



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة القادسية
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

أختبار نموذج العوامل الخمسة لـ Fama&French لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية : دراسة تطبيقية

رسالة ماجستير مقدمة الى
مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة القادسية
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

من قبل الطالبة
نبراس ماجد كاظم القرشي

بإشراف
الأستاذ الدكتور

أ.م. د عبد الله كاظم حسن السعدي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

(وَقُلْ أَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ
وَالْمُؤْمِنُونَ ۗ.....)

سورة التوبة الآية (105)

سورة التوبة الآية (105)

الاهداء

الى من بلغ الرسالة وأدى الامانة ونصح الامة إلى نبي الرحمة
ونور العاملين نبينا محمد (صلى الله عليه واله وسلم).

إلى من كللها الله بالهيبة والوقار إلى من علماني العطاء دون
انتظار إلى من أحمل اسمه بكل افتخار وتبقى كلماته نجوم
اهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الابد.....﴿والدي العزيز
وعمي الغالي﴾.

إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني
إلى بسمه الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سرّاً نجاحي وحنانها
بلسم جراحي إلى اغلى الحبايب ﴿امي الحبيبة﴾.

إلى المحبة التي لا تنضب والخير بلا حدود إلى من شاركهم كل
حياتي انتم زهرة حياتي وأنتم جوهرتي الثمينة وكنزي الغالي
....﴿اخواني واخواتي﴾.

إلى كل الأهل والأصدقاء الذين رافقوني وشجعوا خطواتي عندما
غالبتها الأيام لكم مني كل الحب والامتنان لما بذلتموه من النصح
والتوجيه.

أهدي هذا العمل المتواضع

الباحثة



شكر وامثان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على اشرف الانبياء والمرسلين نبينا
محمد (صلى الله عليه واله وسلم)

اما بعد

فإنني اشكر الله وافر الشكر أن وفقني وأعانني على اتمام هذه الرسالة، ثم أوجه آيات
الشكر والعرفان بالجميل إلى استاذي ومشرفي الفاضل الاستاذ المساعد الدكتور
﴿عبدالله كاظم حسن﴾ الذي منحني الكثير من وقته، وكان لرحابة صدره وسمو خلقته
واسلوبه المميز في متابعة الرسالة أكبر الأثر في المساعدة على اتمام هذا العمل وأسأل
الله التقدير أن يجازيه خير الجزاء وأن يكتب صنيعة بموازين حسناته.

كما أتقدم بأسمي آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة الى الذين حملوا أقدس رسالة
في الحياة الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة اساتذتنا الكرام في قسم الدراسات العليا
ومنهم (د.باسم ، د.جواد ، د.رحيم ، د.عبدالله ، د.فراس ، د.بشرى ، د.اسيل ، د.اثير
، د.حسين فلاح ، د.حيدر ، د.احمد نعيم) الذين قدموا لي الكثير باذلين جهوداً كبيرة
في بناء جيل ليؤدي مسؤولية نحو اجيال المستقبل.

وكما أتقدم جزيل شكري وعظيم تقديري الى رئيس لجنة المناقشة (أ.د سالم صلال راهي
الحسناوي) وأعضاءه المحترمين (أ.م.د سجاد محمد عطية الجنابي) و(أ.م.د فاضل
حميد هادي) لموافقهم على مناقشة رسالتي وقد اسدوا لي المشورة ، وقدموا لي
المعلومة جزاهم الله جميعا خير الجزاء و ادامهم الله سنداً لي

الباحثة



المستخلص :-

ان الغرض الاساس من هذه الدراسة اختبار نموذج العوامل الخمسة ل Fama&French لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، ولأجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع للدراسة .

تمثل مجتمع الدراسة لعينة الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في اثنتي عشر شركة من اصل (25 شركة) وكانت فترة الدراسة (7) سنوات من (2011) الى (2017) ، ومن اجل وصف وتحليل واختيار لغرض الوصول الى نتائج في ضوء البيانات المسحوبة من الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة ، وقد تم اخضاعها الى استعمال مجموعة من المؤشرات المهمة في التحليل المالي، والتي تمثلت في (1- معامل بيتا للسهم ، 2- معدل العائد المتوقع ، 3- القيمة السوقية للشركة ، 4- عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية ، 5- معامل الربحية ، 6- صافي الدخل ، 7- ربحية السهم الواحد ، 8- ومعامل الاستثمار).

وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج لعل ابرزها تمثل تميزت شركة الصناعات الكيماوية بمخاطرها العالية من خلال ما عكسه معامل بيتا للسهم والذي ظهر بانه اعلى من مخاطرة السوق وهذا يعكس الحساسية العالية لعائد السهم تجاه التغيير في عوائد محفظة السوق.



قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
	الآية القرآنية
أ	الاهداء
ب	شكر وامتنان
ت	المستخلص
ث	قائمة المحتويات
ج-ح	قائمة الجداول
خ	قائمة الأشكال
2-1	المقدمة
28-3	الفصل الأول: منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة
11-4	المبحث الأول: منهجية الدراسة
28-12	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
77-29	الفصل الثاني: -الفلسفة التاريخية للدراسة
45-30	المبحث الأول: انموذج Fama & French
59-46	المبحث الثاني: انموذج العوامل الخمسة
77-60	المبحث الثالث: العائد والمخاطرة
92-78	الفصل الثالث: -الجانب الميداني للدراسة
90-79	المبحث الأول: وصف وتحليل البيانات
92-91	المبحث الثاني: تحليل واختبار فرضيات الدراسة
97-93	الفصل الرابع: - الاستنتاجات والتوصيات
95-94	المبحث الاول : الاستنتاجات
97-96	المبحث الثاني : التوصيات
114-98	المصادر والمراجع
a	ملخص الرسالة باللغة الانكليزية

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	ت
12	الدراسات العربية التي تناولت انموذج Fama&French	1
22	بعض دراسات اجنبية سابقة	2
27	مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة	3
57	النموذج ثنائي العوامل	4
58	النموذج ثلاثي العوامل	5
59	انموذج رباعي العوامل	6
80	سعر السهم للشركات عينة الدراسة	7
81	مؤشر السوق للشركات عينة الدراسة	8
82	معامل بيتا للشركات عينة الدراسة	9
83	عدد الاسهم للشركات عينة الدراسة	10
84	سعر السهم للشركات عينة الدراسة	11
85	حجم الشركات عينة الدراسة	12
86	عامل القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركات عينة الدراسة	13
87	عامل القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركات عينة الدراسة	14
88	مجموع الموجودات	15
88	معدل نمو الاستثمار في الموجودات	16
89	صافي الدخل (الارباح بعد حساب الفوائد والضرائب)	17
90	عامل الربحية	18
91	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	19

قائمة الأشكال

الصفحة	الأشكال	ت
35	مخطط بياني يوضح تقدير معامل بيتا	1
71	العلاقة بين المخاطرة وعدد الموجودات في المحفظة	2

قائمة الملاحق

الملحق	ت
الشركات الداخلة في التحليل وسنة الادراج ورأس المال	1
سعر اسهم الشركات لسنة 2010	2

المقدمة Introduction

شهد العالم تطورات مالية غاية في الأهمية خلال السنوات الاخيرة ، مما أدى الى الانفتاح الاقتصادي فيما بين الدول المختلفة، فأصبحت الشركات الصناعية تمارس دور مهم في تنمية اقتصاديات الدول التي تعمل فيها، وبالتالي شهد العالم العديد من التغييرات الاقتصادية كان أهمها عولمة الأسواق العالمية واتفاقات تحرير التجارة العالمية وتحرير تجارة الخدمات المالية والتحرير التدريجي في تدفقات راس المال، مما ساهم ذلك في تحرير أنشطة هذه الشركات والاسهام في وجود منافسة بين الشركات الصناعية المحلية من جهة والشركات الاجنبية من جهة أخرى، وبالتالي جاء نموذج العوامل الثلاثي لـ Fama & French نتيجة الفشل الذي تعرض له أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الذي أعتمد على عامل واحد هو عامل المخاطرة (مخاطرة السوق) المقاسة بمعامل بيتا.

فقد اثبتت الدراسة فشل تطبيق نموذج CAPM (Capital Asset Pricing Model) في العديد من الاسواق المالية ويقصد بالنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) هو نموذج تسعير موسع يمثل عوامل الخطر وعوامل القيمة المعروضة للمخاطرة ، والمخاطرة التي تتعرض لها الاسواق ، وأن أنموذج Fama & French الخماسي افضل من أنموذج Fama & French الثلاثي بالتطبيق على العديد من الاسواق المالية ، كما أثبتت الدراسة ان العوائد غير العادية التي تحققها الأسهم في الاسواق المالية هي ناتجة عن عوامل المخاطرة وهي بمثابة علاوة عائد لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يتعرض لها.

ومتابعة بسيطة للأسواق وحركة أسهم ونشاطات المستثمرين عبر التدفقات المعلوماتية وتعدد قنواتها من قبل الباحثين والأكاديميين ، يظهر الكثير من الظواهر التي تستلزم الدراسة فيها،

ودراستها للوقوف على طبيعتها، وتقديم النصح والمشورة لفئات عديدة، وتقييم الظاهرة وتحديد أبعادها، والوقوف على سلبياتها وإيجابياتها، وتعد العلاقة بين العائد والخطر من أهم ما ينبغي الوقوف عنده.

ومما تقدم تم جاءت الدراسة اربع فصول رئيسة، تناول الفصل الاول مبحثين، خصص المبحث الاول لعرض المنهجية الدراسة ، بينما خصص المبحث الثاني لعرض مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت نموذج العوامل الخمسة لـ Fama&French لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

بينما ركز الفصل الثاني على الجانب النظري للدراسة وكان بواقع ثلاثة مباحث، اذ تناول المبحث الاول موضوع نموذج Fama&French، بينما المبحث الثاني تناول موضوع نموذج العوامل الخمسة ، في حين اوضح المبحث الثالث تناول موضوع العائد والمخاطرة. وكما خصص الفصل الثالث للجانب التطبيقي للدراسة، وتنتهي الدراسة بالفصل الرابع المتضمن الاستنتاجات والتوصيات.

الفصل الأول

منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة

المبحث الأول: منهجية الدراسة

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المبحث الاول

المنهجية الدراسة

أولاً:- مشكلة الدراسة

يمثل انموذج العوامل الخمسة ل Fama & French من أهم النماذج في الادارة المالية، إلا أن اهمال الأسواق المالية لأهمية هذا النموذج اسهم في إحداث قصور في التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية الناشئة، وعدم ربط عوائد الاسهم في مثل هذه الاسواق بخصوصيات ومؤشراتها الاساسية مثل معدل الاستثمار والربحية وحجم الشركة وغيرها، إذ ان هذه المواضيع لاقت اهتماماً كبيراً بين الشركات المدرجة في سوق العراق المالي كونها تمثل المرتكز الأساس الذي يمكن من خلالها الحد من معدلات المخاطرة إلى أدنى حد ممكن، وتتمثل مشكلة الدراسة بالتساؤل الرئيسي الآتي:

// هل بالأمكان اختبار نموذج العوامل الخمسة ل Fama&French لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ؟

ثانياً:- أهمية الدراسة :-

ان أهمية الدراسة الحالية تتبع في النقاط التالية:

- 1) التعرف على انموذج العوامل الخمسة ل Fama & French كونه بين النماذج المالية المهمة التي لاقت اهتمام عال بين الباحثين.
- 2) تستمد الدراسة اهميتها الميدانية من خلال اسهامها في نواحي حيوية منها تعريف الشركات عينة الدراسة بضرورة الاهتمام بانموذج Fama&French من أجل تعظيم عوائد الاسهم الخاصة بها.

3) استخدام نماذج تسعير جديدة على المستويات السوقية والقطاعية من خلال ربطها بأحد أهم المؤشرات الاقتصادية للاسواق الناشئة.

4) اقتراح مجموعة من النتائج التي يمكن من خلالها النهوض باداء الشركات في سوق العراق للاوراق المالية من أجل اكسابها المزيد من القدرة ، والدعم لمنافسة الشركات الاجنبية.

ثالثاً:- أهداف الدراسة :-

تتعرض أهداف الدراسة في النقاط التالية:

1) معرفة قدرة الشركات الصناعية في سوق العراق للاوراق المالية على استعمالها لانموذج Fama & French .

2) تحديد الاساليب التي مكن من خلالها تعظيم عوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة.

3) قياس أثر عوامل نموذج فاماوفرانس الخماسي في التنبؤ بعوائد الاسهم على المستوى السوقي.

4) التعرف على اثر عوامل نموذج فاماوفرانس الخماسي في التنبؤ بعوائد الاسهم على المستوى القطاعي.

رابعاً:- فرضيات الدراسة :-

وفقا لما جاءت به مشكلة الدراسة من تساؤل رئيسي يمكن افتراضه بالاجابة الاتيه وهي :

بالأمكن اختبار نموذج العوامل الخمسة لFama & French لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

خامساً:- مجتمع عينة الدراسة :-

تمّ تحديد مجتمع الدراسة بالقطاع الصناعي في سوق العراق للاوراق المالية، والتي تتمثل بـ (12) شركة عراقية موزعة على اساس مجموعة من الشركات الصناعية الخاصة ، وعليه فقد تم اعداد الدراسة على كافة الشركات المدرجة في هذه القطاعات ابتداءً من سنة 2011 - سنة 2017 وعلى مختلف الشركات. ولعل المبررات التي تقف وراء اختيار هذه المدة هي:

(1) نتيجة حداثة البيانات وخاصة في البيانات الخاصة بالشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية .

(2) كون ان نموذج Fama&French الخماسي يعتمد على استعمال بيانات حديثة لكي يكتسب الدقة والموثوقية في البيانات

(3) إبراز دور Fama & French في تحسين وتعظيم عوائد الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية. وعليه يبين الملحق رقم (1) الشركات الداخلة في التحليل

سادساً: الأساليب المالية والإحصائية المستعملة :-

يمكن بيان الاساليب المالية والاحصائية التي تم استعمالها في استخراج النتائج الخاصة بالدراسة في النقاط الاتية:

1. معامل بيتا للسهم: ويقاس وفق الصيغة الاتية:

$$B_j = \frac{\sigma^2(R_j, R_m)}{\sigma^2 R_m} \dots \dots \dots (1)$$

حيث ان:

$$Bj = \text{عامل بيتا}$$

$$\text{CON} = \text{الارتباط} \times \text{الانحراف}$$

$$Rj = \text{عائد السهم}$$

$$Rm = \text{عائد محفظة السوق}$$

$$\sigma^2(Rj, Rm) = \text{التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق}$$

$$\sigma^2 Rm = \text{تباين معدل عائد محفظة السوق.}$$

2. حجم الشركة: ويقاس وفق الصيغة الآتية:

$$\text{MVE} = \text{Number of Shares traded} \times \text{Share Price in the Market} \dots\dots (2)$$

حيث ان:

$$\text{MVE (Market Value Equity)} = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}$$

$$\text{Number of Shares traded} = \text{عدد الاسهم المتداولة}$$

$$\text{Shares Price in the Market} = \text{سعر السهم في السوق}$$

3. عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية: ويقاس وفق الصيغة الآتية:

$$\text{Book} \frac{\text{Value}}{\text{Marketvalue}} = \frac{\text{Book Valu of The Share}}{\text{Shares Price in the Market}} \dots\dots\dots (3)$$

حيث ان =

$Book Value/Marketvalue$ = القيمة الدفترية على القيمة السوقية

$Book Value of The Share$ = القيمة الدفترية للسهم

$Shares Price in the Market$ = سعر السهم في السوق (Ehrhardt &

Brigham, 2011:95).

4. عامل الربحية: ويقاس عامل الربحية وذلك من خلال الاتي:

أ. العائد على حق الملكية : ويتم قياسه وفق الصيغة الاتية :

$$ROE = \frac{NI}{E} \dots\dots\dots (4)$$

حيث ان:

ROE (Return On Equity) = معدل العائد على حق الملكية

NI = صافي الدخل (الارباح بعد حساب الفوائد والضرائب)

E = حق الملكية (Martinsa & Eid, 2015:27)

ب. ربحية السهم الواحد وفق الصيغة الاتية :

$$EPS = \frac{Net Incom}{Common Stock Number} \dots\dots\dots (5)$$

حيث ان:

EPS (Earning Per Share) = ربحية السهم الواحد

Net Income = صافي الربح

Common Stock Number = عدد الاسهم العادية

5. معدل نمو الاستثمار: ويقاس وفق الصيغة الاتية:

$$INV = \frac{Assets_t - Assets_{t-1}}{Assets_{t-1}} \dots \dots \dots (6)$$

حيث ان:

INV (Investment Value) = نمو الاستثمار

Assets_t = مجموع الموجودات في السنة الحالية

Assets_{t-1} = مجموع الموجودات في السنة السابقة (الحسناوي، 2018: 96) (Martinsa &)

(Eid, 2015: 27)

أ. مقياس عوائد الاسهم

أ) العائد المتوقع: - ويتم حسابه وفق الصيغة الاتية

$$(7) \dots \dots \dots \frac{\text{مجموعة العوائد}}{\text{عددها}} = \text{العائد المتوقع}$$

(الحسناوي، 2018: 96)

ب) الانحراف المعياري: - ويتم حسابه وفق الصيغة الاتية

$$S = \sqrt{\sum_{t=1}^n (Ri - E(RI))^2 Pi} \dots \dots \dots (8)$$

حيث ان:

$Ri =$ معدل العائد المتحقق

$E(RI)^2 =$ معدل العائد المتوقع

$Pi =$ التوزيع الاحتمالي

ج) تسعير المخاطرة (مخاطرة السوق) :- يمكن التعرف على العلاقة بين العائد والمخاطرة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model (CAPM)، في أدناه نوضح نموذج تسعير الرأسمالية (CAPM) وهي:

$$RRR = RF + (RM - RF)\beta \dots \dots \dots (9)$$

حيث إن:

RRR (Required Rate Return) : معدل العائد المطلوب للسهم العادي.

RF (Return Free) : المعدل الخالي من المخاطرة.

B: معامل بيتا .

RM (Return Middle) : متوسط معدل العائد لمحفظه السوق

(Besley&Brigham;2008;330).

سابعاً: ادوات جمع البيانات والمعلومات :-

من اجل اغناء جوانب الدراسة تم الاعتماد على اسلوبين هما:

1) متغيرات الدراسة : يتمثل هذا الاسلوب في استعمال مجموعة من الكتب، والبحوث، والمقالات، والمجلات الرصينة، ورسائل الماجستير والاطاريج الجامعية، فضلا عن استعمال الشبكة العنكبوتية العالمية (الانترنت).

2) الاسلوب التطبيقي: يتمثل هذا الاسلوب في استعمال مجموعة من القوانين والبرامج الاحصائية والمالية من اجل اغناء الجانب التطبيقي للدراسة.

ثامناً: -الحدود الزمانية و المكانية للدراسة :-

تضمنت حدودا رئيسية وهي :

1- الحدود الزمانية :-

تم اعتماد البيانات الواقعة (7) سنوات بين المدة من (2011) الى (2017).

2- الحدود المكانية :-

اجريت الدراسة في قطاع صناعي للأوراق المالية بوصفها الحدود المكانية للدراسة ، اذ تم اختيار

بعض الشركات الصناعية الخاصة .

المبحث الثاني

الدراسات السابقة

توطئة

يتناول هذا المبحث الجهود المعرفية التي تناولتها البعض الدراسات السابقة لموضوع انموذج Fama&French، والذي يمكن من خلال هذه الدراسات بيان طبيعة ونوع التطور المعرفي الخاص بهذا الانموذج، وعليه استهدفت الدراسة اهداف وعينة والأساليب المالية واهم النتائج الخاصة بالدراسات موضوع الدراسة، والجدول (1) يوضح بعض الدراسات السابقة التي تناولت انموذج Fama&French العوامل الخمسة وهي كما يلي:

(1) بعض الدراسات العربية

الجدول (1) سوف نستعرض اهم الدراسات العربية التي تناولت انموذج Fama&French وهي كالآتي:

الجدول (1) الدراسات العربية التي تناولت انموذج Fama&French

درويش، 2008	الدراسة 1
اختبار نموذج Fama and French ثلاثي العوامل في تفسير العوائد في بورصة عمان	عنوان الدراسة
اختبار نموذج Fama and French وقدرته على تفسير العوائد في بورصة عمان	هدف الدراسة
تمثل مجتمع وعينة الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة ضمن بورصة عمان والبالغ عددها (90) شركة للفترة من 1984 - 2004.	مجتمع وعينة الدراسة

استخدمت الدراسة انموذج تسعير الموجودات الرأسمالية	الأساليب المستخدمة
<p>(1) ان انموذج الموجودات الرأسمالية غير قادر على تفسير العوائد في بورصة عمان ، أذ استطاع تفسير ما نسبته 42% فقط من العوائد.</p> <p>(2) ان عوامل Fama and French مجتمعة في نموذج انحدار متعدد وفي حالات خاصة الا ان الدراسة لم تتوصل الى قدرة نموذج Fama and French على تفسير العوائد في بورصة عمان حيث استطاع تفسير ما نسبته 47% فقط.</p>	أهم نتائج الدراسة
ان تطبيق نموذج Fama and French من قبل بورصة عمان يسهم في معالجة وتفسير اسباب تراجع العوائد بالنسب المعهودة.	أهم توصيات الدراسة
البريكات، 2009	الدراسة 2
اختبار تأثير نموذج ثلاثي العوامل لـ (Fama and French, 1993) على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الاردنية	عنوان الدراسة
معرفة تأثير انموذج ثلاثي العوامل لـ (Fama and French, 1993) والمتضمن (الحجم، والقيمة الدفترية الى القيمة السوقية، وعائد السوق) على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الاردنية للفترة من 2003 – 2007.	هدف الدراسة
تمثلت مجتمع الدراسة في قطاع المصارف الخاص في بورصة عمان، فيما شملت العينة 7 مصارف	مجتمع وعينة الدراسة
النسب المالية الخاصة بانموذج Fama&French ثلاثي العوامل	الأساليب المستخدمة
قدرة عاملي الحجم وعائد السوق على تفسير الزيادة في عوائد المحافظ	أهم نتائج الدراسة

<p>الاستثمارية لدى البنوك مجتمع الدراسة، وان عامل نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية كان ضعيف في تفسير تلك الزيادة.</p>	
<p>وتوصي الدراسة بانه يتعين ان تعمل البنوك الاردنية على تطوير نموذج فاما وفرانش ثلاثي العوامل واستثمار قدراتها من اجل تعزيز عوائد المحافظ الاستثمارية لديها</p>	<p>أهم توصيات الدراسة</p>
<p>عرنوق، 2015</p>	<p>الدراسة 3</p>
<p>اثر عوامل Fama&French في التنبؤ بعوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>بيان قدرة نموذج Fama&French في التنبؤ بعوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة وخاصة نموذج Fama&French خماسي العوامل</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>اسواق دبي المالية</p>	<p>مجتمع وعينة الدراسة</p>
<p>معدل النمو، معامل بيتا، ومعاملات نموذج Fama&French</p>	<p>الأساليب المستخدمة</p>
<p>(1) اعتبار عوامل نموذج Fama&French الخماسي قادرة على التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق دبي على المستوى السوقي، على المستوى القطاعي وعلى المستوى القطاعي المعدل.</p> <p>(2) اعتبار عوامل نموذج الخماسي المعدل لعامل GDP (Gross Damastic Prednch) قادرة على التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق دبي على المستوى السوقي، المستوى القطاعي والمستوى القطاعي المعدل.</p> <p>(3) تحسن قدرة نموذج Fama&French الخماسي على التنبؤ بعوائد الأسهم</p>	<p>أهم نتائج الدراسة</p>

<p>بعد إضافة معدل نمو الناتج المحلي GDP لـ 68% من مجموع الحالات التي جرى اختبار النموذجين عليها على المستوى السوقي، ولـ 57% من مجموع الحالات التي جرى اختبار النموذجين عليها على المستوى القطاعي، ولـ 68% من مجموع الحالات التي جرى اختبار النموذجين عليها على المستوى القطاعي المعدل</p>	
<p>ضرورة العمل على إتمام دراسات مماثلة في الاسواق العربية الناشئة وذلك لبيان مدى نجاح مثل هذه النماذج الجديدة بالتنبؤ بعوائد الاسهم في مثل تلك الاسواق الامر الذي يمهد الانتقال إلى أدوات مالية جديدة في التحليل والتنبؤ بالعوائد المتوقعة لأسهم هذه الاسواق ، وخاصة في سوق دمشق المالي عند استقرار الحالة الاقتصادية للجمهورية العربية السورية وذلك لاستبعاد آثار أية عوامل ترتبط بالازمة والتي قد يكون لها تأثير على نتائج أية دراسة قد يتم اجراءها، إضافة إلى تجاوز الصعوبات الاخرى التي تم ذكرها في محددات الدراسة والتي تحول دون</p>	<p>أهم توصيات الدراسة</p>
<p>جبر وصالح، 2018</p>	<p>الدراسة 4</p>
<p>تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج Fama&French ذو العوامل الخمسة</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>يهدف البحث الى اختبار نموذج Fama&French خماسي العوامل لتقييم لاسهم العادية</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>تمثل مجتمع الدراسة القطاع المصرفي في سوق العراق للاوراق المالية، اذ تمثلت فترة الدراسة من (2005 - 2014) فيما شملت عينة الدراسة (11)</p>	<p>مجتمع وعينة الدراسة</p>

مصرف ..	
عوائد الحجم، والقيمة الدفترية الى القيمة السوقية، والربحية، والاستثمار، ومعامل بيتا.	الأساليب المستخدمة
يمكن اعتماد نموذج Fama&French خماسي العوامل في تقييم الاسهم العادية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية لكونه اظهر قدرة تفسيرية عالية لاختلافات عوائد الاسهم، وهذا يثبت قدرته على احتواء جميع المخاطر ومن ثم يستطيع تعويض المستثمر عنها، كما يعد عامل الربحية من ابرز العوامل المؤثرة في عوائد الاسهم في هذا النموذج والتي يكون لها انعكاس واضح وملموس على هذه الاسهم وقيمتها السوقية.	أهم نتائج الدراسة
توصلت الدراسة الى قدرة نموذج فاما وفرانش على احتواء جميع المخاطر ومن ثم يستطيع تعويض المستثمر عنها، ويعد عامل الربحية من ابرز العوامل المؤثرة في عوائد الاسهم في هذا النموذج والتي يكون لها انعكاس واضح وملموس على هذه الاسهم وقيمتها السوقية.	أهم توصيات الدراسة
حشايشي، 2018	الدراسة 5
نموذج مقترح لتقييم الاصول المالية في الاسواق المالية العربية: دراسة قياسية	عنوان الدراسة
تهدف الدراسة الحالية الى اقتراح نموذج لتقييم الموجودات المالية في الاسواق المالية العربية بالاستناد الى انموذج فاما وفرانش التقليدي والمعدل	هدف الدراسة
تمثلت مجتمع وعينة الدراسة في الاسواق المالية العربية وكانت عينة الدراسات (السعودية، وقطر، والبحرين، والاردن، ومصر) للفترة من 2013 – 2017	مجتمع وعينة الدراسة

استخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية ومقارنتها مع نموذج Fama&French التقليدي	الأساليب المستخدمة
ان النموذج المقترح اضاف متغيرات اخرى علاوى مخاطر السوق والتي تُعد المتغير الوحيد المدرج في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية.	أهم نتائج الدراسة
أن النموذج المقترح أضاف متغيرات أخرى إلى جانب علاوة CAPM مع مقدرات هذه المتغيرات ظهرت بمعنوية إحصائية فيجل ، CAPM مخاطر السوق، والتي تعتبر المتغير الوحيد المدرج في الأسواق المدروسة، مع تفاوت درجة تأثيرها من سوق إلى آخر، وهو ما يعتبر نقطة قوة للنموذج المقترح مقارنة مع نموذج التقليدي. CAPM	أهم توصيات الدراسة
الكور والوظيفة، 2018	الدراسة 6
اختبار قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير عوائد الاسهم	عنوان الدراسة
اختبار العوامل الثلاثة والمتمثلة في (علاوة مخاطرة السوق، وحجم الشركة، ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية) وفقا لانموذج Fama&French	هدف الدراسة
تمثل عينة سوق بورصة عمان للاوراق المالية للفترة من (2001 - 2014)	مجتمع وعينة الدراسة
معامل بيتا السهم، وسعر الاغلاق، مقاييس انموذج العوامل الثلاثة	الأساليب المستخدمة
1) تم التحقق من قدرة نموذج العوامل الثلاثة على تفسير التغيرات السعرية للاسهم اذ حقق الانموذج قدرة تفسيرية ذات دلالة احصائية في حدود 61%. 2) من خلال الادخال المتزامن واستبعاد علاوة المخاطرة من نموذج العوامل الثلاثة حدث انخفاض كبير في القوة التفسيرية للانموذج حتى وثلت الى	أهم نتائج الدراسة

<p>0.5%. (3) تم التحقق من التغيرات التي تحدث بعد استبعاد عاملي الحجم والقيمة من نموذج العوامل الثلاثة وهو ما يعني اختبار قدرة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية على تفسير عوائد الاسهم.</p>	
<p>أنه يمكن استخدام نموذج العوامل الثلاثة في أي مجال تطبيقي يتطلب تقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار. كما أوصت المستثمرين والمحللين الماليين ومديري المحافظ الاستثمارية بالتحوط عند استخدام نماذج التسعير بشكل عام وذلك لتجنب أي تغيرات مفاجئة وغير متوقعة قد يكون لها الأثر السلبي على أسعار الأسهم، لأن كل نموذج لا يستطيع احتواء جميع التباينات في متوسط العوائد.</p>	<p>أهم توصيات الدراسة</p>
<p>الخفاجي وعبد الرسول، 2019</p>	<p>الدراسة 7</p>
<p>تأثر استخدام نموذج خماسٍ العوامل المعدل Fama&French على العوائد الاضافية لمحظة الاسهم</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>اختبار القوة التفسيرية لنموذج خماسي العوامل المعدل لفاماوفريش في تفسير العوائد الاضافية لسوق العراق للاوراق المالية للفترة 2009 – 2017.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>تمثل مجتمع الدراسة في سوق العراق للاوراق المالية، اذ ضمت بعض الدراسة القطاع المصرفي وفق (34) شركة مدرجة مع (306) مشاهدة</p>	<p>مجتمع وعينة الدراسة</p>
<p>أساليب النموذج الخماسي لنموذج Fama and French</p>	<p>الأساليب المستخدمة</p>
<p>ان النموذج يمكن ان يحسن العوائد اذا تم تشكيل المحافظ على اساس عاملي</p>	<p>أهم نتائج الدراسة</p>

حجم الشركة وربحية السهم.	
أن المتغيرات المستقلة لها تأثير على العوائد الفائضة كمتغير تابع. أن نموذج العوامل الخمسة FF يمكن أن يؤدي إلى عائد أفضل للمستثمرين إذا كانت محافظهم الخاصة بالمتوسط على أساس عامل الحجم (SMB) وعامل الربحية (RMW)، هناك أوصى البحث بإيلاء الاهتمام لهذه الأولويات.	أهم توصيات الدراسة
شمخي وحسين، 2019	الدراسة 8
اختبار نموذج ثلاثي العوامل لـ Fama and French في سوق العراق للاوراق المالية	عنوان الدراسة
دراسة اختبار انموذج ثلاثي العوامل Fama and French في سوق العراق للاوراق المالية	هدف الدراسة
تمثلت مجتمع الدراسة في سوق العراق وكانت (40) شركة مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية	مجتمع وعينة الدراسة
تم استخدام برنامج SPSS وبرنامج Excel,2010 في تحليل النتائج	الأساليب المستخدمة
وجود علاقة ارتباط عالية وقوية بين متغيرات النموذج في السوق.	أهم نتائج الدراسة
توصي الدراسة بأهمية تطبيق الأنموذج في السوق لإعطاء صورة واضحة عن النماذج المالية التي تتوافق مع سوق العراق للأوراق المالية.	أهم توصيات الدراسة
عكار وناصح، 2020	الدراسة 9
اختبار تأثير نموذج العوامل المتعددة (Fama & French) في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في سوق عمان	عنوان الدراسة

بناء محفظة الاسهم المثلى في سوق عمان للاوراق المالية بأستخدام نموذج Fama&French	هدف الدراسة
تمثل سوق عمان للاوراق المالية حيث تم استهداف قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، والقطاع المالي للفترة 2013 - 2017	مجتمع وعينة الدراسة
استخدام العوامل الداخلية في نموذج Fama&French	الأساليب المستخدمة
ان قطاع الخدمات في سوق عمان للاوراق المالية يُعد افضل قطاع في سوق عمان للاوراق المالية بالمقارن مع قطاع الصناعة والقطاع المالية حيث حقق قطاع الخدمات اعلى عائد وبمخاطرة معقولة قياسا بالقطاعات الاخرى.	أهم نتائج الدراسة
إن تحقق أفضل موازنة ممكنة ما بين العوائد و المخاطرة فيما بين القطاعات التي يستثمر بها المستثمرين في سوق عمان للأوراق المالية يؤدي إلى بناء محفظة استثمارية مثلى.	أهم توصيات الدراسة
Al-Mwalla& Karasneh,2011	الدراسة 10
نموذج Fama and French الثلاثي : دليل من الاسواق الناشئة في عمان	عنوان الدراسة
اختبار انموذج فاماوفرانث ثلاثي العوامل لتفسير الانحرافات في عوائد الاسهم المدرجة في سوق عمان للاوراق المالية	هدف الدراسة
الشركات المدرجة في سوق عمان للاوراق المالية للفترة من (1999 - 2010)	عينة الدراسة
معامل بيتا، وعوائد الاسهم	الأساليب المستخدمة
ان وجود قدرة تفسيرية لعاملي الحجم والقيمة في التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق	أهم نتائج الدراسة

عمان المالي	
أن نموذج فاما وفرنش يقدم شروحات تفسيرية أكبر من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التقليدي	أهم توصيات الدراسة
Al Saftawi, 2016	الدراسة 11
اختبار دور نموذج Fama and French التقليدي والمعدل للعوامل الثلاثة في بورصة فلسطين	عنوان الدراسة
تهدف الدراسة الحالية الى فحص دور السيولة في نموذج Fama and French التقليدي والمعدل	هدف الدراسة
تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المسجلة في بورصة فلسطين والبالغة (39) شركة من عام 2007 - 2015.	مجتمع و عينة الدراسة
استخدام معامل مخاطرة السوق، ومخاطرة الحجم، ومخاطرة القيمة، ومخاطرة عدم السيولة	الأساليب المستخدمة
1) ان دمج عوامل Fama and French الثلاثة يسهم في بناء انموذج لتعظيم عوائد الشركات المدروسة وبمعد 68%. 2) وجود علاقة قوية بين الاستجابة والعوامل التفسيرية الداخلة في تحليل الدراسة.	أهم نتائج الدراسة
توصي الدراسة باستخدام نموذج فاما وفرنش التقليدي مع الاخذ بعين الاعتبار العائد الخالي من المخاطر والذي اقترحتة الدارسة، وذلك حتى يكون الاستثمار محدد بهامش امان للمستثمرين.	أهم توصيات الدراسة

2) الدراسات الأجنبية

الجدول (2) بعض دراسات اجنبية سابقة

Connor& Sehgal,2001	الدراسة 1
Tests of the Fama and French model in India اختبار نموذج Fama and French في الهند	عنوان الدراسة
اختبار انموذج Fama and French في سوق الهند للاوراق المالية	هدف الدراسة
سوق الهند للاوراق المالية حيث تضمن الدراسة 117 شركة وللفترة من (1989 – 1999)	عينة الدراسة
استخدام الانموذج التقليدي ثلاثي العوامل في تحليل النتائج	الأساليب المستخدمة
ان عوامل Fama and French عدا مخاطر السوق ذات قدرة تفسيرية اعلى لعوائد الاسهم، فضلا عن وجود علاقة متداخلة بين عوامل Fama and French وربحية السهم.	أهم نتائج الدراسة
وجود ادلة مختلطة على عوامل السوق الموازية ، والحجم ، وعوامل من كتاب إلى سوق في الأرباح ؛ لم نجد أي صلة موثوقة بين عوامل المخاطرة الشائعة في الأرباح وتلك الموجودة في عوائد الأسهم. النتائج التجريبية ، ككل ، متسقة بشكل معقول مع نموذج العوامل الثلاثة Fama الفرنسية.	أهم توصيات الدراسة
Rahim& Nor, 2006	الدراسة 2
A Comparison Between Fama and French Model and Liquidity-Based Three Factor Models in Predicting Portfolio	عنوان الدراسة

>Returns. مقارنة بين نموذج Fama and French ونموذج العوامل الثلاثة على السيولة في التنبؤ بعائدات المحفظة الاستثمارية	
تقييم دقة التنبؤ للنموذجين من ثلاثة عوامل تعتمد على السيولة	هدف الدراسة
تمثل مجتمع الدراسة الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا والبالغ عددها (480) شركة وللفترة من (1987 - 2000) لتقييم النموذج، والفترة بين (2001 - 2004) كعينة للدراسة	مجتمع وعينة الدراسة
استخدام نسب السيولة	الأساليب المستخدمة
ان نموذج المؤشر المتعدد يتفوق على النماذج الاخرى المتنافسة، ويشير الى التنبؤ بالعائدات على الاسهم المتداولة في بورصة ماليزيا ويمكن تحسينه بشكل طفيف من خلال دمج مخاطرة انخفاض السيولة في نموذج ثلاثي العوامل	أهم نتائج الدراسة
أن التنبؤ بالعوائد على الأسهم المتداولة في بورصة ماليزيا يمكن تحسينه بشكل طفيف من خلال دمج مخاطر عدم السيولة في نموذج ثلاثي العوامل في شكل ديليك.	أهم توصيات الدراسة
Pham& Long,2007	الدراسة 3
Constructing Fama–French factors from style indexes: Japanese evidence بناء عوامل انموذج Fama and French من اسلوب المؤشرات: ادلة يابانية	عنوان الدراسة
اختبار نموذج Fama and French في سوق طوكيو للاوراق المالية	هدف الدراسة

الشركات المدرجة في سوق طوكيو للاوراق المالية والبالغ عددها (33) للفترة من 1984 – 2004.	مجتمع وعينة الدراسة
ان القيم لمعامل الحجم كانت ايجابية ومعنوية لـ 24 مؤشر، بينما كانت قيم عامل القيمة ايجابية ومعنوية لـ 14 مؤشر.	الأساليب المستخدمة
يمكن من خلال عوامل انموذج Fama and French المتبعة بناء انموذج يمكن من خلاله تعزيز ايرادات اسواق طوكيو للاوراق المالية	أهم نتائج الدراسة
يتم تقييم أداء الاختيار المعياري من خلال طريقة مباشرة وبسيطة معممة لاختبار اللحظات (GMM). يمكن لعوامل FF المبنية ببساطة أن تفسر عوائد 33 مؤشرًا صناعيًا لجميع الأسهم العادية المدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو للأوراق المالية. عند أخذ أقساط مخاطر FF في الاعتبار ، فإن العثور على انعكاس تأثير الحجم خلال فترة ما بعد الفقاعة يؤكد نتائج مماثلة من الأدبيات السابقة.	أهم توصيات الدراسة
Blanco,2012	الدراسة 4
the use of CAPM and Fama and French Three Factor Model: portfolios selection استخدام نموذج تسعير الموجودات الرأس مالية ونموذج Fama and French ثلاثي العوامل : المحفظة الاستثمارية	عنوان الدراسة
قياس امكانية بناء المحفظة في سوق الاوراق المالية الامريكية	هدف الدراسة
سوق الاوراق المالية الامريكية للفترة الزمنية (1926 – 2006)	مجتمع وعينة الدراسة

العائد المتوقع، حجم الشركة، والقيمة الدفترية الى القيمة السوقية	الأساليب المستخدمة
ان نموذج Fama and French افضل من نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية.	أهم نتائج الدراسة
أن Fama و French Three Factor Model أفضل من CAPM وفقاً لهدف شرح العوائد المتوقعة للمحافظ . ومع ذلك ، تظهر الورقة أن النتائج تختلف حسب كيفية تشكيل المحافظ.	أهم توصيات الدراسة
Manolakis, 2012	الدراسة 5
Fama and French three factor: Application study in greece stocks exchange انموذج ثلاثي العوامل لـ Fama and French: دراسة تطبيقية في سوق اليونان للاوراق المالية	عنوان الدراسة
اختبار عوائد الاسهم وفق انموذج ثلاثي العوامل Fama and French في سوق اليونان للاسهم	هدف الدراسة
سوق اليونان للاوراق المالية	عينة الدراسة
انموذج GARCH	الأساليب المالية
انه من خلال استخدام انحدار السلاسل الزمنية ان متوسط العائد يتم توضيحه من خلال التعرض لهذه العوامل الثلاثة وليس عن طريق عامل واحد في السوق.	أهم نتائج الدراسة
توصي الدراسة باستثمار انموذج ثلاثي العوامل Fama and French في	أهم توصيات الدراسة

تحسين متوسط العوائد في بورصة اليونان	
Fama & French, 2015	الدراسة 6
A five-factor asset pricing model. نموذج تسعير الموجودات خماسي العوامل	عنوان الدراسة
قياس دور نموذج خماسي العوامل في جامعة شيكاغو	هدف الدراسة
تمثل مجتمع الدراسة في جامعة شيكاغو	عينة الدراسة
Fama and French المعادلات المالية الخاصة في النموذج خماسي العوامل ل	الأساليب المالية
Fama and French امكانية بناء محفظة استثمارية وفق نموذج	أهم نتائج الدراسة
أداء النموذج ليس حساساً للطريقة التي يتم بها تحديد عوامله. مع إضافة عوامل الربحية والاستثمار ، يصبح عامل القيمة لنموذج FF ثلاثي العوامل زائداً عن الحاجة لوصف متوسط العوائد في العينة التي ندرسها.	أهم توصيات الدراسة
Chen et al., 2017	الدراسة 7
he Application in the Portfolio of China's A-share Market with Fama-French Five-Factor Model and the Robust Median Covariance Matrix تطبيق المحفظة في سوق الصين لنموذج خماسي العوامل لفاما وفرنش ومصفوفة التباين المشترك	عنوان الدراسة
دراسة امكانية بناء محفظة استثمارية في سوق الاوراق المالية في الصين من خلال تنفيذ نموذج Fama and French خماسي العوامل.	هدف الدراسة

مجتمع و عينة الدراسة	تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية في الصين
الأساليب المستخدمة	مصفوفة التباين، العائد المتوقع.
أهم نتائج الدراسة	ان اداء المحفظة الذي تم أنشأه بوساطة نموذج Fama and French خماسي العوامل اكثر حساسية لتذبذب سوق الاوراق المالية في الصين وان منهج مصفوفة التباين يميل الى عوائد مستقرة نسبيا للمحفظة
أهم توصيات الدراسة	ن أداء المحفظة التي أنشأها نموذج Fama-French المكون من خمسة عوامل أكثر حساسية لتقلب معنويات سوق الأوراق المالية ، وأن نهج مصفوفة التباين المتوسط القوي يميل إلى الحصول على عائد ثابت نسبياً للمحفظة ، في حين أنه غير فعال في السوق الصاعد. تتمثل المساهمة الرئيسية لهذه الورقة في اختبار مجموعات نماذج مختلفة تجريبياً في نظرية المحفظة باستخدام بيانات السوق الصينية حيث يكون لمعنويات السوق تأثير فريد.

❖ مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة

تتعرض اهم مجالات الاستفادة التي اضافتها الدراسات السابقة في مجموعة الجدول (3).

الجدول (3) مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة

ت	الدراسة	مجالات الاستفادة
1	درويش، 2008	اغناء الاطار النظري للدراسة
2	البريكات، 2009	الاستفادة من طريقة عرض نتائج الدراسة.
3	عرنوق، 2015	تأطير الجانب النظري الخاص بنموذج فاما وفرانش
4	جبر وصالح، 2018	التطور التاريخي لنموذج فاما وفرانش
5	حشايشي، 2018	تحديد مجتمع الدراسة والعينة المستهدفة
6	الكور والزطيف، 2018	الاستفادة في تأطير الجانب النظري للدراسة من خلال

اغناء الانموذج الثلاثي.		
الاسهام في اشتقاق مصفوفة انموذجي فاما وفرانش التقليدي والمعدل	الخفاجي وعبد الرسول،2019	7
طريقة عرض نتائج الدراسة	شمخي وحسين،2019	8
الاستفادة من المراجع الخاصة بالدراسة.	عكار وناصح،2020	9
الاستفادة من الطريقة التي تم بها تفسير نتائج الدراسة	Al-Mwalla& Karasneh,2011	10
الاستفادة من طريقة عرض الجانب التطبيقي للدراسة	Al Saftawi,2016	11
تأطير مصطلحات الجانب التطبيقي للدراسة	Connor& Sehgal,2001	12
اغناء الاطار النظري الخاص بالعوامل الثلاثة	Rahim& Nor, 2006	13
تحديد مقاييس الدراسة المتعلقة بموضوعيه انموذجي فاما وفرانش التقليدي والمعدل	Pham& Long,2007	14
اغناء الجانب النظري للدراسة	Blanco,2012	15
الاستفادة من بعض المراجع المتوفرة في الدراسة	Manolakis, 2012	16
اغناء الجانب النظري للنموذج المعدل الخماسي	Fama& French,2015	17
تأطير مصطلحات الجانب التطبيقي للدراسة	Chen et al.,2017	18

الفصل الثاني

الفلسفة التارخية للدراسة

المبحث الاول: انموذج Fama & French

المبحث الثاني: انموذج العوامل الخمسة

المبحث الثالث: العائد والمخاطرة

المبحث الاول

الانموذج Fama&French

أولاً: - التطور التاريخي لنموذج Fama&French :-

يعدّ أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) تطوراً مهماً في بناء نظرية الإدارة المالية، وقد أسهم الأنموذج مساهمة كبيرة في إثراء المعرفة للإدارة المالية كونه يناقش العلاقة الرئيسية التي يبني عليها المستثمر قراراته، وهي العلاقة بين العائد والمخاطرة ، وتركز تلك النظريات في الإدارة المالية على كفاءة السوق المالية، ومن هنا وضع أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) أمام المستثمرين وصناع القرار المالي بوصفه أداة مهمة لصياغة السياسات، والإستراتيجيات للوصول إلى الأهداف التي يسعى لها المستثمر وتحقيقها، ومن جهة أخرى يوضح الأنموذج كيفية توازن السوق المالي التي تعد العلاقة بين العائد والمخاطرة أحد أهم أوجهه.

فأنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) يُعد بمثابة النظرية الأساس التي تقوم على العلاقة بين العائد والمخاطرة التي تنطلق من رؤية المستثمر في السوق فتؤثر في توازنه، من هنا كانت النظرية من نظريات توازن سوق رأس المال ، إن تطبيق الأنموذج من قبل المستثمر أو المهتم بالتمويل والاستثمار لا بد من أن يعتمد على قياسات عدة، ومنها العائد والمخاطرة والعائد المتوقع والعائد المطلوب، وكلها تعد مطلباً للمستثمرين (الجميل، 2009: 255).

تم تطوير نموذج تسعير الأصول ثلاثي العوامل Fama&French كاستجابة لضعف أداء أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) في تفسير العوائد المحققة (AI (Saftawi, 2016: 33)، فضلا عن الانتقادات التي وجهت الى نموذج تسعير الموجودات

الرأسمالية (CAPM) وعدم امكانية تفسيره للعوائد غير العادية بما فيه الكفاية واعتماده على عامل واحد هو بيتا، اذ ان هذا الامر ولد الحاجة الى ضرورة تطوير نموذج يعمل على مجموعة من العوامل، الامر الذي حفز (Fama and French,1992) الى تقديم نموذج ثلاثي العوامل يبين فيه عدم قدرة تطبيق انموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) في تفسير العائد المتوقع للموجود، اذ طور الباحثان انموذج تسعير الموجودات من خلال الجمع بين عاملي حجم الشركة والقيمة فضلا عن عامل مخاطرة السوق، لاستخدامهم في التنبؤ وتفسير متوسط العائد على الاسهم بأعتبار ان هذه النسب تقوم بمعرفة الاختلافات في العوائد المتوقعة لان أسعار الأسهم تتحرك عكس العوائد المتوقعة (النواجة،2014: 1)، وعلى السياق نفسة بين (Maris,2009:17) ان سلسلة المقالات التي نشرت في العام 1990 والتي قام بها Fama&French بتقييم الادوار المشتركة لبيتا السوق وحجم الشركة وقيمة السوق، والربح/السعر، ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية في الاسواق المالية للفترة من حزيران 1963 لغاية ايلول 1993 لتحديد العوامل المهمة للمخاطرة، وقد توصلا في نهاية المطاف الى ان كل من حجم الشركة و القيمة الدفترية الى القيمة السوقية لها دور هام في تحديد المقطع العرضي لمتوسط العوائد، وبذلك ظهر نموذج جديد يعرف بانموذج ثلاثي العوامل لـ Fama&French عام 1992 الذي اصبح يستخدم على نطاق واسع، وعليه يمكن تتبع تطوير الانموذج Fama&French وفق الاتي:

1) نموذج العامل الواحد (نموذج شارب) :-

قدم شارب هذا النموذج كجزء من متطلبات درجة الدكتوراه في بحوث العمليات في جامعة كاليفورنيا عام 1964 ومن خلاله ربط عوائد الاوراق المالية مع مؤشر السوق بأفتراض ان تحركات اي ورقة مالية هي استجابة لتحركات السوق التي يجسدها على وفق افتراض (شارب)

مؤشر عامل واحد، ما يعني ان معدل عائد الورقة المالية او محافظ تلك الاوراق هو دالة لمؤشر السوق ومجموعة من العوامل العشوائية التي لا يمكن السيطرة عليها (الخفاجي وعبد الرسول، 2019: 157).

$$r_j = R_f + (R_m - R_f)\beta_j \dots \dots \dots (10)$$

حيث ان:

r_j = العائد المطلوب

β_j = عامل بيتا (تمثل المخاطرة والعائد وتقاس بالتباين المشترك بين عائد السهم وتباين عائد السوق) . (Besley&Brigham;2008;330).

2) نموذج العوامل الثلاثة

طوّر هذا النموذج في عام 1993 من قبل الباحثين في جامعة شيكاغو (مدرسة الاعمال) كل من (Fama&French) كنتيجة لتزايد البحوث التطبيقية، التي تشير الى ضعف نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، الامر الذي يعني ان انموذج Fama&French هو انموذج معدل لانموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Aldaarmiet al.,2015:954)، وافترض الانموذج ان الاختلاف المقطعي في العوائد المتوقعة من الاسهم هي دالة من ثلاثة عوامل (Kregar,2011:38)، فضلا عن هذا فقد قام Fama&French بدراسة نظرية المحفظة وتسعير الموجودات لغرض تفسير وتحديد العوائد الخاصة بمحفظة الاسهم، وقد توصلت دراستهما الى ان عاملي حجم الشركة والقيمة اكثر اهمية من عامل مخاطرة السوق، اما في دراستهما في عام 1993 فقد قدمها وجهة نظر مختلفة لنماذج تسعير الموجودات فكان هدف

الدراسة في الوقت آنذاك تفسير العوائد الفائضة للمحفظة الاستثمارية مع ثلاثة عوامل للمخاطرة
تمثلت في (Nazhat Abbas et al,2015:90):

أ) العائد الفائض لمحفظة السوق ($R_m - R_f$) يمثل علاوة مخاطرة السهم .

ب) الفرق بين العائد الفائض لمجموعة من الأسهم الصغير ، والعائد الفائض على مجموعة من
الاسهم الكبيرة

ت) الفرق بين العائد الفائض لاسهم الشركات ذات القيمة الدفترية الى القيمة السوقية المرتفعة
اسهم الشركات ذات نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المنخفضة (شمخي وحسين،2019:
45-3346;Al Saftawi).

لقد كان من أهم نتائج تطبيق النموذج ان شركات الايرادات الصغيرة ، أو الواطنة تميل لامتلاك
نسبة اعلى قيمة دفترية الى قيمة سوقية ، وميل موجب لعلاوة مخاطرة القيمة ، والعكس صحيح
بالنسبة لشركات رؤوس الاموال الكبيرة ، كما وجد (Fama&French) إن هناك علاقة عكسية
بين متوسط العائد وحجم الشركة ، وعلاقة موجبه بين هذا المتوسط وعلاوة مخاطرة القيمة
الدفترية الى القيمة السوقية، وبعبارة اخرى على وفق ادبيات الادارة المالية فإن الشركات الصغيرة
، والشركات التي تكون فيها القيمة الدفترية الى القيمة السوقية عالية هي اكثر مخاطرة، الأمر
الذي يحفز المستثمرين على طلب عائد اعلى للتعويض عن تلك المخاطرة
(Maris,2009:17)، مما يعني ان النموذج يسمح بالسيطرة على العلاقة المترابطة بين
متوسط العائد وحجم الشركة ومع مؤشر سعر السهم كمتغيرين اضافيين لتقدير عائد السهم
المطلوب تبعا لدرجة تقلبه مع عائد مؤشر السوق الذي استخدمه نموذج تسعير الموجودات
الرأسمالية (CAPM) كمتغير توضيحي منفرد لتفسير تلك العلاقة، ومع ذلك وجدت البحوث

الآخيرة التي اختبرت النموذج انه غير كامل ولم يتمكن من السيطرة على كل الاختلافات في عائد الاسهم وخاصة تلك العوائد التي تعزى الى عوامل بين العوامل الثلاثة والعوامل الخماسية (Martins&Eidjr,2015:2).

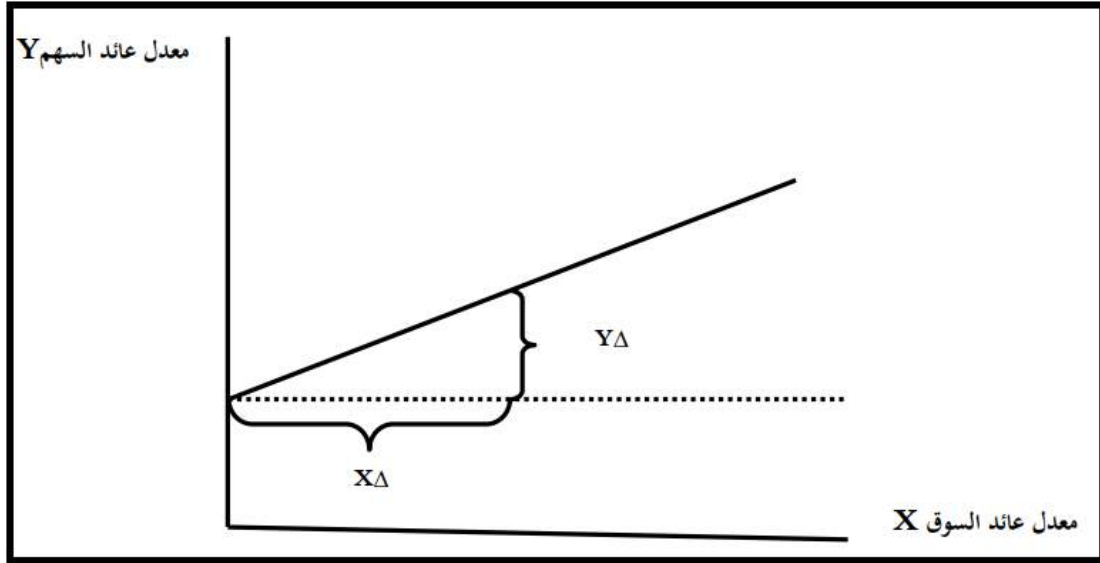
ثانياً:- عوامل انموذج Fama&French :-

يتمثل هذا الانموذج بثلاثة عوامل تتمثل في الآتي:

1) معامل بيتا للسهم

معامل بيتا هو جوهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي عرفه (Sharpe) بأنه ميل دالة الانحدار الخطي البسيط، وهو المقياس الإحصائي للمخاطر النظامية (Systematic Risk) وعند تطبيق بيتا في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإنها تستخدم للتعرف على استجابة الأصول الرأسمالية، أو للتعرف على حساسية عوائد السهم لعامل مخاطر السوق النظامية، أي أنه طالما أن المحفظة الكفوة أو المثلى تعمل على استبعاد المخاطر غير النظامية عن طريق التنويع، فإن بيتا تعطي مؤشراً لمقدار المخاطر النظامية (مخاطر السوق) (الكور والزطيف،2018: 13).

يمثل معامل بيتا مقياس نسبي لحجم المخاطر النظامية ، يتم الربط فيه بين عائد الورقة المالية مقارنة بعائد السوق، ويعبر عن درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للأصل مع التقلب الحاصل في محفظة السوق كما يمكن تقدير معامل بيتا، فهو لا يخرج عن كونه ميل خط الانحدار (معامل الانحدار) بين عائد السوق وعائد السهم العادي (حشايشي،2018: 18)، وذلك كما هو موضح بالشكل البياني الآتي:



الشكل (1) مخطط بياني يوضح تقدير معامل بيتا

المصدر: حشايشي، سليمة، 2018 " نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الاسواق المالية العربية: دراسة قياسية" جامعة فرحات عباس - سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية، ص 18.

ويرتبط ظهور مقياس بيتا مع تقديم انموذج تسعير الموجودات الراسمالية (CAPM) عام 1964 والمستند الى نظرية المحفظة الكفوءة، ويعد الانموذج من أكثر المسامات الاكاديمية المهمة في الفكر المالية، ويقيس معامل بيتا مخاطرة السوق للسهم حيث انه يفترض ان هناك علاقة طردية مهمة بين معامل بيتا والعائد المطلوب، وتعبّر بيتا السهم عما يلي:

(أ) ان مخاطرة السوق تحدث نتيجة لحركة سوق الأوراق المالية ، وتشير هذه المخاطرة إلى أن معظم الاسهم تتأثر نظاميا بالاحداث التي لا يمكن التأثير فيها مثل الحروب، والركود الاقتصادي، والتضخم، وتكون هذه المخاطرة الوحيدة بالنسبة للمستثمر الذي ينوع استثماراته بشكل رشيد لانه سيلغي جميع المخاطر غير النظامية والقابلة للتنوع.

ب) ان تحمل مخاطرة السوق من قبل المستثمر يجب ان يعوضها المستثمرون بتعويض

مناسب لان التعويض يكون مطلوباً في حالة المخاطرة التي لا يمكن تنويعها

ت) يشير معامل بيتا الى التقلب النسبي للسهم (جبر وصالح، 2018: 233).

ويقاس بيتا السهم من خلال قسمة التباين المشترك لمعدل عائد السهم مع معدل عائد محفظة

السوق على تباين معدل عائد محفظة السوق، ووفق الصيغة الآتية:

$$B_j = \frac{\sigma^2 R_j \times \sigma^2 R_m}{\sigma^2 R_m} \dots \dots \dots (11)$$

حيث ان:

$$B_j = \text{عامل بيتا}$$

$$\text{COV} = \text{الارتباط} \times \text{الانحراف}$$

$$R_j = \text{عائد السهم}$$

$$R_m = \text{عائد محفظة السوق}$$

$$\text{COV}(R_j, R_m) = \text{التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق}$$

$$\sigma^2 R_m = \text{تباين معدل عائد محفظة السوق.}$$

فمعدل العائد يمثل القيمة الناتجة من استعمال الشيء كالأموال المستلمة من الاستثمارات ويعبر

عنها عادة كنسبة مئوية الى مجموع المبلغ المستثمر لتمثل العائد، ويمكن الوصول اليه بعد طرح

التكاليف من الإيرادات المتحققة من خلال مدة زمنية محدود عادة ما تكون سنة

(Brealy&Stewart,1988:269). وأشار (عطية والفضل، 2016: 333-334) الى ان

العوائد تعرف بانها تمثل الربح الكلي او الخسارة الكلية الناتجة من الاستثمار خلال مدة زمنية محددة، كما تعنى بانها تمثل كل التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر إضافة إلى التغيير في القيمة السوقية لاداة الاستثمار. ويتفق (Hennie,2000:83-84) منهل واخرون،2015: 122-124) ان مزايا معامل بيتا عائد السهم تُعكس في الاتي:

(أ) أن تحقيق العوائد ضرورية لمقابلة المخاطر العديدة التي تتعرض لها الشركة حتى تتمكن من الاستمرار.

(ب) تسهم في تزويد الشركة بدعامة ضد المشاكل قصيرة الأجل.

(ت) تسهم في تنمية رأس المال بوصفه مصدرا للتمويل الذاتي، وتشجيع أصحاب رؤوس الاموال في الاكتتاب في أسهم الشركة عندما تقرر الشركة زيادة رأس مالها.

(ث) يمثل نمو العائد نمو لقدرة الادارة، وكفاءتها في توظيف اموالها المتوفرة لديها كما تساعد في تخطيط اعمالها المستقبلية.

(ج) تحقق العوائد المرتفعة للزبائن المتعاملين مع الشركة في المحافظة بزبائنها الحاليين واستقطاب زبائن جدد، وكما تساعد إدارة الشركة في التطور والتوسع في تقديم الخدمات المالية الجديدة والمبتكرة بالشكل الذي يحقق حاجات الزبائن الحاليين والمرتبين.

(ح) تُعد العوائد أداة الكشف عن نقاط القوة والضعف للشركة بهدف قياس حالة التقدم، أو التأخر للشركة والاداء المالي الجيد يُعد شرطا اساس لتأمين بقاء الشركة في بيئة تنافسية ولاسيما في ظل التحديات المعاصرة.

(خ) تمثل العوائد مقدار الاموال التي يمكن اضافتها الى رأس المال، ومقدار المكافأة التي يحتل عليها مقابل تحمله المخاطر.

(د) تمثل العوائد الزمن الذي يخلق التوازن بين الرغبة في تحقيق العائد، وبين القدرة على تحمل المخاطر المصاحبة لها.

(ذ) تمثل العوائد مجموعة من المكاسب، أو مجموعة من الخسائر الناجمة عن الاستثمار.

(ر) يعد العائد احد اهم متغيرات العملية الاستثمارية.

(2) حجم الشركة (SMB)(Small Minus Big) :-

يمثل حجم الشركة العوائد الفائضة ربحية الشركات الصغيرة على الشركات ذات رؤوس الاموال الكبيرة ،اذ ان الخطوة الأولى تتمثل بعدد الأسهم (عكار وناصح،2020: 79)، فمن خلال الدراسات السابقة التي اختبرت حجم الشركة تم التأكيد على أن حجم الشركة له تأثير على عوائد الأسهم، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى أن حجم الشركة مقاساً بالقيمة السوقية، يرتبط عكسياً مع معدل العائد، وأن المحافظ المؤلفة من أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة تجني عوائد إضافية أعلى من تلك المؤلفة من أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر، وتم تحديد حجم الشركات الكبيرة والصغيرة بناءً على القيمة السوقية للأسهم (الكور والزطيف،2018: 13). اذ ان حجم الشركة يمثل مقياس يصف القيمة الاجمالية لموجودات الشركة (Lumapow& Tumiwa,2017:21)، فضلا عن كون ان حجم الشركة يمثل احد الاسباب المهمة التي تؤثر على مديري المالية في الشركة (Akter et al.,2018:4). وتمثل اهمية حجم الشركة كالاتي:-

1. زيادة ربحية الشركة .
2. تحسين استثمار الشركة في مواردها وتنفيذ وتحسين كفاءة تكنولوجيات المعلومات .
3. توفير الكثير من فرص العمل

4. تحسين الاداء المالي للشركة .
5. إدارة جهود البحث والتطوير الخاصة بالشركة من حيث توزيع التكاليف و استثمار وفورات الحجم فضلا عن الاداء التسويقي .
6. تحسين رؤية ومكانة وقابلية الشركة على تحمل المخاطر البيئية.
7. تحسين قدرة الشركة على ادارة البيئة المضطربة.
8. مساعدة الشركة على تطوير كفاءتها التنظيمية.
9. البحث عن مزيد من الموارد.
10. السمعة الجيدة.

إذ إن هنالك علاقة وثيقة بين حجم الشركة و ربحيتها (Abeyrathna&Priyadarshana, 2019:561-562;Popoola et al.,2016:305-306;Azhar&Ahmed,2019:62-65)، حيث يُعد حجم الشركة احد اهم الخصائص الاساس في تفسير الربحية، إذ إن طبيعة العلاقة بين الحجم والربحية يكون على عدة اوجه اما (علاقة ايجابية، أو علاقة سلبية، أو علاقة تربيعية، أو علاقة تكعيبية، أو لا توجد علاقة)، فمن المرجح إن الشركات الكبيرة تعزز ربحيتها من خلال تخفيض تكاليفها المبنية من عملية الانتاج، ومن جه أخرى قد تمكن الشركات الكبيرة من استثمار حجمها في الوصول إلى اكبر قدر ممكن من أسواق التمويل العامة بطرائق اسهل وارخص من اجل تلبية متطلباتها التمويلية. وعليه يمكن بيان طبيعة العلاقة في الاتي:

(1) العلاقة الايجابية: في هذه العلاقة تكون الشركات الكبيرة أكثر تنوع في موجوداتها الامر الذي يدل على انها تمتلك قوة تسويقية عالية وتوظيفي تكنولوجياي افضل يمكن ان يسهم بشكل ايجابي في ربحية الشركة.

(2) العلاقة السلبية: وفي هذه العلاقة قد تواجه الشركات الكبيرة والاكثر تنوعا نوعا من القصور في الحجم في وتكون أقل ربحية بسبب العمليات البيروقراطية وارتفاع تكاليف الوكالة والتكاليف الاخرى المرتبطة بادارة الشركة.

(3) لا توجد علاقة: وفي هذا النوع من العلاقة يتم استخدام مقاييس حجم مختلفة من اجل قياس عينة او سوق معين، وبالتالي تكون هذه المقاييس غير ملائمة للقياس وعلية تكون العلاقة بين الحجم والربحية علاقة خطية (Isik et al.,2017:301-302) ويقصد بالعلاقة الخطية هو مصطلح احصائي يوضح العلاقة بين متغيرين مستقل ومعتمد ، ويعبر عن ذلك اما رسم بياني بتوصيل خط مستقيم نسبي او معادلة رياضية من خلال ضرب المتغير المستقل X والمتغير التابع y ويمكن توضيح من خلال المعادلة التالية:-

$$Y=a+bx \dots\dots\dots (12)$$

كما ان حجم الشركة الكبيرة يدل على ان الشركة تشهد نمواً عالي بحيث يستجيب المستثمرون لها بشكل ايجابي وبالتالي فإن هذا الأمر سوف يعمل على تحسين وزيادة قيمة الشركة، فكلما زاد حجم اجمالي الموجودات والمبيعات زاد حجم الشركة، وكلما كان حجم الشركة كبير كان من السهل على الشركة الحصول على التمويل داخليا او خارجية (Hirdinis,2019:176).

ويمثل حجم الشركة المحدد الرئيس لهيكل التمويل في الشركة، فحجم الشركة يشير الى القابليات الانتاجية ودوران العمل، إذ إن حجم الشركة يرتبط بعلاقة ايجابية مع مستويات الإدراك التنظيمي، حيث إن الشركات الكبيرة قادرة على التمويل بشكل كبير وبمخاطرة أقل نتيجة الضمانات التي تقدمها الى الشركة الممولة لها، وعلية فان الحصول على الائتمان يسهم في

تحسين مزايا الشركة من تحسين قيمتها، وسمعتها بين الشركات الاخرى (Muigai& Muriithi,2017:152).

يمكن تحديد مجموعة من المقاييس شائعة الاستخدام في قياس حجم الشركة، وهذه المقاييس هي:

(أ) الإيرادات السنوية: يمكن استخدام الإيرادات السنوية كمقياس لحجم الشركة في البحوث التجريبية، كونه مقياس بسيط وغالبا ما تكون البيانات متاحة على نطاق واسع.

(ب) صافي الموجودات: يُعد صافي الموجودات شائع الاستخدام في قياس حجم الشركة وخاصة في الدراسات البحثية الخاصة في الصناعة، حيث يستخدم هذا المقياس في الشركات الصناعية كسياسة مالية، ويتم حسابها عن طريق تصحيح إجمالي الموجودات الخاصة بالاستهلاك والاندثار، وهذا المقياس عكس الإيرادات السنوية كونه لا يعكس النشاط الاساسي بشكل صحيح ولا يعكس ما إذا كانت الموجودات تعمل بالفعل ، وكيف يتم استخدامها.

(ت) عدد العاملين: يعد هذا المقياس من أكثر الطرق الشائعة لقياس حجم الشركة (Smith et al.,1986:46)، كما يمثل هذه المقياس هو الأكثر صلة بحجم الشركة من منظور نظرية الشركة حيث يتم استخدامه في الدراسات التجريبية الخاصة بقياس الهيكل التنظيمي للشركة، ولعل أحد الأسباب التي تقع خلف استخدام هذا المقياس هي انه يمثل مقياس واضح لمنظري الشركة وان الاشخاص فيه يمتلكون خلفية تنظيمية واضحة (Graubner,2006:96-98).

أما قياس حجم الشركة وفقا لنموذج Fama&French ثلاثي العوامل فيتم بوساطة القيمة السوقية لحقوق الملكية، حيث يفترض ان الشركات الصغيرة تمتلك خطر اكبر من الشركات الكبيرة، لذا فان الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب اكبر من عائد الشركات الكبيرة، ويقاس بواسطة اللوغاريتيم الطبيعي لمجموع موجودات الشركة (Halov&Heider, 2005:27)، كما

يقاس بوساطة القيمة السوقية لحقوق الملكية (MVE) (Market Value Equity) وفق

الصيغة الآتية:

$$MVE = \text{Number of Shares traded} \times \text{Share Price in the Market} \dots\dots (13)$$

حيث ان:

$$MVE = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}$$

$$\text{عدد الاسهم المتداولة} = \text{Number of Shares traded}$$

$$\text{Share Price in the Market} = \text{سعر السهم في السوق (Chen\& Strange,2005:35)}$$

3 عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية (HML)(High Minus Low):--

وهو احد العوامل الثلاثة ل Fama&French اذ ان الهدف الاساس لهذا الانموذج يمكن في استعمال مؤشر السوق كمثل للعامل المشترك العام (S&P 500) (Bodie et al , 2008 : 258)، فالقيمة الدفترية للسهم هي عبارة عن القيمة التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بسعر مساو لقيمتها الدفترية (المحاسبية)، وبعد تسديد كافة الالتزامات على الشركة، وتعرف في علم التمويل حديثاً أن القيمة الدفترية هي التكلفة التاريخية لرأس مال الشركة.

أما القيمة السوقية للسهم فهي قيمة السهم في السوق من خلال قوى الطلب والعرض على السهم أثناء تداوله في السوق، إذ تتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي تتقلب باستمرار تبعاً لتغير توقعات المستثمرين بخصوص عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية. وتعرف المحافظ التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (BV/MV) عالية بمحافظ القيمة، أما المحافظ

التي تكون نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (BV/MV) فيها منخفضة فتعرف بمحافظ النمو. ووجدت العديد من الدراسات أن محافظ القيمة حققت عوائد (; Bauman et al 1998 Fama& French,1992) مثل معدلة للمخاطر تفوق تلك التي حققتها محافظ النمو (الكور والزطيف،2018:14).

كما تفترض إن النموذج بان إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية للسهم فإن المستثمر يكون متفائلا حول مستقبل السهم وبالعكس في حالة اذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية للسهم فان المستثمر يكون متشائما حول مستقبل السهم، وعليه فان الشركات التي تمتلك معدل مرتفع من القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك قيمة منخفضة، وعندما اختبر Fama&French افتراضاتهما وجدا ان الشركات الصغير والشركات التي لها قيمة دفترية، قيمة سوقية مرتفعة يكون لها معدلات عائد أعلى من متوسطات العوائد السوقية، وعليه فان لكل شركة نسبة مختلفة من القيمة الدفترية والقيمة السوقية يمكن تحديدها وفق الآتي:

(أ) سعر السهم في السوق.

(ب) القيمة الدفترية للسهم .

(ت) معدل العائد على الملكية.

(ث) نسبة التوزيع او المقسوم.

(ج) معدل النمو المتوقع.

(ح) معدل العائد المطلوب (جبر وصالح،2018:234)

وتقاس بواسطة قسمة القيمة الدفترية للسهم على سعر السهم في السوق وفق الصيغة الآتية

$$Book Value/Marketvalue = \frac{Book Value of The Share}{Share Price in the Market} \dots\dots\dots (14)$$

حيث ان =

$Book Value/Marketvalue$ = القيمة الدفترية على القيمة السوقية

$Book Value of The Share$ = القيمة الدفترية للسهم

$Share Price in the Market$ = سعر السهم في السوق (Ehrhardt &

.(Brigham,2011:95

خامساً:- انتقادات انمودج Fama&French :-

هنالك مجموعة من الانتقادات التي وجهت الى انمودج Fama&French، نتيجة ضعف

الانمودج في بعض الجوانب، وهذه الانتقادات هي:

(1) عامل الأثر اللحظي والذي يمكن تفسيره بأن الأسهم التي يكون أدائها السوقي جيداً لفترة

3 وحتى 12 شهراً الأخيرة تبدوا بانها ستستمر لهذا الأداء والعكس، وإن هذا الأثر ينعكس من

استخدام مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية B/M.

(2) إن المحافظ الاستثمارية المشككة على أساس مؤشرات الأسعار مثل مؤشر القيمة الدفترية

إلى القيمة السوقية لا تعكس حقيقة أن الأسهم التي لديها تدفقات نقدية متوقعة أعلى يجب أن

يكون لديها معدل عائد أعلى، ومنه فإن استخدام الأسعار أمر غير عقلاني بسبب انها لا

تعكس العوائد المتوقعة للأسهم.

(3) دمج العوائد المتوقعة العالية لأسهم الشركات بربحيته المنخفضة، حيث وجد

Fama&French في دراستهم التطبيقية بأن الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية / القيمة

السوقية) المنخفض ذات عوائد مرتفعة، وتلك الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية / القيمة السوقية) المرتفع ذات ربحية منخفضة، وعلاوة على ذلك بأن تلك الفروق بين متوسط العوائد لتلك الأسهم ترتبط بعامل التوقيت لعامل المخاطرة المرتبط بأداء عوائد هذه الأسهم، بينما أظهر التحليل المباشر للربحية بأن علاوة القيمة وبشكل قاطع لا يمكن أن تقودها الأسهم غير الربحية في أي حال من الأحوال (عرنوق، 2015: 82-83).

المبحث الثاني

النموذج العوامل الخمسة

أولاً:- التطور التاريخي لأنموذج العوامل الخمسة :-

وجدت العديد من الدراسات ان بالامكان تفسير معدل عائد الاسهم بشكل أفضل باستخدام عوامل أساسية أخرى بالاضافة الى متغيري الحجم والقيمة، وبالتالي ركزت مقاربتها في ذلك على عاملي الربحية والاستثمار (الخفاجي وعبد الرسول، 2019: 160)، وعليه قام Fama&French في تموز 2013 وآب 2014 بتقديم مقالة بحث جديدة فيما يخص نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية خماسي العوامل بدلاً من النموذج السابق ثلاثي العوامل، والذي واجه الكثير من الانتقادات من قبل مجموعة من الباحثين منهم نوفي ماركس (2013)، وتيتمان وي اندكسي (2013 و 2014) والذين اتفقوا على ان نموذج Fama&French الثلاثي غير كامل على الرغم من انه قادر على تحسين القدرة التفسيرية لعوائد الاسهم المتوقعة حيث جاء Fama&French بعاملين جديدين هما الربحية والاستثمار (Fama&Fransh, 2015:5) عرنوق، 2015: 83)، لتقديم النموذج الخماسي نموذج شارب التالي:

$$R_i = \alpha + B_1 (R_m - R_f) + s_i \text{SMB} + h_i \text{HML} + r_i \text{RMW} + c_i \text{CMA} + e_i \dots \quad (15)$$

حيث ان:

(SMB) (Small Minus Big) = عامل الحجم ويمثل الفرق بين عوائد المحفظة ذات القيمة

السوقية.

(HML) (High Minus Low) = عامل (B/M) وهو يمثل الفرق بين عوائد محفظة الاسهم

العالية والمنخفضة

(RMW) (Robust Minus Weak) = عامل الربحية وهو يمثل الفرق بين عوائد المحفظة

ذات الربحية العالية والربحية المنخفضة

(CMA) (Conservative Minus Aggressive) = عامل الاستثمار بالاسهم وهو يمثل

الفرق بين عوائد المحفظة ذات الاستثمار العالي والاستثمار المنخفض (; Fama&French

(2014:5

ثانياً:- افتراضات نموذج العوامل الخمسة :-

يفرض هذا الانموذج ثلاثة افتراضات أساس من أجل عمل الانموذج بشكل صحيح ودقيق،

وهذه الافتراضات تُعكس في الاتي:

(1) ان انخفاض نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية تشير الى عائد اعلى من المتوقع.

(2) ان ارتفاع الربحية يدل على عائد اعلى من المتوقع.

(3) ان النمو في القيمة الدفترية لحقوق المساهمة ينطوي على عوائد اقل من المتوقع (Cakici,

2: 2015)

ثالثاً:- عوامل نموذج العوامل الخمسة :-

بعد الانتقادات التي وجهت الى الانموذج Fama&French بدراسة مجموعة من الشركات

في سوق نيويورك المالي ، واطافا عاملين اضافيين للانموذج التقليدي وهما (الربحية،

والاستثمار)(جبر وصالح،2018 ; Fama&Fransh, 2015)، وسيتم ايجازهما بالتفصيل وفق

الآتي:

(1) عامل الربحية (RMW) Robust Minus Weak :-

اصبحت الارباح الحالية والمستقبلية واحدة من أقوى المؤشرات للنجاح الحالي والمستقبلي للشركة فهي من المدخلات الحاسمة لتقييم الشركات، وتؤثر مباشرة على سعر السهم، اذ تعكس أسعار الأسهم العادية، فسوق الاوراق المالي نتائج تقييم السوق للأرباح المتوقعة أثناء الزمن والمخاطرة المصاحبة لكل الارباح المستقبلية، وفي اطار علاقة الارباح بتقييم الاسهم العادية، يمكن توضيح بعض المفاهيم الاساسية لعملية تقييم ودور معلومات الارباح فيها، وهذه المفاهيم تُعكس في الآتي:

(أ) إن عملية التقييم تعتمد على التوقعات وتقديرات القيمة الحالية للتدفقات النقدية لحملة الأسهم.

(ب) إن عملية التقييم عملية تبادلية تعتمد على المعلومات المحاسبية في الكشوفات المالية، فضلا عن المعلومات الأخرى ذات العلاقة بعملية التقييم، ويؤكد هذا المفهوم على أن المحاسبة المالية ليست مصممة للقياس المباشر لقيمة الشركة إلا ان المعلومات التي تحتويها الكشوفات المالية ذات فائدة لعملية التقييم.

(ت) تعدّ الانظمة المحاسبية عناصر أساسية بالنسبة لعملية التقييم على الرغم من أهمية المعلومات الأخرى وتلعب الانظمة المحاسبية دورا مهمة في عملية التقييم.

(ث) ان نماذج التقييم هي مجرد انظمة محاسبية تقديرية، وتعكس نماذج التقييم البديلة انظمة محاسبية تقديرية بديلة، إذ يعدّ التنبؤ المهمة الاساسية في مجال التقييم وجوهر نماذج التقييم.

ج) يعد التحليل الاساسي بمثابة فن استخدام المعلومات المتاحة للتنبؤ بالمتغيرات الحاكمة لنماذج التقييم بصورة افضل ومعظم هذه المهمة تتضمن دراسة معلومات الكشوفات المالية التاريخية وعلاقتها بالأحداث المستقبلية (الجبوري، 2006: 57-59).

ويحتسب من خلال قسمة الفائض القابل للتوزيع (الارياح بعد الفوائد والضرائب) على القيمة الدفترية للملكية وفق الصيغة الآتية:

$$ROE = \frac{NI}{E} \dots \dots \dots (16)$$

حيث إن:

(Return On Equity) (ROE) = معدل العائد على حق الملكية

(Net Incom) (NI) = صاف الدخل (الارياح بعد حساب الفوائد والضرائب)

(Equity) (E) = حق الملكية (Martinsa & Eid, 2015: 27)

او من خلال ربحية السهم الواحد وفق الآتي

$$EPS = \frac{Net Incom}{Common Stock Number} \dots \dots \dots (16)$$

حيث إن:

(Earing Per Share) (EPS) = ربحية السهم الواحد

Net Incom = صافي الربح

Common Stock Number = عدد الاسهم العادية (دلول، 2010: 40-41)

(2) معدل نمو الاستثمار (CMA) Conservative Minus Aggressive :-

يشير الاستثمار الى دور الحالة البشرية والهوية في التعامل مع المهمة المطروحة، في تراكم رأس المال الاقتصادي و الاجتماعي ، في وجود حصص في تحقيق الاهداف التي يسعى اليها الفرد، والمثابرة في تحقيق هذا الهدف، فضلا عن هذا فإذا كان المتعلمون يستثمرون في لغة ما ، فإنهم يفعلون ذلك من خلال فهم أنهم سيحصلون على نطاق أوسع من الموارد اجتماعية ومادية ، مما سيؤدي بدوره إلى زيادة قيمة رأس المال الثقافي والقوة الاجتماعية (Darvin&Norton,2015:37). وتوصل (Guo&Jiang,2013:375) الى ان الاستثمار هو رأس مال استثماري يمثل واحد من أكثر الطرائق الفاعلة لتمويل الشركات المبتكرة المنشأة حديثاً ، والتي لا يمكنها الوصول إلى أنواع أخرى من الاستثمار الخارجي.

ويرى (Arvidson et al.,2013:3) انه من المتوقع أن تستمر الاستثمارات في مشاريع القطاع الخاص إذ تجاوزت عائداتها المالية (التي تم خصمها على نحو مناسب مع مرور الوقت) تكاليفها المالية بهامش كافٍ إذا كان هناك "عائد على الاستثمار" أو على الأقل توقعاً لعودة من هذا القبيل، اما في القطاع العام غالباً ما تكون فوائد الاستثمار العام - مثل التحسينات الصحية أو عدد سنوات الحياة الإضافية الناشئة عن معالجة جديدة. ومع ذلك ، فقد طور الاقتصاديون منهجية "تحليل التكلفة - الفائدة" (CBA) لتقييم ما إذا كان هذا الاستثمار فعالاً من الناحية الاقتصادية. ويرى (احمد و العامري، 2018: 158) ان الاستثمار يشير الى اي نشاط فردي او جماعي ينطوي على استعمال المدخرات بهدف المحافظة على قيمة الأصول المالية اضافة الى تحقيق عائد مالي مستمر على هذه الاصول المالية.

إن الاستثمار يمثل الزيادة الصافية في راس المال الحقيقي للشركات والتي تتمثل بـ (سلع الاستثمار الدائمة كالمكائن، والآلات، والمعدات، أي سلع الانتاج الراس المالية، والانشاءات السكنية وابنية المشاريع، والطرق والجسور، والخزير السلعي (جعفر، 2017: 144). وبيير (عواد وعبدالله، 2016: 179) ان الاستثمار هو العملية الاقتصادية التي تقوم بتوظيف رؤوس الاموال بهدف شراء مواد الانتاج والتجهيزات وذلك لتحقيق تراكم راسمالي جديد، ورفع القدرة الانتاجية او تحديد وتعويض راس مال قديم. ويرى (جدوع، 2016: 347) ان الاستثمار يعني تخصيص او توزيع اموال الشركة في هيكل استثمارته، اي اختيار هيكل استثمارات الشركة حول كيفية توزيع هذه الاستثمارات بين استثمارات قصيرة الامد (الموجودات المتداولة)، واستثمارات طويلة الامد (الموجودات الثابتة)، وهو ما يمكن قياسه بنسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة، اذ ان هذه الاختيار ذا اهمية لتاثيره في سيولة وريحية الشركة.

ويعد الاستثمار في الأوراق المالية يُعد من الأسس المهمة التي يمن من خلالها للحكومات استثمار مشاريعها من اجل تعظيم الموارد الداخلية لديها، الامر الذي يدل على ان اهمية الاستثمار الذي تكمن في كونها:

(أ) تعمل على تنمية الدخل القومي وذلك لان زيادة الاستثمار ستؤدي إلى حدوث زيادة في الدخل الفردي للأشخاص وبالتالي رفع معدلات التنمية الشاملة الاقتصادية والاجتماعية بشكل مباشر وغير مباشر.

(ب) تساعد على تطوير وتكوين القاعدة المادية-التكنولوجية للاقتصاد الوطني، وذلك بسبب أن المستثمرين يعملون على إدخال التقنيات الحديثة بسبب إنها تخفض من الجهد والوقت والكلفة. وهذا بدوره سيعمل على تطوير الواقع التكنولوجي في الدولة المعنية.

ت) تساعد على تطور الاقتصاد من الناحية القطاعية، حيث أن زيادة الاستثمار ستزيد من التشابك القطاعي ضمن اقتصاد الدولة الواحدة بسبب ازدياد مدخلات ومخرجات القطاعات وازدياد نسبة استخدام السلع نصف المصنعة.

ث) تعمل الاستثمارات على خلق فرص عمل جديدة ، وبالتالي تخفيض معدلات البطالة (الدفاعي، 2011: 35)

ج) تمثل عملية انماء الذمة المالية لبلاد ما.

ح) تمثل مجموع العمليات التي تهدف الى خلق راس المال، وايجاد مشروعات اقتصادية دائمة كاقامة المصانع ، المباني ، المزارع ، الطرق وغيرها من المشروعات التي تعمل على توفير احتياجات مختلفة وتحقيق ارباح مالية (عبد اللطيف وملا خليل، 2016: 95).

خ) تحسين القدرة على تعزيز القيمة السوقية للشركة ، وهي نتيجة ذات أهمية كبيرة لكبار المديرين وأصحاب المصلحة الآخرين من اجل المحافظة على استمرارية الشركة وازدهارها.

د) إن الفشل في الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات يمكن أن يؤثر على عمليات الشركة بطرق يمكن أن تؤثر سلبيًا على قيمتها السوقية (Kohli et al., 2012: 1146).

د) الاسهام في تنمية الملكية الوطنية وردع مساهمة القطاع الخاص في الناتج القومي وخلق طبقة جديدة من رجال الاعمال وذلك عن طريق قيام افراد المجتمع بالاسهام في مشروعات الاستثمار واستحداث مشروعات جديدة سائدة للمشروعات الاستثمارية الاجنبية

ذ) تسهيل حصول الدول المضيفة على التقانة الحديثة والمتطورة خاصة لبعض انواع الصناعات

ر) توفير فرص عمل جديدة، فضلا عن المساعدة في تنمية، وتدريب الموارد البشرية في الدول المضيفة، واذا كان ذلك يتوقف على ما تضعه تلك الدول من ضوابط وشروط .

ز) تزكية المنافسة بين الشركات المحلية، وما يصاحب هذا التنافس مع منافع عديدة تتمثل في خفض الاحتكار وتحفيز الشركات على تحسين نوعية الخدمات والمنتجات .

س) المساعدة في فتح أسواق جديدة للتصدير، لا سيما ان الشركات متعددة الجنسيات لها افضل امكانيات للنفاز الى أسواق جديدة للتصدير بما تملكه من مهارات تسويقية عالية.

ش) المساعدة في فتح أسواق جديدة للتصدير في تحسين وضعية ميزان المدفوعات عن طريق زيادة فرص التصدير وتقليص الواردات (علي وكاظم، 2017: 21).

أما المتطلبات التي تقف وراء سعي الشركات المالية الى معدل نمو الاستثمار فهي:

أ) كون علاقات الاستثمار مهمة للأوراق المالية. فهي تنشر الموارد الحيوية، وتؤثر على البقاء والحالة ، وتشكل بنية الصناعة ، وتحفز احتمالية الاستحواذ والانتقال إلى العامة.

ب) أهمية تكافؤ التعادل: اذ انه أمر مهم لأن المشاريع غالباً ما تمتلك موهبة إدارية نادرة وتحتاج إلى الموارد بسرعة.

ت) الاختلاف الكبير في الأوراق المالية في تكوين علاقات الاستثمار، فمن المحتمل أن يكون هناك اختلاف مفيد في كيفية تكوين الشركات للعلاقات مع الآخرين.

ث) سعى المدراء التنفيذيين للمشروع عادة إلى بناء علاقات استثمارية جديدة في كل مرة يقومون بالاستثمار، الأمر الذي يمكننا من تتبع الاختلاف داخل الشركة (وكذلك عبر الشركات) في كيفية محاولة التنفيذيين تكوين العلاقات مع الآخرين، الأمر الذي يؤدي الى السيطرة على نظام التتابع داخل الشركة في العديد من مصادر التباين الخارجية، وبالتالي فان هذا يعد ميزة كبيرة في

تصميم بحوث السوق حول تبني استثمارات جديدة (Hallen&Eisenhardt,2012:38).

ث) البنية التحتية اللازمة للاستثمار:- وتمثل ذلك خصوصاً في المناطق الصناعية الملائمة من حيث توفر الكهرباء والماء والمواصلات والاتصالات بدرجة افضل ان لم تكون مساوية لاغلب دول العالم.

ج) بنية إدارية مناسبة:- بعيدة عن روتين اجراءات التأسيس، والترخيص، وطرق الحصول على الخدمات المختلفة، بحيث تنتهي معاناة المستثمرين الذين يحصلون على موافقة مكتب الاستثمار من دوامة الحصول على تراخيص مختلفة من العديد من الاجهزة، إذ إن هنالك ضرورة لمساعدة المستثمرين وتخليصهم من مشقة متابعة هذه الاجراءات عن طريق توفير نافذة واحدة ضمن مكتب الاستشارة تنتهي للمستثمرين كافة لاجراءات المتعلقة بالاجهزة الاخرى.

ح) ضرورة ترابط وانسجام القوانين مع بعضها البعض:- أي عدم تناقضها ووضوحها وعدم اختلافا مع القرارات والسياسات المختلفة، وضرورة عدم تشغيلها وتعديلاتها المتلاحقة مثل قوانين الاستثمار والتجارة والمالية والكمارك، وضرورة تبسيط تلك القوانين وانهاء إمكانية الاجتهاد في تفسير نصوصها.

خ) السياسة الاقتصادية الملائمة:- أي يجب أن تتسم السياسة الاقتصادية بالوضوح والاستقرار وأن تتسجم مع القوانين والتشريعات معها، ويكون هناك امكانية لتطبيق هذه السياسة، فالسياسة يتعين أن تتوافق مع مجموعة من القوانين المساعدة على تنفيذها، والقوانين يتعين ان تكون ضمن اطار محدد من السياسة الشاملة، اذ ان الاستثمار يحتاج إلى سياسة ملائمة تعطي الحرية ضمن إطار الأهداف العامة للقطاع الخاص في الاستيراد والتصدير وتحويل الاموال والتوسع في المشاريع، وبالتالي يجب ان تكون مستقرة ومحددة وشاملة (الساعدي، 2014: 99-100).

د) تسهيل اجراءات المستثمرين:- ويتم من خلال تسهيل قيام المستثمرين بإنشاء أو توسيع استثماراتهم الحالية، مما يعزز الاستثمار الفعال المراكز القوية في بيئة الاستثمار في البلد ،

ويسلط الضوء على الفرص الاستثمارية المربحة ويساعد على تحديد الشركاء المحليين. وبالتالي يمكن أن تكون المحطات الفعالة الوحيدة ذات السلطة أحادية المركز عاملاً حاسماً في قرارات الاستثمار ، خاصة إذا تم تخفيض تكاليف معاملات المستثمر التي تمثل الأعباء الإدارية المعقدة كحواجز كبيرة أمام الاستثمار، كما يمكن لتسهيل الاستثمار الفعال أن يقلل من مخاطر الفساد عن طريق خفض عدد الخطوات التي تنطوي عليها عملية صنع القرار، وتشمل التفويض الأساس لتسهيل الاستثمار سد فجوة المعلومات الناتجة عن السياسات غير المتناسقة أو غير الدقيقة، ومن ثم ، فإن تيسير الاستثمار يمكن أن يوفر للمستثمرين الوضوح الذي تشتد الحاجة إليه حيال الإدارة العامة والسياسات العامة (Oecd,2015:39).

ويقاس معدل نمو الاستثمار:- من خلال قسمة مجموع الموجودات في السنة الحالية ناقصاً مجموع الموجودات في السنة السابقة على مجموع الموجودات في السنة السابقة وفق الصيغة الآتية:

$$INV = \frac{Assets_t - Assets_{t-1}}{Assets_{t-1}} \dots \dots \dots (17)$$

حيث ان:

$$\text{معدل نمو الاستثمار} = (INV) \text{ (Intangible Value)}$$

$$Assets_t = \text{مجموع الموجودات في السنة الحالية}$$

$$Assets_{t-1} = \text{مجموع الموجودات في السنة السابقة (Martinsa\& Eid,2015:27)}$$

رابعاً:- الية عمل نموذج العوامل الخمسة :-

لقد بنى واحتسب Fama&French عواملهم (SMB,HML,RMW,CMA) في هذا النموذج بثلاث طرائق مختلفة حيث استخدم سوق نيويورك (سوق Express، وسوق Nazdak) ووفق ثلاثة نماذج لتصنيف الاسهم وقياس العوائد المتوقعه لأسهم بحسب ما يلي:

(Fama& French, 2014:5-6)

1) نموذج التصنيف ثنائي العوامل :-

يستند هذا النموذج على تصنيف السوق الى محافظ استثمارية بحسب الخيارات الاتية:

أ) وفق تفاعل عامل حجم الشركة مع عامل القيمة الدفترية إلى السوقية:- حيث يتم تصنيف الأسهم إلى خمس مجموعات بحسب عامل حجم الشركة، ثم اعادة تصنيف كل منها الى خمسة مجموعات بحسب عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية والذي افرز 25 محفظة استثمارية لتحليل واختيار الاسهم.

ب) وفق تفاعل عامل حجم الشركة مع عامل الربحية:- إذ اعتمد Fama&French على التصنيف السابق نفسه إذ صنفا الأسهم إلى خمس مجموعات على اساس عامل حجم الشركة أولاً ثم إعادة تصنيفها إلى خمس مجموعات بحسب عامل الربحية عوضاً من عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية.

ت) وفق تفاعل عامل حجم الشركة مع عامل الاستثمار:- أستخدم Fama&French 25 محفظة باتباع الأسلوب السابق نفسه من خلال تصنيف كل من المجموعات الخمسة الأولى التي

تم الوصول اليها على أساس عامل الحجم الى خمس مجموعات على أساس عامل الاستثمار حيث تم التعبير عن عامل الاستثمار للفترة (t).

(ث) بأنه الزيادة في مجموع قيمة الموجودات في الفترة (t-1) إلى مجموع الموجودات في الفترة (t-1) ومن ثم احتساب قيمة العوامل الاربعة (SMB حجم الشركة ، HML عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية ، RMW عامل الربحية ، CMA عامل الاستثمار)، وكما في الجدول (4).

الجدول (4) النموذج ثنائي العوامل

العامل	المعادلة
عامل حجم الشركة	$\text{SMB B/M} = (\text{SH} + \text{SN} + \text{SL})/3 - (\text{BH} + \text{BN} + \text{BL})/3$ $\text{SMB op} = (\text{SR} + \text{SN} + \text{SW})/3 - (\text{BR} + \text{BN} + \text{BW})/3$ $\text{SMB inv} = (\text{SC} + \text{SN} + \text{SA})/3 - (\text{BC} + \text{BN} + \text{BA})/3$ $\text{SMB} = (\text{SMB B/M} + \text{SMB op} + \text{SMB inv})/3$
عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية	$\text{HML} = (\text{SH} + \text{BH})/2 - (\text{SL} + \text{BL})/2 = (\text{SH} - \text{SL}) + (\text{BH} - \text{BL})/2$
عامل الربحية	$\text{RMW} = (\text{SR} + \text{BR})/2 - (\text{SW} + \text{BW})/2 = (\text{SR} - \text{SW}) + (\text{BR} - \text{BW})/2$
عامل الاستثمار	$\text{CMA} = (\text{SC} + \text{BC})/2 - (\text{SA} + \text{BA})/2 = (\text{SC} - \text{SA}) + (\text{BC} - \text{BA})/2$

(2) نموذج التصنيف ثلاثي العوامل

يستند هذا النموذج على تصنيف السوق الى محافظ استثمارية بحسب الخيارات الاتية:

(أ) وفق تفاعل عامل حجم الشركة مع عامل القيمة الدفترية الى السوقية مع عامل الربحية: حيث تم تصنيف السوق إلى محافظتين استثماريتين رئيسيتين بحسب عامل حجم الشركة (صغيرة، كبيرة)، ثم بعد ذلك تم تصنيفها إلى أربع محافظ بحسب عامل القيمة الدفترية الى

القيمة السوقية ، ومن ثم تم الحصول على 8 محافظ جرى تصنيفها إلى أربع مجموعات بحسب عامل الربحية، ومن ثم تم التوصل إلى 32 محفظة استثمارية.

(ب) وفق تفاعل عامل حجم الشركة مع عامل القيمة الدفترية إلى السوقية مع عامل الاستثمار: حيث تم تصنيف السوق إلى محفظتين استثماريتين رئيسيتين بحسب عامل حجم الشركة (صغيرة، كبيرة)، ثم بعد ذلك تم تصنيفها إلى أربع محافظ بحسب عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ومن ثم تم الحصول على 8 محافظ جرى تصنيفها إلى أربع مجموعات بحسب عامل الاستثمار ومن ثم تم التوصل إلى 32 محفظة استثمارية.

(ت) وفق تفاعل عامل حجم الشركة مع عامل الربحية مع معامل الاستثمار: جرى تصنيف السوق إلى محفظتين استثماريتين رئيسيتين بحسب عامل حجم الشركة (صغيرة، كبيرة)، ثم بعد ذلك تم تصنيفها إلى أربع محافظ بحسب عامل الربحية، ومن ثم تم الحصول على 8 محافظ جرى تصنيفها إلى أربع مجموعات بحسب عامل الاستثمار ومن ثم تم التوصل إلى 32 محفظة استثمارية، ومن ثم تم احتساب قيمة العوامل الأربع على أساس متوسط عوائد الأسهم للمحافظة، وكما في الجدول (5).

الجدول (5) النموذج ثلاثي العوامل

المعادلة	العامل
$SMB=(SH+SL+SR+SW+SC+SA)/6$ $(BH+BL+BR+BW+BC+BA)/6$	عامل حجم الشركة
$HML= (SH+BH)/2-(SL+BL)/2=(SH-SL)+(BH-BL)/2$	عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية
$RMW=(SR+BR)/2-(SW+BW)/2=(SR-SW)+(BR-BW)/2$	عامل الربحية
$CMA= (SC+BC)/2-(SA+BA)/2=(SC-SA)+(BC-BA)/2$	عامل الاستثمار

3) نموذج التصنيف رباعي العوامل :-

ويستند إلى تصنيف السوق إلى محافظ استثمارية بحسب العوامل الأربع مجتمعة أي من خلال تصنيف السوق إلى شركات كبيرة وصغيرة ، ومن ثم تصنيفها إلى محافظتين استثماريتين بحسب القيمة الدفترية إلى السوقية ومن ثم التوصل إلى أربع محافظ استثمارية وبعد ذلك تم تصنيفها إلى محافظتين استثماريتين بحسب عامل الربحية، ومن ثم تم التوصل إلى ثمان محافظ جرى تصنيفها بعد ذلك بحسب عامل الاستثمار للوصول إلى 16 محفظة استثمارية، ومن ثم احتسبت قيمة العوامل الأربع على أساس متوسط عوائد الاسهم الخاصة بالمحافظ الاستثمارية، والجدول (6) يبين النموذج رباعي العوامل

الجدول (6) انموذج رباعي العوامل

المعادلة	العامل
$\text{SMB} = (\text{SHRC} + \text{SHRA} + \text{SHWC} + \text{SHWA} + \text{SLRC} + \text{SLRA} + \text{SLWC} + \text{SLWA}) / 8 - (\text{BHRC} + \text{BHRA} + \text{BHWC} + \text{BHWA} + \text{BLRC} + \text{BLRA} + \text{BLWC} + \text{BLWA}) / 8$	عامل حجم الشركة
$\text{HML} = (\text{SHRC} + \text{SHRA} + \text{SHWC} + \text{SHWA} + \text{BHRC} + \text{BHRA} + \text{BHWC} + \text{BHWA}) / 8 - (\text{SLRC} + \text{SLRA} + \text{SLWC} + \text{SLWA} + \text{BLRC} + \text{BLRA} + \text{BLWC} + \text{BLWA}) / 8$	عامل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية
$\text{RMW} = (\text{SHRC} + \text{SHRA} + \text{SLRC} + \text{SLRA} + \text{BHRC} + \text{BHRA} + \text{BLRC} + \text{BLRA}) / 8 - (\text{SHWC} + \text{SHWA} + \text{SLWC} + \text{SLWA} + \text{BHWC} + \text{BHWA} + \text{BLWC} + \text{BLWA})$	عامل الربحية
$\text{CMA} = (\text{SHRC} + \text{SHWC} + \text{SLRC} + \text{SLWC} + \text{BHRC} + \text{BHWA} + \text{BLRC} + \text{BLWC}) / 8 - (\text{SHRA} + \text{SHWA} + \text{SLRA} + \text{SLWA} + \text{BHRA} + \text{BHWA} + \text{BLRA} + \text{BLWA}) / 8$	عامل الاستثمار

المبحث الثالث

العائد والمخاطرة

العائد :-

أولاً:- مفهوم العائد :-

إن العائد يمثل المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن مدة الانتظار والمخاطرة المتحملة لرأس المال المستثمر معبراً عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الامر (الزبيدي،2014: 235). وأوضح (الشبيب،2006: 33) العائد بأنه الثروة المتولدة عن مستوى مخاطرة معين عند الاستثمار لمدة معينة وبكفاءة والعائد يتغير وفق مستوى المخاطرة فكلما زاد مستوى المخاطرة زاد معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمار. وأسفر (جاسم،2019: 44) ان العائد يمثل مجموعة من الإيرادات الناجمة عن الاستثمار خلال مدة معينة ، ويمثل العائد مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأساسي ، والذي يؤدي إلى تعظيم ثروة المستثمر ، والعائد دالة لمستوى المخاطرة المصاحبة للاستثمار .

يعرف العائد بأنه القيمة الناتجة من استعمال الشيء كالأموال المستلمة من الاستثمارات ويعبر عنها عادة كنسبة مئوية إلى مجموع المبلغ المستثمر لتمثل العائد، ويمكن الوصول إليه بعد طرح التكاليف من الإيرادات المتحققة من خلال مدة زمنية محدود عادة ما تكون سنة (Brealy&Stewart,1988:269). ويرى (عطية والفضل،2016: 333-334) الى ان العوائد تعرف بانها تمثل الربح الكلي أو الخسارة الكلية الناتجة من الاستثمار خلال مدة زمنية محددة، كما تعنى بانها تمثل كل التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر إضافة إلى التغير في القيمة السوقية لأداة الاستثمار.

مزايا العوائد بالنسبة للشركات المالية

هنالك مجموعة من المزايا التي يحققها العائد في المحفظة الاستثمارية بالنسبة للشركات

المالية، لعل هذه المزايا يمكن حصرها في الآتي (منهل وآخرون، 2015: 122-124):

(1) إن تحقيق العوائد ضرورية لمقابلة المخاطر العديدة التي تتعرض لها الشركة حتى تتمكن من الاستمرار.

(2) تسهم في تزويد الشركة بدعامة ضد المشاكل قصيرة الأجل.

(3) تسهم في تنمية رأس المال بوصفه مصدرا للتمويل الذاتي ، وتشجيع اصحاب رؤوس الاموال في الاكتتاب في اسهم الشركة عندما تقرر الشركة زيادة رأس مالها.

(4) يمثل نمو العائد نمو لقدرة الادارة وكفاءتها في توظيف اموالها المتوفرة لديها كما تساعد في تخطيط اعمالها المستقبلية.

(5) تحقق العوائد المرتفع للزبائن المتعاملين مع الشركة في المحافظة بزبائنها الحاليين، واستقطاب زبائن جدد، كما تساعد ادارة الشركة في التطور والتوسع في تقديم الخدمات المالية الجديدة والمبتكرة بالشكل الذي يحقق حاجات الزبائن الحاليين والمرتبين.

(6) تُعد العوائد أداة الكشف عن نقاط القوة والضعف للشركة بهدف قياس حالة التقدم ، أو التأخر للشركة والاداء المالي الجيد يُعد شرطا اساس لتأمين بقاء الشركة في بيئة تنافسية ولاسيما في ظل التحديات المعاصرة.

(7) تمثل العوائد مقدار الاموال التي يمكن اضافتها إلى رأس المال، ومقدار المكافأة التي يحصل عليها مقابل تحمله المخاطر.

8) تمثل العوائد الزمن الذي يخلق التوازن بين الرغبة في تحقيق العائد وبين القدرة على تحمل المخاطر المصاحبة لها.

9) تمثل العوائد مجموعة من المكاسب او مجموعة من الخسائر الناجمة عن الاستثمار.

10) يعد العائد احد اهم متغيرات العملية الاستثمارية.

انواع العائد :-

يمكن حصر انواع العائد في الاتي:

1) العائد على الاستثمار:-

معدل العائد على الاستثمار هو أحد مؤشرات الربحية ومقياس الأداء التشغيلي للمنشأة: ويحسب معدل العائد على الاستثمار من قسمة الأرباح بعد الفوائد والضريبة على مجموع التمويل المستثمر في موجودات المنشأة بما فيه التمويل الممتلك والمقترض (العامري، 2010: 47). ويرى (الريبيعي وآخرون، 2017: 91) ان العائد على الاستثمار يمثل احد مقاييس الاداء الشائعة الاستخدام في تحليل الاعمال ويستخدم في تقييم كفاءة الاستثمار ومقارنته بالاستثمارات الاخرى وهو ناتج عن قسمة صافي الربح على الكلفة الاستثمارية، ويكون الغرض منه توفير اساس للقرارات الاستثمار المستقبلية أو قرارات الاكتتاب ، وتقييم المشاريع.

2) العائد الرأسمالي :-

ويتمثل بالفرق في القيمة السوقية للاستثمار خلال الفترة ما بين الحصول على الموجود والفترة التي يتم التخلص منه (عبد الرحمن، 2016: 344).

(3) العائد الدوري :-

يمثل العائد الاجمالي للوحدة الاقتصادية والذي يحصل عليه المستثمر على شكل ارباح دوري (عبد الرحمن، 2016: 344).

(4) العائد المتوقع :-

هو العائد الذي يستطيع المستثمر التنبؤ به او يكون قابل للتوقع اعتماداً على المعلومات التي يملكها حول السهم المراد الاستثمار به، والتي تبني على أساس حالة السوق التي يتعامل فيها والعناصر المؤثرة فيه على عائد السهم المعني ، ومن ثم تقدير هذا العائد، وفق هذه المعطيات (Jordan&milller,2009: 381).

(5) العائد المطلوب :-

وهو العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم في أداة مالية معينة تعويضاً عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال والمخاطرة المصاحبة له وهو مؤشر مهم وهدف رئيس لعموم المستثمرين (العامري، 2007: 418)، ويعرف العائد المطلوب بأنه ادنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرين لتعويضهم عن تحمل المخاطرة ، وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل (الحسيني والدوري، 2000: 178). ويقاس وفق المعادلة sharp الاتي:

$$E(Ri) = Rf + \beta i (E(Rm) - Rf) \dots \dots \dots (18)$$

حيث ان:

$$E(Ri) = \text{العائد المطلوب على الموجودات الرأسمالية}$$

$$Rf = \text{معدل الفائدة الخالية من المخاطرة}$$

$$\beta i = \text{بيتا السوق وتمثل المخاطر النظامية}$$

$$Rm = \text{العائد المتوقع للسوق (الريعي واخرون، 2017: 92)}.$$

(6) معدل العائد المتحقق الفعلي (R_i): -

هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر بصورة فعلية ، والذي يكون عادة مختلفاً عن العائد المتوقع إذ يمثل المعدل الفعلي للنتائج عن الاستثمار بالأسهم العادية والأحتفاظ به مدة زمنية معينة (الزبيدي، 2002: 22). ويعرف (القيسي، 2004: 4) العائد المتحقق بأنه النسبة المئوية للتغير في ثروة المستثمر في نهاية المدة عما كانت عليه في بدايتها، ويمثل العائد النسبة المئوية للتغير في ثروة المستثمرين في نهاية المدة الزمنية عن بدايتها، ويحسب وفق الطريقة الاحصائية الآتية:

$$R_i = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0} \dots \dots \dots (19)$$

حيث ان:

R_i = معدل العائد المتحقق على السهم

D_i = مقسوم الارباح للسهم الواحد

P_i = سعر السهم في نهاية المدة

P_0 = سعر السهم في بداية المدة (دلول، 2010: 40-41)

(7) ربحية السهم الواحد (EPS): -

وهو أحد مؤشرات تقييم الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

(8) تباين عائد السهم (σ^2): -

هو مربع الانحراف المعياري ويستعمل لقياس المخاطرة اللانظامية، ويحسب وفق الصيغة الآتية:

$$\sigma^2 = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R})}{n - 1}} \dots \dots \dots (20)$$

حيث ان:

R_i = معدل العائد المتحقق على السهم

\bar{R} = معدل العائد المتوقع على السهم

n = عدد العينة (عبدالحكيم و دلول، 2010: 5)

العوامل المؤثرة على العائد :-

ان العوائد على ادوات الأستثمار سواء كانت في الأسواق النقدية او في سوق راس المال تتاثر

بمجموعة كبيرة من العوامل اهمها (عادل، 2014: 139):

(1) الزمن اللازم لحلول موعد الاستحقاق .

(2) مخاطرة الائتمان او مخاطرة عدم الوفاء .

(3) قابلية الاداة للتسويق السريع .

(4) قابلية الاداة للاستدعاء .

(5) خضوع عوائد الاداة للضريبة .

(6) حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد.

المخاطرة :-

ثانياً:- مفهوم المخاطرة :-

إن مفهوم المخاطرة يرتبط بمفهوم الشك أو عدم التأكد حيث إن البعض يجمع بين مفهوم الخطر أو عدم التأكد بينما البعض الآخر يجمع بين المفهومين على أساس درجة المعرفة بنتائج القرار (الزبيدي،2014: 236)، وتعرف المخاطرة بانها فرصة تكبد اذى او تلف او ضرر او خسارة بالنسبة الى المقابل (احمد،2018: 172). وبدوره بين (عطية والفضل،2016: 334) الى ان المخاطرة تعرف بانها امكانية التعرض الى الخسارة او الضرر او المجازفة، أي انها تتضمن حصول احداث غير مرغوب فيها، او هي اختلاف العوائد الفعلية عن المتوقعة. وعرف (عادل،2014: 175) المخاطرة بانها الانحراف عن المسار المتوقع او عدم انتظام العوائد او مجموعة الاوضاع المتزامنة والمتتابعة تتميز بانها غير مؤكدة.

تعرف المخاطرة بانها عملية مستمرة لتطبيق استراتيجية استباقية للتخطيط ، والقيادة ، والتنظيم ، والسيطرة على المخاطرة التي يتعرض لها المصرف على الامد القصير والطويل (Kanchu&Kumar,2013:145)، وتمثل أيضا أنها عملية مستمرة لتحديد، وقياس ومراقبة كل نوع من انواع المخاطرة المالية التي يتعرض لها المصرف من خلال اتباع مدخل متكامل ومتربط لجميع المخاطر مع المراقبة المنتظمة التي تمكن المديرين وبشكل استباقي من ادارة محافظهم الخاصة واتخاذ الاجراءات التصحيحية عند الضرورة (Drigă,2012:164)، و اشار (الريعي واخرون،2017: 92) الى المخاطرة انها تمثل جميع المخاطر التي يتحملها المستثمرين عند قيامهم باي عملية استثمارية مقابل توقع الحصول على العائد لذلك تعد المخاطرة عنصرا

مهماً يجب الاهتمام به من لدن المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار وبطبيعة الحال يكون المستثمر عقلاني أي انه متجنب للمخاطرة .

أسباب المخاطرة المالية في منظمات الأعمال :-

هنالك مجموعة من الأسباب التي تتعلق بطبيعة السلع والخدمات والقرارات المالية والأدارية الداخلية منها والخارجية، ويمكن حصر هذه الأسباب في النقاط الآتية (منهل واخرون، 2015، نقلا عن الراوي، 2000: 78):

- 1) **نوع السلع والخدمات:-** إذ يقبل المستثمرين على الاستثمار في المشروعات المجزية شراء الأسهم لشركات ذات عوائد جيدة، وإذا ما تعرضت منتجات هذه الشركات إلى المنافسة وبدأت تفقد تميزها فحجم مبيعاتها وربحيتها ستتراجع ويتبعه هبوط في قيمة هذه الشركات وأسعارها السوقية.
- 2) **تقلبات سوقية عامة:-** يتعرض سوق أي سلعة، أو مشروع معين، أو سعر الورقة المالية إلى مجموعة من التقلبات السعرية والمفاجئة تسبب في حالة من الهبوط العام ، والسبب في ذلك قد يكون التقلبات الاقتصادية والسياسية.
- 3) **تغير في اسعار الفائدة:-** إذا ارتفعت أسعار الفائدة فأن كلفة الاقتراض سوف ترتفع ، وكذلك معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية المستقبلية وتصبح بعض المشروعات مجزية مما ينعكس بالتراجع في ارباحها والعكس صحيح في حالة انخفاض أسعار الفائدة.
- 4) **التضخم:-** ويقصد به انخفاض القيمة الشرائية للنقد المتداول و ينعكس ذلك بارتفاع التكاليف وانخفاض هوامش الأرباح.

(5) **التغير في القوانين والتشريعات:-** أن استقرار الاقتصاد واستقرار القوانين يؤدي عموماً إلى استقرار الأسعار وعدم تعرضها إلى مخاطر الانخفاض لكن صعود عدد من القوانين لدعم الاستثمار يُعد عاملاً محفزاً مثل الإعفاءات الضريبية، والكمركية، وتشجيع الصادرات، ومن ثم انخفاض مخاطرة الاستثمار ألا إن صدور عدد من القوانين التي تحمل الشركة المزيد من التكاليف ويزيد من تقلب ومخاطرة الإيرادات مثل رفع الدعم من قطاع اقتصادي معين وتثبيت أسعار بعض السلع وغيرها.

خصائص المخاطرة :-

هنالك مجموعة من الخصائص المهمة التي تتميز بها المخاطرة، وهذه الخصائص هي (خضر وجاسم، 2015: 202):

- 1) توسعة الاستثمارات بسرعة عالية وخاصة في الوضع المحلي والأجنبي يرتفع بشكل واسع ليكون أكثر عقلانية.
- 2) تطوير التنوع وحالة المشاريع الكبيرة المعقدة .
- 3) تفعيل دور الاستثمارات المرنة التي يمكن من خلالها الدمج مع الاستثمارات المحلية، الأمر الذي يعني إن المخاطرة الاستثمارية تمثل سلسلة من التغييرات.
- 4) زيادة المخاطرة نتيجة التعامل بشكل غير شرعي وغير مجاز في استعمال النفط والغاز الطبيعي للدولة .
- 5) تكون المخاطرة الاستثمارية في الأوراق المالية الخاصة بالطاقة أقل من متوسط المخاطرة الاستثمارية الصناعية.
- 6) المخاطرة ترتبط بالمستقبل لان نتائجها تظهر لاحقاً .

(7) المخاطرة ترتبط بعدم التأكد لأنها تتأثر بما يمكن إن يحدث لاحقاً من أحداث مستقبلية غير معروفة بالرغم من إمكانية التنبؤ بهذه الأحداث إلا غير مؤكدة ولذلك يمكن ان تؤثر عليها وعلى القرارات المرتبطة بها .

(8) المخاطرة ترتبط بمتخذ القرار وبأحكامه الشخصية و بمقدار تحليله للموضوع وخبرته وعملته في مجال المخاطرة .

أنواع المخاطرة :-

هنالك عدة أنواع للمخاطرة التي يمكن إيجازها في الآتي:

(1) المخاطرة النظامية (Systematic Risk) :-

يطلق على المخاطرة النظامية تسميات متعددة منها مخاطرة السوق والمخاطرة غير القابلة للتوقع (الحسيني والدوري، 2000: 166)، كما تشير المخاطرة النظامية إلى المخاطرة العامة الناشئة عن عوامل السوق، والتي يمكن لا تجنبها بالتنوع لأنها عامة، وتؤثر على كل الأوراق المالية، ومن أمثلتها مخاطر الحرب، والتضخم، وارتفاع أسعار الفائدة، والأزمات المالية ... وغيرها (عبدالحميد واخرون، 2010: 6-7). وأسفر (Bodie et al., 2004: 194) إن المخاطرة النظامية تعرف بأنها ذلك الجزء من التغييرات الكلية في العائد والتي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية بعامة.

وتعرف المخاطر التنظيمية على أنها بيتا (β) وتلعب دوراً مهماً في مبدأ التنوع لقياس مخاطرة الأوراق المالية (Puspitaningtyas, 2017: 46). ويعرف (Jaafar et al., 2020: 71) المخاطرة النظامية على أنها مقدار تقلب المخزون نسبة إلى تغير السوق أو التباين على نطاق

واسع في عوائد الأسهم في سوق رأس المال. وأشار (Wimble et al.,2008:2) إلى المخاطرة النظامية على أنها كيفية تغير قيمة حقوق ملكية الشركة بالنسبة للتغيرات في السوق ككل. وبين (Woglom,1990:217) إن المخاطرة النظامية تمثل التباين في صافي دخل الشركة الذي يساهم في التباين في دخل الشركة الصافي مع صافي الدخل لمحظة السوق لجميع الشركات، إذ يتم استخدام المخاطر المنهجية لتحديد تكلفة رأس المال. ويمكن حساب هذا النوع من المخاطرة عن طريق البيتا وكما يلي :

$$\beta_p = W_1\beta_1 + W_2\beta_2 + \dots + W_n\beta_n$$

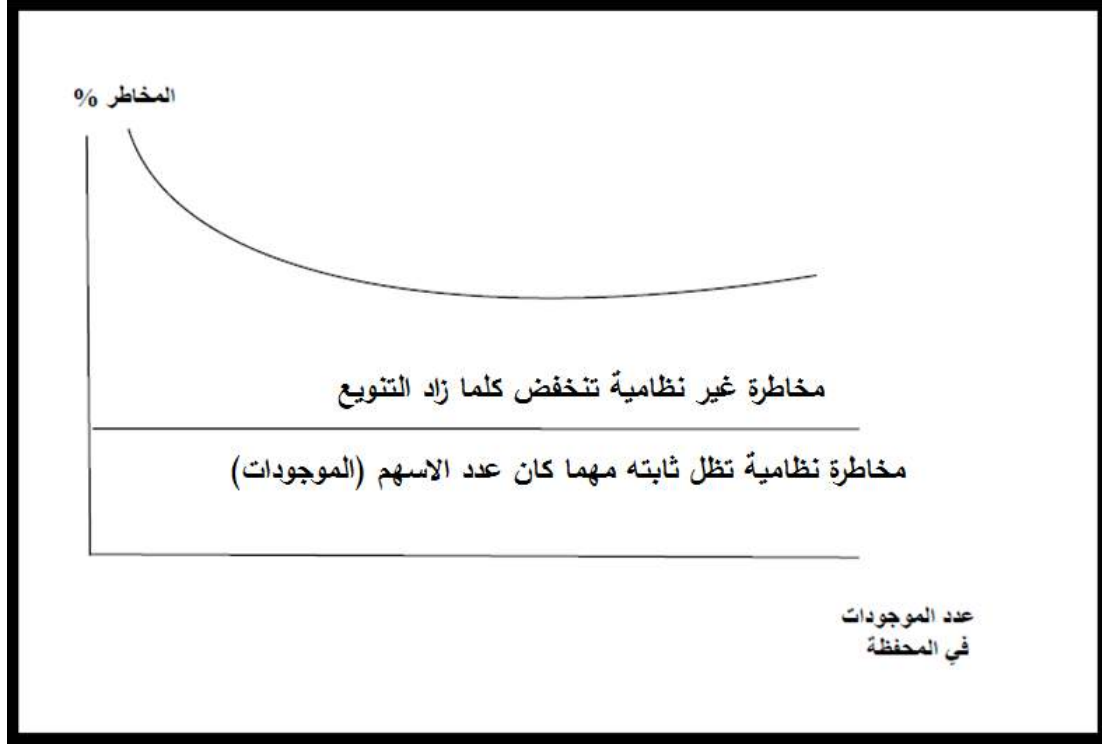
$$= \sum_{i=1}^n W_i\beta_i \dots \dots \dots (21)$$

2) المخاطرة غير النظامية (Unsystematic Risk):-

يقصد بالمخاطرة غير النظامية هي حالات اللاتأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بشركة معينة أو قطاع معين حيث أنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي، وعادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطرة الاستثنائية أو المخاطرة اللاسوقية أو المخاطرة التي يمكن تجنبها (العامري،1990: 36) و تتأثر درجة المخاطرة غير النظامية لمنشأة معينة بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه المنشأة أو بدرجة استعمال الاقتراض كمصدر للتمويل ، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة أو بحدوث تغير أساس في الإدارة ، لذا يمكن الحد من المخاطرة غير النظامية عن طريق التنويع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطرة المرتبطة بكل أصل على حدة (مطر،2006: 59).

فالمخاطرة غير النظامية تمثل المخاطرة التي يمكن تجنبها بالتنويع، أي باقتناء عدد كبير من الأوراق المالية، ومن أمثلتها مخاطر الشركة كمخاطر الإدارة، ومخاطر الإفلاس، ومخاطر

التطور التكنولوجي (عبدالحميد وآخرون، 2010: 6-7) ويمكن قياس هذا النوع من المخاطرة عن طريق التباين والانحراف المعياري وكما موضح سابقا، وان الشكل إدنى يوضح العلاقة بين المخاطرة وعدد الموجودات في المحفظة.



الشكل (2) العلاقة بين المخاطرة وعدد الموجودات في المحفظة

المصدر: عبدالحميد، عبد العزيز شويش، وعبدالحميد، مظهر خالد، و الرفاعي، 2010 " دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 2، العدد 4، ص7.

وتنقسم المخاطرة غير النظامية الى عدة انواع هي:

أ. مخاطرة الائتمان :-

تعرف المخاطرة الائتمانية بأنها عدم القدرة على السداد من الأطراف الأخرى المتعاملة مع المصرف لقاء التسهيلات المقدمة وهذه التسهيلات عادة ما تكون القروض والسلف كأن يكن المقترض قد اخذ القرض ومن ثم تخلف عن سداه (الموسوي والضرب، 2017: 278). إذ إن الخطر الأساس للمصارف وغيرها من المقرضين هو التعامل مع مخاطرة التخلف عن سداد القروض، ويمكن إن تعزى معظم حالات فشل المصارف في الوقت الحالي إلى خسائر مخاطرة الأتمان وتوضح أزمة الرهن العقاري الأخيرة هذا بشكل جيد، وردا على تلك الأخفاقات زاد مديرو المؤسسات المالية والهيئات التنظيمية جهودهم لأدارة مخاطرة الأتمان بشكل أكثر فاعليه. لذا فان ادارة مخاطرة الائتمان يجب ان تحظى باهتمام الادارة العليا للمصرف وينبغي ان تتضمن هذه العملية الخطوات الأتية (Singh,2013:2):

- تصنيف المخاطرة من خلال تصنيف الائتمان.
- تسعير المخاطرة على أساس علمي.
- السيطرة على المخاطرة من خلال آلية فعالة للقروض وإدارة المحفظة.
- قياس المخاطرة من خلال تقدير خسائر القروض المتوقعة، أي كمية خسائر القيود التي يشهدها المصرف لمدته زمنية مختارة (عن طريق تتبع سلوك المقترضين لخمس سنوات أو أكثر) وخسائر القروض غير المتوقعة ، أي مبلغ الخسائر الفعلية التي تجاوزت الخسائر المتوقعة (عن طريق الانحراف المعياري للخسائر أو الفروق بين نسبة الخسائر المتوقعة وبعض خسائر الائتمان المستهدفة المختارة) .

كما وتهدف إدارة مخاطرة الائتمان بشكل عام إلى تحقيق الأتي (Naresh&Rao,2015:90):

- تطوير أطار متكامل لتصنيف أنواع مختلفة من القروض والسلف ، وتحديد الأثار المترتبة في جودة ومخاطرة الائتمان .

- وضع استراتيجيات مناسبة على المستوى المؤسسي لتحقيق المستويات المطلوبة وإصدار المبادئ التوجيهية لوحدات الأعمال الإستراتيجية ، وتوفير المعايير المستهدفة لنسب الاسترداد ، وحجم التعرض للمخاطرة وغيرها.

- مراجعة حالات التعرض للمخاطرة والأداء بشكل دوري .

- وضع الآليات المناسبة للمراقبة والسيطرة على المخاطرة.

- تطوير الأدوات التحليلية لتقييم المخاطرة الائتمانية.

ب. مخاطر السيولة :-

تعني هذه المخاطرة عدم قدرة المصرف على الإيفاء بالالتزامات تجاه الآخرين في المواعيد المحددة فنقاس بكلفة الاقتراض بشروط متشددة وفرض معدل فائدة مرتفع من قبل الممولين واحتمال مواجهة المصرف مخاطر الإفلاس ، ويشير هذا النوع من المخاطرة إلى العلاقة بين متطلبات سيولة المصرف لمقابلة السحوبات من الودائع وزيادة القروض مقارنة بالمصادر الفعلية أو المحتملة للسيولة سواء من حيث بيع موجود يمتلكه المصرف ، أو تصفيته ، أو الحصول على الأموال من الغير (الموسوي والضرب،2017: 278-279). إذ تزداد مخاطرة السيولة عندما يقوم حاملو الالتزامات المالية (المودعون) بسحب أموالهم مباشرة من المصرف، فمن لديه حساب جاري يمكنه إن يسحب النقد من حسابه متى يشاء، كما إن مخاطرة الطلبات المفاجئة

للأموال السائلة والتي تواجه المنصف في كلا جانبي كشف الميزانية فحسب الأموال يمثل مخاطرة جانب المطلوبات ، ولكن هناك أيضا مخاطرة في جانب الموجودات (Cecchetti et al.,2011:55). فعندما يطلب حاملو الالتزامات النقد مباشرة فعلى المصرف أما إن يقترض أموالاً إضافية أو يبيع موجوداته لتلبية متطلبات سحب الأموال ومن المعلوم أن أكثر الموجودات سيولة هو النقد إذ يمكن للمصرف إن يستعمله مباشرة لمواجهة هذه الالتزامات، ولكن النقد مباشرة بشكل عام لا يحقق أي فائدة للمصرف ، لذا تحتفظ المصارف بكميات قليلة منه (Saunders&Cornett,2009:13).

لذلك تهدف إدارة مخاطرة السيولة إلى حماية المصرف من مخاطرة السيولة ، وتجنب حالة إن يكون صافي الموجودات السائلة سالب، ولتجنب مشاكل السيولة يمكن للمصرف احتجاز موجودات سائلة، ولكن هذا قد يسبب نقصان في ربحية المصرف وبالرغم من هذه الكلفة فإن هناك ضرورة لامتلاك موجودات سائلة بسبب (Casu et al.,2006:20):

- أ- زيادة موثوقية المودعين بان المصرف امن وقادر على تلبية كل التزامات الاقتراض .
- ب-يقدم إشارات للسوق بان المصرف قوي ومدار بشكل جيد .
- ت-تجنب البيع الاجباري لموجودات المصرف .
- ث-تجنب دفع كلف اقراض زائدة للمصارف الاخرى .
- ج- تجنب الاقتراض من البنك المركزي.
- ت. مخاطر سعر الفائدة :-

أصبحت إدارة مخاطرة سعر الفائدة في الوقت الحاضر امرا لا غنى عنه وعلى الرغم من إن هناك إمكانية للتنبؤ بتقلبات أسعار الفائدة للإفادة من التغيرات الايجابية، ألا أن عملية التنبؤ هذه عملية معقدة جدا لذلك لم تكون ممكنة ألا في الشركات الكبيرة إذ يتم توظيف متخصصين

للقيام بهذه المهمة، وحتى مع ذلك فإن مثل هذه الأنشطة لا تزال محفوفة بالمخاطرة (Miciuła, 2015:138)، لذلك يتعين على مديرو المصارف وضع سياسات واستراتيجيات للحد من التعرض لمخاطرة سعر الفائدة ومن ثم تقليل الخسائر المحتملة، ولبيان مدى تأثير مخاطرة سعر الفائدة على المصرف يتطلب إدارة فاعلة للحصول على معلومات مفصلة عن المصادر المحتملة لمخاطرة سعر الفائدة عن طريق النظر إلى السلوك الفعلي لتدفق الدخل والمصاريف، وكذلك صافي هامش الفائدة، أي معرفة فيما إذا كانت هنالك حركات حادة لأسعار الفائدة في السوق، فضلا عن معرفة السلوك الفعلي لزيائن المصرف فيما يتعلق بالمصاريف المدفوعة مقدما والسحب بوقت مبكر، ومن الضروري إن يقبل المصرف درجة معينة من مخاطرة سعر الفائدة ولكن يتعين عليه للأفادة باستمرار من تغيرات سعر الفائدة وهذا يتطلب قدرة عالية على التنبؤ أفضل من بقية العاملين في السوق (Beets, 2004:62).

ث. مخاطر رأس المال :-

لرأس المال تأثير مباشر على ربحية وسيولة المؤسسات، فالإدارة الكفوءة لرأس المال لها دور مهم لأستراتيجية المصرف الشاملة من اجل خلق القيمة للمساهمين، فالغرض الرئيس من أي مصرف هو تعظيم الربح، ولكن المحافظة على السيولة هو هدف مهم أيضا، فزيادة الأرباح على حساب السيولة يجلب مخاطرة كبيرة للمصرف، لذا فإدارة رأس المال يتعين إن تحافظ على التوازن بين هذين الهدفين، وفي إشارة إلى نظرية المبادلة بين العائد والمخاطرة، فالاستثمار مع مخاطرة عالية يؤدي إلى عوائد أعلى، وهكذا فالمصارف التي لها سيولة عالية مخاطرتها تكون منخفضة وبالعكس (Makori&Jagongo, 2013:5).

وهناك بعض المؤشرات المبكرة لمخاطرة رأس المال يتعين الانتباه لها هي (Casu et al.,2006:25):

أ- هامش سعر الفائدة بين عوائد السوق في قضايا الديون المصرفية وعائد السوق على السندات الحكومية لتاريخ الاستحقاق نفسة: فإذا زاد الهامش فالمستثمرين يعتقدون أن المصرف أصبح أكثر خطورة بالنسبة للديون الحكومية، والمستثمرين في السوق يتوقعون ارتفاع المخاطرة من شراء أو امتلاك دين المصارف.

ب- نسبة سعر السهم الواحد إلى الأرباح السنوية للسهم: هذه النسبة غالبا ما تفشل في حال إذا اعتقد المستثمرون إن المصرف ضعيف ماليا بالنسبة إلى المخاطرة التي أخذها على عاتقه.

ت- نسبة رأس مال الملكية إلى أجمالي الموجودات: المستوى المنخفض من حقوق الملكية إلى الموجودات يشير إلى ارتفاع مخاطرة المساهمين.

ث- رأس المال إلى الموجودات الموزونة بالمخاطرة، وأجمالي رأس المال إلى الموجودات الموزونة بالمخاطرة: إن هذه النسب تشير إلى إن رأس مال الملكية و رأس المال الأجمالي على الترتيب تصل الحد الأدنى (4%، 8%) من المتطلبات التنظيمية، بينما إن انخفاض هذه النسب يشير إلى إن المصرف لديه مال اقل لتغطية الخسائر المحتملة (الموسوي وعاشور، 2017: 292-293).

ج. مخاطرة العمل :-

وتعني المجازفة في المجهول من غير معرفة احتمالية النجاح وهي مخاطرة مرتبطة بالدخول إلى الأسواق غير المجربة أو استخدام تكنولوجيا لم تجرب بعد (الشمري واخرون، 2016: 247-249).

ح. المخاطرة المالية :-

وتعني اقتراض المنظمة بشكل كبير أو الالتزام باستخدام مقدار كبير من مواردها من أجل النمو (الشمري وآخرون، 2016: 247-249).

خ. المخاطرة الشخصية :-

تشير إلى المخاطرة التي يقترفها المديرون التنفيذيون باتخاذهم موقف يعدونه جيداً في نشاط الاتجاه الاستراتيجي الذي يتخذونه، فالتنفيذيون الذين يستخدمون مخاطرة الوقوف للتأثير على مجرى المنظمة الكلي وقراراتهم يمكن أن يكون لها تطبيقات مهمة على وظائفهم (الشمري وآخرون، 2016: 247-249).

الفصل الثالث

الجانب الميداني للدراسة

المبحث الأول: وصف وتحليل البيانات

المبحث الثاني: تحليل واخبار فرضيات الدراسة

المبحث الاول

وصف وتحليل البيانات

أولاً:- تحليل معاملات بيتا في نموذج فاما وفرانش خماسي العوامل :-

معامل بيتا مقياس جديد لقياس مخاطر السهم ، وهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد ، وهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق ، وهو أحد مقاييس المخاطرة الأكثر شيوعاً في الاستخدام ، والمعامل هو عبارة عن رقم فاذا كان الرقم اقل من واحد فمعناه إن نسبة مدى تذبذب السهم لعام حسب بعد الرقم عن الرقم (1) وهو بالطبع يعني عالي المخاطرة.

ويقاس معامل بيتا للسهم وفق الصيغة الآتية:-

$$B_j = \frac{COV(R_j, R_m)}{\sigma^2 R_m} \dots \dots \dots (22)$$

حيث ان:

B_j = عامل بيتا

$COV(R_j, R_m)$ = التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق

$\sigma^2 R_m$ = تباين معدل عائد محفظة السوق.

1- حساب سعر السهم :-

وتشير النتائج الواردة في الجدول (7) ان شركة الصناعات الكيماوية حققت اعلى سعر للسهم اذا بلغ (61.043) دينار وجاءت بالمرتبة الاولى ، ثم يليها شركة انتاج الالبسة الجاهزة بسعر سهم بلغ (9.756) دينار للسهم ، وجاءت شركة السجاد والمفروشات بالمرتبة الثالثة بسعر سهم بلغ (5.076) ، وهي بذلك تمثل اعلى سعر سهم في قطاع الصناعة للفترة من (2011-2017).

الجدول (7) سعر السهم للشركات عينة الدراسة

المعدل	سعر السهم							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1.127	0.690	0.670	0.760	0.840	0.900	1.210	2.820	شركة المنصور الدوائية
5.076	8.100	5.150	4.280	4.250	4.150	4.600	5.000	شركة السجاد والمفروشات
2.953	1.380	1.840	1.930	1.700	2.720	4.200	6.900	شركة بغداد لمواد التغليف
2.343	2.680	2.500	2.940	2.260	2.990	1.490	1.540	شركة بغداد للمشروبات الغازية
1.283	0.880	1.650	1.290	1.270	1.130	1.280	1.480	الشركة العراقية لتصنيع التمور
0.594	0.280	0.350	0.4000	0.670	0.640	0.640	1.180	شركة الهلال الصناعية
61.043	60.000	70.000	77.000	60.500	39.800	60.000	60.000	شركة الصناعات الكيماوية
2.071	0.760	0.790	1.110	1.280	2.500	3.950	4.110	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1.429	0.720	0.700	0.630	0.900	1.600	2.450	3.000	شركة العراقية للأعمال الهندسية
1.740	1.270	1.250	1.410	2.300	1.950	1.900	2.100	شركة الخازر للمواد الانشائية
9.756	13.100	14.700	13.640	8.450	5.000	7.000	6.400	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
0.606	0.270	0.370	0.370	0.450	0.700	0.910	1.170	شركة العراقية لصناعة الكارتون
	7.508							معدل القطاع

2- حساب مؤشر السوق :-

تشير النتائج الواردة في الجدول (8) ان شركة الصناعات الكيماوية حققت اعلى مؤشر للسوق إذ بلغ (60.333) دينار وجاءت بالمرتبة الاولى ، ثم يليها شركة انتاج الالبسة الجاهزة إذ بلغ مؤشر السوق (7.381) دينار، وجاءت شركة السجاد والمفروشات بالمرتبة الثالثة إذ بلغ مؤشر السوق (4.840) ،وهي بذلك تمثل أعلى مؤشر للسوق في قطاع الصناعة للفترة من (2011-2017).

الجدول (8) مؤشر السوق للشركات عينة الدراسة

المعدل	مؤشر السوق							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1.279	0.660	0.660	0.890	0.770	1.010	1.910	3.050	شركة المنصور الدوائية
4.840	7.610	4.580	3.920	3.770	4.580	4.610	4.810	شركة السجاد والمفروشات
3.209	1.780	1.590	1.690	1.990	2.410	4.860	8.140	شركة بغداد لمواد التغليف
2.121	2.410	2.560	2.160	2.570	2.340	1.290	1.520	شركة بغداد للمشروبات الغازية
1.341	1.210	1.480	1.460	1.130	1.210	1.360	1.540	الشركة العراقية لتصنيع التمور
0.653	0.320	0.340	0.550	0.680	0.590	0.830	1.260	شركة الهلال الصناعية
60.333	60.000	70.000	77.000	60.500	39.800	60.000	55.030	شركة الصناعات الكيماوية
1.942	0.800	0.610	1.110	1.482	2.930	3.150	3.510	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1.577	0.720	0.660	0.890	1.050	1.840	2.490	3.390	شركة العراقية للأعمال الهندسية
1.916	1.380	1.270	1.580	2.050	2.440	2.020	2.670	شركة الخازر للمواد الانشائية
7.381	10.670	10.740	7.050	4.920	6.780	6.610	4.900	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
0.684	0.370	0.350	0.440	0.510	0.800	1.010	1.310	شركة العراقية لصناعة الكارتون
	7.273							معدل القطاع

3- حساب معامل بيتا وفق نموذج فاما وفرانش خماسي العوامل :-

تشير النتائج الواردة في الجدول (9) ان شركة الصناعات الكيماوية بلغ معامل بيتا (10.227) وجاءت بالمرتبة الاولى ، ثم يليها شركة انتاج الالبسة الجاهزة اذ بلغ معامل بيتا (6.120)، وجاءت شركة بغداد لمواد التغليف بالمرتبة الثالثة إذ بلغ معامل بيتا (4.120)، وبالتالي هناك تفاوت في معاملات لاسهم في الشركات المختارة في قطاع الصناعة والناجم عن التفاوت في العوائد الكلية لأسهمها، ويمثل معامل بيتا (Bj) معامل مخاطر النظامية السوقية جوهر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ، والذي يتم احتسابه من حاصل قسمته التباين المشترك لعوائد السهم والسوق على تباين عائد محفظة السوق والذي يمثل العامل الاول لنموذج فاما وفرانش خماسي العوامل.

الجدول (9) معامل بيتا للشركات عينة الدراسة

(Bj)	سعر السهم	مؤشر السوق	اسم الشركة
0.565	1.127	1.279	شركة المنصور الدوائية
1.475	5.076	4.840	شركة السجاد والمفروشات
4.120	2.953	3.209	شركة بغداد لمواد التغليف
0.212	2.343	2.121	شركة بغداد للمشروبات الغازية
0.024	1.283	1.341	الشركة العراقية لتصنيع التمور
0.073	0.594	0.653	شركة الهلال الصناعية
10.227	61.043	60.333	شركة الصناعات الكيماوية
1.465	2.071	1.942	شركة الكندي للقاحات البيطرية
0.847	1.429	1.577	شركة العراقية لأعمال الهندسية
0.165	1.740	1.916	شركة الخازر للمواد الاثنايية
6.120	9.756	7.381	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
0.105	0.606	0.684	شركة العراقية لصناعة الكارتون

ثانياً:- تحليل معاملات حجم الشركة في نموذج فاماو فرانش خماسي العوامل :-

ويقاس من خلال ضرب عدد الاسهم المتداولة في سعر السهم في السوق ، ويمثل حجم الشركة وكالاتي:-

$$MVE = \text{Number of Shares traded} \times \text{Share Price in the Market} \dots\dots\dots (23)$$

حيث ان:-

$$MVE = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}$$

$$\text{عدد الاسهم المتداولة} = \text{Number of Shares traded}$$

$$\text{سعر السهم في السوق} = \text{Share Price in the Market}$$

1- عدد الاسهم المتداولة :-

تشير النتائج الواردة في الجدول (10) ان شركة بغداد للمشروبات الغازية اعلى عدد اسهم متداولة، اذ بلغ (21119814974) سهم ، ثم يليها شركة الهلال الصناعية، اذ بلغ عدد اسهمها المتداولة (4385208512) سهم، وجاءت الشركة العراقية لتصنيع التمور بالمرتبة الثالثة اذ بلغ تداولها (2548376820) سهم، وبالتالي تميزت هذه الشركات بقيمة سوقية عالية نتيجة لزيادة تداول أسهمها مقارنة بالشركات الاخرى في قطاع الصناعة.

الجدول (10) عدد الاسهم للشركات عينة الدراسة

المعدل	عدد الاسهم المتداولة							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1721591615	1625116071	3356413548	1866727103	1602707544	1815184271	865923539	919069226	شركة المنصور الدوائية
57056177.7	91568356	52175054	59689567	38559960	30914222	45443526	81042559	شركة السجاد والمفروشات
187768913.3	118984199	482020803	129095147	89321984	234765319	212343174	47851767	شركة بغداد لمواد التنظيف
21119814974	11791269212	16930553761	12224996896	8418329638	20308510628	29624895082	48540149601	شركة بغداد للمشروبات الغازية
2548376820	1596595730	1026702956	2520334735	3855838803	2529681493	3120986979	3188497044	الشركة العراقية لتصنيع التمور
4385208512	2594553458	7440013893	2364592357	1732613486	3203082111	10889906272	2471698008	شركة الهلال الصناعية
997329	1963625	550000	263800	600711	1304717	1656789	641661	شركة الصناعات الكيماوية
1348239008	662478514	3159110516	629153846	1307311586	824703451	1682352772	1172562370	شركة الكندي للقاحات البيطرية
135677593.1	26694500	12179261	514467344	88527989	171411746	48485442	87976870	شركة العراقية للأعمال الهندسية
55369093.14	4144717	18022577	12921600	3777876	264961340	27221338	56534204	شركة الخازر للمواد الاثناية
391900004	27014428	43942747	54813003	66699721	18213648	1519408750	1013207731	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
690189957.4	365514241	895973011	123866997	199647688	154741238	451945757	2639640770	شركة العراقية لصناعة الكرتون

2- سعر السهم :-

تشير النتائج الواردة في الجدول (11) ان شركة الصناعات الكيماوية حققت اعلى سعر للسهم إذ بلغ (61.043) دينار وجاءت بالمرتبة الاولى ، ثم يليها شركة انتاج الالبسة الجاهزة بسعر سهم بلغ (9.756) دينار للسهم ، وجاءت شركة السجاد والمفروشات بالمرتبة الثالثة بسعر سهم بلغ (5.076) ، وهي بذلك تمثل اعلى سعر سهم في قطاع الصناعة للفترة من (2011-2017).

الجدول (11) سعر السهم للشركات عينة الدراسة

المعدل	سعر السهم							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1.127	0.690	0.670	0.760	0.840	0.900	1.210	2.820	شركة المنصور الدوائية
5.076	8.100	5.150	4.280	4.250	4.150	4.600	5.000	شركة السجاد والمفروشات
2.953	1.380	1.840	1.930	1.700	2.720	4.200	6.900	شركة بغداد لمواد التغليف
2.343	2.680	2.500	2.940	2.260	2.990	1.490	1.540	شركة بغداد للمشروبات الغازية
1.283	0.880	1.650	1.290	1.270	1.130	1.280	1.480	الشركة العراقية لتصنيع التمور
0.594	0.280	0.350	0.4000	0.670	0.640	0.640	1.180	شركة الهلال الصناعية
61.043	60.000	70.000	77.000	60.500	39.800	60.000	60.000	شركة الصناعات الكيماوية
2.071	0.760	0.790	1.110	1.280	2.500	3.950	4.110	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1.429	0.720	0.700	0.630	0.900	1.600	2.450	3.000	شركة العراقية للأعمال الهندسية
1.740	1.270	1.250	1.410	2.300	1.950	1.900	2.100	شركة الخازر للمواد الانشائية
9.756	13.100	14.700	13.640	8.450	5.000	7.000	6.400	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
0.606	0.270	0.370	0.370	0.450	0.700	0.910	1.170	شركة العراقية لصناعة الكارتون

3- حساب عامل الحجم :-

تشير النتائج الواردة في الجدول (12) ان شركة بغداد للمشروبات الغازية كانت في المرتبة الأولى إذ بلغ حجمها (49483726484)، ثم يليها شركة انتاج الالبسة الجاهزة إذ بلغ حجمها (3823376439)، وجاءت الشركة العراقية لتصنيع التمور بالمرتبة الثالثة إذ بلغ حجمها (3269567460).

الجدول (12) حجم الشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	عدد الاسهم المتداولة	سعر السهم	حجم الشركة
شركة المنصور الدوائية	1721591615	1.127	1940233750
شركة السجاد والمفروشات	57056177.7	5.076	289617158
شركة بغداد لمواد التغليف	187768913.3	2.953	554481601
شركة بغداد للمشروبات الغازية	21119814974	2.343	49483726484
الشركة العراقية لتصنيع التمور	2548376820	1.283	3269567460
شركة الهلال الصناعية	4385208512	0.594	2604813856
شركة الصناعات الكيماوية	997329	61.043	60879954.15
شركة الكندي للقاحات البيطرية	1348239008	2.071	2792202986
شركة العراقية لأعمال الهندسية	135677593.1	1.429	193883280.5
شركة الخازر للمواد الانشائية	55369093.14	1.740	96342222.06
شركة انتاج الالبسة الجاهزة	391900004	9.756	3823376439
شركة العراقية لصناعة الكارتون	690189957.4	0.606	418255114.2

ثالثاً:- عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية :-

ويمثل العامل الثالث في نموذج فاما وفرانش ويقاس وفق الصيغة الاتية:-

$$Book Value/Marketvalue = \frac{Book Value of The Share}{Share Price in the Market} \dots\dots\dots (24)$$

حيث ان =

$Book Value/Marketvalue$ = القيمة الدفترية على القيمة السوقية

$Book Value of The Share$ = القيمة الدفترية للسهم

$Share Price in the Market$ = سعر السهم في السوق

وتشير النتائج الواردة في الجدول (13) ان شركة الصناعات الكيماوية كانت في المرتبة الاولى

اذ بلغت القيمة الدفترية لها (38.178)، ثم يليها شركة السجاد والمفروشات اذ بلغت القيمة

الدفترية لها (3.962)، وجاءت شركة بغداد للمشروبات الغازية بالمرتبة الثالثة اذ بلغت قيمتها الدفترية (1.478).

الجدول (13) عامل القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركات عينة الدراسة

المعدل	القيمة الدفترية							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
1.159	1.171	1.163	1.167	1.124	1.143	1.200	1.143	شركة المنصور الدوائية
3.962	4.193	3.793	3.981	4.120	4.010	3.870	3.770	شركة السجاد والمفروشات
0.982	0.935	0.932	0.929	1.007	1.046	1.018	1.007	شركة بغداد لمواد التغليف
1.478	1.729	1.785	1.629	1.424	1.321	1.260	1.200	شركة بغداد للمشروبات الغازية
1.100	0.887	0.990	1.109	1.166	1.085	1.265	1.200	الشركة العراقية لتصنيع التمور
-0.028	0.886	0.77	-0.653	-0.359	-0.613	-0.259	0.035	شركة الهلال الصناعية
38.178	26.531	26.851	29.403	29.249	37.231	53.883	64.097	شركة الصناعات الكيماوية
1.324	1.065	1.043	1.035	1.132	1.420	1.600	1.970	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1.144	0.869	0.878	1.025	1.133	1.238	1.577	1.288	شركة العراقية للأعمال الهندسية
0.982	0.935	0.932	0.929	1.007	1.046	1.018	1.007	شركة الخازر للمواد الانشائية
1.089	1.154	1.065	1.100	1.124	1.011	1.040	1.130	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
-0.122	-0.336	-0.371	-0.327	-0.252	-0.08	0.318	0.194	شركة العراقية لصناعة الكارتون

يوضح الجدول (14) عامل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، إذ نلاحظ أنها تراوحت بين أعلى معدل لشركة المنصور الدوائية الذي بلغ (0.966) ، يليها الشركة العراقية لتصنيع التمور والذي بلغ (0.857)، في حين جاءت الشركة العراقية للأعمال الهندسية وبمعدل بلغ (0.801)، اما ادنى معدل فقد كان للشركة العراقية لصناعة الكارتون اذ بلغ (-0.122)، في حققت باقي الشركات نسبة تراوحت ما بين هذين الحدين.

الجدول (14) عامل القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	القيمة الدفترية	القيمة السوقية	عامل القيمة الى القيمة الدفترية
شركة المنصور الدوائية	1.159	1.127	0.966
شركة السجاد والمفروشات	3.962	5.076	0.781
شركة بغداد لمواد التغليف	0.982	2.953	0.333
شركة بغداد للمشروبات الغازية	1.478	2.343	0.631
الشركة العراقية لتصنيع التمور	1.100	1.283	0.857
شركة الهلال الصناعية	-0.028	0.594	-0.047
شركة الصناعات الكيماوية	38.178	61.043	0.625
شركة الكندي للقاحات البيطرية	1.324	2.071	0.639
شركة العراقية للأعمال الهندسية	1.144	1.429	0.801
شركة الخازر للمواد الانشائية	0.982	1.740	0.564
شركة انتاج الالبسة الجاهزة	1.089	9.756	0.112
شركة العراقية لصناعة الكارتون	5.217	0.606	-0.122

رابعاً:- معدل نمو الاستثمار:-

ويمثل العامل الرابع في النموذج ويقاس وفق الصيغة الآتية:-

$$INV = \frac{Assets_t - Assets_{t-1}}{Assets_{t-1}} \dots \dots \dots (25)$$

حيث ان:

INV = الاستثمار في الموجودات

$Assets_t$ = مجموع الموجودات في السنة الحالية

$Assets_{t-1}$ = مجموع الموجودات في السنة السابقة

وتشير النتائج الواردة في الملحق (2) والجدول (15) (16) ان شركة الخازر للمواد الانشائية

كانت في المرتبة الاولى اذ بلغت قيمة موجوداتها (67486296710)، ثم يليها الشركة

العراقية لتصنيع التمور، اذ بلغت قيمة موجوداتها (22530514233)، وجاءت شركة المنصور الدوائية بالمرتبة الثالثة اذ بلغت قيمة موجوداتها (7028460471).

الجدول (15) مجموع الموجودات

المعدل	مجموع الموجودات							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
7028460471	8050176521	8143450589	8006206671	8161583614	7839866409	5104341874	3893597620	شركة المنصور الدوائية
3078282670	3136204756	2768262335	2790375822	3169695277	3476773080	3053033951	3153633467	شركة السجاد والمفروشات
924545896.1	1055897648	1043669807	1008209537	1105515679	1134911780	555137931	568478891	شركة بغداد لمواد التغليف
2179482211	322213556769	263576845976	226907311687	197192580528	188537302986	173714648714	153494832628	شركة بغداد للمشروبات الغازية
22530514233	19942311853	21001098574	22506071056	22288453983	29608116092	21993435143	20374112927	الشركة العراقية لتصنيع التمور
5030034295	3112667671	3326096895	7418574050	4198036399	5983462302	5503696854	5667705895	شركة الهلال الصناعية
6223786742	4849833941	4920506108	9914364840	7882453067	5069523027	4913652445	6016173766	شركة الصناعات الكيماوية
5906492493	6330992803	6287325944	6378861150	6770236963	6250170648	5204394950	4123464994	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1680196811	1361104629	1582025199	1743350424	1912495389	1622839329	1915112987	1624449720	شركة العراقية للأعمال الهندسية
67486296710	8161583614	226907311687	197192580528	9914364840	20374112927	1692539758	8161583614	شركة الخازن للمواد الانشائية
2672987591	2363197627	2137644385	2713658631	2736659998	3230849629	2692038607	2836864258	شركة إنتاج الالبسة الجاهزة
2501236879	1537588836	1739554014	1969674219	2422320681	2385314689	3040742990	4413462722	شركة العراقية لصناعة الكرتون

الجدول (16) معدل نمو الاستثمار في الموجودات

المعدل	الاستثمار في الموجودات							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
7028460470	8050176520	8143450588	8006206670	8161583613	7839866408	5104341873	3893597619	شركة المنصور الدوائية
3078282669	3136204755	2768262334	2790375821	3169695276	3476773079	3053033950	3153633466	شركة السجاد والمفروشات
924545895.1	1055897647	1043669806	1008209536	1105515678	1134911779	555137930	568478890	شركة بغداد لمواد التغليف
1851696140	3222142911	2635771411	2269073511	1297193211	1885372113	117371511	1534948311	شركة بغداد للمشروبات الغازية
22530514232	19942311852	21001098573	22506071055	22288453982	29608116091	21993435142	20374112926	الشركة العراقية لتصنيع التمور
5030034294	3112667670	3326096894	7418574049	4198036398	5983462301	5503696853	5667705894	شركة الهلال الصناعية
6223786741	4849833940	4920506107	9914364839	7882453066	5069523026	4913652444	6016173765	شركة الصناعات الكيماوية
5906492492	6330992802	6287325943	6378861149	6770236962	6250170647	5204394949	4123464993	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1680196810	1361104628	1582025198	1743350423	1912495388	1622839328	1915112986	1624449719	شركة العراقية للأعمال الهندسية
7506456053	8161583613	2269075411	1971932211	9914364839	20374112926	1692539757	8161583613	شركة الخازن للمواد الانشائية
2672987590	2363197626	2137644384	2713658630	2736659997	3230849628	2692038606	2836864257	شركة إنتاج الالبسة الجاهزة
2501236878	1537588835	1739554013	1969674218	2422320680	2385314688	3040742989	4413462721	شركة العراقية لصناعة الكرتون

خامساً:- عامل الربحية :-

وهو العامل الخامس بالنموذج ويقاس وفق الصيغة الآتية:-

$$EPS = \frac{Net\ Incom}{Common\ Stock\ Number} \dots\dots\dots (26)$$

حيث ان:

EPS = ربحية السهم الواحد

$Net\ Incom$ = صافي الربح

$Common\ Stock\ Number$ = عدد الاسهم العادية

1- صافي الدخل (الارباح بعد حساب الفوائد والضرائب) :-

يتضح من الجدول (14) (17) (18) ان شركة بغداد للمشروبات الغازية كانت في المرتبة الاولى اذ بلغ صافي الدخل (2751245283)، ثم يليها الشركة العراقية لتصنيع التمور اذ بلغ صافي الدخل (520096836.9)، وجاءت شركة الصناعات الكيماوية بالمرتبة الثالثة اذ بلغت قيمة موجوداتها (11913999).

الجدول (17) صافي الدخل (الارباح بعد حساب الفوائد والضرائب)

المعدل	صافي الدخل (الارباح بعد حساب الفوائد والضرائب)							اسم الشركة
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
251631861	171317101	450581371	375494696	264749797	330762602	92058341	76459119	شركة المنصور الدوائية
180055246.9	228953338	163577577	162453740	167851383	184969990	181942101	170638599	شركة السجاد والمفروشات
34302595.14	2625521	3850075	72058221	40179152	40179152	5731349	75494696	شركة بغداد لمواد التغليف
2751245283	37311371821	33530996725	26746784460	19735497165	21538321505	17013898011	3381847295	شركة بغداد للمشروبات الغازية
520096836.9	370762309	390762605	69192236	430862603	881018886	835226805	662852414	الشركة العراقية لتصنيع التمور
11913999	40179152	462453740	177779779	306200188	194638016	88736904	69812017	شركة الصناعات الكيماوية
422521071.9	42277359	46838578	184969698	625121857	1021529279	297209709	739701023	شركة الكندي للفاحات البيطرية
180226412.1	140209262	6860226	620638588	150638598	4448884	37973472	300815855	شركة انتاج الابسة الجاهزة
7098916951	562453982	189779782	276200189	174898017	18735887169	11539321508	18213878012	شركة العراقية للأعمال الهندسية
5865367942	20735497179	18539321533	1013898887	193577586	192458741	187851789	194969880	شركة الخازن للمواد الاشائية
427006460	980638585	290638593	98148884	979734472	223579556	188453746	227851387	شركة العراقية لصناعة الكارتون

الجدول (18) عامل الربحية

الربحية	اسم الشركة
0.146	شركة المنصور الدوائية
3.156	شركة السجاد والمفروشات
0.183	شركة بغداد لمواد التغليف
1.077	شركة بغداد للمشروبات الغازية
0.204	الشركة العراقية لتصنيع التمور
1.919	شركة الصناعات الكيماوية
0.313	شركة الكندي للقاحات البيطرية
0.460	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
0.146	شركة العراقية لصناعة الكارتون
3.645	شركة العراقية للأعمال الهندسية
2.677	شركة الخازر للمواد الانشائية

المبحث الثاني

تحليل واختبار فرضيات الدراسة

يوضح هذا المبحث عملية اختبار فرضية الدراسة من خلال تحليل الارتباط بين العوامل الخمسة لنموذج فاما وفرانش، ويوضح الجدول ادنى عمليات الارتباط بين عوامل الدراسة. اذ يهدف هذا الجدول الى الحصول على مؤشرات حول الارتباط بين متغيرات الدراسة، وكذلك مؤشر العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

الجدول (19) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	بيتا Bj	حجم الشركة SMB	عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية HML	عامل الربحية RWM	عامل الاستثمار CAM
بيتا Bj		832	0.531	0.812	0.762
حجم الشركة SMB			0.909	0.630	0.923
عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية HML				0.511	0.721
عامل الربحية RWM					0.587
عامل الاستثمار CAM					

تشير نتائج الجدول () الى وجود علاقة بين عوامل نموذج فاما وفرانش الخماسي من خلال الاتي:

(1) وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) وحجم الشركة ومقدارها (0.832)،

وهذا يعني كلما ازداد حجم معامل البيتا يرافقه زيادة في حجم الشركة.

(2) وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) ومعامل القيمة الدفترية الى القيمة

السوقية وبلغت (0.531) وهذا يعني كلما ازداد حجم معامل البيتا يرافقه زيادة في القيمة

الدفترية الى القيمة السوقية.

- (3) وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) ومعامل الربحية ومقدارها (0.0.812) وهذا يعني كلما ازداد حجم معامل البيتا يرافقه زيادة في معامل الربحية.
- (4) وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) ومعامل الاستثمار ومقدارها (0.762) وهذا يعني كلما ازداد حجم معامل البيتا يرافقه زيادة في معامل الاستثمار.
- (5) وجود علاقة ارتباط طردية بين حجم الشركة (SMB) ومعامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية بلغت (0.919) وهذا يعني كلما ازداد حجم الشركة يرافقه زيادة في القيمة الدفترية الى القيمة السوقية.
- (6) وجود علاقة ارتباط طردية بين حجم الشركة (SMB) ومعامل الربحية بلغت (0.630) وهذا يعني كلما ازداد حجم الشركة يرافقه زيادة في معامل الربحية.
- (7) وجود علاقة ارتباط طردية بين حجم الشركة (SMB) ومعامل الاستثمار بلغت (0.923) وهذا يعني كلما ازداد حجم الشركة يرافقه زيادة في معامل الاستثمار.
- (8) وجود علاقة ارتباط طردية بين عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية (HML) ومعامل الربحية بلغت (0.511) وهذا يعني كلما ازداد القيمة الدفترية الى القيمة السوقية يرافقه زيادة في معامل الربحية.
- (9) وجود علاقة ارتباط طردية بين عامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية (HML) ومعامل الاستثمار بلغت (0.721) وهذا يعني كلما ازداد القيمة الدفترية الى القيمة السوقية يرافقه زيادة في معامل الاستثمار.
- (10) وجود علاقة ارتباط طردية بين عامل الربحية (RWM) ومعامل الاستثمار بلغت (0.587) وهذا يعني كلما ازداد عامل الربحية يرافقه زيادة في عامل الاستثمار.

إفصاحك الرابع

الاستنتاجات والنوصيات

المبحث الاول: الاستنتاجات

المبحث الثاني: النوصيات

المبحث الأول

الاستنتاجات

في هذه الفقرة سوف يتم تقديم مجموعة من الاستنتاجات التي توصلت اليها الباحثة من خلال الاطار العملي للدراسة في ضوء النتائج التي تم التوصل اليها من خلال تحليل البيانات والمعلومات وفق الاساليب الاحصائية المتبعة ، ويمكن تلخيص تلك الاستنتاجات بالنقاط الاتية :-

- 1- أظهرت النتائج من تحليل مؤشر الربحية لأسهم الشركات القطاع الصناعي عينة الدراسة ، وجود تحسين واضح في مقدار تحقيق الشركات المدروسة لنسبة ربح معقولة
- 2- اظهرت النتائج ان شركة الصناعات الكيماوية تمتلك مخاطرة عالية وهذا ما عكسه معامل بيتا للسهم ، والذي ظهر بانه أعلى من مخاطرة السوق ، وهذا يعكس الحساسية العالية لعائد السهم تجاه التغيير في عوائد محفظة السوق .
- 3- ان استخدام نموذج العوامل الخمسة لFama&French يساهم في تفسير العوائد المتحققة للاسهم المدرجة في سوق العراق للوراق المالية لكونه أظهر قدرة تفسيرية عالية لاختلاف عوائد الأسهم ، وهذا يدل على انه قادر على احتواء جميع المخاطر، وبالتالي تعويض المستثمرين عنها، كما إن عامل الربحية من ابرز العوائد التي تؤثر على عوائد الاسهم وفق هذا النموذج.
- 4- ان معدل نمو الاستثمار في الشركات عينة الدراسة كان بارتفاع مستمر بسبب زيادة قيمة الموجودات وبشكل سنوي ، مما يعكس الكفاءة العالية في ارتفاع الموجودات ، لذلك فهي تنمو وتتوسع بشكل مستمر .

- 5- وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) وحجم الشركة ومقدارها (0.832) ، هذا يعني كلما ازداد مقدار بيتا يرافقة زيادة في حجم الشركة .
- 6- وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) ومعامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية وبلغت (0.531) ، هذا يعني كلما ازداد بيتا يرافقة زيادة في معامل القيمة الدفترية الى القيمة السوقية .
- 7- وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل بيتا (Bj) ومعامل الاستثمار ومقدارها (0.762) ، هذا يعني كلما ازداد مقدار بيتا يرافقة زيادة في معامل الاستثمار .
- 8- يعاني سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة من انخفاض في معدلات العائد المتوقع للشركات بشكل عام، ويعزى ذلك للركود الاقتصادي ، والذي بدوره انعكس على انخفاض أسعار اسهم الشركات عينة الدراسة .
- 9- وجود علاقة ارتباط طردية بين حجم الشركة (SMB) ومعامل الربحية بلغت (0.630) ، هذا يعني كلما ازداد مقدار حجم الشركة يرافقة زيادة في معامل الربحية .
- 10- وجود علاقة ارتباط طردية بين معامل الربحية (RWM) ومعامل الاستثمار بلغت (0.587) ، هذا يعني كلما ازداد معامل الربحية يرافقة زيادة في معامل الاستثمار .

المبحث الثاني

التوصيات

- 1- ضرورة اعتماد الشركات القطاع الصناعي عينة الدراسة مؤشرات ربحية حقيقية للأسهم بموجب انموذج العوامل الخمسة ل Fama&French لكونه يأخذ متغيرات اضافية تتمثل بعوامل الربحية والاستثمار .
- 2- ضرورة استثمار الشركات القطاع الصناعي المدروسة انموذج العوامل الخمسة ل Fama&French من اجل احداث تحسينات دورية وجذرية تعمل على تحسين الحصة السوقية وربحية واستثمار الشركات بشكل كبير .
- 3- يتعين الاهتمام بكفاءة التسعير في سوق العراق للأوراق المالية لكي تعكس أسعارها القيم الحقيقية للأسهم.
- 4- يتعين إجراء فحص شامل حول صحة المعلومات الواردة في بعض تقارير سوق العراق للأوراق المالية وذلك لضمان صحة ماورد بها بالمقارنة مع المصادر المدققة مثل مقارنة البيانات المالية الواردة في نشراتها السنوية مع البيانات المالية المدققة لشركات القطاع الصناعي لذلك السوق، الأمر الذي يختصر مثل هذه المقارنات والتحقق الذي ينبغي اتمامها من قبل الباحثين عند اتمام دراسات من هذا النوع على تلك الأسواق.
- 5- ضرورة تحديث معلومات المحليين الماليين من خلال نشر التوعية لمثل هذه النماذج وإجراء دورات تدريبية حول مدى إمكانية تطبيق هذه النماذج والفوائد المتوقعة لمثل هذا التطبيق .
- 6- ضرورة قيام الشركات القطاع الصناعي عينة الدراسة باستخدام الأساليب علمية في تقييم أدائها ، وقياس العوائد المتحققة و المخاطر التي تواجهها.

- 7- يتعين الابتعاد عن الأساليب الغير العلمية القائمة على العشوائية لتحديد الاستثمارات والاعتماد على الأسلوب العلمي السليم ، والذي نستطيع من خلاله تحقيق الأهداف المطلوبة.
- 8- ضرورة نشر التوعية حول أهمية إيجاد مراكز بحث علمي يكون لها إمكانية الوصول إلى المعلومات المالية وغير المالية للشركات في سوق العراق لأوراق المالية ، وذلك لتسهيل إتمام الدراسة والأبحاث حول إمكانية تطبيق نماذج جديدة كنموذج العوامل الخمسة لـ Fama&French وغيرها من النماذج المالية ، والتي قد تساهم في دعم الأسواق المالية ، والمستثمرين بالمعلومات والبيانات الإحصائية والتحليلية.
- 9- ضرورة ان تحرص الشركات الصناعية المدروسة على توظيف الموارد المالية بشكل جيد في المحافظ الاستثمارية لدى الشركات القطاع الصناعي عينة الدراسة بهدف تحقيق اكبر عائد ممكن .
- 10- ضرورة اعتماد الشركات القطاع الصناعي عينة الدراسة على الأسس العلمية ، والموضوعية في تقييم استثماراتها بالتالي هذا يساعدها في توجيه أموالها للاستثمار في أدوات ومجالات استثمارية أكثر ربحاً وضماناً .

المصادر والمراجع

- القرآن الكريم

أولاً: -المصادر العربية

- الكتب

- 1) الحسناوي، سالم صلال، 2018، اساسيات الادارة المالية، دار المنهجية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، الاردن.
- 2) الحسيني، فلاح حسن، والدوري، مؤيد عبدالرحمن، 2000 " ادارة البوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر " الطبعة الاولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الاردن.
- 3) الراوي، خالد 2000 " الاسواق المالي والمتقدمة " دار الميسرة للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان.
- 4) الزبيدي، حمزة محمود، 2002 " ادارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني " الطبعة الاولى، الوراق للنشر، عمان، الاردن.
- 5) الشبيب، دريد، 2006 " مبادئ الادارة المالية واتخاذ القرار " الطبعة الرابعة، مكتبة افاق غزة، فلسطين.
- 6) العامري، محمد علي ابراهيم، 2010 " الادارة المالية المتقدمة " طبعة اولى، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن.
- 7) مطر، محمد، 2006 " ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العلمية " الطبعة الرابعة، دار اوائل للنشر، عمان، الاردن.

- الدوريات

- 1) احمد، نضال رؤوف، 2018 " تأثير الافصاح المحاسبي في حجم مخاطر الاعادة لمحفظة التأمين: بحث تطبيقي في شركة التأمين الوطنية" مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 13، العدد 42، الفصل الاول
- 2) احمد، نضال، العامري، نوال، 2018 " التخطيط الضريبي وأثره على الاستثمار: بحث تطبيقي في عينة من الشركات المساهمة العراقية" مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 13، العدد 43.
- 3) جبر، شذى عبد الحسين، و صالح، زينب باسم، 2018 " تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج فاما وفرانش ذو العوامل الخمسة: دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية" مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 24، العدد 102
- 4) جدوع، مخلد، 2016 " راس المال الفكري وانعكاسه على عوائد الاستثمار: بحث تطبيقي على عينة من المصارف المدرجة اسهمها للتداول في سوق العراق للاوراق المالية " مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 22، العدد 92.
- 5) جعفر، محمد، 2017 " واقع الاستثمار الاجنبي المباشر في العراق " مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 1، العدد 28.
- 6) الجميل، سرمد كوكب، 2009 " تطبيق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في سوق الاوراق المالية في الكويت" مجلة تنمية الرافدين، المجلد 31، العدد 94.
- 7) خضير، عباس، وجاسم، نبراس، 2015 " قياس وتحليل معدل العائد والمخاطرة في المصرف التجاري العراقي" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 44.

- (8) الخفاجي، علي جبران، وعبد الرسول، هند ضياء، 2019 " تأثر استخدام نموذج خماسٍ العوامل المعدل لفاما وفرنش على العوائد الاضافة لمحفظه الاسهم: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المألة للفترة من 2009 – 2017 " مجلة كلية الادارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والادارية والمالية، المجلد 11، العدد 1.
- (9) درويش، مروان جمعة، 2008 "اختبار نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل في بورصة عمان" جامعة القدس المفتوحة، مجلة اريد للبحوث والدراسات، المجلد 12، العدد 1.
- (10) دلول، عماد عبدالحسين، 2010 " تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل): دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية" مجلة الادارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون.
- (11) الربيعي، حاكم محسن، والفتلاوي، ميثاق هاتف، وحميد، نور صباح، 2017 " اثر المخاطرة القطرية في عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية المثلى: دراسة تطبيقي في سوق العراق للاوراق المالية للمدة (2005 – 2015)" المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 13، العدد 52.
- (12) الزبيدي، فراس خضير، 2014 " 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 الادارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 2.
- (13) شمخي، حمزة محمود، وحسين، خيرية عبد كاظم، 2019 " اختبار نموذج ثلاثي العوامل لـ Fama and French في سوق العراق للاوراق المالية: دراسة تحليلية" مجلة الادارة والاقتصاد، السنة 42، العدد 118.

- 14) الشمري، احمد، الموسوي، لمياء، الشمري، سرمد، 2016 " تأثير عمليات ادارة الموهبة في المنظمات الريادية: دراسة استطلاعية لآراء عينة من مديري شركة كورك للاتصالات المتنقلة" مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة الثالثة عشر، المجلد الاول، العدد 37.
- 15) عبدالحكيم، هشام طلعت، و دلول، عماد عبدالحسين، 2010 " تشكيل محفظة الاستثمارات المثلى للأسهم العادية باستخدام أنموذج الترتيب البسيط: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية " مجلة كلية الرافدين الجامعة للعلوم، العدد 26.
- 16) عبد الحميد، عبد العزيز شويش، وعبد الحميد، مظهر خالد، و الرفاعي، 2010 " دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 2، العدد 4.
- 17) عطية، سجاد محمد، والفضل، مؤيد عبدالحسين، 2016 " تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط: دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 42.
- 18) عكار، زينب شلال، وناصح، عادلة حاتم، 2020 " اختبار تأثير نموذج العوامل المتعددة (Fama & French) في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في سوق عمان للأوراق المالية" مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 15، العدد 56.
- 19) علي، رحمن ، كاظم، بيداء، 2017" دور الاستثمار في تنمية القطاع الزراعي في العراق " مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد 26
- 20) عواد، موسى، عبدالله، بدر، 2016 " الاستثمار في محافظة المثنى الواقع والإمكانات المتاحة " مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 18، العدد 1.

(21) الكور، عزالدين مصطفى، والزطيف، احمد فرج، 2018 "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)" مجلة الأستاذ، العدد 15.

(22) منهل، محمد حسين، و العارضي، جليل كاظم مدلول، و عبدالستار، ندى عبدالقادر، 2015 " نموذج العوائد الاعلى من المعدل: دراسة تحليلية في قطاع التأمين العراقي الخاص" مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 25.

(23) الموسوي، حيدر يونس، و عاشور، هدير خيون، 2017 " تحليل المخاطرة واثرها في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية للمصرف: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2004-2016" مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد 15، العدد 4، علمي.

(24) الموسوي، سعدي احمد، والضرب، حسين عبد الحسن، 2017 " العائد والمخاطرة وانعكاسها على الاداء المالي: دراسة تطبيقية لعينة من المصارف التجارية العراقية للمدة من 2006 - 2015 " مجلة الغري للعلوم الاقتصادي والادارية، المجلد 14، العدد 3.

- المؤتمرات

(1) الساعدي، عمر، 2014 " الاستثمار في ليبيا والتنمية المستدامة" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بالمؤتمر العملي المشترك.

(2) عبد اللطيف، براء، ملا خليل، براء، 2016 " الاستثمار في مشاريع المياه ودوره في تفعيل القطاع الخاص" مجلة جامعة تكريت للحقوق، العدد الخاص بالمؤتمر الدولي الاول (المؤتمر الوطني الرابع) لكلية الحقوق - جامعة تكريت.

- الرسائل والاطاريح

- 1) البريكات، امانى محمد عبد، 2019 " اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الاردنية: دراسة تطبيقية" رسالة ماجستير منشورة، جامعة الشرق الاوسط للبنات، عمان - الاردن.
- 2) جاسم، ماجد جودة، 2019 " اثر المخاطرة الكلية في العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة، رسالة ماجستير منشورة.
- 3) الجبوري، اياد طاهر محمد، 2006 " تأثير محتوى معلومات الارياح في قيمة الاسهم العادية: دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية" اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
- 4) حشايشي، سليمة، 2018 " نموذج مقترح لتقييم الاصول المالية في الاسواق المالية العربية: دراسة قياسية" جامعة فرحات عباس - سطيف 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية.
- 5) الدفاعي، ابراهيم، 2011 " التخصيصات الاستثمارية في ظل الواقع التنموي لمحافظة كربلاء " رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم في التخطيط الحضري والاقليمي.
- 6) عادل، سلمان، 2014 " دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الاسلامي: دراسة حالة ماليزيا" رسالة ماجستير منشورة، جامعة محمد خيضر - بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية.

- (7) العامري، محمد علي ابراهيم، 1990 " اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة" اطروحة دكتوراه مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
- (8) عرنوق، بهاء غازي، 2015 " اثر عوامل فاما وفرانش في التنبؤ بعوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة: دراسة تطبيقية" اطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا.
- (9) القيسي، دنيا طارق، 2004 " تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة في تشكيل المحفظة الاستثمارية" رسالة ماجستير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة المستنصرية.
- (10) النواجحة، فؤاد عبد الحميد حسن، 2014 " قدرة نماذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تحليلية مقارنة" رسالة ماجستير منشورة، الجامعة الاسلامية- غزة - كلية التجارة- فلسطين.

ثانياً: -المصادر الأجنبية

A- Books:-

- 1) Besley,S.&Brigham E.,F.,2008"Essential of Managerial Finance"
Ed.14,Thomson Higher Education ,Mason,OH 45040 USA.
- 2) Bodie, Zvi, Kane Alex, and Marcus Alan J.,2004"Essential of .
Investments",10th Ed, Irwin, McGraw-Hill.
- 3) Bodie.Z,Alex.C& Alan.J,2008 "Essential of Investment " 4th ed MC.
Grow - Hill Companies , Inc.
- 4) Brealy ,A & Stewart ,C, 1988 "principles edition of corporate finance"
3thed, mc Graw -Hill International edition.

- 5) Casu, B. Girardone, C & Molyneux, P, 2006 "Introduction To Banking", 1st Edition, Pearson Education Limited.
- 6) Cecchetti, S., Schoenholtz, K & Fackler, J, 2011 "Money, Banking and Financial Markets", 3rd Edition, McGraw-Hill, New York.
- 7) Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). Financial management: theory and practice. South-Western Cengage Learning.
- 8) Graubner, M. (2006). Task, firm size, and organizational structure in management consulting. DUV.
- 9) Hennie, V, 2000 "Analyzing Banking Risk", the world Bank Washington, D.C.
- 10) Jordan, D. & Miller, W. 2009, fundamentals of investments, kentucky and saint louis university, fifth edition
- 11) Saunders, A & Cornett, M, 2009 "Financial Market and Institutions", 4th Edition, McGraw-Hill, New York.
- 12) Solnik, Bruno, 2000, "International Investment, 4ed. Addison Wesley Longman, Inc.
- 13) Vishwanath, S.R., 2007, corporate finance theory and practice, second edition, Response Books., U.S.A.

B) Journals:–

- 1) Abeyrathna, S. P. G. M., & Priyadarshana, A. J. M. (2019). Impact of Firm size on Profitability: Special reference to listed manufacturing companies in Sri Lanka, International Journal of Scientific and Research Publications, Volume 9, Issue 6,
- 2) Akter, K., Ali, M., & Chang, A. (2018). Work–life programs and performance in Australian organisations: The role of organization size.
- 3) Aldaarmi, A., Abbod, M., & Salameh, H. (2015). Implement Fama and French and capital asset pricing models in Saudi Arabia stock market. The Journal of Applied Business Research, 31(3).
- 4) Al–Mwalla, M., & Karasneh, M. (2011). Fama and French three factor model: Evidence from emerging market. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 41(14).
- 5) Arvidson, M., Lyon, F., McKay, S., & Moro, D. (2013). Valuing the social? The nature and controversies of measuring social return on investment (SROI). Voluntary Sector Review, 4(1).
- 6) Azhar, K. A., & Ahmed, N. (2019). Relationship between firm size and profitability: investigation from textile sector of Pakistan. International Journal of Information, Business and Management, 11(2).

- 7) Bandanuji, A., & Khoiruddin, M. (2020). The Effect of Business Risk and Firm Size on Firm Value with Debt Policy as Intervening Variable. *Management Analysis Journal*, 9(2).
- 8) Blanco, B. (2012). The use of CAPM and Fama and French Three Factor Model: portfolios selection. *Public and Municipal Finance*, 1(2).
- 9) Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic change and Restructuring*, 38(1).
- 10) Chen, X., Song, P., Gao, K., & Qiao, Y. (2017). The Application in the Portfolio of China's A-share Market with Fama-French Five-Factor Model and the Robust Median Covariance Matrix. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 5(4).
- 11) Darvin, R., & Norton, B. (2015). Identity and a model of investment in applied linguistics. *Annual review of applied linguistics*, 35, 36-56.
- 12) Drigă, I. (2012). Financial risks analysis for a commercial bank in the Romanian banking system. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 14(1),.
- 13) Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1).

- 14) Guo, D., & Jiang, K. (2013). Venture capital investment and the performance of entrepreneurial firms: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 22.
- 15) Hallen, B. L., & Eisenhardt, K. M. (2012). Catalyzing strategies and efficient tie formation: How entrepreneurial firms obtain investment ties. *Academy of Management Journal*, 55(1).
- 16) Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability, *International Journal of Economics and Business Administration*, Volume VII, Issue 1, pp.
- 17) Isik, O., Unal, E. A., & Unal, Y. (2017). The effect of firm size on profitability: evidence from Turkish manufacturing sector. *Journal of Business Economics and Finance*, 6(4).
- 18) Jaafar, M. N., Muhamat, A. A., Basri, M. F., & Alwi, S. F. S. (2020). Determinants of Systematic Risk: Empirical Evidence from Shariah Compliant Firms Listed on Bursa Malaysia. *International Business Education Journal*, 13(1).
- 19) Jacobsen, D. I. (2018). Adopting and Refining e-services—the Role of Organization Size. *Public Organization Review*, 18(1), 111–123.

- 20) Kanchu, T., & Kumar, M. M. (2013). Risk Management in Banking Sector—an Empirical Study. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 2(2), 145–158.
- 21) Ke, L., Xiaoliu, S., Zhongfu, T., & Wenyan, G. (2012). Grey clustering analysis method for overseas energy project investment risk decision. *Systems Engineering Procedia*, 3.
- 22) Khan, R., Rehman, A. U., & Fatima, A. (2009). Transformational leadership and organizational innovation: Moderated by organizational size. *African Journal of Business Management*, 3(11).
- 23) Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. (2017). The effect of dividend policy, firm size, and productivity to the firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22).
- 24) Makori, D. M., & Jagongo, A. (2013). Working capital management and firm profitability: Empirical evidence from manufacturing and construction firms listed on Nairobi securities exchange, Kenya. *International Journal of Accounting and Taxation*, 1(1).
- 25) Mehta, K., & Chander, R. (2010). Application of fama and french three factor model and stock return behavior in indian capital market. *Asia Pacific Business Review*, 6(4).

- 26) Miciuła, I. (2015). Financial innovations on the currency market as new instruments to risk management. *Journal of International Studies*, 8(1).
- 27) Muigai, R. G., & Muriithi, J. G. (2017). The Moderating Effect of Firm Size on the Relationship Between Capital Structure and Financial Distress of Non-Financial Companies Listed in Kenya. *Journal of finance and accounting*, 5(4).
- 28) Nahzat Abbas, J. K., Aziz, R., & Sumrani, Z. (2015). A study to check the applicability of fama and french, Three-Factor model on KSE 100-Index from 2004-2014. *International Journal of Financial Research*, 6(1).
- 29) Naresh, C., & Rao, B. R. (2015). Credit risk management practices of Indian Commercial Banks. *International Journal in Management & Social Science*, 3(1),.
- 30) Olawale, L. S., Ilo, B. M., & Lawal, F. K. (2017). The effect of firm size on performance of firms in Nigeria. *Aestimatio: The IEB International Journal of Finance*, (15).
- 31) Pham, V. T. L., & Long, T. (2007). Constructing Fama-French factors from style indexes: Japanese evidence. *Economics Bulletin*, 7(7).
- 32) Puspitaningtyas, Z. (2017). Estimating systematic risk for the best investment decisions on manufacturing company in Indonesia. *Investment management and financial innovations*, (14, No. 1),.

- 33) Rahim, R. A., & Nor, A. H. S. M. (2006). A Comparison Between Fama and French Model and Liquidity-Based Three Factor Models in Predicting Portfolio Returns. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 2(2).
- 34) Singh, A, 2013" Credit Management In Indian Commercial Banks", *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, Vol.2, No. 7,.
- 35) Smith, K. G., Guthrie, J. P., & Chen, M. J. (1986, August). Miles and Snow's Typology of Strategy, Organizational Size and Organizational Performance. In *Academy of Management proceedings* (Vol. 1986, No. 1). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- 36) Tang, G., Park, K., Agarwal, A., & Liu, F. (2020). Impact of Innovation Culture, Organization Size and Technological Capability on the Performance of SMEs: The Case of China. *Sustainability*, 12(4).
- 37) Woglom, G. (1990). Systematic Risk and the Theory of Wage Indexation. *Journal of Business*.

C) Thesis:–

- 1) Al Saftawi, M. Y. (2016). an investigation into the role of conventional and liquidity augmented fama and french three factor modeles in palestine exchange. an investigation into the role of

conventional and liquidity augmented fama and french three factor modeles in palestine exchange, A thesis submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Business Administration

2) Kregar, M. (2011). Cash flow based bankruptcy risk and stock returns in the US computer and electronics industry (Doctoral dissertation, The University of Manchester (United Kingdom).

3) Manolakis, V. (2012). Fama and French Three-Factor model: application to Greek Stock Market, Master thesis of science, University of Macedonia.

4) Maris, G. (2009). Application of the Fama and French Three-Factor-Model to the Greek Stock Market. Master thesis Submitted to the University of Macedonia.

C) Conferences:-

1) Gibb, J., & Haar, J. (2007, June). IT competency predicting market and development Performance: moderated by organizational size. In Proceedings of European and Mediterranean Conference on Information Systems (EMCIS2007) June (pp. 1-10).

D) Worksheet:-

- 1) Connor, G., & Sehgal, S. (2001). Tests of the Fama and French model in India. Discussion paper (379). Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London, UK.
- 2) Kohli, R., Devaraj, S., & Ow, T. T. (2012). Does information technology investment influence a firm's market value? A case of non-publicly traded healthcare firms. MIS Quarterly.
- 3) Martinsa, C. C., & Eid Jr, W. (2015). Pricing assets with Fama and French 5-Factor Model: a Brazilian market novelty. XV Encontro Brasileiro de Finanças.
- 4) OECD (2015), Policy Framework for Investment 2015 Edition, OECD Publishing, Paris.
- 5) Popoola, O. M. J., Ratnawati, V., & Hamid, M. A. A. (2016). The interaction effect of institutional ownership and firm size on the relationship between managerial ownership and earnings management.
- 6) Wimble, M., Phillips, B., Sambamurthy, V., & Gutowski, E. (2008). Systematic Risk and Information Technology. MWAIS 2008 Proceedings, 1.

E) Intrnet:–

- 1) Halov, N & Heider, F, 2005 "Capital Structure, Risk & Asymmetric Information", nhalov@stern.nyu.edu NYU, Stern school of Business, December 1st.

الملاحق

الملحق (1)

الشركات الداخلة في التحليل وسنة الادراج ورأس المال

رأس مال الشركة	سنة الادراج	الشركة
330000000	2004/11/27	شركة المنصور الدوانية
500000000	2004/7/25	شركة السجاد والمفروشات
90000000	2004/7/25	شركة بغداد لمواد التغليف
10000000000	2004/6/15	شركة بغداد للمشروبات الغازية
1267500000	2004/9/4	الشركة العراقية لتصنيع التمور
1500000000	2004/6/15	شركة الهلال الصناعية
60000000	2004/6/15	شركة الصناعات الكيماوية
360000000	2004/7/25	شركة الكندي للقاحات البيطرية
240000000	2004/7/8	شركة العراقية للأعمال الهندسية
160000000	يونيو 2004	شركة الخازر للمواد الانشائية
360000000	2004/7/25	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
700000000	يوليو 2004	شركة العراقية لصناعة الكارتون

الملحق (2)

سعر اسهم الشركات لسنة 2010

سعر السهم 2010	الشركة
1226702958	شركة المنصور الدوائية
862378511	شركة السجاد والمفروشات
1825126085	شركة بغداد لمواد التغليف
2854014960	شركة بغداد للمشروبات الغازية
2888497064	الشركة العراقية لتصنيع التمور
1925116091	شركة الهلال الصناعية
1720334745	شركة الصناعات الكيماوية
1013207731	شركة الكندي للقاحات البيطرية
1520334735	شركة العراقية للأعمال الهندسية
2120345731	شركة الخازر للمواد الانشائية
2320374736	شركة انتاج الالبسة الجاهزة
3786492058	شركة العراقية لصناعة الكارتون

Abstract

The main purpose of this study is to test the five factors model of Fama&French for a sample of companies listed in the Iraqi Stock Exchange.

The study population represented a sample of industrial companies listed in the Iraq Stock Exchange in twelve companies out of (25 companies) and the study period was (7) years from (2011) to (2017), and for the description, analysis and selection for the purpose of reaching results in the light of the data Withdrawn from industrial companies in the Iraq Stock Exchange, the sample of the study, and it was subjected to the use of a set of important indicators in the financial analysis, which were represented in (1) the beta coefficient of the share, 2- the expected rate of return, 3- the market value of the company, 4- the factor book value to market value, 5- profitability coefficient, 6- net income, 7- earnings per share, 8- and investment coefficient).

The study reached a set of results, perhaps the most prominent of which represented the chemical industries company characterized by its high risks through what was reflected by the beta coefficient of the stock, which appeared to be higher than the market risk, and this reflects the high sensitivity of the stock's return to the change in the returns of the market portfolio.

Ministry of Higher
Education and Scientific
Research
AL- Qadisiya University
College of Administration
and Economics
Department of Business
Administration



**Test model the five factors for the
Fama&French for a sample of industrial
companies listed on the Iraq stocks
exchange:Application study**

**A thesis
Submitted of The Council of the College of Administration and
Economics, AL-Qadisiya University, In partial Fulfillment of
Requirements of the
Master Degree in Business Administration**

**By
Nebras Majid Kadhim AL–Quraishi**

**Supervised by
Prof. Dr.
Abdullah Kadhim Hasan AL– Saidi**

2021 A.D

1443 H.D