثر معين من المخاطرة أي المخاطرة المنتظمة والتي لا يمكن التخلص منها نهائيا يتوقف أثر التنويع حتى وإن زادت درجته " ، وهذا يعني أنه بالإمكان تخفيض مستوى المخاطرة بدرجة كبيرة من قبل مدير المحفظة من خلال التنويع العشوائي دون تحمل مزيد من تكاليف الإدارة التنفيذية الخاصة بمتابعة تغييرات السوق .

شـكـل (7)

أثر التنويع (البسيط) على مخاطرة المحفظة



Source: Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, Third Edition (USA: McGraw-Hill Primis, 2001), p. 331

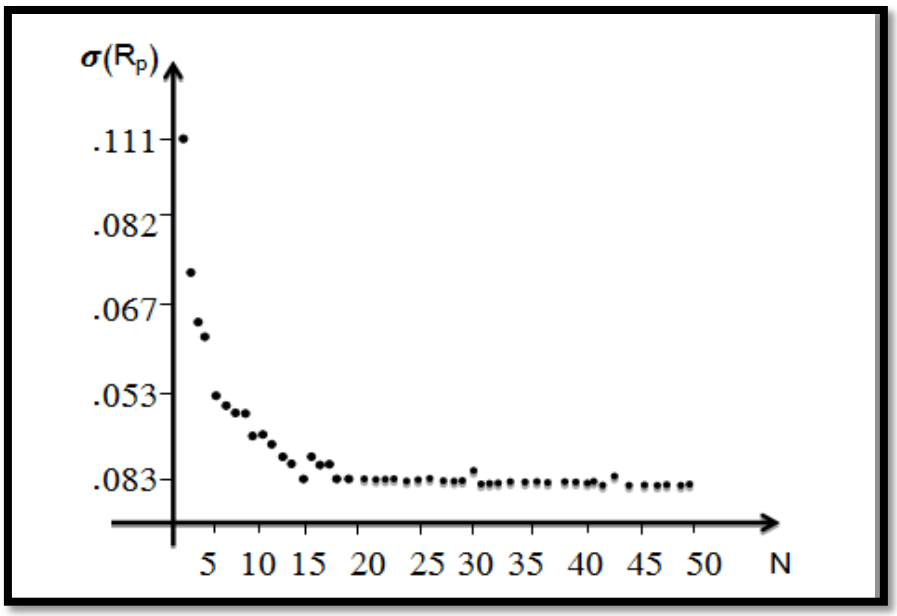
على الرغم من صحة التنويع المشار اليها ضمن حدود معينة وقدرة التنويع الساذج (البسيط) على تخفيض المخاطر الكلية للمحافظ " قد تواجه هذا السياسة صعوبات جمة لكونها سياسة استثمارية تقوم على أساس غير علمي ،اذ ان اختيار المستثمر للمحافظ الاستثمارية اختيارا عشوائيا قد ينتهي به المطاف إلى تكوين محافظ استثمارية مرتبطة مع بعضها ارتباطا موجبا "أي بمعنى تخفيض مستوى المخاطر إلى حدودها الدنيا" وأنّ المبالغة بإضافة عدد من الأوراق المالية للمحافظ يترتب علية صعوبة في إدارة المحفظة الاستثمارية ومتابعة أداء مكوناتها وارتفاع تكاليف المعاملات فضلا عن اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة "خاطئة " (مطر ، تيم ،2005: 182_183).

ويشير الشكل (13) والذي يمثل محورة العمودي المخاطر الكلية في حين يمثل المحور الأفقي التنويع للمحفظة إلى تأثير زيادة عدد الأوراق المالية على قيمة المخاطر غير المنتظمة ، اذ يوضح ان قيمة

المخاطر تأخذ بالانخفاض إلى الحد الذي تنعدم فيه عند قدر معين من التنويع كلما ارتفع عدد الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة ، إذ تصبح بعدها مخاطر المحفظة الكلية متضمنه المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع بالتالي فان خطوة إضافة أي أوراق مالية تصبح غير مجدية لتخفيض أو التخلص من هذا المخاطر (المخاطر المنتظمة) كما يوضح الشكل (8) ذلك (الراوي ،192:2009) .

شـكـل (8)

تأثير التنويع (البسيط)على المخاطر غير المنتظمة



Source: Coepland ,Weston and Shastri (From: Fama, E.F., Foundation of Finance, 1976),Op-cite, P139

ب- تنويع Markowitz (التنويع العقلاني) Diversification of Markowitz

يتضمن تنويع Markowitz أو ما يسمى بالتنويع العقلاني Optimal Diversification ، أو المثالي ideal تقليل مستوى المخاطر إلى حدودها الدنيا من دون التضحية بالعوائد بتكوين استثمارات ذات ارتباطات ضعيفة (Francis &Kim ,2013:38).

فأسلوب التنويع لدى Markowitz يعتمد على درجة الارتباط بين عوائد الأدوات الاستثمارية والاختيار الدقيق لتلك الأدوات ، فمعامل الارتباط هو مقياس إحصائي يستخدم لقياس اتجاه ، و قوة العلاقة بين المتغييرات أي " بالامكان استخدامة لقياس العلاقة بين عوائد المحافظ الاستثمارية اذ تعكس إشارة معامل

الارتباط العلاقة بين عوائد الأوراق المالية في حين تشير قيمته إلى قوة العلاقة بينها (مطر ، تيم ،2005:173).

فتنويع Markowitz يقصد به تنويع الموجودات المترابطة والتي تكون ذات ارتباط اقل من الموجب التام من اجل التقليل من المخاطر دون التضحية بعوائد المحافظ الاستثمارية (Francis,1991:234) .

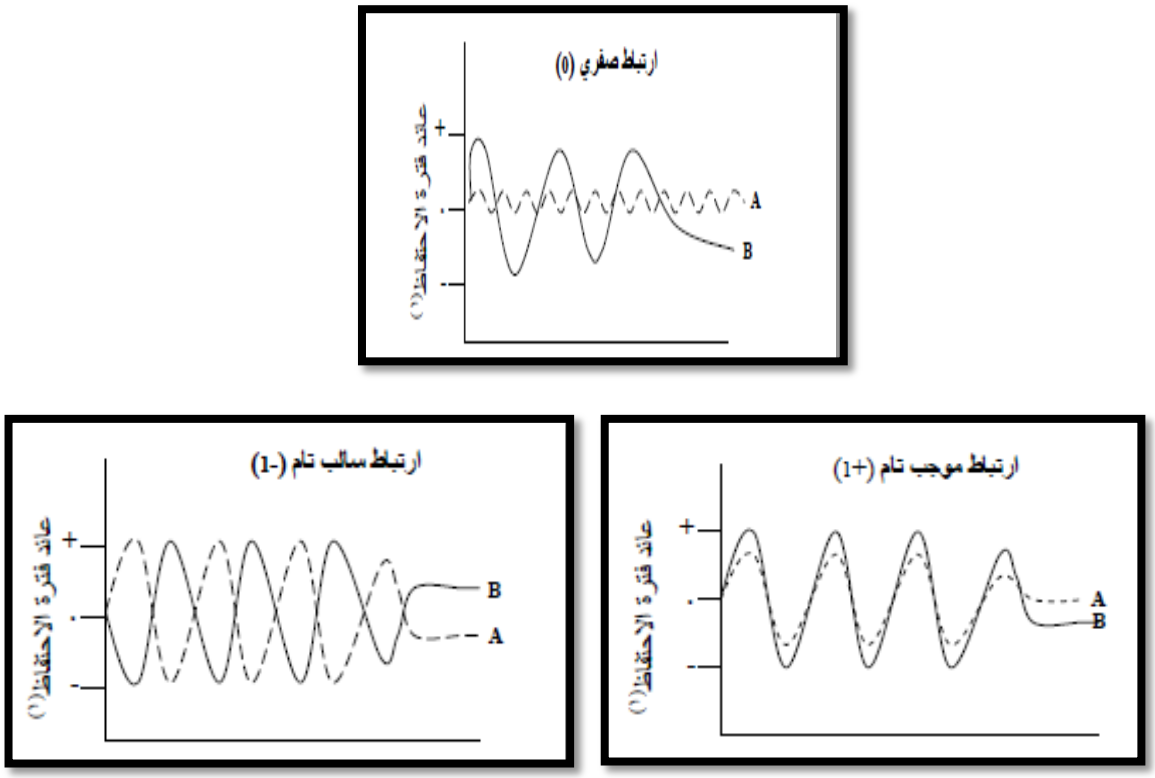
لذا يسعى المستثمر لتعظيم العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية والتعرض لمستوى اقل من المخاطر عبر مستوى معين من العوائد فالمستثمر بطبيعته متجنب للمخاطر وعقلانيا في اتباع سياسة متنوعه واضحة من خلال الاعتماد على معلومات استثمارية دقيقة (Paudel & Koirala,2006:20-19).

اذ يقوم تنويع Markowitz على فكرة أساسية " مؤداها أنّ مخاطر المحافظ الاستثمارية لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها " وإنما تتوقف على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات التي تشتمل عليها المحافظ مع مراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها (الحكيم ،2009:11) .

فعندما تكون العلاقة طردية بين عوائد الاستثمارات والتي تتكون منها المحافظ الاستثمارية فالمخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات تكون اكبر مما لو كانت العوائد مستقلة ، أو تكون بينها علاقة عكسية " لذا استنتج Markowitz انه كلما انخفض معامل الارتباط بين العوائد انخفض مستوى المخاطر التي يتعرض لها عائد المحافظ الاستثمارية فهذا الأسلوب ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الغير منتظمة ، بل كذلك التخلص بجزء من المخاطر المنتظمة ويوضح الشكل (9) ذلك (الهندي ، 1999:427).

شـكـل (9)

أشـــكـال الارتبـاط

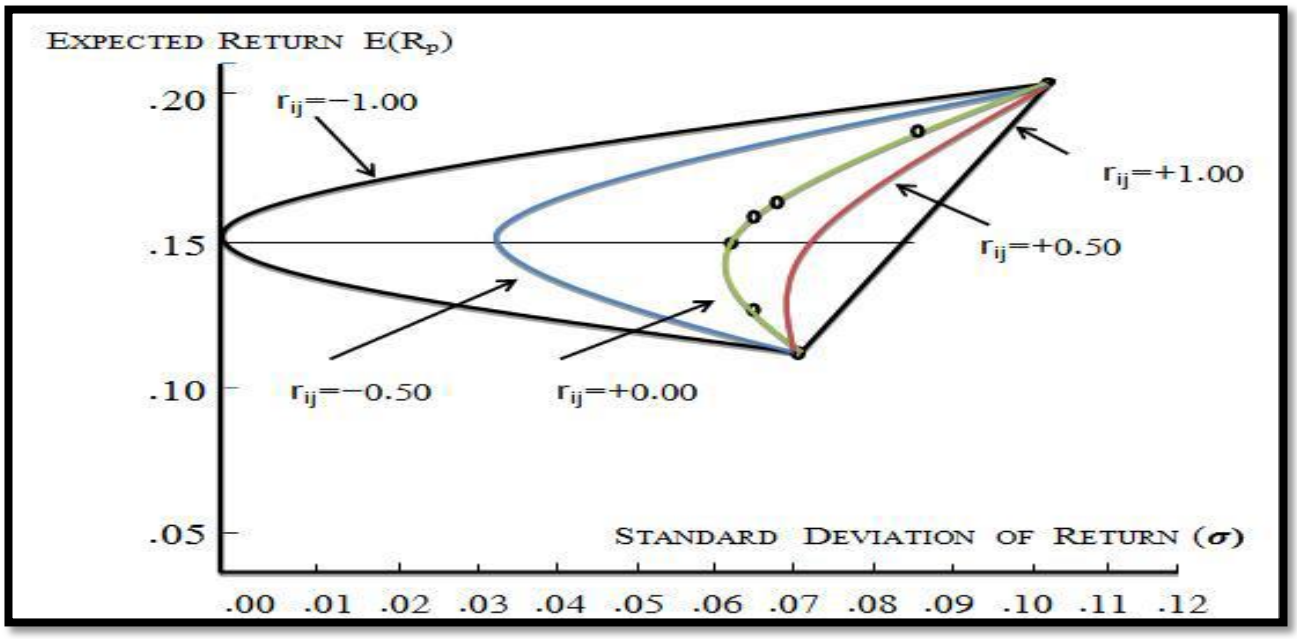


SOURCE : Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W,"Fundamentals Of Investments", 4Th ed. , McGraw-Hill Irwin, 2008,P368.

إذ يشير تنويع Markowitz إلى أنه كلما كانت قيمة معامل الارتباط مساوية للسالب تماما (-1) ، أو قريبة من ذلك " هذا يعني انخفاض المخاطر الغير المنتظمة ؛ لذا يتوجب اختيار الأوراق المالية ذات علاقة عكسية بين عوائدها، والشكل الآتي يعرض الحالات الثلاثة لمعامل الارتباط وتأثيرها على المخاطر غير المنتظمة للمحفظة.

شـكـل (10)

تأثير معامل الارتباط على المخاطر الغير منتظمة للمحفظة



Source : Frank Reilly and Keith Brown, **Op-cite**, P226.

جـ - تنويع تواريخ الاستحقاق Diversify maturity dates

العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية تشير إلى ان تقلب أسعار الفائدة يترتب علية تقلبات اكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل ؛ ولذلك يواجه صاحب المحفظة الاستثمارية مشكلة عند توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات، لذا يمكن التميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع (هندي ،1999 :274_272).

1. الأسلوب الهجومي

يقصد بالأسلوب الهجومي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وذلك وفقا للاتجاهات المتوقعة ، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإنّ المستثمر في هذه الحالة يسارع لبيع السندات طويلة الأجل من أجل إعادة استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل ، فاذ تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة من دون الانتظار لحين حلول استحقاقها وبالعكس.

2. تدرج تواريخ الاستحقاق

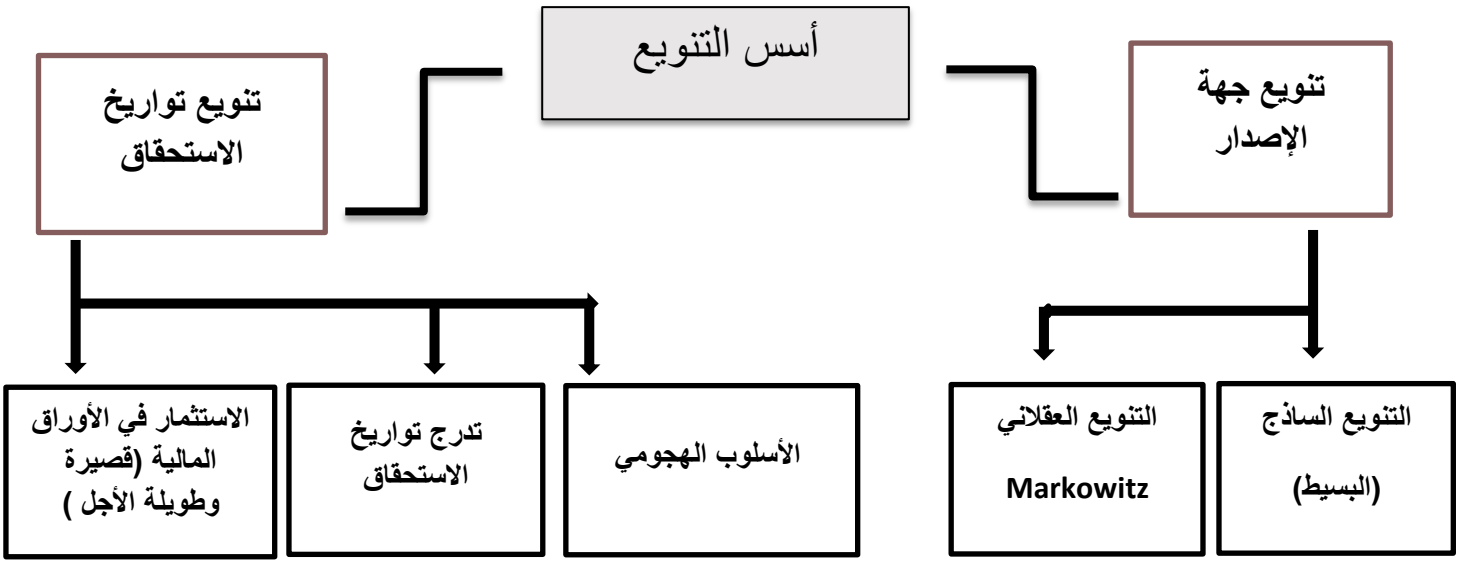
بمعنى توزيع مكونات المحفظة بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة ،إذ تقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ومن ثم وضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يمكن على أساس توزيع الأوراق المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية وبذلك يتم تشكيل محفظة تتكون من مجموعة مختلفة من الأوراق المالية (سندات) لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى المرونة في عملية التنويع .

3. التركيز على الأوراق المالية القصيرة وطويلة الأجل

التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل من دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل ، لان الأوراق المالية قصيرة الأجل تكون مخصصة لمواجهة طلبات السيولة في حين أنّ الأوراق المالية طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح في حين تنعدم مساهمه الأوراق المالية في السيولة وتحقيق الأرباح ويوضح الشكل (11) أسس التنويع للمحفظة الاستثمارية (سارة ،2007 :44).

شـــكـــل (11)

يوضح أسس التنويع للمحفظة الاستثمارية



المصدر : من إعداد الباحثة استنادا لـ:- سارة، بوزيد، "أداره محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري –دراسة حالة بنك BNP PARIBAS"، سالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري،2007..

رابعا : عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية

1. مفهوم العائد Concept Return

من أجل تقييم الوضع المالي لمنشئات الأعمال وما يطرا على زيادة العائد الذي تحققه منشئات الأعمال من مستويات مخاطرة عالية ،اذ تسعى منشئات الأعمال لتحقيق المبادلة ما بين العائد ، والمخاطرة "بالتالي تدنية المخاطر إلى حدودها الدنيا وتعظيم العوائد (المخلافي ،2004 :52_53).

إذ إن العائد هدف أساسي وامر ضروري لبقاء الشركات واستمرارها فهو غاية يسعى اليها المستثمرون ومؤشر ذات أهمية للدائنين عند تعاملهم مع الشركة ،وكأداة مهمه من اجل قياس الكفاءة في إدارة الموارد المتاحة ؛ لذا تسعى الإدارة المالية للاستثمار بالدرجة الأولى نحو استخدام الأمثل للموارد المتاحة لتحقيق أفضل العوائد وبأقل المخاطر الممكنة ،اذ يعرف (Gitman) العائد "بانه الأرباح أو الخسائر المتحققة خلال فترة زمنية محددة في أي استثمار والمحسوب من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأصل مضافا اليها مقدار التغيير في القيمة الأولية للاستثمار في بداية الفترة (Gitman,2009:228_230).

فالعائد هو مقدار الأموال المضافة لراس المال الأصلي من اجل تعظيم مستوى الثروة " إذ تتصف العوائد الفعلية بدرجة عالية من التأكد على عكس العوائد المتوقعة التي لا تتصف بدرجة التأكد "فالمحفظة الاستثمارية تهتم بالعائد اذ ان كل قرار يصدر بصيغة ربح أو خسارة قد يكون لهذا القرار مردود إيجابيا ، أو سلبيا فنسبة النجاح في الحصول على العائد على الاستثمارات ترتبط بدرجة المخاطر التي تتعرض لها ؛ لذا نقول ان لكل استثمار درجة من المخاطر والعلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية اذ كلما زاد العائد زادت المخاطرة وبالعكس (أل شبيب،2010 :61).

اذ ذهب العديد من الباحثين والكتاب لإعطاء تعاريف ومفاهيم متعددة حول مفهوم العائد اذ يعرفه (جركس ،18:1991) بانة " القيمة الناتجة عن استثمار الأموال أو القيمة الناتجة عن الشي كالأموال التي يمكن الحصول عليها من الاستثمارات" فعند القيام بعملية المفاضلة ما بين البدائل الاستثمارية المختلفة سواء كانت اسهم أو سندات يتم مقارنة العوائد المختلفة لهذه البدائل من اجل اختيار البديل الأمثل من بين البدائل المتاحة " فالمستثمر يتطلع لتعظيم معدل العائد بهدف تنمية ثروته وأملاكه " فالعائد هو المقابل الذي يحصل علية المستثمر لقاء تخلية عن الإشباع الحالي ودخوله في عملية الاستثمار "ولصعوبة تحديد معدل العائد يتم التعبير عنه بصورة نسبه مئوية من إجمالي قيمة الاستثمار ، فاغلب المستثمرون يسعون لتقدير معدل العائد ليساعدهم على تقدير المخاطر المحيطة به (Kennth،2011:10)

وعرف (الحسيني والدوري ،177:2000) العائد بانه " المكافاة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها مستقبلا مقابل أنً يتخلى في الوقت الحاضر عن إشباع حاجات محددة "

فيما ذهب (Geoff , 2007:3) إلى تعريف العائد بانه " الثروة المتحققة عند مستوى معين من الخطر ولفترة زمنية محددة نتيجة لكفاءة الاستخدام "

ويعرف البعض العائد بانه " التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل علية المستثمر خلال فترة زمنية معينه ويعبر عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار بداية الفترة ويسمى بالعائد لفترة الاقتناء " (حداد ،2008: 128) ويعرفه أخرون أيضا بانه " الزيادة الحقيقية أو المتوقعة للمبلغ المستثمر تلبية لرغبات المستثمر (المؤمني ،2003 :71).

أذن فالعائد من اهم متغيرات العملية الاستثمارية اذ انه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو تنخفض" بالتالي فان اكثر ما يهتم به" المستثمر هو القيمة المضافة التي يتم الحصول عليها من خلال قيامه باستثماراته والتضحية بأمواله " التي يجسدها معدل العائد ويمكن حسابة وتقديره وفقا للتغيير الحاصل في ثروة المستثمر خلال مدة زمنية(السلطان ،16:2010) .

من خلال المفاهيم أعلاه توصلت الباحثة إلى تعريف العائد على انه "مجموع الأرباح أو الخسائر التي يتم الحصول عليها من قبل المستثمر من خلال الاستثمار في مشروع ما ، أو عدة مشاريع " ذات مستوى مقبول من المخاطر من خلال الاستثمار الأمثل للموارد ".

ويتضمن معدل العائد عدة مفاهيم فرعية كالاتي :

1- العائد عن فترة الاحتفاظ :Holding Period Return (HPR)

يعرف العائد عن فترة الاحتفاظ هو القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر "أي بمعنى نصيب السهم من التوزيعات مضافا اليه الأرباح أو الخسائر الرأسمالية الناتجة من تقلب السعر السوقي" ، فالعائد عن فترة الاحتفاظ احد اهم العوامل المؤثرة في قرار الشراء والاحتفاظ في أي ورقة مالية ما" فهو العائد المتولد على شكل فوائد على السند "أو على شكل توزيعات نقدية للسهم " أضافة إلى الأرباح والخسائر الرأسمالية والتي تمثل تغيير في القيمة السوقية (علوان ،2009: 49).ويتم حساب العائد عن فترة الاحتفاظ من خلال المعادلة الأتية (Reilly &Brown,. 2012:4) :-

$$HPR = \frac{D + (Pt + 1 - Pt)}{Pt} \dots\dots\dots 12$$

إذ إنّ :

D : تمثل توزيعات الأرباح.

P_t : تمثل قيمة الورقة المالية في بداية فترة الاحتفاظ.

P_{t+1} : تمثل قيمة الورقة المالية في نهاية فترة الاحتفاظ.

2- المردود عن فترة الاحتفاظ Holding Period Yield (HPY)

يحسب المردود عن فترة الاحتفاظ (HPY) من خلال حساب العائد على أساس سنوي" فهي اسهل طريقة لتقدير قيمة العوائد الناجمة من استثمار معين خلال السنة وتتضمن مدد عديدة من الاحتفاظ ويتم استخدام الصيغة الأتية لحسابه (Reilly &Brown, 2012:5) :

$$HPY = HPR^{\frac{1}{n}}(-1) \dots\dots\dots 13$$

إذ إن :

HPY : المردود عن فترة الاحتفاظ .

HPR : العائد عن فترة الاحتفاظ.

3 - معدل العائد المتوقع EXPECTED RATE OF RETURN (ER)

يعرف العائد المتوقع على انه " العائد الذي يتوقع ، أو يرغب المستثمر الحصول علية في المستقبل بما يتلاءم مع مستوى المخاطر عند استثمار أمواله في مشروع معين " إذ يتم قياس العوائد المتوقعة من خلال ضرب العائد المحتمل للمشروع في احتمال حدوثه (حنفي،2007 :73).

ويبنى العائد المتوقع على البيانات التاريخية " فهو في معظم الحالات عائد غير مضمون التحقق وعادة ما يستخدم كأداة لتحديد الاستثمارات " سواء أكانت الاستثمارات تعطي تدفقات نقدية سلبية أم إيجابية مستقبلا ،لذا فالزيادة في العائد المتوقع من أصل ما بالقياس إلى البدائل

الأخرى مع بقاء العوامل المختلفة على حالها، ومن ثمّ ستزيد الكميات المطلوبة من هذا الأصل (حماد،2006 :86).

إذ يعرف العائد المتوقع من اصل ما بانه "المتوسط المرجح لجميع العوائد المحتملة والمتوقع الحصول عليها في المستقبل "ويتم حساب العائد المتوقع من خلال ضرب العوائد في احتمالات تحققها "من خلال الصيغة الآتية (Brigham، 2007:249):-

$$\mathbf{E(R)= \sum_{i=1}^{n} Ri\ Pi} \text{ .....14}$$

إذ إنّ :

E(R) : تمثل معدل العائد المتوقع.

Ri : تمثل معدل العائد المتوقع حدوثه وفق كل احتمالية.

Pi : تمثل احتمال حدوث العائد.

4 - معدل العائد على الموجودات The rate of return on assets (ROA)

يقيس العائد على الموجودات القوة الإيرادية للموجودات المستثمرة في الشركة ، بمعنى اخر يقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال التي تحصل عليها الشركة من مصادر أخرى خارجية وداخلية ، لذا فمعدل العائد على الموجودات هو مؤشر لقياس ربحية الشركة بوجه عام (مطر ،2003: 49) ، اذ يحسب معدل العائد على الموجودات من خلال الصيغة الأتية :-

$$\boldsymbol{ROA = \frac{Net\ Income}{\text{Totel Asset}}} \text{.....15}$$

إذ إن :

ROA: معدل العائد على الموجودات .

Not Income : صافي الدخل .

Total Asset : مجموع الموجودات.

5 - معدل العائد المطلوب Required Rate of Return (RRR)

هو المعدل الذي يطلبه المستثمرين على استثماراتهم تعويضا لهم عن المخاطر المحتملة التي يتعرضون لها "فهو الحد الأدنى من معدل العائد المرغوب والمقبول من قبل المستثمرين

سواء أكانوا أفرادا أم شركات وتعويضا لهم عن القيمة الزمنية للنقود" (أي بمعنى تعويضا عن الانتظار وتكلفة الفرصة البديلة) التضخم "مخاطر الاستثمار"(حطاب ،2007 :16) ؛ لذا يستخدم معدل العائد المطلوب في حساب القيمة الحالية للأرباح من التوزيعات النقدية من خلال مقارنته بالمخاطر المحتملة لسهم معين بهدف تقييم أسعار الأسهم "كما يستخدم في تمويل الشركات وحساب القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية الصافية المخصومة ويتكون معدل العائد المطلوب من" معدل العائد الخالي من المخاطر الذي يبنى على معدل الفائدة على أذونات الخزانة ولمدة ثلاث اشهر، فهو تعويض للمستثمر عن القيمة الزمنية للنقود فالمستثمر لن يقبل بأية مخاطر إضافية فوق العائد الخالي من المخاطر ألا اذا كان مصحوب بعائد متوقع أعلى من العائد الخالي من المخاطر (Tiwari, 1999:2).

أما علاوة المخاطرة فتتمثل بالفرق بين العائد المتوقع للسوق والعائد الخالي من المخاطرة وتعويضا للمستثمر عن المخاطر التي يتحملها نتيجة لاستثماره في اصل ذات درجة مخاطرة معينة " اعلى من العائد مقارنة بالأصل عديم المخاطرة "فالمخاطرة الإضافية تنشا نتيجة عدم التأكد فيما يخص العائد المتوقع في المستقبل فكلما زادت درجة عدم التأكد زادت علاوة المخاطرة " اذ ان من مصادر عدم التأكد هي مخاطر الأعمال ومخاطر سعر الصرف والمخاطر المالية "الرافعة المالية "(Andrew, 2007: 4) ، لذا يتم حساب معدل العائد المطلوب من خلال الصيغة الآتية (Brigham &Michael , 2011:237):-

$$RRR = RF\ (RM\ _\ RF)\ \beta i \ldots\ldots\ldots 16$$

إذ إنّ :

RRR : تمثل معدل العائد المطلوب .

RF : تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة .

RM : تمثل متوسط معدل العائد لمحفظة السوق .

خامسا : مخاطر المحفظة الاستثمارية Portfolio risk

1. مفهوم المخاطرة وأنواعها

تعرف المخاطرة على أنّها "حالة اختلاف العوائد المتحققة عن العوائد المتوقعة ، أي بمعنى الفرق بين العائد الفعلي على الاستثمار عن العائد المتوقع منه الذي يكون قد حدث نتيجة لعوامل مفاجئة لم تؤخذ بالحسبان عند حسابه من أي استثمار معين "(Ross, 2010:409).

كما وتعرف المخاطرة " بانها إمكانية أو احتمالية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع على الرغم من وجود تقلبات في عوائد الأسعار(Weston & Brigham ،1996:183) ، فمفهوم المخاطرة يرتبط بتقلبات العائد اذ انه يمكن قياس درجة المخاطرة بالاعتماد على نظرية التوقعات ،عن طريق وضع توزيع احتمالي لمعدلات العوائد المتوقعة وذلك باستخدام الانحراف المعياري لحساب درجة المخاطرة من خلال قياس منحنى التوزيع الاحتمالي للعوائد، إذ إنّه كلما ازداد الانحناء ارتفعت درجة المخاطرة وبالعكس (Markowitz, 1952:77 ،)

كما ويعرف (Weston&Brigham,1996 : 9_8) المخاطرة بانها " احتمال تحقيق الخسائر المتوقعة أو حدوثها عندما تكون العوائد الفعلية والمتحققة على استثمار ما اقل من العوائد المتوقعة من ذلك الاستثمار "

فالمخاطرة" تعكس القدرة على التنبؤ فلو كانت القدرة على التنبؤ عالية بما سوف تكون علية التدفقات النقدية من الاستثمار مستقبلا فان درجة المخاطرة سوف تكون منخفضة ، وبالعكس تكون المخاطرة عالية اذا كانت القدرة على التنبؤ منخفضة (Brockingtone ،1994:123) ، فلما زاد تحقيق مردود منخفض أو سالب "خسارة " ارتفع مستوى المخاطرة بشكل نسبي مقارنة بالاستثمار المالي في اسهم شركات جديدة أو متخصصه بعمليات متقلبة لدرجة كبيرة حيث يرتفع مستوى المخاطرة لدرجة عالية (الشماع ،1992:425).كما وتعرف المخاطرة بانها " حالة عدم التأكد من الحصول على العائد ، أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع ما ذكر من تلك الأمور مجتمعة " إذ إنّها تنشا في الاستثمار لان احتماليه تحقيق العائد يكون مرهون بعوامل خارجه عن سيطرة المستثمر (طنيب ،2009:122) .

وتعرف المخاطرة في المجال المصرفي بانها " احتمال تعرض المصرف لمخاطر وخسائر غير متوقع لها أو مخطط لها، آو هي تذبذب في معدل العائد المتوقع علي أي استثمار معين ينتج عنها آثارا سلبية لها تأثير على تحقيق أهداف المصارف "(Keegan، 2004:4).

لذا ومن خلال التعاريف السابقة يمكن ان نعرف المخاطرة على أنها " إمكانية الحصول على عوائد فعلية مختلفة عن العوائد المتوقعة بمعنى ان هناك تقلبا في عوائد الاستثمار ، فالأسهم الأشد خطورة يجب أن تكون عوائدها مرتفعة من اجل تعويض المستثمر في حالة عدم التأكد من إيراداته المستقبلية.

سادسا : تصنيف المخاطرة

يتعرض المستثمرين نتيجة الاستثمار في الأوراق المالية لعدة مخاطر أو لنوعين من المخاطر الكلية اذ يمكن تصنيف المخاطر الاستثمارية وفقا للتصنيف الحديث الذي ينسجم مع نظرية المحفظة الذي استمد أصوله من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وعلى هذا الأساس يوجد ثلاثة أنواع رئيسة وهي :- المخاطر المنتظمة والمتعلقة بالسوق " والمخاطر الغير منتظمة المتعلقة بالورقة المالية ومجموعها يساوي المخاطر الكلية كالآتي :

1. المخاطر النظامية : Systematic Risk

وهي المخاطر الغير قابلة للتنويع " وتعود هذه المخاطر إلى عوامل سوقية تؤثر على جميع الشركات والتي لأيمكن تجنبها عن طريق التنويع ،وترجع لعوامل السوق التي تؤثر على الشركات "كالحرب والتنظيم والحوادث الدولية ومعدلات العوائد والتغييرات الاقتصادية والسياسية وغيرها (Gitman , 2009:212) " كما وتؤثر هذه المخاطرة على جميع الأصول سواء بدرجات كبيرة أو صغيرة ويكون تأثيرها على السوق ككل لذا يطلق عليها بالمخاطر السوقية (Ross,et.al،2010: 376).

وتشمل المخاطر النظامية (Systematic Risk) كل من المخاطر الائتمانية Credit (Risk) والتي تعبر عن احتمالية عدم وفاء احد الطرفين بالتزاماته المالية ،ومخاطر السيولة والتي (Liquidity Risk) تظهر نتيجة عدم استطاعة المؤسسة المالية الوفاء بالتزاماتها في مواعيدها المحددة وبالطريقة الفعالة من حيث التكلفة (Peter،2003:5)، إضافة للمخاطر

السياسية والطبيعية كالكوارث ،الزلازل والأعاصير ومختلف اللازمات الأخرى (al,2006 .(Laurent , et.:6

والمخاطر النظامية ناشئة عن تقلبات في أسعار الأوراق المالية " اذ ان قيمة الموجودات تميل إلى الانخفاض والارتفاع تبعا لمسار السوق(143: 1983, Mayo) وبعبارة أخرى لأيمكن تجنب هذه المخاطر " كونها تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية العامة مثل " تبدل القوانين الضريبية من قبل الدولة والتقلبات في السوق وتغير النشاط الاقتصادي العام .لذا فهي تسمى " بمخاطر السوق " (جركس ،10:1991).

يشمل تأثير هذه المخاطر على جميع عوائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وان حدوثها مقترن بتأثيرها على السوق بالكامل (جابر ،1982،47).اذ ترتفع درجة هذه المخاطرة لدى الشركات التي تنتج سلعا صناعية كصناعة سكك الحديد والمطاط وفي الشركات التي تشكل تكاليفها الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية أي تكون فيها درجة الرفع التشغيلي مرتفعة "(رمضان ،333:1998).

2. المخاطر غير النظامية : Nonsystematic Risks

وهي جزء من المخاطرة الكلية وتكون أما فرديه أو خاصة بالشركة أو الصناعة فهي مخاطرة مستقله عن السوق " أي ان معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي صفرا ،(Fischer & Jordon,1987:120)

فهي مخاطرة خاصة بالشركة ويمكن التخلص منها عن طريق التنويع "تتمثل بالمخاطر التي تؤثر بمجموعه صغيرة من الموجودات أو الموجودات المنفردة أي ان هذه المخاطر تخص الشركات ، أو الموجودات الفردية ، لذا يطلق عليها بالمخاطر الموجود المنفرد أو الخاص (Ross.et.al ,2010:392)"

وتضم المخاطر الغير النظامية (**Nonsystematic Risks**) كل من مخاطر التشغيل (**Operational Risks**) والناتجة عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة كالاختلاس والتزوير ،الاحتيال المالي ،تزييف العملات ،السرقة ،الجرائم الالكترونية وغيرها (John ,Marshall ,2000: 124.)، أما بالنسبة لمخاطر الأعمال (**Business Risk**) الناتجة عن تقلبات التخطيط الاستراتيجي لأعمال المؤسسة ،تقلبات الأسعار (**Prices Risk**) كمخاطر أسعار السلع ،مخاطر الملكية (**Equity Risk**) (Peter،2003:5).

اذ تنشا هذه المخاطرة من مخاطر خاصة وتحيط بالشركة الفردية ، أو ربما يكونون المنافسين المباشرين للشركة (Brealey & Mayer's, 2001: 187)" ومن هذه المخاطر منها الحملات الإعلامية من المنافسين

"ظهور قوانين خاصة تؤثر على الشركة ، وعدم كفاءة الإدارة في الشركة وقلة الفرص الاستثمارية وغيرها (رمضان ،2002 :333).

3. المخاطر الكلية : Total Risk

تشمل هذه المخاطر حاصل جمع كل من المخاطر النظامية والمخاطر اللانظاميه لأي استثمار ما " فهي التباين الكلي للعائد المتوقع على الاستثمار(Gitman ,2009:212)،لذا تتمثل بالتباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار للأوراق المالية ، أو أي استثمار أخر(, Archer et. al, 1983:119)،وقد عبر (Benton. Gup) عن هذا التصنيف في شكل توضيحي كما هو مبين أدناه (Benton., 1983) ، إذ يمكن الاعتماد على الصيغة الآتية لحساب المخاطرة الكلية (142 : **Mayo,1983**) :-

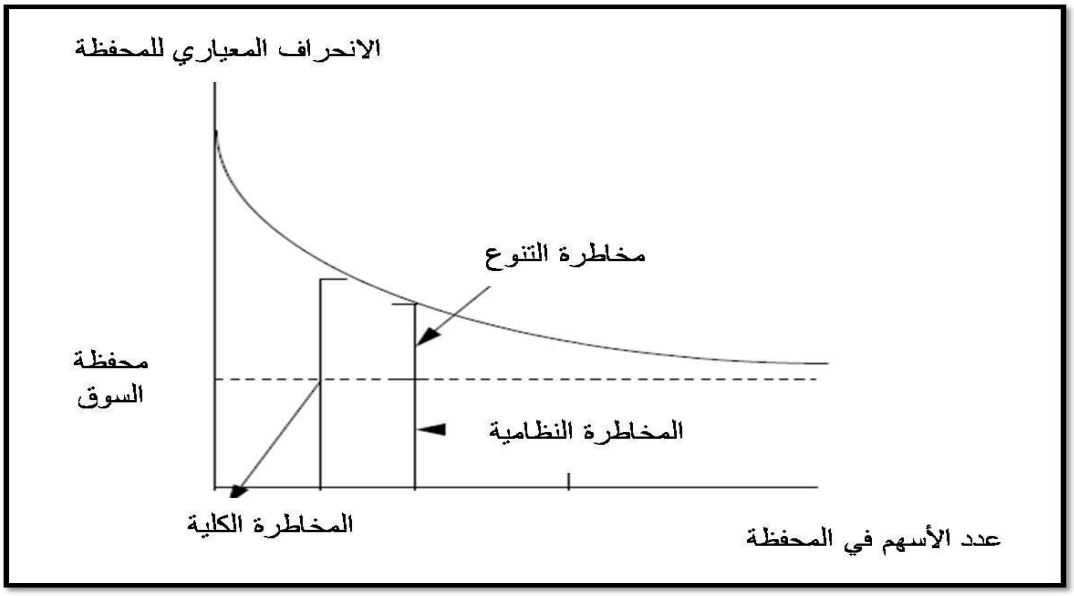
Total Risk = Systematic Risk + Unsystematic Risk…….17

Var = (Cov) + (Var – Cov)…….18

فيما يوضح الشكل (12) المخاطرة الكلية (**Total Risk**) :-

شـــكـل (12)

المخاطرة الكلية (المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية)

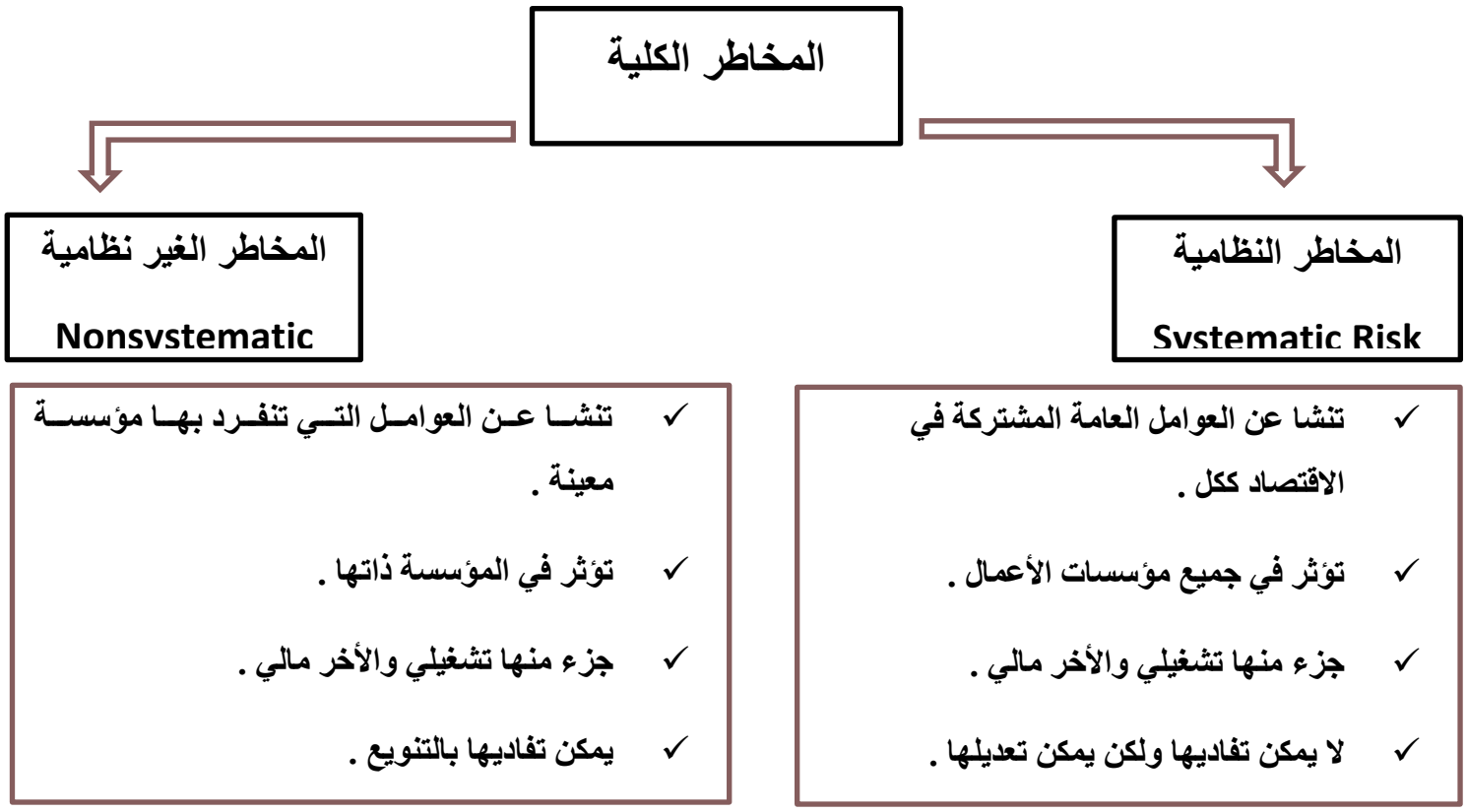


Source : Giin , M, Capital Assets Pricing Model : and banking sector Application in Istanbul stock exchange Market (1999-2009) , Master thesis Dogus University, 2010.

ويوضح الشكل (13) أصناف المخاطر الاستثمارية :

شـكـل (13)

يمثل أصناف المخاطرة الاستثمارية



المصـدر : العـامري ،محمـد علـي ،الإدارة الماليـة المتقدمـة ،دار أثـراء للنشـر والتوزيـع ،الأردن ،ط1، 2010: 37.

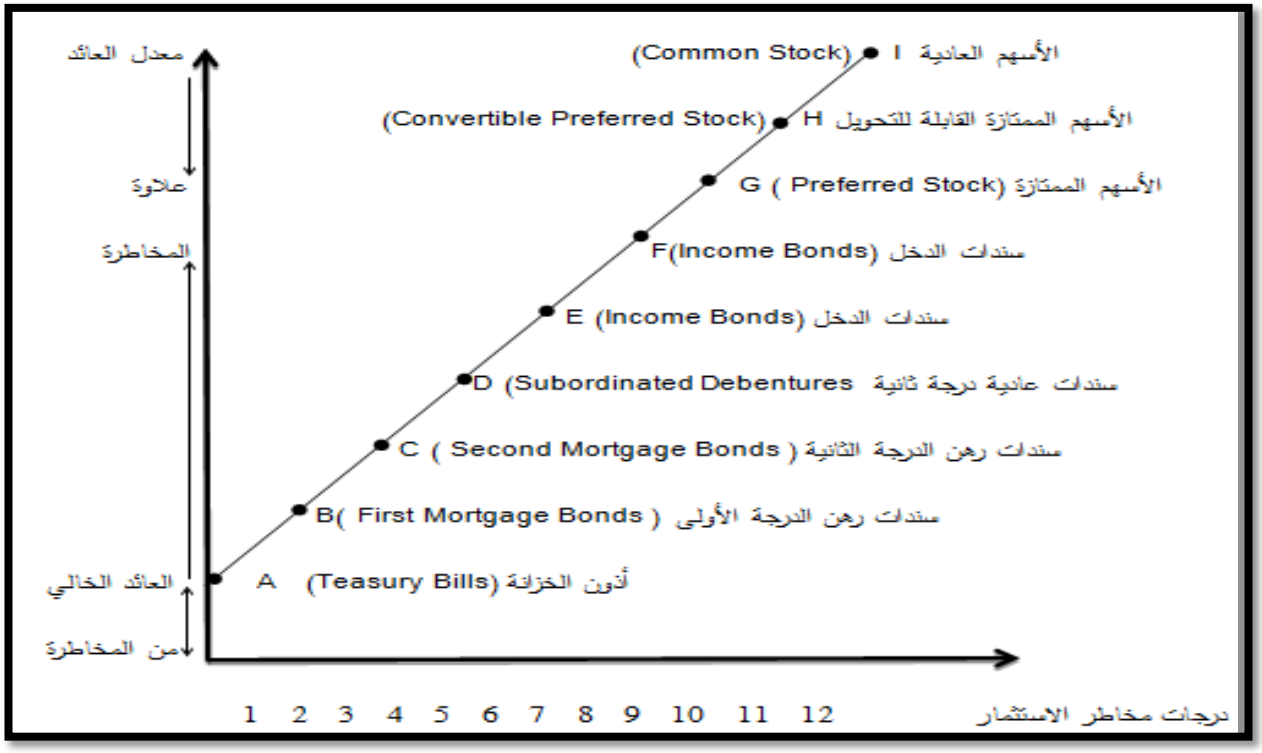
سابعا : العلاقة بين العائد والمخاطرة the relationship between return and risk

العائـد والمخـاطرة مفهومـان مترابطـان ،فالعائـد هـو بمثابـة المقابـل الـذي يتوقـع المسـتثمر الحصـول عليـة مسـتقبلا مقابـل الأمـوال التـي يـدفعها لحيـازة أداة الاسـتثمار، أو هـو المكافـاة التـي يحصـل عليهـا المسـتثمر فـي المسـتقبل مقابـل تخليـة عـن منفعـة أو إشـباع ، فـي حـين تنشـا المخـاطرة نتيجـة حالـة عـدم التأكـد (Uncertainty) التـي تحـيط بالعائـد نتيجـة الاسـتثمار(مفلح ،2018 : 17).

إذ تشير النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة طردية بين عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية ،فكلما ازدات درجة المخاطرة يطلب المستثمر عائدا اعلى مقابل استثماره، وهذا يعني أن المخاطرة تتحرك بنفس اتجاه العائد، وكما ملاحظ في حالة الاستثمار في المحفظة الاستثمارية ، ذلك أن الأوراق المالية الأكثر مخاطرة تكون ذات أعلى عائد مقابل عائد أقل للأصول الأقل مخاطرة، أو التي تنعدم فيها المخاطر(أذونات الخزينة)، ويوضح الشكل التالي العلاقة بين العائد والمخاطرة :

شكل (14)

العلاقة بين العائد والمخاطرة



المصدر :- سويلم ، محمد سعيد سلطان "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية " دار الهاني ،مصر ،2007 ، 242.

يوضح الشكل (14) العلاقة بين العائد والمخاطرة ولمختلف الأصول المالية التي تشكل مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق ،إذ يمكن للمستثمر المفاضلة فيما بينها على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة ، اذ يمكنه اختيار أي نقطة من النقاط على الخط المستقيم

والموضح للعلاقة العائد _المخاطرة لكل اصل مالي من أصول السوق لتشكيل المحفظة ، وتظهر أهمية المفاضلة في السوق بين مختلف الاستثمارات بسبب تنوع الأوراق المالية من حيث العائد والمخاطرة ،فأذون الخزانة كما موضحة في الشكل (19) هي أوراق مالية خالية من المخاطر ذات عوائد اقل في حين نجد ان الأسهم العادية وهي من بين الأصول المالية المتاحة في السوق تحقق عوائد عالية ولكن بالمقابل تحوي على مخاطر ذات مستوى أعلى ، إذ إن من بين الاستثمار في أذون الخزانة والأسهم العادية نجد بان السوق يوفر استثمارات أخرى تختلف من حيث العوائد ودرجة المخاطرة وبالتالي يوفر للمستثمرين القيام بعملية الاختيار على أساس تقبلهم للمخاطر ورغبتهم في تحقيق العوائد (محمد ، 2015 :40_39).

ثامنا : عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية

1- قياس عائد المحفظة الاستثمارية

يعرف عائد المحفظة Rp بانه " عبارة عن المتوسط الموزون المرجح لمجموع عوائد الاستثمارات "الأوراق " المكونة للمحفظة الاستثمارية (الداغر ،2007 :205):-

أي إنّ : عائد المحفظة = مجموع عوائد الأوراق مرجحة بأوزانها الاستثمارية

وبالإمكان احتساب العائد المتوقع على محفظة الاستثمار حسب المعادلة الأتية (العلي ،2008 : 21):-

$$RP = \sum_{i=1}^{N} Wi \ . \ Ri \ldots\ldots\ldots 19$$

إذ إنّ :

Rp: توضح العائد المتوقع للمحفظة

Wi: تمثل نسبة الاستثمار "وزن " في كل ورقة مالية

Ri: توضح العائد المتوقع للاوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية

N: توضح عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة .

2- قياس مخاطرة المحفظة الاستثمارية

تختلف المخاطرة في المحافظ الاستثمارية عن المخاطرة التي يتعرض لها السهم المفرد أو الأداة الواحدة " ولان المحفظة تضم مجموعه من الموجودات أو الأسهم التي تؤثر بمجموعها على عوائد ومخاطر المحفظة اذ تتعرض المحفظة لنوع واحد من المخاطر، وهي المخاطر النظامية إذ إن التنويع يسهم في تخفيض المخاطر الغير نظامية وبصورة عامة فمخاطرة المحفظة يقصد بها المعدل الموزون للانحرافات المعيارية لأوراقها المالية لان الانخفاض في مستوى المخاطرة التي تتحقق عن طريق التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين مختلف عوائد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة ، ويقيس معامل الارتباط درجة التغيير والاتجاه بين متغيرين ، إذ يتراوح معامل الارتباط بين 0.1+ , 0.1- (ال شبيب ،2008 :320_321) .

اذ يمكن قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف وبالإضافة لمعامل بيتا المحفظة :-

1.الانحراف المعياري standard deviation

يعرف الانحراف المعياري بأنه " مقياس إحصائي يقيس مدى تشتت أو تذبذب القيم عن مركزها ، اذ ان زيادة قيمة الانحراف المعياري يعني ان هناك درجة تذبذب ، أو تشتت كبيرة والعكس صحيح في حين اذا كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة يعني ان هناك درجة عالية من المخاطر (الأنصاري وأخرون ، 50:1999) ويمكن حساب مخاطرة المحفظة الاستثمارية (σp) على وفق الصيغة الآتية (Howells & Bain ,2000:96):

$$\sigma p = \sqrt{W^{A2}\sigma^2 A + W_B{}^2\sigma B^2 + 2W^A W_B R_{AB}(\sigma B \sigma A)} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots 20$$

إذ إنّ :

σp : الانحراف المعياري للمحفظة .

WA : وزن الموجود (A).

WB :وزن الموجود (B).

σA : الانحراف المعياري للموجود (A)،

σB : الانحراف المعياري للموجود (B).

RAB: تمثل معامل الارتباط بين عوائد الموجودين (A)و (B) .

2. معامل الاختلاف Coefficient of variation

تظهر بعض المشاكل عند استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر (اذ يمكن ان يتساوى الانحراف المعياري لأصليين ماليين ، ومن ثّمّ تتساوى المخاطرة مع ان النسبة المئوية لانحراف العوائد لاحداهما اكبر من الأخر) وبالإمكان تجب هذه المشكلة من خلال استخدام معامل الاختلاف كمقياس للمخاطر بدلا عن الانحراف المعياري ،اذ يتم حساب معامل الاختلاف من خلال قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (توفيق ،279_278) :-

$$Cv = \frac{SRx}{\mathbf{E(Rx)}} \quad \ldots\ldots\ldots 21$$

إذ إن :

Cv : معامل الاختلاف.

SRx : الانحراف المعياري .

E(Rx): الوسط الحسابي .

اذ يستخدم معامل الاختلاف في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة ،كما انه يستخدم لتقيم المخاطر في المشروعات الفردية ،بالامكان قياس مخاطرة المحفظة الاستثمارية عن طريق معامل الاختلاف ***(*Coefficient of variation**) من خلال قسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية، اذ انه كمقياس للتشتت النسبي كلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة وبالعكس ، وبالإمكان حسابة من خلال الصيغة الأتية :-

$$Cv(Rp) = \frac{SRp}{\mathbf{E(Rp)}} \quad \ldots\ldots\ldots 22$$

إذ إن :

Cv(Rp) : معامل الاختلاف للمحفظة الاستثمارية .

SRp : الانحراف المعياري للمحفظة .

E(Rp) : العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية .

3. معامل بيتا Beta coefficient

تقاس مخاطر المحفظة الاستثمارية المكونة من N من اصل مالي من خلال معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لـ بيتا المكونة للمحفظة ، اذ تحسب من خلال المعادلة الأتية (أل شبيب ،2010 : 96):-

$$\beta Rp = \sum_{i=1}^{n} ai\beta i \dots\dots.23$$

إذ إن :

ai :نسب الأصول المشكلة للمحفظة .

Bi : معاملات بيتا للمحفظة

4. التباين : variance

هو مقياس إحصائي لقياس التشتت في نواتج القيمة المتوقعة ، أي بمعنى هو المجموع الموزون لمربع الانحرافات عن العائد المتوقع ويقاس من خلال المعادلة الأتية (Brealy &Myers,1991 :132)

$$\textbf{variance} = \sum_{\mathbf{i=1}}^{\mathbf{n}} (\mathbf{K} - \mathbf{K})^2 \ P^{ni} \ \dots\dots\dots 24$$

إذ إن :

Variance : التباين .

K : مجموع الموزون لمربع الانحرافات عن العائد المتوقع .

أولا : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital asset pricing model

قدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من قبل (William Sharpe1964) ويقوم على أساس نظرية المحفظة الاستثمارية لـ (Markowitz) وشكل تحول هام في الفكر المالي و الاستثماري الحديث ، إذ يدرس طبيعة العلاقة بين العائد والمخاطرة لمختلف الموجودات (المالية ، و الحقيقية) " واستعماله من قبل المستثمرين في الواقع العملي للتعرف على العوائد والمخاطر ولتقيم الاستثمارات في الأوراق المالية .. فاصبح أداة مهمه عند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية وفي تخمين كلف راس المال الممتلك للمؤسسات (: 2006

(Bhalla،344) ،((211 : 2007 , Bodie)، إذ بالامكان التعبير عن النموذج بالمعادلة الأتية (النواجحة ، 2014: 75) :-

$$E(Rs)=Rf + \beta (Rm _ Rf) \ldots\ldots\ldots 25$$

إذ إنّ :-

E(Rs) :- معدل العائد المطلوب .

Rf :- معدل العائد الخالي من المخاطرة .

β : معامل بيتا (Beta) كمقياس للمخاطر النظامية .

Rm : معدل عائد السوق .

إذ تعد هذه المعادلة من اشهر المعادلات في مجال الاستثمار ويطلق عليها "نموذج تسعير الأصل الرأسمالي " فمضمون هذه النظرية ان معدل العائد الذي يطلبه المستثمر أو العائد المتوقع الحصول علية نتيجة الاستثمار في أصل مالي يتكون من شقين :-

1. **أولا : معدل العائد على اصل خالي من المخاطرة** : كمعدل العائد على أذونات الخزينة .
2. **ثانيا** : **تعويض المخاطرة** : والتي يتحملها المستثمر من جراء شراء واقتناء الأصول المالية ، اذ يقاس هذا التعويض بحاصل ضرب الفرق بين معدل العائد المتوقع على محفظة السوق ومعدل العائد على أذون الخزانة لمعامل بيتا للأصل المالية.

ثانيا : مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

1. معدل العائد المطلوب The Required Return Rate

يقصد بمعدل العائد المطلوب " العائد الذي يطلبه المستثمر على استثماراته تعويضا له عن المخاطر المحتملة التي يتعرض لها كالقيمة الزمنية للنقود ، تكلفة الفرصة البديلة والانتظار) التضخم ،و مخاطر الاستثمار ..وغير ذلك (حطاب ، 2007: 16) اذ يحسب من خلال الصيغة الآتية :-

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر +(عائد السوق _ العائد الخالي من المخاطر) × 1 = عائد السوق

لذا إذا كانت الورقة المالية ذات معامل بيتا يعادل معامل بيتا لمحفظة السوق (أي ان معامل بيتا يساوي الواحد الصحيح) فان معدل العائد المطلوب أو المتوقع على الورقة المالية يساوي معدل العائد المطلوب على محفظة السوق، أما اذا كان معامل بيتا للورقة المالية اكبر من معامل بيتا لمحفظة السوق ، فان معدل العائد المطلوب على الورقة المالية اكبر من معدل العائد المطلوب على محفظة السوق " أما إذا كان معامل بيتا للورقة المالية اقل من معامل بيتا لمحفظة السوق فان معدل العائد المطلوب على الورقة المالية أقل من معدل العائد المطلوب على محفظة السوق (الحسناوي ، 2014 : 207_206) .

2. علاوة مخاطرة السوق Market Risk Premium

تمثل علاوة المخاطرة هو التعويض أو العلاوة التي يستلمها المستثمر مقابل قبوله لمعدل مخاطرة محفظة السوق ذات مستوى مقبول من المخاطرة وتتكون من جزئيين هما معدل عائد السوق " ومعدل العائد الخالي من المخاطرة وتحسب من خلال الصيغة الآتية (Ross , et.al , 2008 : 308) :-

$$Rp = (Rm _ Rf) \ldots\ldots 26$$

إذ إن :

Rp : علاوة مخاطرة السوق .

Rm : معدل عائد السوق .

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطرة .

3. معدل العائد الخالي من المخاطرة Risk Free Return (Rf)

هو العائد المؤكد الذي تدرة الموجودات الخالية من المخاطر ، وهي عادة الأوراق المالية قصيرة الأمد الصادرة من الخزينة العامة (كحوالات الخزينة) ، وأية أوراق مالية حكومية أخرى والفائدة ة عليها تمثل عائدا عديم المخاطرة ومضمونا ألا انه يكون منخفضا لانخفاض

معـدل الفائـدة المـذكور ،فانعـدام المخـاطرة فـي موجـودات كهـذه يعـود إلـى إن الأوراق الحكوميـة مضـمونة التسـديد ولـيس فيهـا مخـاطرة إفـلاس ،ومخـاطرة ائتمانيـة ، اذ حتـى مخـاطرة أسـعار الفائدة فأنها تكون معدومة ولاسيما على الأوراق قصيرة الأجل (Bodie,2007:145).

4. معدل عائد السوق Market Rate of Return (Rm)

هـو العائـد علـى محفظـة السـوق ، إذ إنّ محفظـة السـوق هـي كـل الأوراق الماليـة المتداولـة فيـه ، لـذلك هـي مفهـوم نظـري يقـوم علـى أسـاس إن كـل الأوراق الماليـة يفتـرض ان تكـون فـي محفظـة واحـدة ، وتكـون حصـة كـل ورقـة فيهـا بمقـدار يتناسـب مـع قيمتهـا السـوقية (Brigham & Daves,2004:51)، فيمـا يـتم حسـاب معـدل عائـد السـوق مـن خـلال الصـيغة الآتيـة (الزعلـوك ،2005:4) :

$$Rm = \frac{\sum Ri}{N} \text{.....27}$$

إذ إنّ :

Rm : عائد السوق .

Ri : مجموع العوائد المتحققة للمصارف.

N : عدد المصارف المبحوثة.

5. معامل Beta Coefficient (βeta)

هـو مقيـاس نسـبي للمخـاطر المنتظمـة ، يـتم فيـه الـربط بـين عائـد الورقـة الماليـة وعائـد السـوق اذ يعبـر معامـل بيتـا عـن درجـة حساسـية تقلـب العائـد المتوقـع للأصـل مـع تقلـب عائـد السـوق يحسـب مـن خـلال الصـيغة الأتيـة (برمنغهـام، وأخـرون ، 2009: 59) -:

$$\beta = \frac{Cov(Ri,Rm)}{V(Rm)} \text{.....28}$$

إذ إن :

β : معامل بيتا .

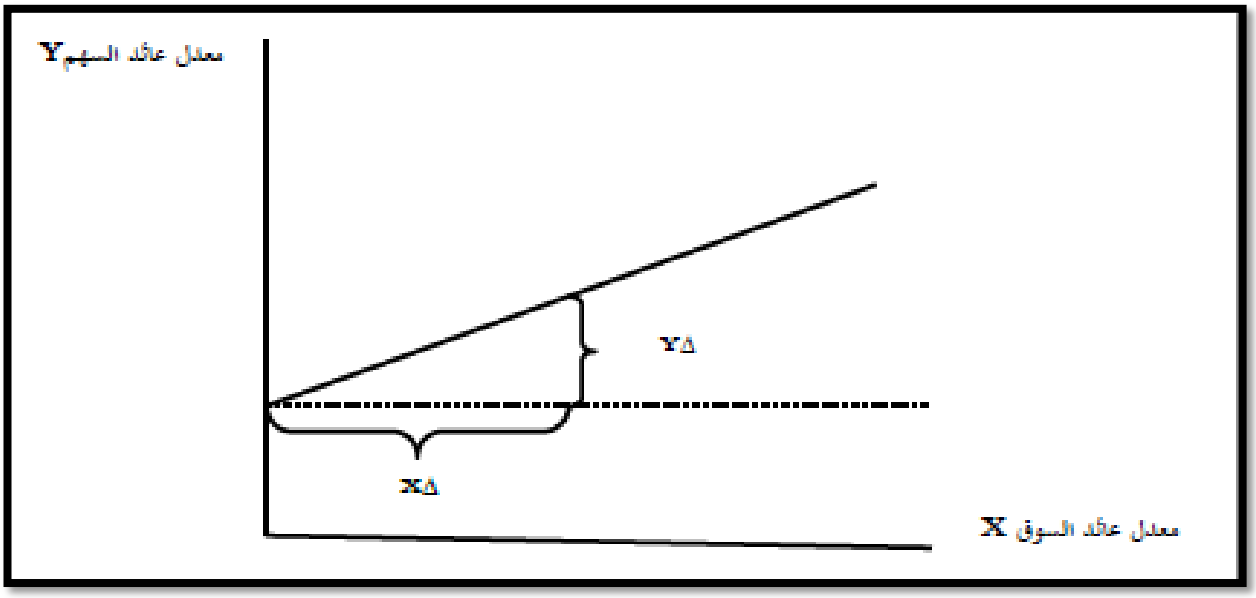
Ri : مجموع العوائد .

Rm : عائد السوق .

وبالإمكـان تقـدير معامـل بيتـا (β) بيانيـا ، اذ لا يخـرج عـن كونـه ميـل خـط الانحـدار بـين عائـد السوق وعائد السهم العادي كما موضح بالشكل (15) :-

شـــكـــل (*15*)

يوضح تقدير معامل بيتا (β) بيانيا



المصـــدر :- شـــقيري ، نـــوري موســـى ،وســـيم محمـــد الحـــداد ، ســـوزان ســـمير ذيـــب ، "إدارة المخـــاطر "دار المسيرة ،عمان ، *2012*، *69*.

يمكـن معرفـة ميـل خـط الانحـدار مـن خـلال قسـمة التغيـر الحاصـل فـي معـدل عائـد السـهم علـى التغييـر الحاصـل فـي عائـد السـوق ومـن ثـمَ يعبـر معامـل (β) عـن نسـبة التغييـر الحاصـل فـي عائـد السهم إذا ما تغير عائد السوق بمقدار وحدة واحدة .

ثالثا : فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (*CAPM*)

يعتمد نموذج (***CAPM***) على الفرضيات الأتية (الحسناوي ، 2014 : 205)، (clauss ,2013 : 17) -:

1. لا توجد عمولة سمسرة بشان بيع وشراء الأوراق المالية .
2. لا توجد ضرائب .

3. جميع توقعات المستثمرين متماثلة فيما يتعلق بعوائد الاستثمارات ومدى التباين والارتباط بين هذه الاستثمارات .

4. تتسم سوق الأوراق المالية بالمنافسة والكفاءة ، اذ ان المعلومات الواردة عن الشركات صاحبة الأوراق المالية واحتمالاتها المستقبلية تكون متاحة للجميع (عامة وخاصة) وبدون كلفة .

5. جميع المستثمرون يفضلون الأصل المالي الذي يحقق اكبر عائد ممكن في ظل درجة مخاطرة معلومة .

6. يتميز اغلب المستثمرين ببغضهم للمخاطرة .

7. يحتفظ المستثمرون باستثماراتهم المالية في شكل محافظ استثمارية على درجة عالية من التنويع ، إذ إنّ معدل العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمر يتأثر بالمخاطر المنتظمة لكل استثمار مالي داخلها بدلا عن المخاطر الكلية لهذا الاستثمار، بمعنى ان العائد المطلوب للاستثمار في اصل مالي ما هو ألا دالة لمتغير واحد وهو (المخاطرة المنتظمة).

رابعا : انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

واجه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) العديد من الانتقادات النظرية الأساسية سببت فشله في اغلب الاختبارات التطبيقات ،و فيما يلي اهم هذه الانتقادات (Keith ،2012 : 246_252 & Reilly) :-

1. يمكن للمستثمرين الإقراض والاقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر " اذ ان الإقراض بمعدل فائد خالي من المخاطر هو امر واقعي موجود في الحقيقة وذلك عندما يقوم المستثمرين بشراء أذونات الخزينة ، فالمستثمرون لم يقومون بالإقراض بنفس المعدل لذلك سوف يختلف خط سوق الأوراق المالية عن الخط الأساسي بعد أسقاط هذا الاقتراض في النموذج " وبالتالي اختلاف نقطة التماس مع الحد الكفؤ وهذا يعني اختلاف موقع المحفظة الاستثمارية المثلى .

2. افتراض عدم وجود تكاليف للصفقات يؤدي إلى إنّ الورقة المالية الموجودة فق خط سوق الأوراق المالية ستكون جذابة وسوف يتم شراؤها حتى تصل إلى خط سوق

الأوراق المالية سيحقق المستثمرون أرباحا حتى الوصول إلى نقطة التوازن من جديد ، اذ ان الأرباح لن تكون صافية في حالة فرض تكاليف للصفقات " بمعنى ان الورقة المالية لن تعود إلى خط سوق الأوراق المالية من جديد وبالتالي وجود العديد من خطوط سوق الأوراق المالية وليس خط واحد.

خامسا : نموذج العوامل الثلاثة The Three Factors Model

تم طرح نموذج العوامل الثلاثة من قبل (Fama & French) بعد التأكيد بان نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يحتوي على العديد من التناقضات ،من أهمها أسعار الأسهم ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية والتي لها اثر كبير على العوائد ، إذ إنّ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعتمد على عامل واحد هو (معامل بيتا Beta coefficient) بوصفه مقياسا للمخاطر المنتظمة محاولين بذلك إدخال بعض التعديلات تفاديا لتلك التشوهات والتناقضات (5 :taylan، 2010).

إذ قدم كل من (Fama & French) نموذج العوامل الثلاثة سنة *1993* وتوصلا لوجود ثلاث عوامل بإمكانها التأثير على عوائد الأسهم ،إذ يتمثل العامل الأول بمعامل بيتا (β) الذي يتفق مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ، فيما تمثل العامل الثاني بحجم الشركة والذي يقاس بالاعتماد على القيمة السوقية اذ يفترض بأن الشركات الصغيرة تكون ذات خطر اكبر من الشركات الكبيرة الحجم، لذا فالشركات الصغيرة يكون عائدها اكبر من عائد الشركات الكبيرة ، أما العامل الثالث فيتمثل بنسبه القيمة الدفترية للقيمة السوقية اذ يفترض النموذج بأن إذا كان القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية فان المستثمر يكون متفائل حول مستقبل الأسهم ،في حين يكون المستثمر متشائم حول مستقبل السهم اذا كانت القيمة السوقية للاسهم اقل من القيمة الدفترية ، لذا فالشركات التي تمتلك معدل مرتفع لنسبة B/M تكون ذات عائد اكبر من الشركات التي تمتلك معدل منخفض لنسبة B/M (Brigham, , 2011: 959) .

وفيما يلي اهم العوامل الثلاثة لنموذج (Fama & French) :-

1. حجم الشركة Company size

يتمثل العامل الأول لنموذج (fama & French) بعامل حجم الشركة ، إذ يقصد بحجم الشركة تصنيف الشركات إلى شركات كبيرة الحجم وشركات أخرى صغيرة الحجم ، إذ إنّ

هنـاك عـدد مـن المقـاييس والتـي تعبـر عـن حجـم الشـركة منهـا :عـدد العـاملين فـي الشـركة وحجـم المبيعات ، والأصول وغيرها (Abor ,2005) ،

كمـا ويشـير (Banz,1981) إلـى ان اسـهم الشـركات صـغيرة الحجـم تميـل لتحقـق عائـدات ذات معـدل عائـد اعلـى مقارنـة باسـهم الشـركات كبيـرة الحجـم ،فبالإمكـان تفسـير ظـاهرة تـأثير حجـم الشـركة كمـا يلـي :تهمـل الشـركات صـغيرة الحجـم مـن قبـل المؤسسـات الاسـتثمارية الكبيـرة فالمعلومـات عنهـا قليلـة ، ممـا يجعـل هـذه الشـركات اكثـر خطـورة وعائـدها اكبـر(ارنـاؤط ،2017 : 114) .

*ويضـيف (*Omet , 2001) إلـى ان اسـهم الشـركات صـغيرة الحجـم تكـون قليلـة بسـبب عـدم تكـرار عمليـات التـداول عليهـا الأمـر الـذي يحملهـا تكـاليف تـداول اعلـى ومخـاطر كبيـرة وذات عائـد اكبـر ، فيمـا يـرى *(Di , Patti & Berger ,2006)* ان الشـركات كبيـرة الحجـم هـي الشـركات الأكثـر تنوعـا وذات كفـاءة إداريـة عاليـة والقـدرة علـى تحمـل المخـاطر الأمـر الـذي يسـاعد علـى زيـادة سـعر سـهمها فـي السـوق ، فـي حـين أن الشـركات الصـغيرة تعـاني مـن صـعوبة عـدم تماثـل المعلومـات وهـذا يـؤدي إلـى انخفـاض سـعر السـهم فـي السـوق ، وعنـد تطبيـق المعادلـة أدنـاه نحصـل علـى (*SMB*) الـذي يمثـل الاخـتلاف مـا بـين عوائـد المحـافظ الاسـتثمارية صـغيرة الحجـم والمحـافظ كبيـرة الحجـم وبـنفس المتوسـط المـرجح للقيمـة الدفتريـة للقيمـة السـوقية *2005,-65* -: (*Chen :65_66)*

$$SMB = \frac{\left(\frac{Rs}{1} - \frac{Rb}{1}\right) + \left(\frac{Rs}{m} - \frac{Rb}{m}\right) + \left(\frac{Rs}{h} - \frac{Rb}{h}\right)}{3} \dots\dots\dots 29$$

2. نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية *The ratio of book value to market value*

يتضـمن نمـوذج (fama & French) عامـل ثـاني يتمثـل بعامـل نسـبة القيمـة الدفتريـة للقيمـة السـوقية " اذ يقصـد بنسـبة القيمـة الدفتريـة للقيمـة السـوقية هـو الفـرق بـين عائـد محفظـة اسـتثمارية لمجموعـة اسـهم ذات قيمـة دفتريـة إلـى قيمـة سـوقية عاليـة " وعائـد محفظـة اسـتثمارية لاسـهم ذات قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة (shefrin, 2004 : 86) .

فالقيمـة السـوقية مـن اهـم المؤشـرات والمعـايير المسـتخدمة للتعبيـر عـن قيمـة الشـركة فتعظـيم قيمـة الشـركة مـن اهـم أهـداف الإدارة الماليـة ، اذ ان القيمـة السـوقية كثيـرة التذبـذب وتتغيـر تبعـا

للوضع المالي للشركة وظروفها الاقتصادية عامة وحجم العرض والطلب بشكل خاص " فالارتفاع في القيمة السوقية للأسهم دليل حركة الرواج والنمو في الاقتصاد" فيما يدل الانخفاض على حالة ركود اقتصادي (سلامة ، *1997: 41*) .

ومن الممكن النظر للقيمة السوقية على أنها مقياس ومعيار للأداء من وجهة نظر المالكين وبالإمكان تقدير قيمة الشركة على أساس سعر السهم السوقي وتحدد قيمة الشركة من خلال ضرب عدد الأسهم في سعر السهم للشركة المتداول أسهمها في السوق المالي .

أما القيمة الدفترية لمجموع أصول الشركة فهي مبلغ من المال تحصل علية الشركة من خلال بيع هذه الأصول ، إذ إن أسعار الأصول تعطي انعكاس عن المستثمرين حول قدرتها على توليد الدخل وتوظيف الأموال (Bradfield, 2007: 242) ، اذ تحسب القيمة الدفترية للسهم *(Value Book)* من خلال قسمة مجموع حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية ، إذ إن ارتفاع هذه النسبة يشجع على الاستثمار في أسهم الشركات (عقل ، *2011 :313*)، إذ يمكن صياغة معادلة القيمة الدفترية /القيمة السوقية بالشكل الآتي :-

$$HML = \frac{\frac{Rs}{h}+\frac{Rb}{h}}{2} - \frac{\frac{Rs}{L}+\frac{Rb}{L}}{2} \ldots\ldots\ldots 30$$

3. علاوة مخاطرة السوق *Market risk premium*

تقيس علاوة مخاطرة السوق معدل العائد المطلوب من المستثمر لتعويضه عن المخاطر (المالية والتشغيلية) التي يتعرض لها نتيجة استثماره في الأوراق المالية ، اذ تعتمد علاوة المخاطرة على درجة تحمل المستثمر للمخاطر وتحسب علاوة المخاطرة من خلال الصيغة الآتية (خصاونة ، 2011 : 132) :

علاوة مخاطرة السوق = معدل عائد السوق _ معدل العائد الخالي من المخاطرة

Mp =(Mr_ Rf) ……31

إذ أن :-

Mρ : علاوة مخاطرة السوق .

MR : معدل عائد السوق .

RF :معدل العائد الخالي من المخاطرة .

الفصل الثالث

الإطار العملي والتحليلي للدراسة

المبحث الأول

وصف وتحليل بيانات الدراسة

تمهيد :-

للإلمام أكثر بالجانب التحليلي ارتأينا أن يشمل هذا الفصل على مبحثين ،إذ يشمل المبحث الأول على وصف وتحليل متغيرات الدراسة ، فضلا عن التعريف بمتغيرات الدراسة ، وكيفية قياسها التي تم الاعتماد عليها لمعرفة مدى تأثير نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) والمتمثل بـ مؤشرات (حجم الشركة ، ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية فضلا عن عامل علاوة مخاطرة السوق) في التأثير على عائد المحفظة الاستثمارية وللفترة 2009/1/1 لغاية 2017/12/31 ، فيما تناول المبحث الثاني على اختبار وتحليل الفرضيات .

أولا : المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل للدراسة بنموذج Fama & French ومؤشرات كل من (حجم الشركة ، ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية ، وعلاوة مخاطرة السوق) التي يمكن الاستدلال عليها من خلال المتغيرات الآتية:

1. **حجم الشركة**

تم الاعتماد في التعبير عن حجم الشركة على معدل القيمة السوقية للمصارف عينة الدراسة لأسهم الشركات ، فيما تم الاعتماد على متوسط القيمة السوقية ، ومقارنتها مع القيمة السوقية لكل مصرف للتعرف على فيما اذا كانت الشركة كبيرة الحجم أو شركة صغيرة الحجم ، فالشركات التي تكون فيها القيمة السوقية لأسهمها أعلى من المتوسط تصنف على أنها شركات كبيرة ، في حين تصنف الشركات التي تكون فيها القيمة السوقية لأسهم الشركات أقل من المتوسط تصنف على أنها شركات صغيرة الحجم.

اذ يوضح الجدول (5) حساب عامل حجم الشركة وفقا للمتوسط العام للقيمة السوقية للمصارف _عينة الدراسة للسنوات (2009_2017) ففي سنة 2009 بلغت اعلى قيمة لحجم الشركة وفقا للقيمة السوقية في مصرف بغداد بـ(208250) وصنفت كشركة كبيرة الحجم ، أما ادنى قيمة لحجم الشركة وفقا للقيمة السوقية بلغت (43500) في المصرف الأهلي العراقي

بوصفها شركة صغيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام البالغ (93900) ، أما في سنة 2010 بلغت اعلى قيمة لحجم الشركة وفقا للقيمة السوقية (264000) في المصرف المتحد للاستثمار بوصفها شركة كبيرة الحجم ، فيما بلغت ادنى قيمة لحجم الشركة في المصرف الأهلي العراقي ب(40500) بوصفها شركة صغيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام ، أما في سنة 2011 كانت أعلى قيمة لحجم الشركة وفقا للقيمة السوقية ب(538000) في المصرف المتحد للاستثمار كشركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام ، في حين بلغت ادنى قيمة لحجم الشركة (66033) في مصرف أشور الدولي وفقا للقيمة السوقية كشركة صغيرة الحجم ،في سنة 2012 بلغت تعلى قيمة لحجم الشركة (630000) في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار كشركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام للقيمة السوقية ، أما أدنى قيمة لحجم الشركة (84000) في المصرف الأهلي العراقي بوصفه شركة صغيرة الحجم ، أما في سنة 2013 بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة وفقا للقيمة السوقية (675000) في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار كشركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام ، أما أدنى قيمة لحجم الشركة بلغت ب(124640) في المصرف الأهلي العراقي كشركة صغيرة الحجم ، أما في سنة 2014 بلغت اعلى قيمة لحجم الشركة (760000) في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار كشركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام وفقا للقيمة السوقية ، إما أدنى قيمة لحجم الشركة في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار ب(147460) بوصفه شركة صغيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام للقيمة السوقية ، إما في سنة 2015 بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار ب(631250) بوصفه شركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام للقيمة السوقية ، إما أدنى قيمة لحجم الشركة بلغت (102500) في المصرف التجاري العراقي بوصفه شركة صغيرة الحجم ، إما في سنة 2016 بلغت اعلى قيمة لحجم الشركة في (504000) في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار بوصفه شركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام للقيمة السوقية ، إما أدنى قيمة لحجم الشركة في مصرف أشور الدولي ب(85000) كشركة صغيرة الحجم ، إما في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة (512000) في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار كشركة كبيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام للقيمة السوقية ، في حين ادنى قيمة لحجم الشركة بلغت (69000) في المصرف المتحد للاستثمار بوصفه شركة صغيرة الحجم مقارنة بالمتوسط العام للقيمة السوقية ، يوضح الجدول (5) حساب حجم الشركة للمصارف _ عينة الدراسة .

جدول (5) حساب عامل حجم الشركة للمصارف _عينة الدراسة (2017_2009) (المبالغ بملايين الدنانير)

المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية
مصرف أشور الدولي	63250	58696	66033	139500	155400	232500	107500	85000	75000
مصرف بغداد	208250	179000	392892	315000	515000	387500	292500	227500	152500
المصرف التجاري العراقي	87000	83400	127000	127000	138000	165000	102500	120000	122500
مصرف الاستثمار العراقي	80640	93025	95000	101000	150350	250000	170000	150000	105000
المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	53751	46072	103407	186960	260580	237500	127500	150000	125000
مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	92500	142000	375000	630000	675000	760000	580000	504000	512000
مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	77500	45500	101250	171700	175740	147460	631250	141400	80800
مصرف المنصور للاستثمار	97500	105000	129000	290280	435000	210000	217500	247500	182500
المصرف الأهلي العراقي	43500	40500	85000	84000	124640	225000	137500	102500	117500
مصرف سومر التجاري	45000	56700	82000	154020	187300	250000	237500	225000	225000
المصرف المتحد للاستثمار	185000	264000	538000	460000	354000	213000	111000	93000	69000
المعدل السنوي للمصارف	93.900	101.263	190.416	241.769	288.273	279.814	246.795	185.990	160.618

المصدر : أعداد الباحثة .

يوضح الجدول (6) حجم الشركات الكبيرة الحجم ،في سنة 2009 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (208250)،فيما بلغت في مصرف المنصور للاستثمار ب(97500) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف المتحد للاستثمار ب(185000) بوصفها شركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2010 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد ب(179000)،فيما بلغت في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ب(142000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في مصرف المنصور للاستثمار ب(105000) ،وبلغت قيمة حجم الشركة ب(264000) في المصرف المتحد للاستثمار وصنفت كشركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2011 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (392892)،فيما بلغت في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ب(375000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف المتحد للاستثمار ب(538000) وصنفت كشركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، سنة 2012 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (315000)،فيما بلغت في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ب(630000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف المنصور للاستثمار ب(290280) ، وبلغت قيمة حجم الشركة ب(460000) في المصرف المتحد للاستثمار وصنفت كشركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2013 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (515000)،فيما بلغت في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ب(675000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف المنصور للاستثمار ب(435000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة ب(354000) في المصرف المتحد للاستثمار وصنفت كشركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2014 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية (760000)، وصنفت كشركة كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، سنة 2015 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (292500)،فيما بلغت في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ب(580000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف الموصل للتنمية والاستثمار ب(631250) ، وصنفت كشركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، سنة 2016 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (227500)،فيما بلغت في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ب(504000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف المنصور للاستثمار ب(247500) ، وبلغت قيمة حجم الشركة ب(225000) في مصرف سومر التجاري وصنفت كشركات كبيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما لسنة 2017 بلغت قيمة حجم الشركة في

مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة بـ(512000) ، وبلغـت قيمـة حجـم الشـركة فـي المصـرف المنصـور للاسـتثمار بـ(182500) ، وبلغـت قيمـة حجـم الشـركة بـ(225000) فـي مصـرف سـومر التجـاري وصـنفت كشـركات كبيـرة الحجـم مقارنـة بالمعـدل السـنوي للمصـارف. إذ يوضـح الجـدول (6) الشـركات كبيـرة الحجـم للمصـارف المدرجـة فـي سـوق العـراق لـلاوراق المالية _عينة الدراسة.

جدول (6) الشركات الكبيرة الحجم _عينة الدراسة (2009-2017) (المبالغ بملايين الدنانير)

ت	الشركات كبيرة الحجم								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	208250	179000	392892	315000	515000	760000	292500	227500	512000
2	97500	142000	375000	630000	675000		580000	504000	182500
3	185000	105000	538000	290280	435000		631250	247500	225000
4		264000		460000	354000			225000	
المعدل السنوي للمصارف	122.687	172.500	435.297	423.820	494.750	760.000	501.250	301.000	306.500

المصدر : أعداد الباحثة .

يوضـح الجـدول (7) حجـم الشـركات الصـغيرة الحجـم ،فـي سـنة 2009 بلغـت قيمـة حجـم الشـركة فـي مصـرف اشـو الـدولي (63250)، فيمـا بلغـت فـي المصـرف التجـاري العراقـي بـ(87000) ، وبلغـت قيمـة حجـم الشـركة فـي مصـرف الاسـتثمار العراقـي بـ(80640) كشـركات صـغيرة الحجـم مقارنـة بالمعـدل السـنوي للمصـارف، أمـا فـي المصـرف العراقـي الإسـلامي للاسـتثمار والتنميـة بلغـت (53751) ، أمـا فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة بلغـت قيمـة حجـم الشـركة (92500) كشـركة صـغيرة الحجـم ، أمـا فـي مصـرف الموصـل للتنميـة والاسـتثمار فقـد بلغـت (77500) يليـه المصـرف الأهلـي العراقـي بـ(43500) ومصـرف سـومر التجـاري بـ(45000) بوصـفها شـركات صـغيرة الحجـم ، أمـا فـي سـنة 2010 بلغـت قيمـة حجـم الشـركة فـي مصـرف أشـور الـدولي بـ(58696)،فيمـا بلغـت فـي المصـرف التجـاري العراقـي بـ(83400) ، فيمـا بلغـت قيمـة حجـم الشـركة فـي مصـرف الاسـتثمار العراقـي بـ(93025) ،وبلغـت قيمـة حجـم الشـركة بـ(46072) فـي المصـرف العراقـي الإسـلامي للاسـتثمار والتنميـة " يليـه مصـرف الموصـل للتنميـة والاسـتثمار بـ(45500) والمصـرف الأهلـي العراقـي بـ(40500) ومصـرف سـومر التجـاري بـ(56700) علـى التـوالي " إذ صـنفت كشـركات صـغيرة الحجـم مقارنـة بالمعـدل السـنوي للمصـارف، أمـا فـي سـنة 2011 بلغـت قيمـة حجـم الشـركة فـي مصـرف

أشور الدولي (66033)، فيما بلغت في المصرف التجاري العراقي ب(127000) يليه كل من مصرف الاستثمار العراقي ب(95000) والمصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية ب(103407) بوصفها شركات صغيرة الحجم ، فيما بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار ب(101250) وصنفت كشركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، يليه كل من مصرف المنصور للاستثمار والمصرف الأهلي العراقي ومصرف سومر التجاري ب(129000,85000,82000) على التوالي بوصفها شركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف . أما في سنة 2012 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف أشور الدولي (139500)،فيما بلغت في المصرف التجاري العراقي ب(127000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في مصرف الاستثمار العراقي ب(101000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة ب(186960) في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية ، يليه مصرف الموصل للتنمية والاستثمار ب(171700) ، فيما بلغت قيمة حجم الشركة في المصرف الأهلي العراقي ب(84000) ويليه مصرف سومر التجاري ب(154020) وصنفت كشركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2013 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف أشور الدولي (155400)،فيما بلغت في المصرف التجاري العراقي ب(138000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في مصرف الاستثمار العراقي ب(150350) ، وبلغت قيمة حجم الشركة ب(260580) في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية ، فيما بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار (175740) ، يليه المصرف الأهلي العراقي ب(124640) ومصرف سومر التجاري ب(187300) وصنفت كشركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2014 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف أشور الدولي (232500)، فيما بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف بغداد (387500) وبلغت في المصرف التجاري العراقي (165000) يليه مصرف الاستثمار العراقي (250000) والمصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية (237500) وفي مصرف الموصل للتنمية والاستثمار (147460) يليه كل من مصرف المنصور للاستثمار (210000) والمصرف الأهلي العراقي ب(225000) ، فيما بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف سومر التجاري (250000) والمصرف المتحد للاستثمار ب(213000) وصنفت كشركة صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما في سنة 2015 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف أشور الدولي (107500)،فيما بلغت قيمة حجم الشركة في المصرف التجاري العراقي ب(102500) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في مصرف الاستثمار العراقي

ب(170000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية ب(127500) فيما بلغت في مصرف المنصور للاستثمار ب(217500) يليه المصرف الأهلي العراقي ب(137500) ، يليه كل من مصرف سومر التجاري ب(237500) والمصرف المتحد للاستثمار ب(111000) وصنفت كشركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما لسنة 2016 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف أشور الدولي ب(85000)،فيما بلغت في المصرف التجاري العراقي ب(120000) ومصرف الاستثمار العراقي (150000) يليه المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية (150000) ، وبلغت قيمة حجم الشركة في المصرف الموصل للتنمية والاستثمار ب(141400) ، وبلغت قيمة حجم الشركة ب(102500) في المصرف الأهلي العراقي يليه المصرف المتحد للاستثمار ب(93000) وصنفت كشركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف، أما لسنة 2017 بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف أشور الدولي ب(75000) وفي مصرف بغداد بلغت (152500)يليه المصرف التجاري العراقي ب(122500) ، فيما بلغت قيمة حجم الشركة في مصرف الاستثمار العراقي ب(105000) ، يليه المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية ب(125000) وبلغت قيمة حجم الشركة ب(80800) في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار يليه المصرف الأهلي العراقي (117500) والمصرف المتحد للاستثمار ب(69000) وصنفت كشركات صغيرة الحجم مقارنة بالمعدل السنوي للمصارف ، إذ يوضح الجدول (7) الشركات صغيرة الحجم للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية _عينة الدراسة.

جدول (7) الشركات صغيرة الحجم _عينة الدراسة (2009_2017) (المبالغ بملايين الدنانير)

ت	الشركات صغيرة الحجم								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	63250	58696	66033	127000	155400	232500	107500	85000	75000
2	87000	83400	127000	101000	138000	387500	102500	120000	152500
3	80640	93025	95000	186960	150350	165000	170000	150000	122500
4	53751	46072	103407	171700	260580	250000	127500	150000	105000
5	92500	45500	101250	84000	175740	237500	217500	141400	125000
6	77500	40500	129000	154020	124640	147460	137500	102500	80800
7	43500	56700	85000		187300	210000	237500	93000	117500
8	45000		82000			255000	111000		69000

9			250000						
10			213000						
المعـــــدل الســـــنوي للمصارف	67.892	60.556	98.586	137.446	170.287	234.796	151.375	120.271	105.912

المصدر : أعداد الباحثة .

2. نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية

تـم قيـاس هـذه النسـبة مـن خـلال قسـمة القيمـة الدفتريـة للشـركة علـى القيمـة السـوقية ، اذ يوضـح الملحـق (2) القيمـة الدفتريـة ،بينمـا يوضـح الملحـق (3) القيمـة السـوقية للمصـارف _ عينـة الدراسـة ، اذ كانـت فـي سـنة 2009 اعلـى قيمـة دفتريـة فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة بـ(1.559) وادنـى قيمـة فـي المصـرف العراقـي الإسـلامي للاسـتثمار والتنميـة بـ(1.011) ، فيمـا كانـت اعلـى قيمـة سـوقية فـي مصـرف بغـداد بـ(208250) وكانـت ادنـى قيمـة فـي المصـرف العراقـي الأهلـي بـ(34500) ، وفـي سـنة 2010 كانـت اعلـى قيمـة دفتريـة المصـرف التجـاري العراقـي بـ(1.576) وادنـى قيمـة فـي المصـرف العراقـي الإسـلامي للاسـتثمار و التنميـة بـ(1.011) ، فيمـا كانـت اعلـى قيمـة سـوقية فـي المصـرف المتحـد للاسـتثمار بـ(264000) وأدنـى قيمـة كانـت فـي المصـرف الأهلـي العراقـي بـ(40500) ، أمـا فـي سـنة 2011 فككانـت اعلـى قيمـة دفتريـة فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة بـ(1.373) ، وادنـى قيمـة فـي المصـرف الأهلـي العراقـي (1.050) ، فيمـا بلغـت اعلـى قيمـة سـوقية فـي المصـرف المتحـد للاسـتثمار (538000) ، و ادنـى قيمـة كانـت فـي مصـرف أشـور الـدولي (66033) ، أمـا فـي سـنة 2012 بلغـت اعلـى قيمـة دفتريـة فـي المصـرف الأهلـي العراقـي (1.550) ، وأدنـى قيمـة كانـت فـي مصـرف سـومر التجـاري بـ(1.050) ، فيمـا بلغـت اعلـى قيمـة سـوقية فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة بـ(630000) وادنـى قيمـة (84000) فـي المصـرف الأهلـي العراقـي ، أمـا فـي سـنة 2013 بلغـت اعلـى قيمـة دفتريـة فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة بـ(1.421) وكانـت ادنـى قيمـة (1.050) فـي مصـرف سـومر التجـاري ، فيمـا بلغـت أعلـى قيمـة سـوقية فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة (675000) وبلغـت ادنـى قيمـة فـي المصـرف الأهلـي العراقـي بـ(124640)،أمـا فـي سـنة 2014 بلغـت اعلـى قيمـة دفتريـة فـي مصـرف الموصـل للتنميـة والاسـتثمار بـ(1.302) ، وأدنـى قيمـة فـي مصـرف سـومر التجـاري (1.041) ، وكانـت أعلـى قيمـة سـوقية فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة أيضـا بـ(760000)،وادنـى قيمـة فـي مصـرف الموصـل للتنميـة والاسـتثمار (147460) ، أمـا فـي سـنة

2015 ، فكانت اعلى قيمة دفترية في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية (1.266) وادنى قيمة بلغت (1.04) في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار ، فيما بلغت اعلى قيمة سوقية في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار (631.250) ، وكانت الأدنى قيمة في مصرف التجاري العراقي (102.500)، أما في سنة 2016 بلغت أعلى قيمة دفترية في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار (1.388) ، وأدنى قيمة دفترية في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار بـ(1.05) ، وبلغت أعلى قيمة سوقية في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار بـ(504000) ، وكانت الأدنى قيمة في مصرف أشور الدولي (85000)، أما في سنة 2017 بلغت أعلى قيمة دفترية في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار بـ(1.492) ، وكانت الأدنى قيمة في المصرف المتحد للاستثمار (0.991) ، فيما بلغت أعلى قيمة سوقية في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار (512000) وادنى قيمة في المصرف المتحد للاستثمار بـ(69000) .

إذ يوضح الجدول (8) نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية _ (عينة الدراسة) .

جدول (8) نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017) (المبالغ بملايين الدنانير)

ت	المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		B/m	B/m	B/m	B/m	B/m	B/m	B/m	B/m	B/m
1	مصرف أشور الدولي	0.019	0.019	0.019	0.081	0.070	0.046	0.100	0.011	0.014
2	مصرف بغداد	0.061	0.066	0.031	0.037	0.022	0.030	0.036	0.049	0.072
3	المصرف التجاري العراقي	0.016	0.018	0.106	0.112	0.094	0.068	0.107	0.094	0.095
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.015	0.012	0.012	0.117	0.079	0.045	0.066	0.077	0.107
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	0.012	0.021	0.108	0.061	0.044	0.044	0.085	0.069	0.085
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	0.016	0.092	0.036	0.020	0.021	0.015	0.021	0.027	0.029

7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.015	0.028	0.118	0.064	0.073	0.088	0.016	0.074	0.012
8	مصرف المنصور للاستثمار	0.011	0.107	0.084	0.036	0.025	0.053	0.053	0.046	0.063
9	المصرف الأهلي العراقي	0.023	0.026	0.012	0.018	0. 089	0.046	0.075	0.112	0.097
10	مصرف سومر التجاري	0.026	0.019	0.012	0.068	0.056	0.041	0.044	0.047	0.047
11	المصرف المتحد للاستثمار	0.060	0.046	0.023	0.026	0.031	0.049	0.096	0.011	0.014
	المعدل السنوي للمصارف	0.024	0.041	0.051	0.058	0.054	0.047	0.063	0.056	0.057

المصدر : أعداد الباحثة .

3. علاوة مخاطرة السوق

إذ تحسب علاوة مخاطر السوق من خلال الصيغة الآتية (يلول ، 1988: 36-37) :-

$$Rp = Rm_Rf \ldots\ldots\ldots 32$$

إذ إنّ :-

Rp: علاوة مخاطرة السوق .

Rm: معدل عائد السوق .

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة .

إذ تتمثل Rf بأذونات الخزينة ، ويوضح الملحق (5) المعدل العائد الخالي من المخاطرة للمصارف _ عينة الدراسة (2009_2017) وفق ما هو معلن في النشرات الإحصائية الصادرة من البنك المركزي العراقي ، فيما يوضح الجدول (11) حساب معدل علاوة مخاطرة السوق للمصارف _(عينة الدراسة) (2009_2017) ، فيما يتم استخراج معدل عائد السوق (RM) من خلال المعادلة الأتية (الزعلوك ، 2005 : 4) :-

$$\boldsymbol{Rm} = \frac{\sum \boldsymbol{Ri}}{\mathbf{N}} \ldots\ldots\ldots 33$$

إذ إنّ :-

Rm : تمثل معدل عائد السوق .

Ri : مجموع عوائد اسهم المصارف _ عينة الدراسة .

N : عدد المصارف المبحوثة .

ويوضح الجدول (9) معدل عائد السوق للمصارف _عينة الدراسة 2009_ 2017 ، في سنة 2009 فقد بلغ أعلى معدل عائد للسوق في المصرف المتحد للاستثمار (0.058) وأدنى معدل عائد للسوق في مصرف المنصور للاستثمار ويليه مصرف سومر التجاري بـ(0,0) ، وفي سنة 2010 فكان أعلى معدل عائد للسوق في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار بـ (0.037) ، فيما كان أدنى معدل عائد في المصرف الاستثمار العراقي (0.02)، أما في سنة 2011 فكانت أعلى نسبه لعائد السوق في مصرف بغداد بـ(0.085) وادنى عائد سوق في مصرف سومر التجاري بـ(0) ، وفي سنة 2012 فكان أعلى معدل لعائد السوق في مصرف بغداد بـ(0.043) وأدنى عائد للسوق كان في مصرف التجاري العراقي ويليه مصرف الأهلي العراقي بـ (0,0)، أما في سنة 2013 فكان أعلى عائد للسوق في مصرف المنصور للاستثمار بـ(0.037) وأدنى نسبة لعائد السوق في مصرف سومر التجاري بـ (0.009) ، وبلغ أعلى معدل عائد للسوق لسنة 2014 بـ(0.054) في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية ، فيما كان أدنى عائد للسوق في مصرف سومر التجاري بـ(0) ، أما في سنة 2015 فقد بلغ أعلى عائد للسوق بـ(0.059) لمصرف الموصل للاستثمار والتنمية ، وأدنى عائد للسوق كان في مصرف المنصور للاستثمار (0.002) ، وفي سنة 2016 فقد بلغ أعلى عائد للسوق بـ(0.112) لمصرف الموصل للاستثمار والتنمية ،وأدنى معدل عائد للسوق كان في مصرف الاستثمار العراقي بـ(0.01) فيما بلغ سعر أعلى عائد للسوق لسنة 2017 بـ(0.038) في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار وأدنى معدل عائد للسوق في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ثم يليه مصرف سومر التجاري بـ(0,0). ويوضح الجدول (10) عائد السوق ومجموع العوائد السنوية للأسهم المصارف _(عينة الدراسة) .

جدول (9) معدل عائد السوق للمصارف _عينة الدراسة (2009-2017)

ت	المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		Rm	Rm	Rm	Rm	Rm	Rm	Rm	Rm	Rm
1	مصرف أشور الدولي	0.003	0.018	0.010	0.005	0.018	0.022	0.048	0.018	0.01
2	مصرف بغداد	0.01	0.023	0.085	0.043	0.012	0.021	0.021	0.018	0.029
3	المصرف التجاري العراقي	0.023	0.003	0.01	0	0.024	0.025	0.033	0.015	0.001
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.047	0.02	0.020	0.005	0.002	0.002	0.029	0.01	0.027
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	0.028	0.012	0.010	0.019	0.003	0.054	0.032	0.015	0.014
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	0.013	0.020	0.069	0.014	0.006	0.013	0.020	0.011	0
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.042	0.037	0.043	0.033	0.001	0.014	0.059	0.112	0.038
8	مصرف المنصور للاستثمار	0	0.006	0.006	0.003	0.037	0.046	0.002	0.011	0.023
9	المصرف الأهلي العراقي	0.002	0.005	0.003	0	0.001	0.008	0.034	0.022	0.012
10	مصرف سومر التجاري	0	0.009	0	0.021	0	0	0.004	0.004	0
11	المصرف المتحد للاستثمار	0.058	0.003	0.047	0.028	0.031	0.035	0.042	0.014	0.022
	المعدل السنوي للمصارف	0.020	0.014	0.027	0.015	0.012	0.021	0.029	0.022	0.016

المصدر : أعداد الباحثة .

فيما تم استخراج عائد سهم كل مصرف من خلال المعادلة الآتية (Tsay ,2011 :3) :

$$Rit = \frac{pit_pi_1}{pit} \ldots\ldots\ldots 34$$

إذ إنّ :

Rit : تمثل العائد الكلي لسهم الشركة .

Pit : سعر الافتتاح لسهم الشركة .

pi_1 : سعر الأغلاق لسهم الشركة .

ويوضح الملحق (6) أسعار الافتتاح والأغلاق السنوي للمصارف _عينة الدراسة 2017 _2009 ، في سنة 2009 فقد بلغ أعلى سعر افتتاح في مصرف بغداد (2,200) وادنى سعر افتتاح في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار بـ(0,150) ، فيما بلغ اعلى سعر إغلاق في مصرف بغداد بـ(2,450) فيما كان أدنى سعر إغلاق في المصرف الأهلي العراقي (0,870) ، وفي سنة 2010 فكان اعلى سعر افتتاح لمصرف بغداد (2,450) غيما كان أدنى سعر في المصرف الأهلي العراقي (0,870) ، فيما كان أدنى سعر أغلاق لمصرف بغداد (1,790) فيما كان أدنى سعر إغلاق في المصرف الأهلي العراقي وسومر التجاري بـ(0,810) ، أما في سنة 2011 فكان أعلى سعر افتتاح في مصرف بغداد بـ(1,790) وأدنى سعر افتتاح في المصرف الأهلي العراقي وسومر التجاري (0,810) ، فيما كان أعلى سعر إغلاق لمصرف بغداد بـ(3,480) وأدنى سعر في مصرف سومر التجاري (0,820) ، وفي سنة 2012 فكان أعلى سعر افتتاح في مصرف بغداد بـ(3,480) وأدنى سعر كان في مصرف سومر التجاري (0,820) ، فيما بلغ أعلى سعر إغلاق لمصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية (2,100) وأدنى سعر في المصرف الأهلي العراقي بـ(0,840) ، أما في سنة 2013 فكان أعلى سعر افتتاح في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية بـ(2,100) وأدنى سعر للمصرف الأهلي العراقي (0,840) ، فيما بلغ أعلى سعر إغلاق لمصرف بغداد (2,060) وأدنى سعر إغلاق لمصرف أشور الدولي (0,740) ، وبلغ اعلى سعر افتتاح لسنة 2014 (2,250) في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية ، فيما كان ادنى سعر في المصرف المتحد للاستثمار بـ(0,710) ، فيما كان أعلى سعر إغلاق (1,900) في مصرف

كوردستان الدولي للاستثمار ، والتنمية وأدنى سعر إغلاق في المصرف التجاري العراقي (0,660) ، أما في سنة 2015 فقد بلغ أعلى سعر افتتاح (1,900) لمصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية والأدنى كان في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار (0,250) ، وفي سنة 2016 فقد بلغ أعلى سعر افتتاح (1,450) لمصرف كوردستان للاستثمار، والتنمية وأدنى سعر افتتاح كان في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار بـ(0.250) في حين كان أعلى سعر إغلاق لمصرف كوردستان الدولي أيضا بـ(1,260) وكان أدنى سعر في مصرف المتحد للاستثمار (0.310) ، فيما بلغ سعر أعلى سعر افتتاح لسنة 2017 بـ(1,260) في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية وأدنى سعر كان في المصرف المتحد للاستثمار والتنمية بـ(0.310) ، فيما بلغ أعلى سعر إغلاق في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية بـ(1.280) وأدنى سعر كان في مصرف أشور الدولي بـ(0.300) . ويوضح الجدول (10) عائد السهم ومجموع العوائد السنوية للأسهم المصارف (عينة الدراسة) .

جدول (10) عائد السهم للمصارف _ عينة الدراسة (2009-2017)

ت	المصرف	عائد السهم								
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	مصرف أشور الدولي للاستثمار	0.04	- 0.2	0.12	0.06	-0.20	0.25	-0.53	-0.20	-0.11
2	مصرف بغداد	0.11	-0.26	0.94	-0.48	0.14	-0.24	-0.24	-0.2	-0.32
3	المصرف التجاري العراقي	0.26	-0.04	-0.11	0	-0.27	-0.28	-0.37	0.17	0.02
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.52	-0.22	-0.23	0.06	-0.03	0.03	-0.32	-0.11	-0.3
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	0.31	-0.14	-0.12	-0.21	0.04	-0.60	-0.36	0.17	-0.16
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	0.15	-0.23	0.76	-0.16	0.07	-0.15	-0.23	-0.13	0.01
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.47	0.41	0.48	-0.37	0.02	-0.16	-0.65	1.24	-0.42
8	مصرف المنصور للاستثمار	0	0.07	-0.07	-0.04	0.41	-0.51	0.03	0.13	-0.26

9	المصـرف الأهلـي العراقي	-0.03	-0.06	0.04	-0.01	-0.02	0.09	-0.38	-0.25	0.14
10	مصـرف سـومر التجاري	0	-0.1	0.01	0.24	-0.01	0	-0.05	-0.05	0
11	المصـرف المتحـد للاستثمار	-0.64	-0.04	0.52	-0.31	-0.35	-0.39	-0.47	-0.16	0.25
	المعـدل السـنوي للمصارف	2.83	1.77	3.4	1.94	1.2	2.7	3.63	2.81	1.99

ويوضـح الجـدول (11) عـلاوة مخـاطرة السـوق للمصـارف _عينـة الدراسـة 2009_ 2017 ، فـي سـنة 2009 فقـد بلـغ اعلـى معـدل لعـلاوة مخـاطرة السـوق فـي المصـرف الأهلـي العراقـي (1.988-) وأدنـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة للسـوق فـي مصـرف المنصـور للاسـتثمار ويليـه مصـرف سـومر التجـاري بـ(0,0) ، وفـي سـنة 2010 فكـان أعلـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة للسـوق فـي المصـرف التجـاري العراقـي بـ (7.007-) ، فيمـا كـان أدنـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة فـي مصـرف الاسـتثمار العراقـي (6.99-)، أمـا فـي سـنة (2011) فكانـت أعلـى نسـبه لعـلاوة مخـاطرة السـوق فـي مصـرف الموصـل للتنميـة والاسـتثمار بـ(4.387-) وأدنـى نسـبة لعـلاوة المخـاطرة فـي مصـرف سـومر التجـاري بـ(0) ، وفـي سـنة (2012) فكـان أعلـى معـدل لعـلاوة مخـاطرة السـوق فـي مصـرف المنصـور للاسـتثمار بـ(3.487-) وأدنـى نسـبة لعـلاوة المخـاطرة كـان فـي مصـرف التجـاري العراقـي ، ويليـه مصـرف الأهلـي العراقـي بـ (0,0)، أمـا فـي سـنة (2013) فكـان أعلـى نسـبة لعـلاوة المخـاطرة فـي مصـرف الموصـل للتنميـة و الاسـتثمار بـ(1.279-) وأدنـى نسـبة لعـلاوة مخـاطرة السـوق فـي مصـرف سـومر التجـاري بـ (0) ، وبلـغ أعلـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة لسـنة (2014) بـ(3.648-) فـي مصـرف الاسـتثمار العراقـي ، فيمـا كـان أدنـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة فـي مصـرف سـومر التجـاري بـ(0) ، أمـا فـي سـنة (2015) فقـد بلـغ أعلـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة بـ(17.098-) لمصـرف المنصـور للاسـتثمار ، وأدنـى نسـبة لعـلاوة مخـاطرة السـوق كـان فـي مصـرف كردسـتان الـدولي للاسـتثمار والتنميـة (17.08-) ، وفـي سـنة (2016) فقـد بلـغ أعلـى نسـبة لعـلاوة المخـاطرة بـ(27.496-) لمصـرف سـومر التجـاري ،وأدنـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة كـان فـي مصـرف الاسـتثمار العراقـي بـ(27.49-) فيمـا بلـغ سـعر أعلـى نسـبة لعـلاوة مخـاطرة السـوق لسـنة 2017 بـ(31.999-) فـي المصـرف التجـاري العراقـي ، وأدنـى معـدل لعـلاوة المخـاطرة فـي مصـرف كوردسـتان الـدولي للاسـتثمار

والتنمية ثم يليه مصرف سومر التجاري ب(0,0). ويوضح الجدول (11) معدل علاوة مخاطرة السوق ومجموع العوائد السنوية للأسهم المصارف _عينة الدراسة (2009_2017) .

جدول (11) علاوة مخاطرة السوق للمصارف _ عينة الدراسة (2009_2017)

ت	المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		R^p	R^p	R^p	R^p	R^p	R^p	R^p	R^p	R^p
1	مصرف أشور الدولي	-1.987	-6.992	-4.42	-3.485	-1.262	-3.628	-17.052	-027.482	-32.99
2	مصرف بغداد	-1.98	-6.987	-4.345	-3.447	-1.268	-3.629	-17.079	-027.482	-31.971
3	المصرف التجاري العراقي	-1.967	-7.007	-4.42	0	-1.256	-3.625	-17.067	-27.485	-31.999
4	مصرف الاستثمار العراقي	-1.943	-6.99	-4.41	-3.485	-1.278	-3.648	-17.071	-27.49	-31.973
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	-1.962	-6.998	-4.42	-3.471	-1.277	-3.596	-17.068	-27.485	-31.986
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	-1.977	-6.99	-4.361	-3.476	-1.274	-3.637	-17.08	-27.489	0
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	-1.948	-6.973	-4.387	-3.457	-1.279	-3.636	-17.041	-27.388	-31.962
8	مصرف المنصور للاستثمار	0	-7.004	-4.424	-3.487	-1.243	-3.604	-17.098	-27.489	-31.977
9	المصرف الأهلي العراقي	-1.988	-7.005	-4.427	0	-1.279	-3.642	-17.066	-27.478	-31.988
10	مصرف سومر التجاري	0	-7.001	0	-3.469	0	0	-17.-96	-27.496	0
11	المصرف المتحد للاستثمار	-1.932	-7.007	-4.383	-3.462	-1.249	-3.615	-17.058	-27.486	-31.978
	المعدل السنوي للمصارف	1.607	6.995	3.999	2.839	1.151	3.296	17.149	27.477	26.256

المصدر : أعداد الباحثة.

ثانيا : المتغير التابع

1. عائد المحفظة الاستثمارية

ويـتم اسـتخراج عائـد المحفظـة الاسـتثمارية مـن خـلال المعادلـة الآتيـة (العلـي ، 2008: 21) -:

$$RP = \sum_{i=1}^{n} Wi \ . \ Ri \ldots\ldots\ldots 35$$

إذ إنّ :

Rp: توضح العائد المتوقع للمحفظة.

Wi: تمثل نسبة الاستثمار "وزن " في كل ورقة مالية.

Ri: توضح عائد الاوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية .

ويتم استخراج الوزن (Wi) للمحفظة الاستثمارية من خلال الآتي :

$$\frac{\text{العائد على السهم} \times \mathbf{100}}{\text{مجموع العوائد}} \ldots\ldots\ldots 36$$

إذ يوضـح الجـدول (12) أوزان العوائـد للمحفظـة الاسـتثمارية للمصـارف _عينـة الدراسـة (2017_2009)

جدول (12) اوزن عوائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009_2017)

ت	المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		Wi	Wi	Wi	Wi	Wi	Wi	Wi	Wi	Wi
1	مصرف أشور الدولي	13.947	9.221	10.701	9.627	6.705	6.372	8.939	10.805	15.126
2	مصرف بغداد	15.171	11.590	17.086	12.142	10.896	18.137	4.781	14.835	6.722
3	المصرف التجاري العراقي	5.220	18.697	6.294	11.274	5.029	6.045	6.029	5.494	11.204
4	مصرف الاستثمار العراقي	7.422	10.067	8.992	1.214	14.501	18.954	14.553	7.509	4.481

5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	1.060	0.169	0.989	12.836	11.735	4.411	6.652	4.761	7.843
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	21.615	7.698	14.388	9.800	10.142	15.522	22.037	21.611	29.131
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	11.256	17.258	12.589	6.938	16.093	1.470	1.871	2.930	3.921
8	مصرف المنصور للاستثمار	4.730	4.145	7.104	4.249	8.382	11.111	16.424	10.622	16.526
9	المصرف الأهلي العراقي	0.978	1.945	1.798	13.009	7.544	4.901	2.079	15.384	3.361
10	مصرف سومر التجاري	7.177	0.592	0.269	0.693	0.586	1.307	2.910	5.311	0.560
11	المصرف المتحد للاستثمار	11.419	18.612	19.784	18.213	8.382	11.764	13.721	0.732	1.120

المصدر : أعداد الباحثة .

ويوضح الجدول (13) حساب عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة للمدة (2009_ 2017) في سنة 2009 فقد بلغ أعلى عائد (5.727) لمصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار ، وكان أدنى عائد للمحفظة الاستثمارية في المصرف الأهلي العراقي بـ (0.011) ، فيما بلغ أعلى عائد للمحفظة الاستثمارية لسنة 2010 في المصرف التجاري العراقي بـ(4.132) فيما كان أدنى عائد للمحفظة في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية البالغة (0.000) ، وفي سنة (2011) فكان أعلى عائد للمحفظة الاستثمارية في المصرف المتحد للاستثمار (4.352)، فيما كان أدنى عائد للمحفظة في مصرف سومر التجاري والبالغة (0.000) ، أما في سنة (2012) كان أعلى عائد للمحفظة الاستثمارية في المصرف المتحد للاستثمار (3.824) ، فيما كان أدنى عائد في مصرف سومر التجاري بـ(0.005) ، أما في سنة (2013) فكان أعلى عائد للمحفظة الاستثمارية بـ(3.089) في مصرف الموصل للتنمية والاستثمار ، وادنى عائد للمحفظة الاستثمارية في مصرف سومر التجاري (0.004) ، وفي سنة 2014 فكان أعلى عائد للمحفظة الاستثمارية في مصرف الاستثمار العراقي بـ(2.198) وأدنى عائد للمحفظة كان في مصرف سومر التجاري (0.010) ، فيما بلغ أعلى عائد لسنة 2015 لمصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية

(2.335) وأدنى عائد للمحفظة الاستثمارية كان في المصرف الأهلي العراقي بـ(0.020) ، أما في سنة 2016 فكان أعلى عائد في مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية بـ(2.550) وأدنى عائد كان في المصرف المتحد للاستثمار (0.002) ، أما لسنة 2017 فكان أعلى عائد للمحفظة في مصرف كوردستان الدولي للتنمية والاستثمار (3.029) ، فيما كان أدنى قيمة للعائد في مصرف سومر التجاري (0.001) ويوضح الجدول (13) عائد المحفظة الاستثمارية ، و إجمالي عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة.

جدول (13) عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة(2009_2017)

ت	المصرف	2009 Rp	2010 Rp	2011 Rp	2012 Rp	2013 Rp	2014 Rp	2015 Rp	2016 Rp	2017 Rp
1	مصرف أشور الدولي	2.384	1.005	1.273	1.068	0.536	0.248	0.384	0.637	0.816
2	مصرف بغداد	2.821	1.587	2.246	1.979	1.416	2.013	0.109	1.201	0.161
3	المصرف التجاري العراقي	0.334	4.132	0.566	1.465	0.301	0.223	0.174	0.164	0.448
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.675	1.197	0.899	0.016	2.508	2.198	1.018	0.307	0.071
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	0.013	0.000	0.010	0.189	1.642	0.119	0.212	0.123	0.219
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	5.727	0.700	2.302	1.107	1.227	1.474	2.335	2.550	3.029
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	1.553	3.520	1.762	0.555	3.089	0.099	0.016	0.046	0.054
8	مصرف المنصور للاستثمار	0.274	0.203	0.561	0.208	0.838	0.333	1.297	0.616	0.975
9	المصرف الأهلي العراقي	0.011	0.044	0.035	1.951	0.678	0.015	0.020	1.292	0.040
10	مصرف سومر التجاري	0.631	0.004	0.000	0.005	0.004	0.010	0.040	0.154	0.001
11	المصرف المتحد للاستثمار	1.598	4.094	4.352	3.824	0.838	0.847	0.905	0.002	0.004
	المعدل السنوي للمصارف	1.456	1.498	1.273	1.124	1.188	0.689	0.591	0.644	0.528

المبحث الثاني

اختبار وتحليل فرضيات الدراسة

اختبار الفرضيات :

يتضمن هذا المبحث عرضا لتحليل واختبار فرضيات الدراسة ، واستعراض ابرز النتائج التي سيتم التوصل اليها من خلال التحليل الإحصائي وفقا لبرنامج SPSS. V.20 إذ تم من خلاله استخدام الأساليب الإحصائية لغرض دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة ، وأثر المتغير المستقل على المتغير التابع وكالآتي:

الفرضية الرئيسة :

(هناك اثر ذا دلالة إحصائية لنموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية _ عينة الدراسة).

لاختبار هذه الفرضية استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد لإيجاد العلاقة بين نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) وعائد المحفظة الاستثمارية ، وكما هو موضح بالجدول (14).

ويوضح الجدول (14) العلاقة بين نموذج العوامل الثلاثة وعائد المحفظة الاستثمارية ،اذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط قوية بين نموذج العوامل الثلاثة لـ Fama & French) (المتغير المستقل) وعائد المحفظة الاستثمارية (المتغير التابع)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.94) وهذا يشير إلى الارتباط الموجب بين المتغيرين ، فيما كانت نسبة معامل التحديد الذي يفسر التغيير في المتغير التابع ويمثل المقياس الإحصائي الذي يقيس مدى تأثر المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) بالمتغير المستقل (نموذج العوامل الثلاثة) والبالغ (R^2) (0.89) وهذا يعني أنّ المتغير المستقل (نموذج العوامل الثلاثة لـ Fama & French)) يفسر ما نسبته 0.11% من التغيير الحاصل في المتغير التابع للمحفظة الاستثمارية ، بمعنى إنّ هناك ما نسبته 11% تمثل عوامل أخرى لم تدخل في الدراسة لتفسر هذا التغيير ، فيما بلغت قيمة معامل الانحدار (B) (1.899) ، وهذا يعني ان التغيير في وحدة واحدة في المتغير المستقل (نموذج العوامل الثلاثة) يؤدي إلى تغير ما قيمته1.899 للمتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، فيما بلغت قيمة (T) (10.356) وبنسبة معنوية 0% وهذا يعني انعدام الأثر الإحصائي للمتغير المستقل (نموذج العوامل الثلاثة لـ Fama &

(French)) علـى المتغيـر التـابع (عائـد المحفظـة الاسـتثمارية) ، وهـذا مـا يؤكـده اختبـار (F) اذ بلغــت قيمتــه (12.867) وبنســبة معنويــة 07. 0% الــذي يوضــح انعــدام الأثــر ذا الدلالــة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع .

جدول (14)

يمثل تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين نموذج العوامل الثلاثة وعائد المحفظة الاستثمارية

Total years	R	R Square	B	Coefficients		Anova	
				T	Sig	F	Sig
	0.94	0.89	1.899	10.356	%0	12.867	%0.07

المصدر: أعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

الفرضية الفرعية الأولى :

(لحجـم الشـركة اثـر ذا دلالـة إحصـائية علـى عائـد المحفظـة الاسـتثمارية للمصـارف المدرجـة فـي سـوق العـراق لـلأوراق الماليـة _ عينـة الدراسـة) لاختبـار هـذه الفرضـية اسـتخدمت الباحثـة أسـلوب تحليـل الانحـدار الخطـي البسـيط لإيجـاد العلاقـة بـين حجـم الشـركة وعائـد المحفظـة الاسـتثمارية ، وكما هو موضح بالجدول (15).

ويوضـح الجـدول (15) العلاقـة بـين حجـم الشـركة وعائـد المحفظـة الاسـتثمارية ،إذ أظهـرت نتـائج التحليـل الإحصـائي عـدم وجـود علاقـة ارتبـاط بـين حجـم الشـركة (المتغيـر المسـتقل) وعائـد المحفظـة الاسـتثمارية (المتغيـر التـابع)، اذ بلغـت قيمـة معامـل الارتبـاط (0.44) ، وهـذا يشـير إلـى الارتبـاط الموجـب والضـعيف بـين المتغيـرين ، فيمـا كانـت نسـبة معامـل التحديـد الـذي يفسـر التغييـر فـي المتغيـر التـابع ، ويمثـل المقيـاس الإحصـائي الـذي يقـيس مـدى تـأثر المتغيـر التـابع (عائـد المحفظـة الاسـتثمارية) بـالمتغير المسـتقل (حجـم الشـركة) والبـالغ (R^2) (0.19) وهـذا يعنـي ان المتغيـر المسـتقل (حجـم الشـركة) يفسـر مـا نسـبته 0.19% مـن التغييـر الحاصـل فـي المتغيـر التـابع للمحفظـة الاسـتثمارية ، بمعنـى ان هنـاك مـا نسـبته 81% تمثـل عوامـل أخـرى لـم تـدخل فـي الدراسـة لتفسـر هـذا التغييـر ، فيمـا بلغـت قيمـة معامـل الانحـدار (B) (0.02-) ، وهـذا يعنـي أنّ التغييـر فـي وحـده واحـده فـي المتغيـر المسـتقل (حجـم الشـركة) يـؤدي إلـى تغيـر مـا قيمتـه 0.02-

للمتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، فيما بلغت قيمة (T) (1.319-) وبنسبة معنوية 22% وهذا يعني انعدام الأثر الإحصائي للمتغير المستقل (حجم الشركة) على المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، وهذا ما يؤكده اختبار (F) ،إذ بلغت قيمته (1.740) وبنسبة معنوية 22% والذي يوضح عدم صحه الفرضية ، وهذا يوضح رفض الفرضية الأولى لانعدام الأثر ذا الدلالة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع .

جدول (15)

تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين حجم الشركة على عائد المحفظة الاستثمارية

Total years	R	R Square	B	Coefficients		Anova	
				T	Sig	F	Sig
	0.44	0.19	-0.02	-1.319	%22	1.740	%22

المصدر: أعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

الفرضية الفرعية الثانية :

(لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية اثر ذا دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة) .

لاختبار هذه الفرضية استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط لإيجاد العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وعائد المحفظة الاستثمارية ، وكما موضح بالجدول (16). إذ يوضح الجدول (16) العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وعائد المحفظة الاستثمارية ،إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (المتغير المستقل) وعائد المحفظة الاستثمارية (المتغير التابع)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.66)، وهذا يشير إلى الارتباط الموجب والقوي بين المتغيرين ، فيما كانت نسبة معامل التحديد الذي يفسر التغيير في المتغير التابع ويمثل المقياس الإحصائي الذي يقيس مدى تأثر المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) بالمتغير المستقل (نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية) والبالغ (R^2) (0.43) ، وهذا يعني أنّ المتغير المستقل (نسبة القيمة الدفترية ألي القيمة السوقية) يفسر ما نسبته43 .0 % من التغيير الحاصل في المتغير التابع للمحفظة الاستثمارية ، بمعنى ان هناك ما نسبته 57% تمثل عوامل

أخرى لم تدخل في الدراسة لتفسر هذا التغيير ، فيما بلغت قيمة معامل الانحدار (B) (2.178-) ، وهذا يعني أنّ التغيير في وحدة واحدة في المتغير المستقل (نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية) يؤدي إلى تغير ما قيمته 2.178- للمتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، فيما بلغت قيمة (T) (2.336 -) وبنسبة معنوية 0.05% وهذا يشير إلى وجود الأثر الإحصائي والمعنوي للمتغير المستقل (نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية) على المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، وهذا ما يؤكده اختبار (F) اذ بلغت قيمته (5.458) وبنسبة معنوية 0.05% والذي يشير إلى صحه النموذج المستخدم ، وهذا يوضح قبول الفرضية بوجود أثر ذا الدلالة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع .

جدول (16)

تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية على عائد المحفظة الاستثمارية

Total years	R	R Square	B	Coefficients		Anova	
				T	Sig	F	Sig
	0.66	0.43	-2.178	-2.336	%0. 05	5.458	%0.05

المصدر: أعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

الفرضية الفرعية الثالثة :

(لعلاوة مخاطرة السوق اثر ذا دلالة إحصائية على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية _ عينة الدراسة).

لاختبار هذه الفرضية استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط لإيجاد العلاقة بين علاوة مخاطرة السوق وعائد المحفظة الاستثمارية ، وكما موضح بالجدول (17). اذ يوضح الجدول (17) العلاقة بين علاوة مخاطرة السوق وعائد المحفظة الاستثمارية ،اذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط بين علاوة مخاطرة السوق (المتغير المستقل) وعائد المحفظة الاستثمارية (المتغير التابع)، اذ بلغت قيمة معامل الارتباط (0.73) وهذا يشير إلى الارتباط الموجب والقوي بين المتغيرين ، فيما كانت نسبة معامل التحديد الذي

يفسر التغيير في المتغير التابع ويمثل المقياس الإحصائي الذي يقيس مدى تأثر المتغير التابع (عائد المحفظه الاستثمارية) بالمتغير المستقل (علاوة مخاطرة السوق) والبالغ (R^2) (0.53) وهذا يعني ان المتغير المستقل (علاوة مخاطرة السوق) يفسر ما نسبته53 .0 % من التغيير الحاصل في المتغير التابع للمحفظة الاستثمارية ، بمعنى ان هناك ما نسبته 47% تمثل عوامل أخرى لم تدخل في الدراسة لتفسر هذا التغيير ، فيما بلغت قيمة معامل الانحدار (B) (0.27-) ، وهذا يعني أن التغيير في وحده واحده في المتغير المستقل (علاوة مخاطرة السوق) يؤدي إلى تغير ما قيمته 0.27 - للمتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، فيما بلغت قيمة (T) (2.856 -) وبنسبة معنوية 0.02% وهذا يشير إلى وجود الأثر الإحصائي والمعنوي للمتغير المستقل (علاوة مخاطرة السوق) على المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، وهذا ما يؤكده اختبار (F) إذ بلغت قيمته (8.159) وبنسبة معنوية 0.02% الذي يشير إلى صحه النموذج المستخدم ، وهذا يوضح قبول الفرضية بوجود أثر ذا الدلالة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع .

جدول (17)

تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين علاوة مخاطرة السوق على عائد المحفظة الاستثمارية

Total years	R	R Square	B	Coefficients		Anova	
				T	Sig	F	Sig
	0.73	0.53	-0. 27	2.856 -	%0. 02	8.159	%0.02

المصدر: أعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

الفرضية الفرعية الرابعة :

(هناك اختلاف في الأثر ذات الدلالة الإحصائية لحجم الشركات الكبيرة أو صغيرة الحجم على عائد المحفظة الاستثمارية للمصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)، لاختبار هذه الفرضية استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط لإيجاد العلاقة بين حجم الشركات كبيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية ، وكما موضح بالجدول (18). ويوضح الجدول (18) ، العلاقة بين حجم الشركات كبيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية ،إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ارتباط بين حجم الشركات كبيرة الحجم (المتغير المستقل) وعائد المحفظة الاستثمارية (المتغير التابع)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط

(0.47) وهذا يشير إلى الارتباط الموجب ، والضعيف بين المتغيرين فيما كانت نسبة معامل التحديد الذي يفسر التغيير في المتغير التابع ويمثل المقياس الإحصائي الذي يقيس مدى تأثر المتغير التابع (عائد المحفظه الاستثمارية) بالمتغير المستقل (حجم الشركة) والبالغ (R^2) (0.22) وهذا يعني ان المتغير المستقل (حجم الشركات كبيرة الحجم) يفسر ما نسبته 0.22 % من التغيير الحاصل في المتغير التابع للمحفظة الاستثمارية ، بمعنى ان هناك ما نسبته 78% تمثل عوامل أخرى لم تدخل في الدراسة لتفسر هذا التغيير ، فيما بلغت قيمة معامل الانحدار (B) (0.01-) ، وهذا يعني ان التغيير في وحده واحده في المتغير المستقل (حجم الشركات كبيرة الحجم) يؤدي إلى تغير ما قيمته 0.02- للمتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، فيما بلغت قيمة (T) (1.434-) وبنسبة معنوية 0.19% وهذا يعني انعدام الأثر الإحصائي للمتغير المستقل (حجم الشركات كبيرة الحجم) على المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، وهذا ما يؤكده اختبار (F) إذ بلغت قيمته (2.057) وبنسبة معنوية 0.19% والذي يوضح عدم صحه الفرضية ، وهذا يوضح رفض الفرضية الأولى لعدم وجود أثر ذا الدلالة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع .

جدول (18)

تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين حجم الشركات كبيرة الحجم على عائد المحفظة الاستثمارية

Total years	R	R Square	B	Coefficients		Anova	
				T	Sig	F	Sig
	0.47	0.22	-0.01	1.434	%0.19	2.057	%0.19

المصدر: أعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

ولاختبار الفرضية وإيجاد العلاقة بين حجم الشركات صغيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط، وكما موضح بالجدول (19).

ويوضح الجدول (19) العلاقة بين حجم الشركات صغيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية ،إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط بين حجم الشركات صغيرة الحجم (المتغير المستقل) وعائد المحفظة الاستثمارية (المتغير التابع)، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط

(0.53) وهذا يشير إلى الارتباط الموجب بين المتغيرين ، فيما كانت نسبة معامل التحديد الذي يفسر التغيير في المتغير التابع ويمثل المقياس الإحصائي الذي يقيس مدى تأثر المتغير التابع (عائد المحفظه الاستثمارية) بالمتغير المستقل (حجم الشركات صغيرة الحجم) والبالغ (R^2) (0.28) وهذا يعني أن المتغير المستقل (حجم الشركات صغيرة الحجم) يفسر ما نسبته 0. 28 % من التغيير الحاصل في المتغير التابع للمحفظة الاستثمارية ، بمعنى ان هناك ما نسبته 72% تمثل عوامل أخرى لم تدخل في الدراسة لتفسر هذا التغيير ، فيما بلغت قيمة معامل الانحدار (B) (0.04-) ، وهذا يعني أن التغيير في وحدة واحدة في المتغير المستقل (حجم الشركات صغيرة الحجم) يؤدي إلى تغير ما قيمته 0.04- للمتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، فيما بلغت قيمة (T) (1.687-) وبنسبة معنوية 13% وهذا يعني انعدام الأثر الإحصائي للمتغير المستقل (حجم الشركات صغيرة الحجم) على المتغير التابع (عائد المحفظة الاستثمارية) ، وهذا ما يؤكده اختبار (F) إذ بلغت قيمته (2.844) وبنسبة معنوية 13% الذي يوضح عدم صحه الفرضية وهذا يوضح رفض الفرضية لانعدام الأثر ذا الدلالة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع.

جدول (19)

تحليل الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين حجم الشركات صغيرة الحجم على عائد المحفظة الاستثمارية

Total years	R	R Square	B	Coefficients		Anova	
				T	Sig	F	Sig
	0.53	0.28	-0.04	-1.687	%0.13	2.844	%0.13

المصدر: أعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

الفصل الرابع

المبحث الأول : الاستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

المبحث الأول

الاستنتاجـــات :-

1- وفقا لما أظهرته نتائج التحليل الإحصائي انعدام الأثر ذي الدلالة الإحصائية بين نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama &French) وعائد المحفظة الاستثمارية عند مستوى معنوية ($a \leq 0.05$)، كما بينت وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين نموذج العوامل الثلاثة لـ Fama (&French) وعائد المحفظة الاستثمارية .

2- وفقا لما أظهرته نتائج التحليل الإحصائي انعدام الأثر ذات الدلالة الإحصائية بين حجم الشركة وعائد المحفظة الاستثمارية أي لا توجد علاقة ارتباط بين حجم الشركة ، وعائد المحفظة الاستثمارية ، فعلاقة الارتباط ضعيفة بين كلا من المتغيرين .

3- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي انعدام الأثر ذات الدلالة الإحصائية بين حجم الشركات كبيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية ، أي إنّ الزيادة في حجم الشركات كبيرة الحجم لا يؤدي إلى الزيادة في عائد المحفظة الاستثمارية .

4- كما أظهرت نتائج التحليل الإحصائي انعدام الأثر ذات الدلالة الإحصائية بين حجم الشركات صغيرة الحجم وعائد المحفظة الاستثمارية ، أي إنّ زيادة حجم الشركات صغيرة الحجم أو انخفاضها ليس له تأثير على عائد المحفظة الاستثمارية .

5- من خلال التحليل الإحصائي تم قبول الفرضية التي تنص على وجود اثر ذا دلاله إحصائية بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية على عائد المحفظة الاستثمارية أي بمعنى هناك أثر ذي دلالة إحصائية بين المتغيرين ووجود علاقة ارتباط قوية بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ، وعائد المحفظة الاستثمارية ، فانخفاض هذه النسبة يشير لقدرة المصارف على تحقيق عوائد عالية تؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين ، أما في حالة انخفاض النسبة فهذا يشير إلى توقع المستثمرين بانخفاض أسعار الأسهم في المستقبل .

6- أشارت نتائج التحليل الإحصائي وجود اثر ذا دلاله إحصائية بين علاوة مخاطرة السوق وعائد المحفظة الاستثمارية عند مستوى معنوية ($a \leq 0.05$)، كما بينت وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين علاوة مخاطرة السوق وعائد المحفظة الاستثمارية مما يشير إلى وجود

علاقة طردية بين علاوة المخاطرة ، وعوائد المحفظة الاستثمارية ، فكلما زادت درجة تجنب المستثمر للمخاطر كلما طلب علاوة مخاطرة اعلى فالتنويع يؤدي إلى تقليل مستوى المخاطر .

7- توصلت نتائج الدراسة إلى أنّ عامل " نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ، وعلاوة مخاطرة السوق يضيفان قدرة تفسيرية لنموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama and French) لعوائد المحافظ الاستثمارية ، وإمكانية تفسير الزيادة في العوائد في المحافظ الاستثمارية .

8- عدم نجاح عامل حجم الشركة في تفسير عائد المحفظة الاستثمارية ، اذ أظهرت نتائج الدراسة أنه عند زيادة ، أو نقصان حجم الشركة فان العوائد للمحافظ الاستثمارية سواء على الشركات صغيرة الحجم ، أو الشركات كبيرة الحجم يكون مردها هو التعويض عن المخاطر العالية التي من الممكن ان تتعرض لها هذه الشركات.

المبحث الثاني

الـــتوصيـــــــات:

بناء على ما جاء في استنتاجات الدراسة يمكن توضيح المقترحات الآتية :

1- ضـرورة أجـراء دراسـات إضـافية أخـرى تحـاول إضـافة عوامـل جديـدة لنمـوذج العوامـل الثلاثـة ومـن اجـل أجـراء الاختبـارات عليهـا فـي الأسـواق العربيـة عامـه وسـوق العـراق لـلاوراق الماليـة خاصـة ، وذلـك لبيـان مـدى أثـر إضـافة مثـل هـذه العوامـل والتـي يكـون لهـا قـدرة تفسـيرية إضافية على النماذج المطبقة في الدول المتقدمة .

2- ضـرورة التأكيـد علـى تـدريب وزيـادة الثقافـة والـوعي الاسـتثماري لـدى المسـتثمرين ، والعـاملين فـي الأسـواق الماليـة ، وضـرورة العمـل علـى تطبيـق نمـوذج العوامـل الثلاثـة لـ Fama &French))وغيرها من العوامل الأخرى على مختلف القطاعات الاستثمارية .

3- ضـرورة الأخـذ بنظـر الاعتبـار نمـوذج العوامـل الثلاثـة لـ(Fama &French) فـي تقـدير العوائـد وتسـعير المخـاطر ، والاعتمـاد علـى الطـرق العلميـة الحديثـة فـي اتخـاذ القـرارات الاستثمارية .

4- إمكانيـة اسـتخدام مقـاييس أخـرى للتعبيـر عـن حجـم الشـركة غيـر القيمـة السـوقية مثـل (أجمـالي الأصـول ، المبيعـات ، عـدد العـاملين ..غيـر ذلـك) وذلـك مـن أجـل نفـي ، أو تأكيـد النتـائج التـي تـم التوصل اليها .

5- ضـرورة قيـام الجهـات المختصـة فـي سـوق العـراق لـلاوراق الماليـة بأعـداد قاعـدة بيانـات تحتـوي علـى عوائـد المحـافظ الاسـتثمارية وذلـك نظـرا لأهميتهـا فـي أعـداد الدراسـات ومسـاعده المستثمرين في اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية ، وبشكل رشيد .

6- إمكانيـة تعمـيم هـذه الدراسـة علـى المكتبـات وذلـك لغـرض الاسـتفادة ، وإجـراء دراسـات منـاظرة من قبل الباحثين وأجراء مقارنة بينهما .

7- إمكانيـة نشـر الدراسـة الحاليـة والدراسـات المماثلـة والتـي طبقـت فـي سـوق العـراق لـلأوراق الماليـة علـى الموقـع الإلكترونـي للسـوق المـالي مـن أجـل جـذب الاسـتثمارات الداخليـة ، والخارجيـة

وزيادة الوعي لدى المستثمرين ، و العمل على تطوير جانب الدراسات ومراكز الأبحاث من خلال عمل شراكات مع الجامعات ، والمؤسسات الأكاديمية من أجل تبادل الخبرات فيما بينها.

8- إمكانية إفادة المستثمرين في السوق المالي لنتائج الدراسة الحالية في تنويع استثماراتهم ، وبناء محافظ استثمارية ذات عوائد مرتفعة مقابل مستوى مقبول من المخاطر وإمكانية إفادة المطلعين ، وكافة المتعاملين الداخلين والخارجين في السوق المالي من النتائج الحالية للدراسة .

المراجع والمصادر

أولا:- المراجـــع

- **القرآن الكريم**

ثانيـا :- المصادر

1- المصادر العربية

أ- الكتب

1. أبـو زيـد ، محمـد مبـروك،" التحليـل المـالي - شـركات وأسـواق ماليـة " دار المـريخ للنشـر ، ،الرياض ،المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية،2009.
2. أل شـبيب ، دريـد كامـل ،" إدارة المحـافظ الاسـتثمارية "،دار المسـيرة للنشـر والتوزيـع والطباعة ، جامعة الزيتونة ، الأردن ،الطبعة الأولى،2010.
3. الأنصـاري ،أسـامة عبـد الخـالق ؛ الجزيـري، خيـري علـي ؛ أبـو نـاعم ،عبـد الحميـد مصطفى ،"أساسيات التمويل"، كلية التجارة ،جامعة القاهرة ،1999.
4. أوجـين بريغهـام ، مشـيل إيرهـاردت ،" الإدارة الماليـة النظريـة والتطبيـق العملـي " تعريـب ، سرور إبراهيم سرور ، دار المريخ ، 2009.
5. توفيـق ،جميـل أحمـد،" أساسـيات الإدارة الماليـة " ، دار النهضـة العربيـة للطباعـة والنشـر ، لبنان ،1987.
6. جـابر ، محمـد صـالح،" الاسـتثمار بالأسـهم والسـندات وإدارة المحـافظ الاسـتثمارية " ، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
7. جـابر ، محمـد صـالح،" الاسـتثمار بالأسـهم والسـندات وتحليـل الأوراق الماليـة " ، مؤسسـة الخليج للطباعة والنشر ، الكويت 1982.
8. حـداد ،فـايز سـليم،" الإدارة الماليـة " ، دار الحامـد للنشـر والتوزيـع ، ، عمـان ، الأردن، الطبعة الثالثة،2008.
9. حـردان ، طـاهر حيـدر،" أساسـيات الاسـتثمار" ، دار المسـتقبل للنشـر والتوزيـع ، عمـان ، الطبعة الأولى،2010.
10. حـزوري ، حسـن ؛ كبسـية ، محمـد ،" إدارة المحـافظ الاسـتثمارية "، منشـورات جامعـة حلب ، 2008.

11. الحسناوي ، سالم صلال راهي،" أساسيات الإدارة المالية " دار المدينة الفاضلة للطباعة والنشر والتوزيع ، العراق ، الطبعة (1) ،2014.
12. الحسيني ،فلاح حسن ؛ الدوري، مؤيد عبد الرحمن، "إدارة البنوك : مدخل كمي واستراتيجي كمي" ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ،2000.
13. حماد ، طارق عبد العال،" التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية " ، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، مصر، 2006.
14. حنفي ،عبد الغفار،" استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" ، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع ، الإسكندرية ، مصر ،2007.
15. خربوش ، حسني علي ، وآخرون،" الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق" ، مؤسسات التجهيز المكتبية ، عمان،1996.
16. خصاونة ، محمد قاسم ،" أساسيات الإدارة المالية " ، دار الفكر ناشرون وموزعون ، المملكة الأردنية الهاشمية ، الطبعة الأولى ،2011 .
17. الداغر ، محمود محمد،" الأسواق المالية " ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان، الطبعة الأولى ،2007.
18. الراوي ، خالد وهيب،" إدارة المخاطر المالية " ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن 2009.
19. رمضان ، زياد،" مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " ، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، الطبعة الثانية،2002.
20. سالم ،جمال،" ميكانيكية إدارة محافظ المصرف" أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية ، طرابلس ، ليبيا ،1997.
21. شقيري ، نوري موسى ، وآخرون، "إدارة الاستثمار" دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ،الطبعة (1) ،2012.
22. الشماع ،خليل محمد حسن،" الإدارة المالية " جامعة بغداد، الطبعة الرابعة ، مطبعة بغداد،1992.
23. الشمري ، صادق راشد،" إدارة المصارف – الواقع والتطبيقات العملية" ، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، ، عمان ، الأردن ،الطبعة الأولى، 2008.
24. صيام ، أحمد زكريا، " مبادئ الاستثمار" ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، ، عمان، الأردن، الطبعة الثانية،2003 .

25.طنيب ،محمد،" الإدارة المالية في القطاع الخاص " ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ،الطبعة الأولى،2009.
26.العامري ،محمد علي ، " الإدارة المالية المتقدمة " دار أثراء للنشر والتوزيع، الأردن ،الطبعة الأولى،2010.
27.العامري، محمد علي إبراهيم،" إدارة محافظ الاستثمار" ، أثراء للنشر والتوزيع ،مكتبة الجامعة ، الأردن ، الشارقة ،الطبعة الأولى،2013.
28.عبد الجواد ،محمد عوض ؛ الشديفات ، علي إبراهيم ، " الاستثمار في البورصة :أسهم –سندات -أوراق مالية"، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان،الطبعة الأولى ،2006.
29.علوان ،قاسم نايف،" إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق" ، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، الطبعة الأولى،2009.
30.فقير ، سامية ،" محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية " ، جامعة محمد بوقرة بومرداس ، قسم العلوم التجارية ،تخصص مالية ومحاسبة ، 2018.
31.مرعى ،عبد الحي، "المحاسبة المالية المتقدمة"،مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية ،مصر،1993.
32.مطر ، محمد ، ،" إدارة الاستثمارات" ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ،2006.
33.مطر ، محمد ،"الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني –الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية " ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ،الطبعة الرابعة، 2016 .
34.مطر ، محمد ؛ تيم ، فايز،" إدارة المحافظ الاستثمارية " ، ، دار وائل للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى،2005.
35.مطر ، محمد فايز،" الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني _الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية" ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ،الأردن ، 2003.
36.معروف ، هوشيار،" الاستثمارات والأسواق المالية " ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
37.المؤمني ، غازي فلاح،" إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة " ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن ، عمان ، الطبعة الثانية ،2009.

38. ناجي ، جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية " ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت ،الطبعة الأولى،1998.
39. نوري ، محمد ناظم ، وآخرون،" أساسيات الاستثمار العيني والمالي " ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان، الطبعة الأولى،1999 .
40. هندي ، منير إبراهيم،" الفكر الحديث في مجال الاستثمار" ، دار المعارف ، الإسكندرية،1996.
41. هندي، منير إبراهيم،" الأوراق المالية وأسواق راس المال" ، دار منشاة المعارف، الإسكندرية ،الطبعة الأولى،1999.
42. يلول، مختار محمد، "الأسهم والسندات"، جامعة الملك سعود، الرياض ،1988.

الدوريات والبحوث :

43. أبو عمشة ، محمد كمال، "التنبؤ وتقييم أداء المحافظ القطاعية ومحفظة السوق "دليل من البورصة الفلسطينية"، مجلة جامعة فلسطين التقنية للابحاث،جامعة فلسطين- خضوري،2017.
44. إربد للبحوث والدراسات ،العدد(1)،المجلد(12)،2007.
45. ارناؤط ، مهند ،" أثر حجم الشركة في السعر السوقي لسهمها - دراسة مسحية في الشركات المدرجة في سوق دمشق للاوراق المالية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ، العدد(2)، المجلد(33)،2017 .
46. البارودي، شيرين بدري توفيق، "العوامل المؤثرة في أنشاء المحافظ الاستثمارية – بحث تحليلي في عدد من المصارف الخاصة في بغداد "، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ،معهد الإدارة/الرصافة، العدد(86)،المجلد(21)،2015.
47. بتال، أحمد حسن؛ علي ،وسام حسين؛ سريج ،فائز هليل، "تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع "، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ،غزة،2016.
48. البجاري ،حلا سامي خضير ؛ الأحمد ، عمار شهاب احمد ،" تقييم أداء محافظ الأوراق المالية باستخدام نموذج ترينور بالتطبيق على اسهم عينة الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2005-2013)"، المجلة العلمية لجامعة جيهان – السليمانية، جامعة الموصل، العدد(2)،المجلد(1)،2018.

49. البطاط ، كاظم أحمد ؛ الأعرجي ،كاظم سعد عبد الرضا ؛ التميمي ، سعدية هلال حسن ،" واقع البيئة الاستثمارية في العراق وسبل النهوض"، مجلة الإدارة والاقتصاد ، العدد(17)،المجلد(5)،2016.

50. بن علي،بلعزوز؛ نعاس،مريم نجاة،" فعالية التنويع الاستثماري في أداره مخاطر محفظة الأوراق المالية –دراسة قياسية لحالة بورصة الجزائر (2016-2011)"، مجلة رؤى الاقتصادية ،جامعة الوادي ،العدد(1)،المجلد(6)، 2016.

51. الجرجري ،زهراء جار الله حمو،" سياسات الاستثمار في راس المال العامل واثرها في العائد والمخاطرة-دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي للفترة(-2006 2013)"،المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة الموصل، العدد(48)،المجلد(12)،2016.

52. جعفر ،زيد عبد الزهرة ،"أدارة المحفظة الاستثمارية المثلى-بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص "،مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية ،جامعة الكوفة، العدد(38)،المجلد(14)، 2016.

53. جميل ،أحمد صبحي ،"الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية –دراسة حالة على عينة من المصارف العراقية "، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد(44)، 2015.

54. الجنابي، سعد مجيد، "أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية –دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية "، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة المثنى ، العدد(1)، المجلد(9) ، 2019.

55. حسن ، عبدالله كاظم ،"استخدام نموذج Benzoin and yagil في تقييم الأسهم-دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية "، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة القادسية ، العدد(1)، المجلد(7)، 2005.

56. الحسناوي ،سالم صلال راهي، "أثر بعض مفاهيم الدخل في متوسط العائد على السهم ومدى تقلبه –دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية ،جامعة القادسية، العدد(1)،المجلد(10)،2008.

57.حسين ، خيرية عبد كاظم ،" اختبار نموذج ثلاثي العوامل لـ(fama & French) في سوق العراق للأوراق المالية _دراسة تحليلية "، مجلة الإدارة والاقتصاد ، جامعة المستنصرية ، العدد (118) ، 2019.

58.الحمدوني، اليأس خضير،" تقييم أداء المحافظ الاستثمارية –دراسة تطبيقية في سوق عمان المالي "،جامعة الموصل-كلية الإدارة والاقتصاد،2011.

59.درويش، مروان جمعة، " اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في بورصة عمان" جامعة القدس المفتوحة، مجلة أربد للبحوث والدراسات ، العدد(1)، المجلد(12)،2008 .

60.الربيعي، حاكم محسن ؛ الفتلاوي، ميثاق هادي؛ حميد،نور صباح، "أثر المخاطرة القطرية في عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية المثلى-دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة(2005-2015)"،المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العدد(52)،المجلد(13)،2017.

61.الزبيدي، فراس خضير، "العلاقة بين العائد والمخاطرة واثرها في القيمة السوقية للاسهم – دراسة على عينة من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية "، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة القادسية ، العدد(2)، المجلد(16)، 2014.

62.الزعلوك ، إبراهيم محمد ،" أثر تغيير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM)- دراسة تطبيقية "، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة التحدي ، العدد(5)، المجلد(5) ، 2005.

63.سامي ،بشرى محمد،" استعمال معدل القطع في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى – دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للاوراق المالية" ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية ، جامعة تكريت ، العدد(42)،المجلد(2)، 2018.

64.سلامة، راشد محمد ،" التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة"، مجلة البحوث الاقتصادية والإدارية ، الأردن ، العدد(3)، المجلد(9)، 1997.

65.سيف النصر، سعيد ،" دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء - دراسة تطبيقية تحليليه "، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية – مصر ، 2000.

66.شمخي ، حمزة محمود ؛ حسين، خيرية عبد كاظم،" اختبار نموذج ثالثي العوامل لـ French & Famaفي سوق العراق للاوراق المالية - دراسة تحليلية "، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة المستنصرية ، العدد(42)،2019.

67.الشمري ، سحر ناجي خلف ، " تحليل العوائد غير العادية وعلاقتها بمعدل العائد على الاستثمار ومتوسط القيمة السوقية تبعا لربحية وحجم الشركة _دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الإدارة والاقتصاد ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة المستنصرية ، العدد (110) ، المجلد (40) ، 2017.

68.الشهاب، أيمن، "اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث ، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، العدد(1)،المجلد(36)، 2014.

69.صالح ، زينب باسم ،" تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج (Fama & French) ذو العوامل الخمسة _دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، كلية التقنية الإدارية /بغداد ، العدد (102) ، المجلد (24) ، 2019.

70.صالح، طارق عزيز؛ جاسم ، سكينة شامل ،" تحديد العوامل المؤثرة على عائد السهم في سوق العراق للاوراق المالية باستعمال أنموذج المؤشر الأحادي شبة المعلمي"، مجلة الدنانير ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة واسط ، العدد (16) ، المجلد (1) ، 2019.

71.الضرب، حسين عبد الحسن علي، "العائد والمخاطرة وانعكاسهما على الأداء المالي- دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية العراقية للمدة من(2015-2006)"،مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية ،العدد(3)،المجلد(14)،2017.

72.عبد الحميد، عبد العزيز شويش ؛عمر، اسو بهاء الدين قادر،" إدارة محفظة الأوراق المالية وفقاً لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"،مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد(1)،المجلد(5)،2015.

73.عبد الحميد، عبد العزيز شويش؛ عبد المجيد،مظهر خالد؛ الرفاعي ،فاتن سعد،" دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية : دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"،مجلة جامعة الانبارللعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العدد(4)،المجلد(2)،2010.

74. عبد الرسول ، هند ضياء ،" تأثير استخدام نموذج خماسي العوامل المعدل لـ (Fama & French) على العوائد الإضافية لمحفظة الأسهم _ دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009_2017"، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية ، جامعة بابل ، العدد (1) ، المجلد (11) ، 2019.

75. عبد الزهرة، كرار سليم ؛ حسنين، كاظم عوجه ؛ طلب ، حسنين راغب، " قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية .. دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية " مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية ، العدد 29، السنة التاسعة،2014.

76. علي، بن الضب؛ بلقاسم، حليمة،" نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق راس المال-دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة(2014-2011)"،المركز الجامعي لعين تموشنت-الجزائر جامعة محمد خيضر بسكرة ،أبحاث اقتصادية وادارية،العدد(18)،2015.

77. عمارة ، بيومي محمد ،"تحليل وتشكيل المحافظ المالية"، جامعة بنها /التعليم المفتوح ، كلية التجارة ،2010.

78. عمر ، عبو؛ ربيعة ،عبو؛ نبيل ،بوفليح، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية – دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي "، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي ، جامعة الشلف، العدد(1)،2017.

79. الفضل ، مؤيد محمد علي ، "أثر الإعلان على الأنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للاسهم : دراسة ميدانية في العراق"، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة قطر ، العدد(9)، 1998.

80. الفضل ، مؤيد محمد علي ،"العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير السنوية للشركات والعوائد السوقية غير العادية على أسهمها ومدى تأثر هذه العلاقة بمتغير الحجم – دراسة اختبارية على العراق والأردن "، المجلة العربية المحاسبية ، جامعة القادسية ، العدد(1)، المجلد (10)، 2007.

81. الفضل، مؤيد عبد الحسين؛ عطية، سجاد محمد،" تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط- دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"،مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمه، جامعة الكوفة ،العدد(42)،2016.

82.الكور ، عز الدين ؛ الزطيف، أحمد فرج، "اختبار قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير عوائد الأسهم –دراسة تطبيقية لنموذج fama &French على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (2014-2001)"،العدد(15)،2018.

83.محصول ،نعمان؛ محرز،نور الدين ،" تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة "، مجلة دراسات-العدد الاقتصادي، جامعة جيجل ،الجزائر، العدد(2)،المجلد(15)،2018.

84.محمد ،عوامر، "إدارة المخاطر المحفظة المالية باستخدام أسلوب البرمجة التربيعية – دراسة تطبيقية على محفظة الأوراق المالية في السوق المالي السعودي "، جامعة بوضياف –الميلة،2015.

85.محمد، حاكم محسن؛ حسن ، ليلى محسن ،" بناء محفظة استثمارية مثلى –دراسة تطبيقية" ،المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العدد(27).

86.موسى، شقيري نوري ؛ الصافي ، وليد أحمد، "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر-دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية "،كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ،العدد(19)،2009.

87.يوسف ، محمد ،محمود،" العائد المحاسبي والمحتوى الإعلامي للإعلان عن التوزيعات"، مجلة المحاسبة والإدارة والتامين ، جامعة القاهرة ، العدد (41) ، 1992.

88.حطاب ، سامي ، " المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار "، بدعوة من هيئة الاوراق المالية والسلع ، أبو ظبي .

جـ - الرسائل والأطاريح :

89.أبو رحمة ، سيرين سميح، "السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة –دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الفلسطينية"، رسالة ماجستير، كلية التجارة ،الجامعة الإسلامية ،2009.

90.الامين،يعقوب مضوي عبد الرحيم، "محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني –دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للاوراق المالية "،رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنلوجيا،2019.

91. بلخير ،لعروسي،" تقدير العائد والمخاطرة للاستثمار وفق نموذجMEDAF مع خطا GAR-M –حالة سوق السعودية للأوراق المالية للفترة(2010-2015)"، رسالة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة،2015.

92. الثلجة، عبد الفتاح، "إدارة المحفظة الاستثمارية "،رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،2009.

93. جاسم ،أرشد عبد الأمير ،"التسعير الدولي للمخاطرة باطار نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولي – دراسة تحليليه لعينة من الأسهم العادية لأسواق الأسهم الدولية "، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2016.

94. جركس،ابراهيم احمد إبراهيم، "أثر القرارات المالية في المخاطرة والعائد وتقويم الأداء في اطار نظريتي المحفظة وتسعير الموجودات الرأسمالية"، أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد،1991.

95. حشايشي ،سليمة،" نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية –دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس،2017.

96. الحوراني ،محمد أحمد، "القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية كمعيار لتقييم الأداء المالي –دراسة مقارنة"، رسالة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة ،2018.

97. الرضي، دفع الله المكي حسن، "مخاطر الاستثمار في سوق الاوراق المالية –دراسة حالة سوق الخرطوم للاوراق المالية خلال الفترة(2013-2018)"،رسالة ماجستير، جامعة النيلين،2018.

98. الزلزلي، صابرين جمال جلال، "تأثير اختبار اسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية –دراسة تحليلية في سوق العراق للاوراق المالية للمدة من(2012-2005)"،رسالة ماجستير ،كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية،2016.

99. سارة، بوزيد، "إدارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري –دراسة حالة بنك BNP PARIBAS"، سالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري،2007.

100. سعاد، زيان، "دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية "،رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة،2015.

101. سعيدة ،تلي ،" التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية – دراسة قياسية لاسهم مسعرة في بورصة عمان "، سالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ،جامعة قاصدي مرباح، 2009.

102. السلطان ،حسن، "إدارة مخاطر الاستثمار المالي"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،2009.

103. السنيح ، سهى نبيل، "تكوين محافظ استثمارية :لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية-دراسة عملية على سوق الأسهم السعودية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،2014.

104. شبير، توفيق عوض توفيق، "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم اداءا لاسهم –دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير ،كلية التجارة، الجامعة الإسلامية،2015.

105. الشعراني، بشار"، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للاوراق المالية –مقارنة مع سوق عمان للاوراق المالية "،رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق،2015.

106. شناقه ، جهرة، "أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي –دراسة حالة سوق عمان للاوراق المالية خلال الفترة(1980-2016)"،أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس،2018.

107. عبد البريكات ،أماني محمد،" اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة لـ(fama & French 1993)على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية –دراسة تطبيقية "، رسالة ماجستير ،كلية العلوم الادارية،جامعة الشرق الأوسط، 2009.

108. عرنوق، بهاء غازي ،" أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة –دراسة تطبيقية"، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق،2015.

109. عكار ، زينب شلال، "استخدام أنموذج السوق لبناء محفظة الأسهم المثلى في ظل مخاطرة التقدير –دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية "، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء،2016.

110. القاضي، لورين إبراهيم، "أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية-دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة من (-2014 2012)"، رسالة ماجستير، كلية الأعمال ،جامعة الشرق الأوسط ،2016.

111. كوجك ، ورد عبد العزيز ،"التنبؤ بعوائد المحافظ الاستثمارية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين /ARCH/ دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة حماة،2018.

112. محمد ،عوامر، "إدارة مخاط المحفظة المالية باستخدام أسلوب البرمجة التربيعية –دراسة تطبيقية على محفظة الأوراق المالية في السوق المالي السعودي "،رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة محمد بوضياف،2015.

113. المخلافي ،عبد العزيز محمد أحمد، "تحليل كفاية رأس المال المصرفي وأثره في المخاطرة والعائد على وفق المعايير الدولية"، أطروحة دكتوراه ،كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد،2004.

114. النباهين . زياد فارس ،"أثر المخاطر النظامية على عائد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين (2005-2014)-دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ،جامعة الأزهر،2016.

115. النواجحة ،فؤاد عبد الحميد، "قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين-دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، 2014.

116. وردة ،المغير إسماعيل ،"ربحية استراتيجيات الزخم في الأسواق المالية العربية – دراسة تطبيقية على سوق دمشق للاوراق المالية وسوق العراق للاوراق المالية "، رسالة ماجستير ،كلية الاقتصاد، جامعة تشرين ،2017.

117. اللطيف ، أنس أحمد علي ،" العوامل المفسرة لعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة قياسية)"، رسالة ماجستير ، كلية إدارة المال والأعمال ، جامعة أهل البيت ، الأردن ،2006.

المصادر الأجنبية :-

A – BOOKS

1- Archer,H.Stephen and choate . G Marc and Racette George**,"Financial management"** and ,ed., N.Y. john Wiled and sons,1983.

2- Bertrand, Jacquillat ; Bruno Solnik ,"**Marchés Financiers** :Gestion de portefeuille et des risqué, Dunod, (2) Paris,1998.

3- Bilaus ,Bogdan," **Portfolio Management (for institutional investors**)", CFA, CFA, Romania, 2010.

4- Bodie , Ziv and Kane ,Alex and Marcus Alan "**Investments**" , 10th .ed. ,McGraw – Hill , Irwin ,USA, 2014.

5- Bodie Zvi , Kane , Alex and Marcus , Alan. J, " **Essentials of investment** ", McGraw-Hill U.S.A 2007.

6- Bradfield, James, "**Introduction to the Economics of Financial Markets",** Oxford University Press,2007.

7- Brealey, Richard & Myers, Stewart, Marcus ,Alen.," **Fundamental of Corporate Finance**", 3th ed. McGraw – hill , INC. 2001.

8- Brealy , A , Richard & Myers , C, Stewart , ,"**principles of corporate Finance** ,"4th International Edition , ed , Mc Graw – Hill Book company , 1991

9- Brigham F. Eugene & Dave's" **Intermediate financial Management**"8thEdition .Thomson-south western U.S.A,2004.

10- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, ,"**Financial Management Theory and Practice"** , 13th Edition , Lachina pub,2011.

11- Brigham, F. E. , Houston, F. J. ," **Fundament of Financial Management"**, McGraw-Hill, Florida, USA ,2007.

12- Brockingtone ,R, " **Financial Management**" ,D.P.publications, ltd ,6th,ed, Great Britain , London: Progress sive Printing (UK) ltd ., 1993/1994.

13- Caporin , Massimiliano, GrÈgory M. Jannin, Francesco Lisi, Bertrand B. Maillet**," A Survey on the Four Families of Performance Measures** ", 2013.

- Chen ,Andrew ,h," **research in finance** ", Emerald, Group 14,publishing,2005.

15- Clauss , Pierre ,"**Gestion de portefeuille unit approaches quantitative ،**" ,2013.

16- Cooper , Robert G, Edgett ,Scott J.,& Kleinschmidt ,E. J." **Portfolio Management: Fundamental for New Product Success**" Product Development Institute Inc .2014.

17- Copland,Weston ,Shastri, **"Financial Theory and Corporate Policy**", Fourth Edition, Pearson ,USA,2005.

18- Dimson, E.; Marsh, P.; and Staunton, M. ,"**The millennium book II: 101 years of investment returns**", London: ABN/Amro/LBS,2001.

19- Fischer, E., Donald and Jordon, J., Ronald,**" Security Analysis and portfolio Management**" , 4th ed., prentice Hall, N.Y, 1987.

20- Francis , Jack Clark, Dongcheol Kim, **Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis and New Developments** ,USA: John Wiley & Sons, Inc., 2013.

21- Francis, jack Clark " **investment analysis and Management** " 5th, ed., MC Graw – Hill,inc,1991.

- Geoff , considine , ph.d, " **getting the most return for risk** ", part 2 , quantext 22, inc. 2007.

23- Gitman, Lawrence, **"Principles Of Managerial Finance"**, Twelfth Edition Prentice – Hall , New York – USA , 2009.

24- Gitman, Lawrence, Michael, Joehnk, **Investissement et Marchés Financiers**, 9e Edition (France: Pearson Edition, 2005.

25- Howells, Peter, Bain, Keith ., " **Financial Markets & Institutions** ", 3th ed., prentice Hall, 2000.

26- Idris Kharroubi**; Gestion de portefeuilles**; Mathématiques de modélisation et de désision MIMMD, Université Paris Dauphine; ,2015.

27- John ,F. Marshall," **Dictionary of Financial Engineering",** John Wiley and Sons Edition, New York, USA, 2000.

28- Jordan , Bradford D. and Miller , Thomas W. , "**Fundamentals of Investments : Valuation and Management**" 5th.ed. ,McGraw – Hill , Irwin,USA, 2009.

29- Keegan, Mary **" Management of Risk Principles and Concepts"** Hm Treasury, The Orange Book, Working Papers, 2004.

30- Kennth, S. H. ,**"Security valuation and risk analysis**", McGraw-Hill, New York, USA ,2011.

31- Laurent Condamin and al," **Risk Quantification: Management, Diagnosis and Hedging"**, John Wiley and Sons Edition, Chi Chester, England, 2006.

32- Madura , Jeff . "Financial Markets and Institutions", 11th .ed. Cengage Learning , USA , 2015.

Mayo ,H **," Investment An Introduction "** U.S.A., CBS College publishing 33 -,1983.

34- McMenamin , Jim," **Financial Management an introduction**", Rutledge. London U.K , 1999.

35- Mondher, Bellalah : Gestion de portefeuille,"**analysis quantitative de la rentabilité et des risqué"**, Pearson education, France, 2004.

36- Myanmar, Nay ,P.T.," **portfolio investment**",2015.

37- Nguyen ,Nhu, Ulku, Numan & Zhang, Jin, "**The Fama-French Five Factor Model: Evidence From Vietnam**", October, 2015 .

38- Peter, Christoffersen , F., **"Elements of Financial Risk Management**", Academic Press, California, USA,2003.

39- Reilly, K. F., Brown, C. K. ,"**Investment Analysis and Portfolio Management**", 10th Edition, SOUTH-WESTREN Cengage Learning, USA.2012.

40- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, and Alan J. Marcus, " **Fundamentals of Corporate Finance",** Third Edition (USA: McGraw-Hill Primis, 2001.

41- Richard, Lethman :"**Income Investment Today-Safety and High Income Through Diversification** " , Jone Wiley & Sons, new Jersey ,2009.

42- Robert L. Hagin, , "**Management, Portfolio Diversification Risk, and Timing fact and fiction**", John Wiley & Sons, New Jersey,2004.

43- Robichek , A. Coleman , A . & Hampel G., "**Management of financial institutions**", (2nd ed) . McGraw Hill 2008.

44- Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F.,& Jordon, Bradford D. , "**Modern Financial Management**" , McGraw – Hill Irwin , 2008.

45- Ross, S. A., Westerfield, R. W., *et. al*., "**Fundamentals of Corporate Finance**", 9th edition, McGraw-Hill Irwin , 2010.

46- Shefrin ,Harsh , Beyond Greed &Fear **,"Understanding Behavioral Finance &The psychology Of investing** ," Oxford university press Us,2004.

47- Soufi Menouar, Gestion de portefeuille **," Business Risk, Risqué financier, Risqué de change**, Office des publications Universities, Algé, 2003.

48- Treynor,J.," **How to rate management of investment funds"** ,Harvard Business review 43 ,1965.

- Tsay, R. () **Analysis of Financial Time Series,** 3rd edition, John Wiley &Sons,2011. 49

50- Van Horne , James C. ,"**Financial Management And Policy**" , 12th .ed Prentice – Hall of India Private limited , 2002.

51- Viviani J. L**," Gestion de Portefeuille",** Dunod, Paris, 1997.

52- Weston,J., Fred Besley, Scott and Brigham,F., Eugene**, Essentials of Managerial Finance** , 11th ed., The Dryden press, 1996.

B- **periodicals**

53- Abide Pui, Lam Leung, Fathi, Mourad Mroua and Wing Keung Wong ,"**International Diversification Versus Domestic Diversification Mean-Variance Portfolio Optimization and Stochastic Dominance Approaches**,". J. Risk Financial Management 2, 45-66; doi:10.3390/jrfm7020045, ISSN 1911-8074,2014.

54- Abor . J.," **the effect of capital structure on profitability :empirical analysis of listed firms in Ghana**", journal of risk finance,6(5),2005 .

55- Adam Karp, "**The Capital Asset Pricing Model And Fama-French Three Factor Model In An Emerging Market Environment**", North West

University, South Africa , Gary van Vuuren, North West University, South Africa, International Business & Economics Research Journal –Third Quarter , Volume 16, Number 3 ,2017.

56- Allen, D. E., Singh, A. K. & Powell, R.**," Asset pricing, the Fama-French factor model and the implications of quantile regression analysis",** Edith Cowan University, School of Accounting, Finance and Economics & FEMARC Working Paper Series.n,2009.

57- Amirhosseini, Zahra, Fraydoon, Rahnamay Roodposhti, Mostafa Khosroyani – ,"a comparison between R-CAPM and Fama and French's models in predicting Tehran stock

exchange", Journal of Islamic Azad University Tehran Sience and Research Branch, Volume 10004/, 2006.

58- Amponsah S. K., A. K. Pep rah and R. K. Nyamekye, " **Optimal investment portfolio selection of some financial institutions in Ghana**" Herald Journal of Marketing and Business Management Vol. 3 (2):061 - 067 Septembe,2014.

59- Andrew , A ., Jun, L. ,***"Risk, Return, And Dividend"***, journal of financial economics, volume 85 ,2007.

60- Banz R. ," **The Relationship Between Return And Market Value Of Common Stocks**" , Journal of Financial Economics , vol : 9, March 1981.

61- Barasinska , Nataliya & Dorothea Schafer & Andreas Stephan **,"Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification**". Work paper Project funded under the social economic Sciences and Humanities, 2009.

62- Blanco ,Belen ,"**The use of CAPM and Fama and French Three Factor Model: portfolios selection**", "The use of CAPM and Fama and French Three Factor Model:

63- Benartzi, S., Thaler, H. R. ,**"Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans"**, American Economic Review, volume 91,2001.

64- Berger.A.N, Dipatti Bonaccorsi," **capital structure and firm performance : a new approach to testing pecking order theory and an application to banking industry**" , journal of banking and finance,30(4),2006.

65- Bhalla-v.k" Fundamentals OF investment management"SChand & company ltd New Delhi India , 2006.

66- Capaul, C.; Rowley, I.; and Sharpe, W. ,"**International value and growth stock returns**", Financial Analysts Journal, Vol. 49, 1993.

67- Cheung Y.; Leung Y. M.; and Wong K., ,"Small firm effect: evidence from Korean Stock Exchange, Small Business Economics", Vol. 6, 1994.

68- Connor, Gregory, Snnjay Sehgal ,**" Tests of the Fama and French Model in India,"** London school of economics, Houghton street- university of Delhi, South Campus, India – May 2011.

69- DeMiguel, V. et. al., **"Optimal Versus Naïve Diversification: How Inefficient is 1/N Portfolio Strategy?"**, Oxford University press on behalf of The Society of Financial Studies, Volume 22, 2007.

70- Derik, P. D. ,**"Naïve Diversification"**, CFA institute, Financial Analysts Journal, volume 54,1998.

71- Evans, J. L., Archer, S. H. **"Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis"**, Journal of Finance, Volume 23, 1968.

72- Fama, Eugene F and French, Kenneth R., "**The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence**"- Journal of economic perspectives- Volume 18, Number 3,2004.

73- Fama, Eugene F and . French ,Kenneth R ,"**A Five- Factor Asset Pricing Model**," Booth school of business, university of Chicago (Fama) and Amos Touch School of Business, Dartmouth College (French) ,2014.

74- Fama, Eugene F. & French ,Kenneth R**, "The Cross-Section of Expected Stock Returns",** Journal of Finance , vol, 47, 1992.

75- Fama, Eugene F., Kenneth R. French, ,"**Value Versus Growth the International Evidence"**, Journal of Finance, volume LIII, NO 6, pages 1975-1999, available,1998.

76- Giin , M , **Capital Assets Pricing Model : and banking sector Application in Istanbul stock exchange Market (1999-2009)** , Master thesis , Dogus University, 2010.

77- Hawanini, G.; Mitchel, P.; and Corhay, A. ,"A Look at The Validity of The Capital Asset Pricing Model in Light of Equity Market Anomalies: The Case of elgian Common Stocks", Working Paper,1989.

78- Keel, S. T. ,***"Optimal Portfolio Construction and Active Portfolio Management Including Alternative Investment"***, Doctoral Dissertation, Swiss Federal Institute of Economics, Zurich , Switzerland,2006.

- Markowitz , H. M. ,***"Portfolio Selection"***, the Journal of Finance , Volume 7, 791952.

80- Markowitz, H. M. ,***"Foundation of Portfolio Theory"***, Journal of Finance, Volume 46, Issue 2,1991.

81- Narasimhan Jegadeesh and Sheridan Titman, **"Profitability of memontum strategies: an evaluation of alternative explanations**," – The journal of finance – Volum LVI, No. 2, 2001.

82-Omet G., "**The Relationship Between Return And Market Values Of Common Stocks: Evidence From Securities Exchange (Amman Bourse) And Muscat Securities Market",** Dirasat, Administrative Sciences, Jordanian university,. vol: 28 , no: 2, 2001.

83- Panopoulou, Ekaterina and Sotiria Plastira," **Fama French factors and US stock return predictability**", – University of Piraeus – Department of Statistics and Insurance science – March 2011.

84- Paolo Tasca & Stefano Battiston **, " Diversification and Financial Stability**". Work paper, Foscari University Venice ,2012.

85- Paudel ,Rajan B. &Koirala , Sujan, **"Application of Markowitz and Sharpe Models in Nepalese Stock Market"** , The Journal of Nepalese Business Studies Vol.III, No.1,2006.

86- portfolios selection. Public and Municipal Finance" , 1(2) JOURNAL "Public and Municipal Finance" 2012.

87- Rossvoll, Eivind, ,"**Asset Pricing Models and the Norwegian Stock Market",** Master of Science in Financial Economics, NTNU, 2013.

88- Saftawi , M. Y.**, "An Investigation into the Role of Conventional and Liquidity Augmented Fama and French Three Factor Models in Palestine Exchange**," .IUG.Gaza.palestine,2016.

89- Simonson, I. ,***"The Effect of Purchase Quantity and Timing on Variety Seeking Behavior"***, Journal of marketing research, volume 27, 1990.

90- Srimarksuk, Manatsanan, **"Fama French Three Factor Model In Stock Exchange of Thailand in Energy Sector**", Master thesis, University of the Thai Chamber of Commerce,2007.

91- Taylan , KUNAL, **" Model de rentabilite a trois facteurs de fama et"**, ، Paris،university de Dauphine،project d'économétrie،FRENCH ,2010.

92- Tiwari, N. K. ,**" Required Rate of Return: A New Evolution Procedure"**, journal of financial and strategic decisions, volume 12, number 1,1999.

C- Websites

1- http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2002/52_C1-2.pdf

2- https://uomustansiriyah.edu.iq/media/lectures/10/10_2017_06_04!12_03_10_PM.pdf

3- https://alphabeta.argaam.com/article/detail/92542

4- **https://www.trend cast.com/blog/%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9%D8%A7%D9%84%D8%AF%D9%81%D8%AA%D8%B1%D9%8A%D8%A9-%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%85%D9%8A%D8%A9-%D9%84%D9%84%D8%B3%D9%87**

5https://staging.meemapps.com/term/57f9590bf517ee3061d0783f/Fama%20&%20French%20Three%20Factor%20Model-%D9%86%D9%85%D9%88%D8%B0%D8%AC%20%D9%81%D8%A7%D9%85%D8%A7%20%D9%88%D9%81%D8%B1%D8%A7%D9%86%D8%B4

6- **https://www.trend-cast.com/blog**

الملاحق

الملحق (1)

المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية – مجتمع وعينة الدراسة (2009_2017)

(المبالغ بملايين الدنانير)

ت	المصرف	تاريخ الأدراج	رأس المال التأسيسي	الرمز
1	مصرف العربية الإسلامي	30/8/2016	100,000,000,000	BAAI
2	مصرف آسيا العراق الإسلامي للاستثمار والتمويل	30/8/2018	100,000,000,000	BAIB
3	مصرف أمين العراق الإسلامي	22/12/2019	100,000,000,000	BAME
4	مصرف أشور الدولي للاستثمار	11/11/2007	250,000,000	BASH
5	مصرف بابل	8/7/2004	500,000,000	BBAY
6	مصرف بغداد	15/06/2004	100,000,000	BBOB
7	مصرف جيهان للاستثمار والتمويل الإسلامي	13/3/2017	25,000,000,000	BCIH
8	المصرف التجاري العراقي	25/07/2004	150,000,000	BCOI
9	مصرف دجلة والفرات للتنمية والاستثمار	11/5/2010	100,000,000,000	BDFD
10	مصرف دار السلام للاستثمار	15/6/2004	200,000,000	BDSI
11	مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل	1/2/2005	200,000,000	BEFI
12	مصرف إيلاف الإسلامي	3/4/2011	2,000,000	BELF
13	مصرف أربيل للاستثمار والتمويل	6/3/2018	265,000,000,000	BERI
14	مصرف الخليج التجاري	25/7/2004	600,000,000	BGUC
15	مصرف الاستثمار العراقي	15/06/2004	100,000,000	BIBI
16	مصرف التنمية الدولي للاستثمار والتمويل	2/5/2017	100,000,000,000	BIDB
17	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	25/07/2004	126,000,000	BIIB
18	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	8/7/2004	400,000,000	BIME
19	مصرف نور العراق الإسلامي للاستثمار	24/10/2016	250,000,000,000	BINI
20	المصرف الدولي الإسلامي	24/10/2016	100,000,000,000	BINT
21	مصرف الجنوب الإسلامي للاستثمار والتمويل	30/4/2018	250,000,000,000	BJAB
22	مصرف كوردستان الدولي الإسلامي للاستثمار والتنمية	01/11/2006	50,000,000,000	BKUI
23	مصرف العطاء الإسلامي	17/4/2017	50,000,000,000	BLAD
24	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	01/09/2005	1,000,000,000	BMFI
25	مصرف المنصور للاستثمار	01/07/2008	55,000,000,000	BMNS
26	مصرف المستشار الإسلامي للاستثمار	9/12/2019	100,000,000,000	BMUI
27	المصرف الوطني الإسلامي	28/1/2015	25,000,000,000	BNAI
28	المصرف الأهلي العراقي	08/07/2004	400,000,000	BNOI
29	مصرف الشمال للتمويل والاستثمار	1/9/2006	2,500,000,000	BNOR
30	مصرف القابض الإسلامي للتمويل والاستثمار	16/4/2017	100,000,000,000	BQAB
31	مصرف القرطاس الإسلامي للاستثمار والتمويل	23/1/2019	250,000,000,000	BQUR

32	مصرف الائتمان العراقي	8/7/2004	200,000,000	BROI
33	مصرف الإقليم التجاري للاستثمار والتمويل	13/9/2017	250,000,000,000	BRTB
34	مصرف سومر التجاري	04/09/2004	400,000,000	BSUC
35	مصرف الطيف الإسلامي للاستثمار والتمويل	15/5/2019	100,000,000,000	BTIB
36	مصرف عبر العراق للاستثمار	15/2/2015	56,500,000,000	BTRI
37	مصرف الثقة الدولي الإسلامي	8/8/2018	100,000,000,000	BTRU
38	مصرف المتحد للاستثمار	03/02/2009	1,000,000,000	BUND
39	مصرف الاتحاد العراقي	30/10/2006	2,000,000,000	BUOI
40	مصرف الوركاء للاستثمار	15/6/2004	250,000,000,000	BWAI
41	مصرف العالم الإسلامي للاستثمار والتمويل	29/3/2017	250,000,000,000	BWOR
42	زين العراق الإسلامي للاستثمار والتمويل	4/10/2016	100,000,000,000	BZII
43	العربية المتحدة للتحويل المالي	18/3/2015	45,000,000,000	MTUA

الملحق (2)

القيمة الدفترية للمصارف _عينة الدراسة (2009_2017)(المبالغ بملايين الدنانير)

	المصرف	2009 القيمة الدفترية	2010 القيمة الدفترية	2011 القيمة الدفترية	2012 القيمة الدفترية	2013 القيمة الدفترية	2014 القيمة الدفترية	2015 القيمة الدفترية	2016 القيمة الدفترية	2017 القيمة الدفترية
1	مصرف آشور الدولي	1.205	1.148	1.268	1.137	1.100	1.077	1.081	1.011	1.065
2	مصرف بغداد	1.284	1.188	1.240	1.180	1.170	1.170	1.074	1.131	1.108
3	المصرف التجاري العراقي	1.403	1.576	1.350	1.430	1.310	1.138	1.097	1.128	1.167
4	مصرف الاستثمار العراقي	1.241	1.180	1.170	1.190	1.200	1.135	1.125	1.159	1.132
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	1.011	1.011	1.120	1.155	1.150	1.055	1.088	1.045	1.071
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	1.559	1.320	1.373	1.300	1.421	1.160	1.266	1.388	1.492
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	1.193	1.288	1.198	1.101	1.293	1.302	1.04	1.05	1.05
8	مصرف المنصور للاستثمار	1.080	1.129	1.095	1.061	1.120	1.127	1.155	1.150	1.160
9	المصرف الأهلي العراقي	1.035	1.058	1.050	1.550	1.110	1.054	1.042	1.151	1.143
10	مصرف سومر التجاري	1.185	1.082	1.060	1.050	1.050	1.040	1.053	1.061	1.070
11	المصرف المتحد للاستثمار	1.127	1.230	1.240	1.240	1.130	1.056	1.072	1.078	0.991

الملحق (3)

القيمة السوقية للمصارف _عينة الدراسة (2009_2017))(المبالغ بملايين الدنانير)

	المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية	القيمة السوقية
1	مصرف أشور الدولي	63250	58696	66033	139500	155400	232500	107500	85000	75000
2	مصرف بغداد	208250	179000	392892	315000	515000	387500	292500	227500	152500
3	المصرف التجاري العراقي	87000	83400	127000	127000	138000	165000	102500	120000	122500
4	مصرف الاستثمار العراقي	80640	93025	95000	101000	150350	250000	170000	150000	105000
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	53751	46072	103407	186960	260580	237500	127500	150000	125000
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	92500	142000	375000	630000	675000	760000	580000	504000	512000
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	77500	45500	101250	171700	175740	147460	631250	141400	80800
8	مصرف المنصور للاستثمار	97500	105000	129000	290280	435000	210000	217500	247500	182500
9	المصرف الأهلي العراقي	43500	40500	85000	84000	124640	225000	137500	102500	117500
10	مصرف سومر التجاري	45000	56700	82000	154020	187300	250000	237500	225000	225000
11	المصرف المتحد للاستثمار	185000	264000	538000	460000	354000	213000	111000	93000	69000

الملحق (4)

عائد السهم للمحفظة الاستثمارية للمصارف _عينة الدراسة (2009_2017)

ت	المصرف	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم	العائد على السهم
1	مصرف أشور الدولي	0.171	0.109	0.119	0.111	0.080	0.039	0.043	0.059	0.054
2	مصرف بغداد	0.186	0.137	0.190	0.140	0.130	0.111	0.023	0.081	0.024
3	المصرف التجاري العراقي	0.064	0.221	0.070	0.130	0.060	0.037	0.029	0.030	0.040
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.091	0.119	0.100	0.014	0.173	0.116	0.070	0.041	0.016
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	0.013	0.002	0.011	0.148	0.140	0.027	0.032	0.026	0.028
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	0.265	0.091	0.160	0.113	0.121	0.095	0.106	0.118	0.104
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.138	0.204	0.140	0.080	0.192	0.009	0.009	0.016	0.014
8	مصرف المنصور للاستثمار	0.058	0.049	0.079	0.049	0.100	0.068	0.079	0.058	0.059
9	المصرف الأهلي العراقي	0.012	0.023	0.020	0.150	0.090	0.030	0.010	0.084	0.012
10	مصرف سومر التجاري	0.088	0.007	0.003	0.008	0.007	0.008	0.014	0.029	0.002
11	المصرف المتحد للاستثمار	0.140	0.220	0.220	0.210	0.100	0.072	0.066	0.004	0.004

الملحق (5)

المعدل الخالي من المخاطرة للمصارف_ عينة الدراسة (2009_2017) (%)

السنة	المعدل الخالي من المخاطرة %
2009	1.99
2010	7.01
2011	4.43
2012	3.49
2013	1.28
2014	3.65
2015	17.1
2016	27.5
2017	32.0

الملحق (6)

أسعار الأغلاق والافتتاح للمصارف _ عينة الدراسة (2009_2017))(المبالغ بملايين الدنانير)

ت	المصرف	2009		2010		2011		2012		2013	
		سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق
1	مصرف أشور الدولي	1.050	1.100	1.100	0.880	0.880	0.990	0.990	0.930	0.930	0.740
2	مصرف بغداد	2.200	2.450	2.450	1.790	1.790	3.480	3.480	1.800	1.800	2.060
3	المصرف التجاري العراقي	0.410	1.450	1.450	1.390	1.390	1.270	1.270	1.270	1.270	0.920
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.330	1.600	1.600	1.240	1.240	0.950	0.950	1.010	1.010	0.970
5	المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	0.360	1.050	1.050	0.900	0.900	1.010	1.010	1.230	1.230	1.290
6	مصرف كوردستان الدولي للاستثمار والتنمية	1.600	1.850	1.850	1.420	1.420	2.500	2.500	2.100	2.100	2.250
7	مصرف الموصل للتنمية 8والا9ستثمار	0.150	1.550	1.550	0.910	0.910	1.350	1.350	0.850	0.850	0.870
8	مصرف المنصور للاستثمار	0.720	1.300	1.300	1.400	1.400	1.290	1.290	1.230	1.230	1.740
9	المصرف الأهلي العراقي	0.310	0.870	0.870	0.810	0.810	0.850	0.850	0.840	0.840	0.820
10	مصرف سومر التجاري	0.720	0.900	0.900	0.810	0.810	0.820	0.820	1.020	1.020	1.000
11	المصرف المتحد للاستثمار	0.950	1.850	1.850	1.760	1.760	2.690	2.690	1.840	1.840	1.180

2017		2016		2015		2014	
سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح	سعر الأغلاق	سعر الافتتاح
0.300	0.340	0.340	0.430	0.430	0.930	0.930	0.740
0.610	0.910	0.910	1.170	1.170	1.550	1.550	2.060
0.490	0.480	0.480	0.410	0.410	0.660	0.660	0.920
0.420	0.600	0.600	0.680	0.680	1.000	1.000	0.970
0.500	0.600	0.600	0.510	0.510	0.950	0.950	1.290
1.280	1.260	1.260	1.450	1.450	1.900	1.900	2.250
0.320	0.560	0.560	0.250	0.250	0.730	0.730	0.870
0.730	0.990	0.990	0.870	0.870	0.840	0.840	1.740
0.470	0.410	0.410	0.550	0.550	0.900	0.900	0.820
0.900	0.900	0.900	0.950	0.950	1.000	1.000	1.000
0.230	0.310	0.310	0.370	0.370	0.710	0.710	1.180

Abstract :

The study aimed to identify the extent of the possibility of the three factors model of (Fama & French 1993) in interpreting the returns of the investment portfolios of the banks listed in the Iraq Stock Exchange, as the study community represented all the banks listed in the Iraq Stock Exchange, while the study sample represented (11).) a bank listed in the Iraq Stock Exchange for a period of (9) years from 1/1/2009 to 31/12/2017, and the methods of the Statistical Analysis Program (SPSS.V.20) were employed to study the relationship between the model variables, and the study came to the conclusion that The lack of statistical significance of the three factors model of (Fama & French 1993) on the returns of investment portfolios, and the study concluded that the bank's size factor is unable to explain the returns of the investment portfolios of the sample banks, and the study found the ability of the book value ratio factor to the market value, and the factor The market risk premium in explaining the increase in the returns of investment portfolios, and the study recommended the possibility of using other measures to express the size of the bank other than the market value such as (total assets, sales, number of employees..etc) from In order to deny or confirm the results that have been reached, and recommended the need for the competent authorities in the Iraqi Stock Exchange to prepare a special database that contains the returns of investment portfolios, due to its importance in preparing studies and assisting investors in taking various investment decisions in a rational manner.

Ministry of Higher Education and Scientific Research
Al- Qadisiyah University
College of Administration and Economics
Department of Finance and Banking Sciences
Graduate Studies

The extent of the possibility of the three factors model (Fama & French 1993) In interpreting the returns on investment portfolios of banks listed on the Iraq Stock Exchange: An applied study

Thesis submitted to the council of the faculty of Administration and Economics - Al-Qadisiyah University, which is part of Requirements for

a master's degree in Finance and banking Sciences

Zainab Khalil Jadou 'Al-Fatlawi

Supervised by

Prof. Dr. Salim Sallal Rahi Al-Hisnawi

1443 2021