

إدارة

## محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية

دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الأردنية الدولية

رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة كربلاء  
وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير علوم في إدارة الأعمال

من قبل

بلال نوري سعيد الكروي

بإشراف

الأستاذ الدكتور

حاكم محسن محمد

2005 م

1426 هـ

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

اَوَّلُ مَا نَزَّلَ رَبِّيَّ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ  
اَوَّلُ مَا نَزَّلَ رَبِّيَّ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

اَوَّلُ مَا نَزَّلَ رَبِّيَّ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ  
اَوَّلُ مَا نَزَّلَ رَبِّيَّ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

اَوَّلُ مَا نَزَّلَ رَبِّيَّ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

صَدَقَ اللّٰهُ الْعَلِیُّ الْعَظِیْمُ

(سورة العلق / الآيات 1-5)

# إقرار الخبير اللغوي

أشهد أن الرسالة الموسومة:  
( إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية: دراسة تطبيقية في عينة من  
المصارف الأردنية الدولية ).  
للتأليف: الطالب بلال نوري سعيد الكروي, قد جرت مراجعتها من الناحية اللغوية تحت إشرافي،  
وأصبحت جاهزة للمناقشة.

التوقيع

2005 م / /

## إقرار المشرف

أشهد أن الرسالة الموسومة:

( إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الأردنية الدولية ).

للتالب بلال نوري سعيد الكروي, جرت تحت إشرافي, في قسم إدارة الأعمال / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة كربلاء, وهي جزء من متطلبات نيل درجة ماجستير علوم في إدارة الأعمال.

المشرف

الأستاذ الدكتور

حاكم محسن محمد

2005 / /

توصية السيد رئيس لجنة الدراسات العليا

بناء على توجيه الأستاذ المشرف, أرشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع

الأستاذ المساعد الدكتور

محسن عبد الله الراجحي

رئيس لجنة الدراسات العليا

عميد كلية الإدارة والاقتصاد

2005/ /

# الأمم

إلى ... التي تربيت بحنانها وترقيت بدعائها...

والدتي العزيزة

..

إلى ... الذي فهرني بنصحه ووضع لي

والسدي العزيز ..

النقاط على الحروف...

إلى ... كل من مد لي يد العون...

إخوتي وزوجاتهم وأبنائهم..

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين سيدنا وشفيعنا محمد بن عبد الله وعلى آل بيته الطيبين الطاهرين وأصحابه المنتجبين .

أتوجه بفائق الشكر والتقدير الى استاذي الفاضل الدكتور حاكم محسن محمد لما أبداه من توجيهات سديدة وسعة صدر طوال مدة البحث فكان لتوجيهاته العلمية الرصينة الدور الكبير في إنجاح هذا البحث على الرغم من عبأ مسؤولياته الكثيرة بصفته رئيس قسم إدارة أعمال فقد كان أباً فضلاً عن كونه أستاذاً فاضلاً أبدى النصيح والأرشاد خلال المرحلة التحضيرية وكتابة البحث , فجزاه الله خير الجزاء وأسأل الله العزيز القدير أن يوفقه لما فيه خير وأن يكتبه أن شاء الله من حجاج بيته الحرام.

كذلك أتقدم بالشكر الجزيل الى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول قراءة الرسالة ومناقشة محتوياتها .

كذلك أقدم خالص الشكر والتقدير الى أساتذتي الأفاضل الذين تتلمذت على أيديهم في المرحلة الجامعية في أثناء السنة التحضيرية في الماجستير واطص بالذكر منهم: الأستاذ الدكتور عباس الحميري والأستاذ المساعد الدكتور هاشم مرزوك والأستاذ المساعد الدكتور صلاح النعيمي والأستاذ المساعد الدكتور عبد الحسين حبيب والأستاذ المساعد الدكتور علاء فرحان والأستاذ المساعد الدكتور عواد والأستاذ المساعد فارس جعباز أدامهم الله ( عز وجل ) نذرا لكل طالب علم وجزاهم خير الجزاء.

وأقدم بخالص شكري وأمتاني الى المقوم اللغوي لهذه الرسالة الأستاذ المساعد الدكتور محمد الخطيب لما أبداه من مساعدة كبيرة في مراجعتها وجعلها قليلة الأخطاء الإملائية والتعبيرية .

كما أتقدم بخالص شكري وتقديري الى عميد كلية الإدارة والاقتصاد الأستاذ المساعد الدكتور محسن عبد الله الراجحي ومعاون العميد للشؤون العلمية الأستاذ المساعد الدكتور احمد الحسيني ومعاون العميد للشؤون الإدارية الأستاذ المساعد الدكتور خالد لما لمستهم منهم عطفاً وعلماً وأسأل الله ( عز وجل ) أن يوفقهم في مجال عملهم.

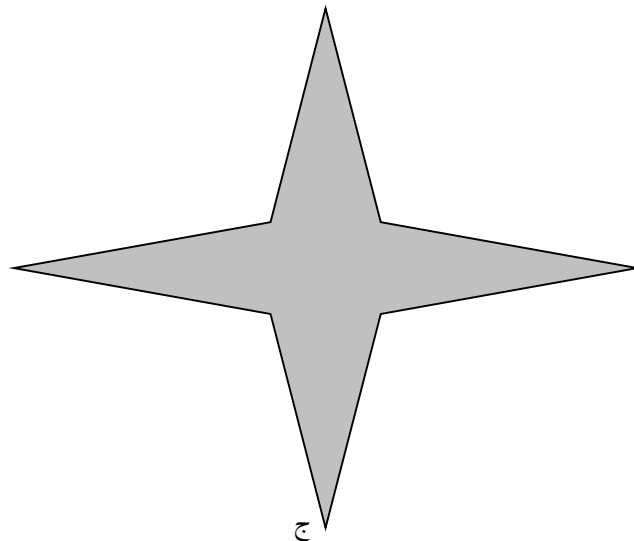
كذلك يطيب لي ان أتقدم بخالص شكري وتقديري الى زملائي وأخواني طلبة الماجستير في قسمي إدارة الأعمال والاقتصاد وأخص بالذكر منهم محمود فهد وعبد السلام وعبد الفتاح وعبد الحسين وحسن وعصام وعلي كاظم وعلي عبد الحسن وعادل وميثاق هاتف وحسين حريجه وحيدر محمد والأخت سحر, وذلك لروح التعاون والمساعدة التي أبدوها.

ثم أتقدم بالشكر الجزيل والامتنان الى السيد حيدر سلمان في كلية التربية - جامعة كربلاء والسيد صفاء لما قدماه لي من مساعدة في مجال طبع الرسالة والتنضيد. ولا يفوتني أن أشكر الأخت هديل كاظم سعيد طالبة الدكتوراه في جامعة بغداد في قسم الإدارة العامة.

وخالص شكري وامتناني الى موظفي قسم الشؤون العلمية ومكتبة كلية الإدارة والاقتصاد في جامعات كربلاء وبغداد والمستنصرية ومكتبة احمد الصقال لما قدموه من روح التعاون في تسهيل مهمة الباحث في الحصول على المصادر العلمية الحديثة التي أغنت الدراسة.

كما أشكر موظفي مكتبة كلية الإدارة والاقتصاد في جامعتي دمشق وحلب لما أبدوه من روح المساعدة خدمة للبحث العلمي.

وأختم شكري وتقديري لكل الناس الطيبين الذين كانوا معي في متابعة مستمرة خلال المرحلة التحضيرية والكتابة ولما قدموه من عون إذ أسأل الله (عز وجل) ان يوفق الجميع ويجزيهم خير جزاء المحسنين.



## المستخلص

يعد موضوع إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية من الموضوعات المالية المهمة والرائدة في عالم اليوم وخاصة بعد التطورات التي شهدتها العالم في العقدين الأخيرين من القرن المنصرم وما رافقها من تغييرات سياسية وأيديولوجية أضفت بظلالها على جميع المجالات الاستثمارية في العالم مما أوجب على المستثمرين الراغبين بالاستثمار دراسة جميع الظروف والمتغيرات الخاصة ببيئة الاستثمار المنشود وما يحيطه من إجراءات وسياسات تفرضها الدول المزمع الاستثمار فيها ليتسنى لهم معرفة أي الاستثمارات هي التي تحقق أهدافهم .

وقد جاءت هذه الدراسة كخطوة أولى وقاعدة أساسية ينطلق منها المستثمر في المجال الدولي إذ أنها تناولت عينة من القطاع المصرفي ذو الاستثمار الدولي لما يشكله القطاع المصرفي في يومنا الحاضر من أهمية بالغة في تسهيل التبادل التجاري بين الدول وغيرها من الخدمات المهمة والتي لا يمكن الاستغناء عنها وبالأخص بعد التطورات المتسارعة في الخدمات والتعاملات التجارية والانفتاح العالمي وزيادة الإندماجات المصرفية التي لعبت الدور الأساسي في توسيع نطاق عملها الخارجي أكثر مما هي في الداخل .

يتضح مما سبق أن مشكلة الدراسة تتجسد في صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في ظل متغيرات السياسة الدولية وما يعترئها من عقبات قد تؤدي الى فشل الاستثمار الدولي المصرفي كمحفظة استثمارية هذا من جهة ومن جهة أخرى عدم دراسة هذا الموضوع بشكل خاص على مستوى محفظة استثمارية مصرفية دولية ، بالإضافة الى تخوف أغلب المستثمرين وبالأخص المستثمرين العراقيين من عملية الاستثمار الدولي من حيث نتائجها الإيجابية والسلبية المتوقعة .

وعليه قامت الدراسة على جملة من الأهداف تمثلت في تحليل المحفظة الاستثمارية المصرفية الدولية من حيث العائد والمخاطرة وكلف التمويل وبيان اثر هذا التحليل في إدارة المحفظة الاستثمارية ومدى إمكانية وقدرته على توزيع استثماراته في ظل هذا التحليل ، ولتحقيق هذه الأهداف قامت الدراسة على عدد من الفرضيات هي:

1. عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب.
2. عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب.
3. عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق.
4. عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق.



ومن أجل اختبار هذه الفرضيات استخدمت جملة من الأساليب المالية والاحصائية في تحليل العائد والمخاطرة وكلف التمويل وبيان أثر هذا التحليل في إدارة محفظة الاستثمار المصرفي الدولي وقدرة المستثمر على توزيع استثماراته في عينة مكونة من سبعة مصارف أردنية تمتلك فروع خارج الأردن فضلاً عن فروعها داخل الأردن للمدة من ( 1995 – 2002 ) وبالاعتماد على النشرة الخاصة لبورصة عمان للأوراق المالية .

وتوصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات أهمها :

( أن هناك تناقض للقاعدة العامة التي تنص على أنه يزداد معدل العائد المطلوب بزيادة المخاطرة الكلية ، وما يسند هذا التناقض هو التفاوت في عائدات هذه المصارف من جهة وتفاوت معاملات البيتا للأعمال ( Bu ) من جهة أخرى ، فضلاً عن ذلك أن المصارف التي حققت أقل مخاطرة كلية المتمثلة في أربعة مصارف كانت أقل مخاطرة لا نظامية والعكس صحيح ) .

كما توصلت الدراسة الى عدد من التوصيات أهمها :

( ضرورة اعتماد المصارف عينة الدراسة على التمويل الممتمك فضلاً عن التمويل المقترض بفائدة لأسباب كثيرة ، وخاصة المصارف التي تعاني من قلة مجموع تمويل قياساً بالمصارف الأخرى والعمل على استثمار هذا التمويل بشكل الذي يلبي طموحات هذه المصارف والمستثمرين من خلال الأرباح المتحققة من عملية الاستثمار .

## قائمة المحتويات

رقم الصفحة	المحتويات	عنوان الموضوع
أ		الإهداء
ب-ج		شكر وتقدير
د-هـ		المستخلص
و-ز		قائمة المحتويات
ح		قائمة الجداول
ط		قائمة الأشكال
1		المقدمة
62-2	<b>الخلفية النظرية للدراسة</b>	<b>الفصل الأول</b>
3	الاستثمار	المبحث الأول
16	المحفظة الاستثمارية	المبحث الثاني
51	المخاطرة والعائد	المبحث الثالث
80-63	<b>الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة</b>	<b>الفصل الثاني</b>
64	الدراسات السابقة	المبحث الأول
72	منهجية الدراسة	المبحث الثاني
129-81	<b>تحليل العائد والمخاطرة وكلف التمويل</b>	<b>الفصل الثالث</b>
82	تحليل العائد	المبحث الأول
98	تحليل المخاطرة	المبحث الثاني
116	تحليل كلف التمويل	المبحث الثالث
128	تحليل مقارنة العائد بكلفة التمويل الموزونة	المبحث الرابع
142-130	<b>تحليل اختبار الفرضيات</b>	<b>الفصل الرابع</b>
131	تحليل العلاقة والتأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب	المبحث الأول
134	تحليل العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب	المبحث الثاني
137	تحليل العلاقة والتأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق	المبحث الثالث

140	تحليل العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتوقع	المبحث الرابع
147 -143	الاستنتاجات والتوصيات	الفصل الخامس
144	الاستنتاجات	المبحث الأول
146	التوصيات	المبحث الثاني
152 -148	قائمة المصادر	

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
15	ملخص دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر	1
42	إحصاءات عن أساليب التنوع المختلفة	2
58	معاملات (البيتا) المختارة وتفسيراتها	3
74	جدول يبين المصارف عينة الدراسة	4
75	أسعار الفائدة الرسمية لدولة الأردن	5
84	تحليل مجموع الأرباح بعد الفوائد والضرائب	6
86	تحليل مجموع التمويل	7
89	تحليل عائد محفظة السوق	8
92	تحليل معدل العائد المتحقق	9
95	تحليل معدل العائد المطلوب	10
97	تحليل معدل العائد على حق الملكية	11
101	معامل (بيتا) للأعمال (Bu)	12
105	معامل (بيتا) المالية (Bf)	13
109	تحليل المخاطرة النظامية الكلية (Bs)	14
112	تحليل المخاطرة اللانظامية	15
115	تحليل المخاطرة الكلية	16
119	تحليل كلفة التمويل الممتلك	17
123	تحليل كلفة التمويل المقرض	18
127	تحليل كلفة التمويل الموزونة	19
129	تحليل مقارنة متوسط العائد بكلفة التمويل الموزونة	20
133	تحليل العلاقة والتأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب	21
136	تحليل العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب	22
139	تحليل العلاقة والتأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق	23
142	تحليل العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق	24

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
6	المدخل التدريجي او السلمي	1
7	مدخل اقرب أجل للاستحقاق	2
8	مدخل ابعد أجل للاستحقاق	3
9	مدخل المتوازن	4
10	مدخل توقعات النسب	5
12	المقارنة بين مدتين في توزيع (DfI)	6
19	المجموعة المحتملة والكفوءة من المحافظ	7
22	عائد ومخاطرة المستثمرين (منحنيات السواء)	8
24	دالة المنفعة لمستثمر متجنب المخاطرة	9
25	دالة المنفعة لمستثمر حيادي المخاطرة	10
26	دالة المنفعة لمستثمر باحث عن المخاطرة	11
28	علاوة مخاطرة الأسهم او حق الملكية والعائد المتوقع	12
31	خط سوق الأوراق المالية	13
37	اختيار المستثمرين للمحفظة الكفوءة	14
39	يوضح الفرق بين العائد المتوقع في محفظة السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة	15
41	العلاقة بين درجة المخاطرة وتنويع المحفظة	16
46	فوائد التنويع الدولي	17
54	تصنيف المخاطرة	18

## المقدمة

يعد موضوع إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية الدولية لان هدف أي مستثمر او مصرف تكوين محفظة استثمارية كفوءة بالشكل الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر لو كان استثماره موجهاً الى مشروع او ورقة مالية معينة. ولكي يتمكن المستثمر من إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية في نشاط عمله فإن ذلك يتطلب إمكانيات مادية وخبرة في هذا المجال ودراسة مستفيضة من اجل تكوينها وإدارتها وتحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها هذا المصرف وما هي المتغيرات والظروف التي تواجهه إذ يجب أخذها بنظر الاعتبار عند تكوين هذه المحفظة وما هي الإجراءات التي يتخذها عند اختياره استثماراً معيناً سواءً كان في الموجودات المالية ام الحقيقية بالشكل الذي تكون المحفظة وإدارتها ناجحة أمام التحديات والمخاطر التي يتعرض لها.

ومن ابرز الإجراءات التي يجب القيام بها هو إجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطرة والكلف المرافقة لهما ودراسة النتائج التي تم التوصل إليها لبيان هل ان هذا الاستثمار مجدي ؟ ثم هل المحفظة الاستثمارية الدولية مأمونة العائد فمن خلال هذه الدراسة يستطيع المستثمر اتخاذ القرار المناسب بشأنها وإدارة المحفظة الدولية بنجاح والعمل على تطويرها في المستقبل. ولغرض الاحاطة بالموضوع تم تقسيم محتويات الدراسة على خمسة فصول, اختص الأول منها بعرض الخلفية العامة للبحث في ثلاثة مباحث تناول الأول منها موضوع الاستثمار بشكل عام, وخصص الثاني لإدارة المحفظة الاستثمارية, والثالث للعائد والمخاطرة, أما الفصل الثاني فقد اختص بمبحثين, الأول منه يعرض الدراسات السابقة والثاني يعرض منهجية الدراسة, أما الفصل الثالث فقد تناول أربعة مباحث كان الأول منها مختصاً بتحليل العائد والثاني بتحليل المخاطرة والثالث بتحليل كلف التمويل والرابع خصص لتحليل مقارنة العائد بكلف التمويل, في حين قام الفصل الرابع بمناقشة تحليل اختبار الفرضيات, أما الفصل الخامس والأخير فقد تناول مبحثين الأول تمثل بالاستنتاجات والثاني بالتوصيات.

# الفصل الأول

## الخلفية النظرية العامة

- المبحث الأول: الاستثمار
- المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية
- المبحث الثالث: المخاطرة والعائد

## المبحث الأول

### الاستثمار

يتناول هذا المبحث أربعة محاور، خصص الأول لبيان مفهوم الاستثمار وطبيعته، في حين خصص المحور الثاني لدراسة استراتيجيات الاستثمار وأهدافه، أما المحور الثالث فقد ركز على دراسة أنواع الاستثمار، بينما اختتم الأخير ببيان موضوع دوافع الاستثمار.

### أولاً: مفهوم الاستثمار وطبيعته:-

اتخذ مفهوم الاستثمار عدة اتجاهات اختلفت باختلاف وجهات النظر وهي تدور حول ماهية الاستثمار وباختلاف الطريقة التي ينظر من خلالها الفرد او المؤسسة الى رأسماله وتنميته، إلا ان كل وجهات النظر اتفقت في العناصر التي تشكل البنية الأساسية لمفهوم الاستثمار المتمثل بانخفاض قيمة النقد بسبب التضخم والمخاطرة التي يتحملها الشخص بسبب تنازله عن أمواله لمدة من الزمن ، ويعرف الاستثمار بأنه " التعامل بالأموال أو استخدامها من اجل الحصول على الأرباح من خلال التخلي عن الأموال الآن وتحمل المخاطر لغرض الحصول على الفوائد في المستقبل " ( الزيدانين, **1999: 251**).

ويستمد مفهوم الاستثمار أصوله من علم الاقتصاد ( وهو على صله بمجموعة من المفاهيم الاقتصادية من أهمها:- الدخل والاستهلاك والادخار والاقتراض, ويعرف انه "التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولمدة معينة من الزمن قد تطول او تقصر وربطها بأصل او أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك المدة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن ذلك" (رمضان, **1998: 197**).

ويعرف كذلك أنه " تضحية لإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملا في الحصول على إشباع اكبر في المستقبل" (الحسيني والدوري, **2000: 159**).

لكن كلمة الاستثمار من الناحية المصرفية تستخدم لتشمل الأموال التي تخصص لشراء أسهم أو سندات لشركات خاصة لأجال طويلة بهدف تحقيق العائد ( اللوزي وآخرون, **1997: 175** ).

والاستثمار في المنهج الإسلامي له طبيعة خاصة ومميزة نابعة من ارتباطه بأحكام الشريعة الإسلامية بما يؤدي الى تحقيق الخير للمجتمع الإسلامي ككل. لذلك فهو في تشجيعه الاستثمار يتبع خطوطاً عريضة وقواعد واسعة تتسع لما يأتي به الزمان لكنه يضبط هذه الخطوط وتلك القواعد



بحدود تؤكد حق الفطرة البشرية في التملك والتعمير والعمل شريطة ان يكون ذلك في دائرتين هامتين هما: ( الوطيان، 1990: 12 )

(أ) دائرة الحلال: فلا تتجاوز الى الحرام كي لا تفسد الفطرة وتهلك.  
(ب) دائرة العدل: فلا تتجاوز الى الظلم والطغيان فتأكل مال الآخرين بغير حق

## ثانياً: استراتيجيات الاستثمار وأهدافه:-

### (Investment Strategies) استراتيجيات الاستثمار:- (أ)

يحاول المصرف ان يشكل استراتيجياته التي تتفق والأهداف العامة والظروف التي تم التنبؤ بها وكذلك تكون هذه الاستراتيجيات في توازن قدر الامكان بين مبادئ الاستثمار الأساسية الثلاثة نفسها وهي (الأمان والسيولة والربحية ) إذ توضع أولويات هذه العوامل أو المبادئ وفقاً لإستراتيجيات مرسومة، ولذلك لابد من بيان اهم المرتكزات التي توضع على أساسها الاستراتيجيات وهي كالاتي:-

#### 1. التنوع: (Diversification)

يلجأ المستثمر الى تنوع محفظته الاستثمارية وتوزيع المخاطر للحفاظ على سلامة المحفظة المالية الاستثمارية وتعظيم الربح قدر الامكان والسيطرة على المخاطر وإدارة السيولة (الزيدانيين، 1999: 267). كذلك لابد من مقارنة مزايا التنوع مع المزايا المتحققة من الاستثمار في المجالات المكتظة بالاستثمارات (الحناوي و عبد السلام، 2000: 261).

#### 2. الأدوات: (Instruments)

يتوقف اختيار أدوات الاستثمار على طبيعة كل منها والعائد المتوقع ودرجة المخاطرة وفي ضوء ما يرغب فيه المستثمر وقدرته على تحمل المخاطر وقبول العائد المتحقق (الزيدانيين، 1999: 267).

#### 3. الآجال: (Maturities)

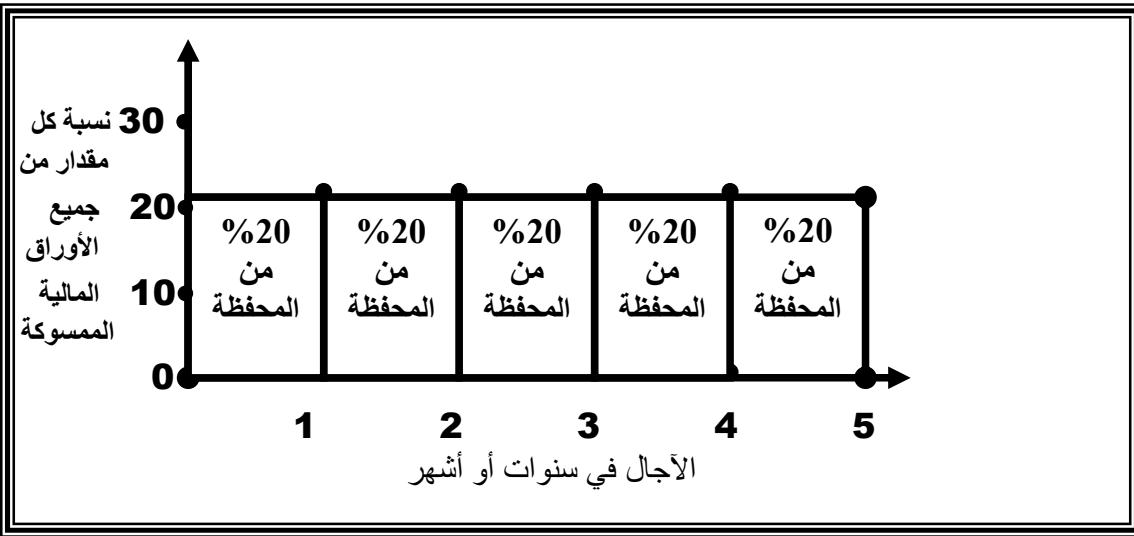
المستثمرون يختارون نوعاً من الأوراق المالية التي يعتقدون أنها الأفضل من حيث العائد وان المصرف سوف يمسكها على أساس العائد المتوقع والمخاطرة ومتطلبات الضمان والتعرض الى الضرائب وغيرها من العوامل. لذلك فهناك عدة بدائل لمداخل توزيع هذه الآجال ولكل منها خاصية مميزة وغير مميزة وهي: (Ross, 1999:334-336)

#### (أولاً) : المدخل التدريجي أو السلمى: (Ladder Approach)

وهو أحد المدخل الشائعة او الرائجة لمسألة أجل الاستحقاق، خصوصا عند كثير من المؤسسات المالية الصغيرة. وهو اختيار بعض الحدود القصوى المقبولة لأجل الاستحقاق وذلك بالاستثمار بنسب متساوية في الأوراق المالية ولكل منها عدة أوقات لأجل الاستحقاق وصولا الى الحد الأقصى المقبول لهذا الأجل.

وهذا المدخل لا يعظم دخل الاستثمار ولكن مزيته التقليل من تقلبات الدخل وهذا يتطلب إعداد خبراء متمرسين يتولون وضع مثل هذا المدخل. وكذلك يشير الى بناء استثمارات مرنة بسبب ان بعض الأوراق المالية تتعرض الى التقلب في نقدها او قيمتها، لذلك فالمصرف يعدها مزية لأي فرصة يمكن ان يتوقعها (Ross, 1999:334).

ويعد هذا المدخل مصدر لتحقيق كل من السيولة والربحية، فالسيولة من خلال وجود استثمارات قصيرة الأجل، أما الربحية فمن خلال الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل، فإذا احتاج البنك الى سيولة في أي وقت فيمكنه البيع من الأوراق المالية ذات الأجل القريب ولذلك تباع بسعر قريب من القيمة الاسمية ومن دون خسائر أو بخسائر بسيطة، وبالتالي تستثمر الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل في تحقيق عائد مرتفع للبنك (الحنوي وعبد السلام، 2000: 252) (Johnson, 2000:312)، ويوضح الشكل (1) هذا المدخل.



Source: Ross, 1999:335

### شكل (1)

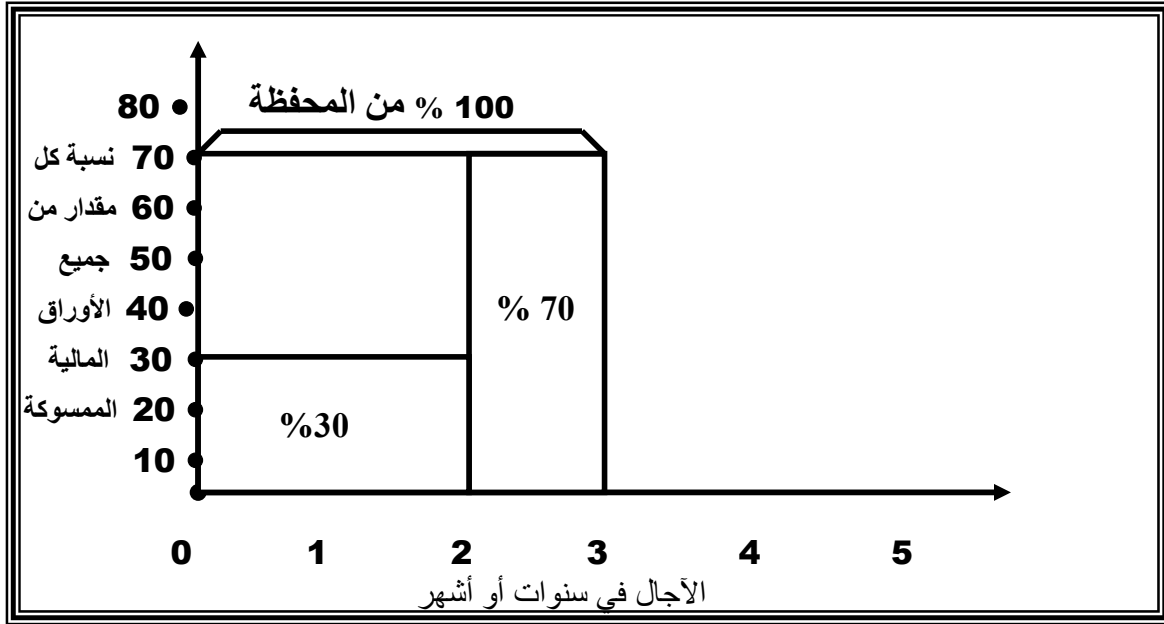
المدخل التدريجي أو السلمي

(ثانياً) : مدخل أقرب أجل للاستحقاق:

### (The nearest Maturity Approach)

هذا المدخل أيضا رائج وخصوصا عند كثير من المصارف التجارية التي تقوم فقط بشراء أوراق مالية قصيرة الأجل إذ توضع جميع الاستثمارات ضمن حدود أي مدة قصيرة من الزمن.

وهذا المدخل يؤكد استخدام المحفظة الاستثمارية الابتدائية بوصفها مصدراً للسيولة وهي نوعاً ما مصدر للدخل وتتحمل خسائر مالية كبيرة في حالة ارتفاع سعر الفائدة ويوضح الشكل (2) هذا المدخل (Ross, 1999:334).



Source: Ross, 1999:335

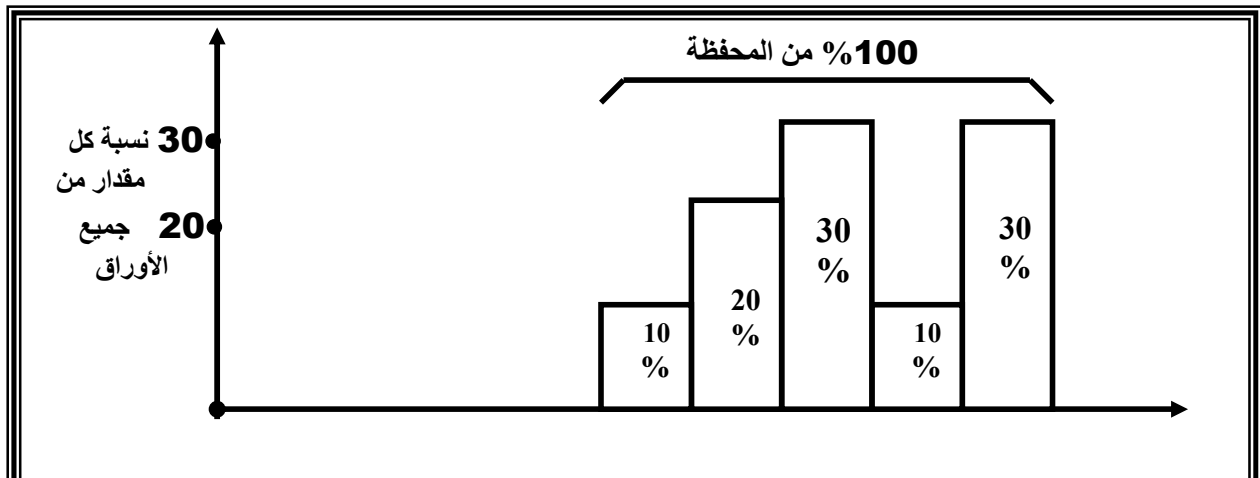
شكل (2)

مدخل أقرب أجل للاستحقاق

( ثالثاً ) : مدخل أبعد أجل للاستحقاق:

(The farthest Maturity Approach)

وهذا المدخل معاكس للسابق وهو يؤكد ان المحفظة الاستثمارية مصدر أساسي للدخل وهذا يقرر الاستثمار فقط في السنوات من (5-10) سنوات كمدى استحقاق. وقد يلجأ المصرف الى الاقتراض من سوق النقد أو المال لمساعدته في مواجهة متطلبات السيولة ويعظم دخل المصرف المحتمل إذا انخفض معدل الفائدة ويوضح الشكل (3) هذا المدخل (Ross, 1999:334).



10• المالية  
الممسوكة

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10  
الآجال في سنوات أو أشهر

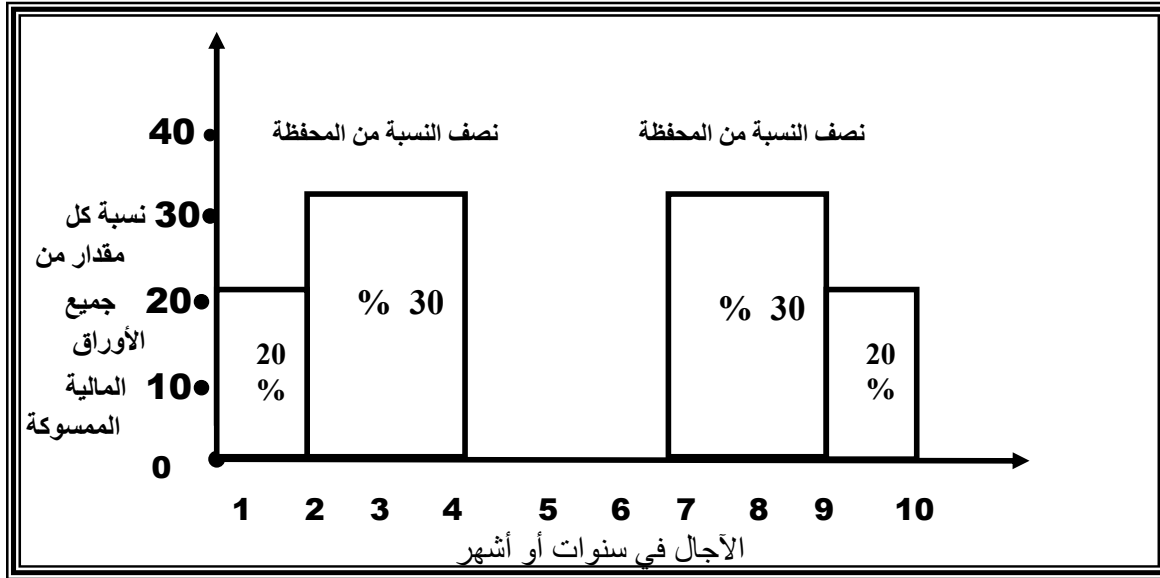
Source: Ross, 1999:335

شكل (3)

مدخل أبعد أجل للاستحقاق

( رابعاً ) : مدخل المتوازن: (The Barbell Approach)

وهو يجمع بين المدخل الثاني والثالث ولذلك يدعى بالمدخل المتوازن, إذ يحتفظ المصرف بمحفظة قصيرة الأجل تحتوي على أوراق مالية ذات سيولة عالية لتلبية احتياجات المصرف قصيرة الأجل من السيولة, ومحفظة طويلة الأجل لتوليد الدخل مع استعادة الاستثمار في الآجال المتوسطة وان وجد فهو بشكل محدود جداً. (Ross, 1999:334), ويوضح الشكل (4) هذا المدخل.



Source: Ross, 1999:336

شكل (4)

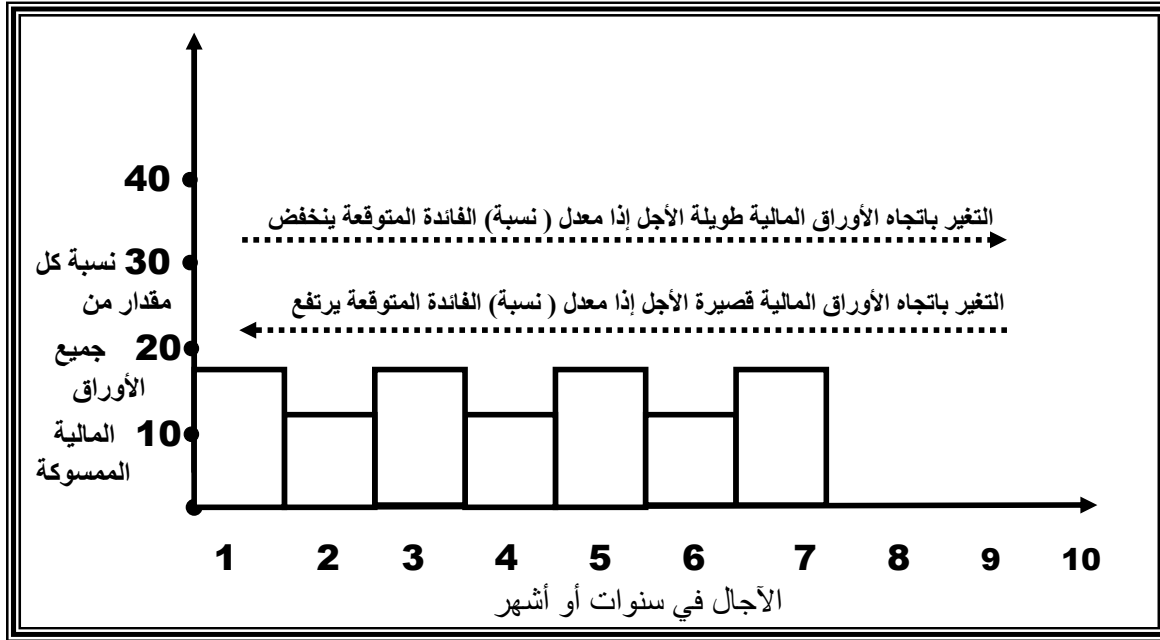
مدخل المتوازن

( خامساً ) : مدخل توقعات النسب:

## (The Rate Expectation Approach)

وهي أكثر مخاطرة من جميع استراتيجيات أجل الاستحقاق إذ أنها تتميز بالتغيير المستمر في السندات الممسوكة في خط من التنبؤات الجارية في نسب الفائدة. وهذا المدخل يدعي بأنه تتغير استثمارات المصرف باتجاه أقرب أجل استحقاق عندما ترتفع الفائدة المتوقعة أو بالعكس باتجاه أبعد أجل عندما تنخفض نسب الفائدة المتوقعة والموضحة بالشكل (5).

وهذا المدخل يوعد بأرباح رأسمالية كبيرة محتملة أو ممكنة ولكنه يرفع من جهة أخرى من الخسائر الرأسمالية الحقيقية وهذا يتطلب معرفة دقيقة بقوى السوق والمخاطر الحالية الكبيرة، فإن كانت المضاربة المتوقعة خاطئة مثلاً فسوف يتحمل المضارب تكاليف كبيرة في الصفقة التجارية وذلك لأن المتاجرة بالأوراق المالية تتطلب الاستمرارية والتحرك (Ross, 1999:336).



Source: Ross, 1999:336

شكل (5)  
مدخل توقعات النسب

### (Exposure)

### 4. الانكشاف:

يجب على الاستراتيجية الاستثمارية ان تكون واضحة من حيث الحدود الدنيا والعليا وان لا يتجاوزها المستثمر وذلك لكي لاتصل المنشأة او المستثمر الى انكشاف قد يعرضها لمخاطرة عالية" (الزيدانيين, 1999: 268).

ويجب تخصيص جزء من الاستثمار كمحفظة استثمارية أساسية (Core portfolio) وهذه تعد استراتيجية مهمة، وذلك بعد مقابلة متطلبات السيولة، فلا يستخدم مثلاً البنك هذا الاستثمار أو المحفظة الاستثمارية الأساسية لمقابلة متطلبات السيولة، ويكون له مطلق الحرية بالنسبة إلى اختيار أنواعه وأجاله، لأنه لن يضطر إلى بيعه في وقت ما" (الحناوي وعبد السلام، 2000: 262).

## 5. التصنيف الائتماني: (Credit Rating)

وأن هناك تصنيفاً ائتمانياً دولياً متعارفاً عليه للمؤسسات والأدوات الاستثمارية وهذا التصنيف يأتي من مؤسسات دولية متخصصة مثل (Fitch Investors Service) وغيرها إذ يعد التصنيف (AAA) أفضل تصنيف ائتماني في الأسواق المالية الدولية. وكذلك يجب على استراتيجية الاستثمار أن تحدد مستوى التصنيف الائتماني المقبول وذلك لتقوم العمليات الاستثمارية على أساسه (الزيدانيين، 1999: 268).

## (ب) أهداف الاستثمار: (Investment Objectives)

تختلف الأهداف العامة التي تسعى إليها البنوك التجارية في عمليات الاستثمارات وفقاً للظروف الاقتصادية والسياسية المحيطة بالمجتمع، ووفقاً لدرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إدارة البنك.

وتتلخص أهداف الاستثمار عموماً عند البنوك التجارية في الأغراض الأربعة الآتية:-  
(سلطان، 1993: 445)

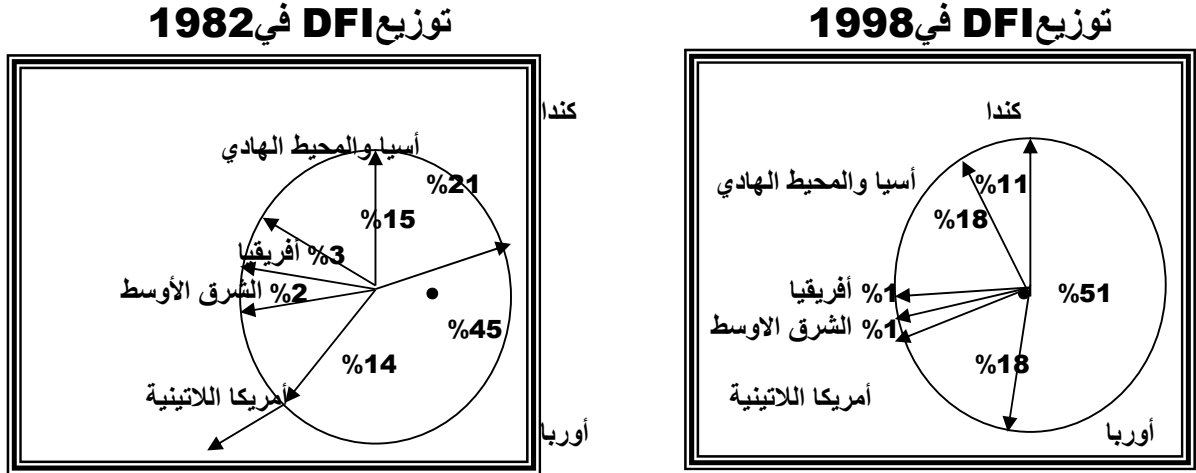
1. تحقيق عائد عن طريق توظيف بعض الموارد بدلاً من تركها عاطلة لدى البنك، بعد أن يحتفظ بقدر كاف من المال السائل في خزائنه لمواجهة به المسحوبات المتوقعة للمودعين .
2. الاحتفاظ باحتياطيات قابلة للتحويل إلى نقد لتأمين حالة السيولة عند البنك، فالأوراق المالية بأنواعها سهلة التحويل إلى نقود في وقت قصير.
3. التمكن من مواجهة التمويل الموسمي أو السحب المفاجئ من الودائع أو من الاعتمادات المفتوحة للزبائن، فعند احتفاظ البنك بمحفظة الأوراق المالية يبعد عنه خطر التعرض للازمات، إذ يستطيع أن يبيع قدرها منها في أسرع وقت.
4. يستهدف البنك مصلحة الاقتصاد القومي عندما يكتتب في أوراق حكومية - ولا سيما في الدول النامية- إذ يتحمل عبأً في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وسد حاجة الإنفاق الحكومي .

## ثالثاً: أنواع الاستثمار:-

سيتم التركيز في هذه الفقرة على نوعين من الاستثمار هما:  
الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر، فالنوع الأول هناك من يعده (( استثماراً دولياً فعالاً ويرمز له (Direct Foreign Investment (DFI)) ويُعرف على أنه " الأموال التي تنفقها المنشأة المحلية بغرض إنشاء وحدات إنتاجية خارجية" (Melvin, 2000:120).

ويعرف أيضا بأنه " استثمار طويل الأجل في اصول استثمارية إنتاجية, تتميز بنفوذ مباشر لصاحبه من خلال الملكية الكاملة او الجزئية التي تكفل له السيطرة على إدارة المشروع. ويحدد الحد الأدنى لهذه الملكية بنسبة (15%)، والحد الأعلى قد يصل الى (50%) وتختلف هذه النسب بين حديها حسب سياسة البلد فمثلا في الولايات المتحدة واليابان تصل الى (15%) وفي المانيا تصل الى (25%) أما الاستثمارات غير المباشرة فتتضمن أسهم رأس المال بنسب اقل من (15%) وتشمل الأسهم والسندات بقصد المضاربة والإفادة من ظروف الأسعار ويكون سقفها الزمني عادة قصير المدى ولا يمنع سلطة إدارية لصاحبه (عبد الحسن والسامرائي, 1998: 35).

ويمكن بيان التغيير في توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر لكثير من المنشآت بمرور الوقت الذي يوضحه (Madura, 2000: 367) ببياناً بمقارنة بين مدتين (1982) و(1998) والتغيير الذي حدث في توزيع (DFI) في آسيا وأفريقيا وأوروبا وأمريكا اللاتينية وكندا والشرق الأوسط ومثلما يوضحه الشكل (6).



Source : Madura, 2000:367

الشكل (6)  
المقارنة بين مدتين في توزيع (DFI)

وهناك مفهوم آخران للاستثمار هما: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي (رمضان, 1998: 38-39) فالاستثمار الحقيقي هو " الاستثمار في اصول لها قيمة اقتصادية في حد ذاتها ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة او على شكل خدمة فالعقار والمصانع اصل حقيقي " أما الاستثمار المالي فهو " شراء تكوين رأسمالي موجود وهذا يعني شراء حصة في رأسمال (أسهم) او حصة في قرض (سند او شهادة إيداع) تعطي مالكاها حق المطالبة بالإرباح او الفوائد

والحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة " , وتعد من المعايير النوعية التي تأخذ بنظر الاعتبار نوع الأصل.

وهناك معيار آخر لتبويب مجالات الاستثمار إضافة الى المعيار النوعي وهو المعيار الجغرافي وبناء على هذا المعيار يمكن تبويب الاستثمارات الى **استثمارات محلية وخارجية**.  
**فالاستثمارات المحلية** " هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة من العقارات والأوراق المالية ".  
أما **الاستثمارات الخارجية** " وهي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة وتتم هذه الاستثمارات أما بشكل مباشر او غير مباشر ".  
وهناك من يصنفها الى أسس معينة يمكن تلخيص أهمها على النحو الآتي : (الزيدانيين,

**(1999: 252)**

(أ) استثمارات حسب الهدف او الغرض منها وهي مقسمة على:

### **1. الاستثمارات التوسعية:**

وتستخدم هذه الاستثمارات للعمليات التوسعية في منظمات الأعمال من قبيل رفع الطاقة الإنتاجية من خلال شراء اصول ثابتة جديدة.



## 2. استثمارات التطوير:

وتستخدم لتطوير الجهاز الإنتاجي كزيادة الإنتاجية أو جودة المنتج.

## 3. الاستثمارات الاحلالية:

وهي الأكثر شيوعاً من حيث الحجم، وتؤدي هذه الاستثمارات التي تفرضها الظروف أو الدولة إلى التحديث أو التطوير وتهدف إلى زيادة الأرباح عن طريق تخفيض التكاليف مع ثبات حجم الإنتاج.

## 4. الاستثمارات من أجل المحافظة على استمرارية المنشآت.

5. الاستثمارات التي تفرضها البيئة أو الحكومة وهذه الاستثمارات تكون ذات أغراض اجتماعية بالدرجة الأولى.

## رابعاً: دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر:-

هناك من يسندها إلى أربعة أنواع من الاعتبارات الاستراتيجية وهي:-

(النقاش, 1996: 55)

(أ) ان هذه الشركات تطلب وتفتش عن السوق الجديد.

(ب) او إنها ترغب في الحصول على المواد الخام.

(ج) تهدف إلى طلب الكفاية من الإنتاج من خلال استخدام عوامله بكل كفاءة.

(د) إنها تتحرى عن المعلومات بما في ذلك عامل الاستخبار الاقتصادي وما يرتبط به كحلقة متكاملة.

والجدول رقم ( 1 ) يوضح دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر وطرق استخدامه

( Madura, 2000:367 ) .

**جدول (1)**  
**ملخص دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر**

ت	الفوائد المحتملة او الممكنة	طرائق استخدام الاستثمار الأجنبي المباشر لتحقيق هذه الفائدة
1	جذب مصادر جديدة للطلب.	إنشاء شركات تابعة او فرعية او اكتساب منافس في السوق الجديد.
2	الدخول الى أسواق تكون فيها أفضل الأرباح.	اكتساب منافس وذلك للسيطرة على السوق المحلية .
3	الفائدة القصوى من اقتصاديات الحجم.	إنشاء شركات تابعة او فرعية في سوق جديد لكي يستطيع بيع المنتج أكثر مما ينبغي وهذا يؤدي الى زيادة الإنتاج وكفاءته.
4	استخدام العمال الأجانب في الإنتاج.	إنشاء شركات فرعية في ذلك السوق تتحمل تكاليف منخفضة في العمل والأرض، وبيع المنتج النهائي الى الأقطار التي تكون فيها تكاليف الإنتاجية عالية.
5	استخدام مواد أولية أجنبية.	إنشاء شركات فرعية في سوق أينما تكون المواد الأولية رخيصة وممكن الحصول عليها، وبيع المنتج النهائي الى الأقطار التي تكون المواد الأولية فيها أكثر غلاءً.
6	استعمال التكنولوجيا الأجنبية.	المشاركة في المشاريع المشتركة كي يتعرفوا عن العملية الإنتاجية او العمليات الأخرى.
7	فوائد او ميزة الاستثمار الاحتكاري.	إنشاء شركات فرعية في ذلك السوق الذي يكون منافسيه غير قادرين على إنتاج منتجات متطابقة او متماثلة، وبيع المنتجات في ذلك البلد او القطر.
8	التأثر او التفاعل مع حركة معدلات الصرف.	إنشاء شركات فرعية في سوق جديد تكون فيه العملة المحلية ضعيفة لكن من المتوقع ان تكون أقوى في وقت آخر.
9	التأثر او التفاعل مع القيود التجارة.	إنشاء شركات فرعية في سوق تكون فيه القيود على التجارة صارمة وتؤثر بشكل معاكس في حجم صادرات المنشآت او الشركات.

<p>إنشاء شركات فرعية في الأسواق التي تكون فيها دائرة الأعمال تختلف عن تلك التي تكون فيها موجودة والمعتمدة عليها الشركات الفرعية أساساً أو قاعدة.</p>	<p>التنوع الدولي.</p>	<p>10</p>
--	-----------------------	-----------

Source:Madura, 2000:367

## المبحث الثاني

### المحفظة الاستثمارية

يتناول هذا المبحث خمسة محاور خصص الأول منها لبيان مفهوم المحفظة بشكل عام وأهدافها وتطورها ومن ثم كيفية تكوين المحفظة , والهدف من ذلك الوصول الى المحفظة المثلى التي يريد المستثمر الإمساك بها وهي تتوقف على تفضيلا ته من حيث المخاطرة والعائد المتوقع. أما المحور الثاني فخصص لدراسة نظرية المنفعة ومنحنيات السواء . والمحور الثالث يقوم بدراسة نموذج (APM) و(CAPM) و البيتا ومن ثم إجراء مقارنة بينهما بوصفهما نموذجي تسعير الموجودات. والمحور الرابع يقوم بدراسة محفظة السوق والهدف من إنشاء هذه المحفظة من لدن المستثمر ثم التطرق الى التنوع وأثره في تقليل مخاطر المحفظة. أما المحور الخامس فخصص لبيان طبيعة المحفظة من حيث العوامل المؤثرة فيها ومقاييس أدائها ومشاكل نظرية المحفظة وأنماط السياسات المتبعة في تكوين المحفظة. أما المحور السادس فخصص لبيان المحفظة الاستثمارية الدولية والعوامل المؤثرة عليها .

### أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهدافها وتطورها :

#### (أ) مفهومها :

عرفها قاموس (Webester) إنها " عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر او أوراق تجارية تمسكها البيوت المالية مثل المصارف", وعرفها كذلك قاموس (Oxford) على أنها " مجموعة من الأسهم المملوكة بواسطة شخص على نحو الانفراد او منظمة معينة ". وقد عرفت بأنها " مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات الممسوكة من المستثمر " (Ross, et.al,1998:370) .

بينما يعرفها (Van Horne, 1998:51) أنها " تشكيلة من ورقتين ماليتين او أكثر من الموجودات.أما (Weston & Copeland, 1988:336) فقد وصفوها بأنها" تشكيلة من الموجودات, وقد تكون هذه الموجودات حقيقية كالعقارات او مالية كالأسهم والسندات. وقد عرفت كذلك على أنها "عبارة عن تشكيلة او توليفة او مجموعة من الأوراق الاستثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد وعند مستوى معقول من

المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها بإتباع الأساليب العلمية الصحيحة  
( الحسيني والدوري, 2000 :154).

## ب) أهدافها :

1. الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي من خلال بيع محتوياتها في السوق المالي عند الحاجة لتسديد التزاماتها المالية أزاء الدائنين في الوقت المناسب (الحسيني والدوري, 2000: 160), لذا تعد معظم المصارف محفظة الأوراق المالية مصدراً رئيسياً للسيولة وتقلل من مخاطرة السيولة (Hempel& Simonson, 1999:275).

2. استثمار الأموال الفائضة عن حاجة المنظمة, إذ إن بقاء الأموال الفائضة عن الحاجة لدى المنظمة بصورة مجمدة يؤدي إلى تعرضها لمخاطر انخفاض القيمة الزمنية للنقود ومن ثم لتآكل قوتها الشرائية (الحسيني والدوري, 2000: 160) فقد تختار المصارف توظيف المزيد من الأموال في أوراق مالية بدلاً من القروض لتجنب متطلبات رأسمالية عالية (Hempel& Simonson, 1999:276).

3. تحقيق الأرباح للمنظمة, إذ تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموعة أرباح المنظمة, وهذه تنعكس إيجابياً على إمكان تحقيق النمو والتوسع وتقليل المخاطرة (الحسيني والدوري, 2000: 160) غير أن هناك تعارضاً بين هدفي الربحية (تحقيق أقصى عائد) والسيولة (تجنب العسر المالي) وهما هدفان توأمان, ومع ذلك فهما متعارضان, فمن ناحية ينبغي أن تقوم إدارة المحفظة باستثمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن تحقيق أقصى عائد, ومن ناحية أخرى ينبغي ضمان الإبقاء على قدر ملائم من الأموال السائلة التي تكفي لمواجهة الالتزامات, ومن هنا يبدو أن الهدفين توأمان بل وضروريان (هندي, 2000: 291).

4. تقوم بإدارة مخاطرة معدل الفائدة, فالأوراق المالية تجيز للمصرف ضبط أو تنظيم حساسية معدل الفوائد بسرعة لكي تستطيع شراءها أو بيعها فوراً وفي أي أجل (Hempel&Simonson, 1999:275).

5. تخفيف مخاطرة الائتمان (Mitigate Credit Risk) إذ تشكل الأوراق المالية الخالية من المخاطرة نسبة متوسطة من المخاطرة الائتمانية متنافسة مع مخاطرة الائتمان للقروض المصرفية ذات النوعية الجيدة (Hempel&Simonson, 1999:275).

أما نظرية المحفظة فتعرف أنها " نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين العائد والمخاطرة المتحققين من الاستثمار في موجودات معينة (الحسيني والدوري, 2000: 154) وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي يسعى من خلالها إلى اختيار محفظة استثمارية كفوءة من بين البدائل المقامة أمامه.

## ج) تطورها :

يعد هاري ماركويتز (Harry Markowitz) ومقالته الرائدة (Selection Portfolio) في اختيار المحفظة (1952) من الرواد الأوائل لهذه النظرية الحديثة واعتبرت كمرجع أساسي للباحثين الذين جاؤوا من بعده ومن خلال هذه المقالة كرس اهتمامه لممارسة تنويع المحفظة بشكل اعتيادي أو طبيعي والمشاهدة بالضبط كيف يستطيع المستثمر تقليل الانحراف المعياري لعوائد المحفظة بواسطة اختيار أسهم لا تتحرك بالضبط معا أو على نحو متصل.

لكن (ماركويتز) لم يقف عند هذا الحد بل عمل على وضع المبادئ الأساسية لبناء أو إنشاء المحفظة، وهذه المبادئ هي الأساس أو القاعدة لمن يريد الكتابة في العلاقة بين العائد والمخاطرة (Brealey&Myers, 1991:155-156) وذلك من خلال هذه المبادئ التي جاء بها (ماركويتز) تلتها الأفكار التي جاء بها (Tobin, 1958) والتي تمثلت فيما يتعلق باختيار المحفظة الكفوءة رياضيا (الجنابي, 2000: 5) ومن بعده جاء عدد من الباحثين أمثال (Sharpe) الذي أصدر عام (1970) كتابه الموسوم (نظرية المحفظة وأسواق رأس المال) وتناول فيه نظرية المحفظة، وطور بعض ما أورده (ماركويتز) ووسع في مفاهيمه وأبعاده الى درجة دفعت عدداً من الباحثين الى عد هذا الكتاب المرجع الأساسي للنظرية (الحسيني والدوري, 2000: 155).

وتعرف المحفظة الاستثمارية الكفوءة (Efficient Portfolio) أنها " تلك المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن لمستوى معين من المخاطرة، أو تلك التي تنخفض فيها المخاطرة الى الحد الأدنى ولمستوى معين من العائد المتوقع (الميداني, 1989: 390) \*

ويسعى المستثمر الى تكوين محفظة استثمارية مثلى يتحقق فيها اكبر عائد ممكن بأدنى حد ممكن من المخاطرة واهم قرار يتخذه في تكوين هذه المحفظة هو القرار المتعلق بتحديد النسب أو أوزان العناصر التي ستدخل في تكوين هذه المحفظة ويسمى هذا القرار بقرار المزج الذي بموجبه يتحدد:- (رمضان, 1998: 75)

أ- نوع الأصول أو العناصر التي ستدخل في تركيب المحفظة.

ب- أوزان هذه الأصول أي نسبة كل منها الى مجموعة المحفظة.

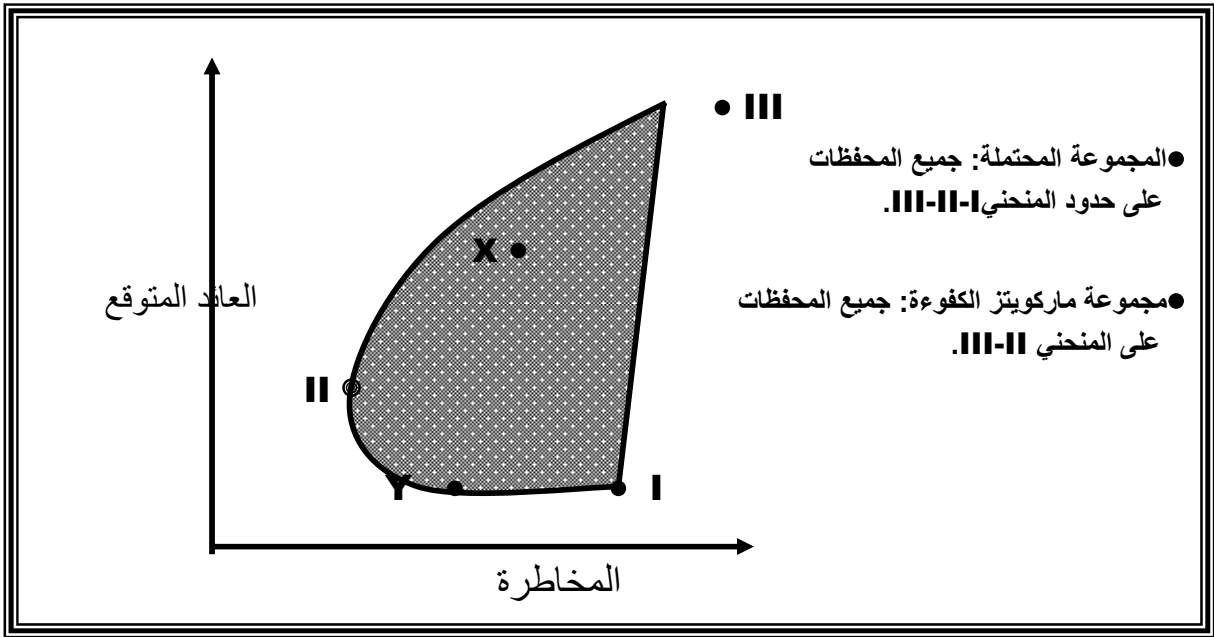
وبعد ان قام المستثمر في اتخاذ قراره في تكوين هذه المحفظة يجب عليه ان يهتم بتأثير التغيرات المستقبلية في محفظته من خلال بيع أو اكتساب الموجودات الفردية على مستوى المخاطرة الكلية وعائد المحفظة، وبالتالي ينبغي عدم النظر الى مخاطرة الاستثمار أو موجودات محتملة منفردة بشكل منعزل، إذ ينبغي النظر إليها من خلال محيط تأثيرها في مخاطرة وعائد محفظة الموجودات الحالية (Jim, 1999:189-199).

وقبل توضيح كيفية بناء واختيار محافظ (ماركويتز) الكفوءة لابد في البداية من توضيح أي تحليل يجب أن يحدد أولاً الفرص المتاحة لتحقيق العائد والمخاطرة المرتبطة بها عند الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية، إذ ان هناك عدد كبير من المحافظ التي من الممكن ان تحقق نسب متفاوتة أو متنوعة من الأرباح للمستثمر الذي يستثمر في كل هذه الموجودات، إذ إن من الضروري تقييم جميع هذه المحافظ الممكنة .

(Jones,2000:176),(Fabozzi&Modiglian,1996:166)\*  
(Brealey&Myers,1991:159 ).

(Bodie,et.al,2001:203)

مثلما سنبين لاحقا أن المستثمر سيكون اهتمامه فقط في مجموعة المحفظات المتاحة المعروفة بالمجموعة الكفوءة (Jones, 2000:176). وهذه المجموعة الكفوءة تشكل أو تؤلف الحد الكفوء وهذا الحد هو الموضح بالنقاط بين العائد والمخاطرة ومدى قيامه في تعظيم العائد لكل درجة من المخاطرة ، وهذا الحد الكفوء يهيمن أو يسود على جميع الاستثمارات الأخرى (Francis, 1991:236). إن المستثمر الذي يقوم ببناء المحفظة سوف يقوم بحساب مخاطرة المحفظة والعائد المتوقع، وهذا المستثمر سوف يختار المحفظة التي تعظم له العائد المتوقع عند مستوى معين من مخاطر المحفظة، وهذه المحفظة هي المحفظة الكفوءة لـ(ماركويترز). ومن الممكن توضيح فكرة عامة عن بناء هذه المحفظة بيانيا من خلال الشكل الآتي:



Source: Fabozzi&Modigliani,1996:179

### شكل (7) المجموعة المحتملة والكفوءة من المحفظات

إذ يظهر الشكل جميع المحفظات المحتملة التي تستطيع خلق موجودات متاحة، كل محفظة تستطيع تكوين ما تدعى بالمحفظات المحتملة، ومجموع هذه المحفظات تدعى المجموعة المحتملة من المحفظات الاستثمارية (The Feasible Set Of Portfolio) وهذه المجموعة متمثلة بالمساحة المظللة بضمنها الحدود لهذه المساحة المظللة (I-II-III).

ومحفظة (ماركويترز) الكفوءة هي إحدى المحفظات التي تعطي أعلى عائد متوقع لجميع المحفظات المحتملة عند الدرجة نفسها من المخاطرة وكذلك تدعى بالمحفظة الكفوءة (التباين \_ الوسط الحسابي) (Mean\_Variance Efficient Portfolio) وهي المجموعة في الجزء

الأعلى من الحدود المحاطة بهذه المساحة المظللة (III-II) وجميع النقاط الواقعة على هذا الجزء تعطي أكبر عائد متوقع عند مستوى من المخاطرة، وفوق هذا الحد لا يستطيع إنجازها تحقيقها، ولهذا فليست هناك مجموعة تقييم عوائد المحفظة مع معدل العائد المتوقع ومخاطرة المحفظة (النعمانى وآخرون، 1993: 163)، وكل محفظة تحت الحد الكفوء مهيمن عليها بواسطة المحفظات الاستثمارية عند هذا الحد (Fabozzi&Modigliani, 1996:180) وهذا الحد يوضحه (Haugen) على أنه " مجموعة من جميع المحافظ التي عند أعلى عائد و أقل تباين وبشكل يعادل أدنى تباين للمحافظ".

لذلك سوف تكون غير كفوءة لأن بعض المحفظات الأخرى يمكن ان تعطينا أما عائد مرتفع عند الدرجة نفسها من المخاطرة وأما مخاطرة أقل لنفس معدل العائد (النعمانى وآخرون، 1993: 163).

وبعد بناء مجموعة من محافظ (ماركويترز) الكفوءة، تكون الخطوة التالية تحديد المحفظة المثلى. والمستثمر يريد الإمساك بواحدة من هذه المحافظ، والمحفظة المثلى تتوقف على تفضيل المستثمر او رضاه من خلال المقابلة بين المخاطرة والعائد المتوقع و كيفية تقييم مستوى الرضا او الإشباع الى الحد الذي يستطيع فيه تحديد المحفظة المثلى.

إلا ان علم الاقتصاد لم ينجح في قياس مستوى الإشباع او الرضا لذلك سوف يكون غير قادر على قياسه مما يؤدي لأن تكون النظرية ناقصة، والمستثمر يحدد محفظة (ماركويترز) الكفوءة التي هي على نحو ملائم تعطي له القدرة على مقاومة المخاطر (Fabozzi&Modigliani, 1996:180).

لذلك يمكن اخذ نقطتين ووضعها على حدود هذه المساحة المظللة في الشكل (7) وهاتان النقطتان هما (x,y) لهما المستوى نفسه من المخاطر , نقطة (X) موضوعة على الحد (III-II) و (Y) موضوعة بين الحد (I-II) والغرض من هاتين النقطتين تقييم أي محفظة يريد الإمساك بها وقد بينا قبل قليل ان الحد (III-II) يعطي أكثر عائد من (I-II) لكن المستثمر يحتاج لمثل هذا الاختبار عند تكوين محفظة استثمارية ومن خلال هاتين النقطتين نلاحظ إثبات ما قلناه إذ ان (X) تعطي أكثر عائد من نقطة (Y) مع العلم ان هاتين النقطتين تمثلان محافظتان استثماريتان لذلك سوف يفضل المستثمر محفظة (X) على محفظة (Y) لأنها تحقق له أكثر عائد متوقع عند المستوى نفسه من المخاطر .

وأن الحلول التي يدور فيها نموذج (ماركويترز) حول أوزان المحفظة ونسبها الى ما هو مستثمر في كل من هذه الأوراق المالية، وبسبب اعتبار العائد المتوقع والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لهذه الأوراق المالية هي مدخلات في تحليل (ماركويترز) إلا ان أوزان المحفظة هي المتغير فقط الذي يؤثر في حل مشكلة المحفظة عند تحديدها للمحفظة الكفوءة (Jones,2000:176).



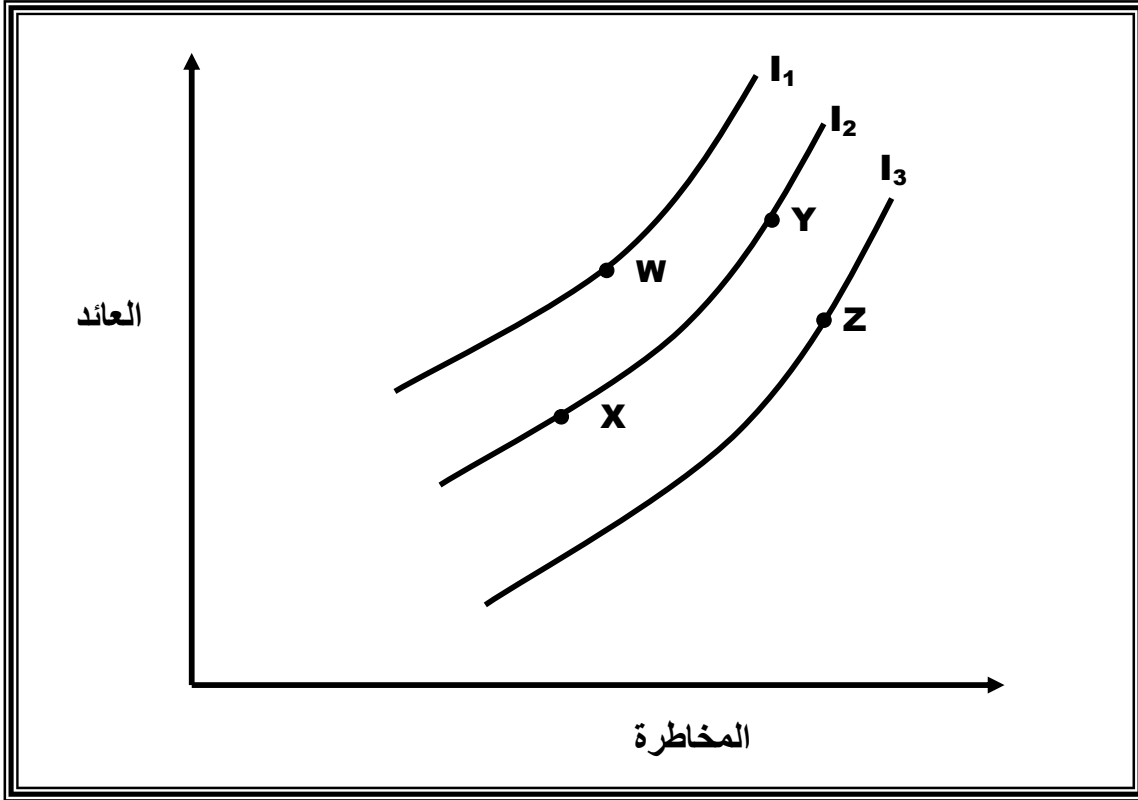
## ثانياً: نظرية المنفعة ومنحنيات السواء :-

### (Utility Theory and Indifference Curves)

#### (أ) المفهوم والطبيعة:-

بدأت نظرية المنفعة الحديثة من خلال كتابات (Morgensten, Vonnevman) وذلك في كتابهما " نظرية المباريات والسلوك الاقتصادي 1944" فقد أكدوا انه ضمن افتراضات محددة وتاريخ محدد يمكن التنبؤ بخيارات الفرد, وكذلك أشارا الى ان متخذ القرار يقبل بمجموعة محددة من الافتراضات لتحقيق الاختيار الرشيد(الجنابي, 2000: 7), وتشكل هذه النظرية الدعامة الأساسية لنظرية المحفظة, إذ يتخذ المستثمر قراراته الاستثمارية على مبدأ تعظيم المنفعة. والتي من خلالها قام (ماركويتز) بدراسة العلاقة ما بين العائد والمخاطرة في إطار نظرية المحفظة وبنى هذه النظرية على فروض عدة كان من أهمها فرضية المنفعة الحدية (Marginal Utility) للعائد الى الاستثمار والذي استمد هذا الفرض من نظرية المنفعة وينص هذه الفرض على انه " يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يوضح ميله وسلوكه إزاء الاستثمار, ومن ثم اتجاه مخاطر الاستثمار ويختلف شكل هذا المنحنى بحسب أنماط المستثمرين ( الحسيني والدوري, 2000: 179) لذلك فإن جوهر هذه النظرية قائم على أساس تناقص المنفعة الحدية للنقود وهذا يؤثر بشكل مباشر في اتجاهاتهم نحو المخاطرة (النعمانى وآخرون, 1993: 165-167), ولذلك فإن أفضل مزيج من العائد المتوقع والانحراف المعياري لمحفظة الأوراق المالية يعتمد على دالة المنفعة (Utility FUNCTION) للمستثمر (Van Horne, 2000:58). وبعد ما تم التعرف على " مجموعة المحفظات الكفوءة" لكي نحدد تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر (المحفظة المثالية) لا بد من معرفة المستثمر اتجاه ناحية الخطر وتستند هذه الدالة الى المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء (الحناوي, 1995: 290), وهذه المنحنيات توظف حق الاختيار للمستثمرين ما بين العائد المتوقع والمخاطرة. وشكل المنحنيات يبين تقاضيات المستثمرين من حيث المخاطرة (BinHammer&Sephton, 1998:125-126). ومن خلال تحليلات هذه المنحنيات نصل الى مفهوم المنفعة التي تظهر البدائل للمبادلة (Trade-Off) ما بين العائد والمخاطرة المقبولة عند المستثمر, وكل شخص لديه عدد غير محدد من منحنيات السواء ويمثل كل منها بدائل لمستويات المنفعة (Arnold, 1998:257-258) وبصرف النظر عن التقاضيات الفردية او الشخصية فإن كل المستثمرين لهم وضع معين يتمثل بالوصول الى أعلى مستوى من المنفعة او الإشباع من خلال الاستثمار في محفظة موضوعة على طول الحد الكفوء (McInaney, 2000:171) وسياسة الاستثمار الامثل تحدد من خلال نقطة التماس ما بين الحد الكفوء او المجموعة الكفوءة وأعلى منحنى سواء وهذا ما يهدف إليه المستثمر. ويعرف منحنى السواء بأنه " مجموعة من العائد المتوقع والانحراف المعياري والتي تصل بالنتيجة الى مستوى ثابت من المنفعة المتوقعة (Van Horne, 2000:58). وفريق من الباحثين يبينها على أنها " تضع جميع النقاط الممثلة بمجموعة من العائد والمخاطرة بين مستثمرين حيايين ". ويمكن توضيح ذلك من خلال منحنيات ولتكن ( $I_1, I_2, I_3$ ) وتمثل هذه

المنحنيات مستوى معين من المنفعة يمكن حصوله من خلال المحفظة الاستثمارية . فالمستثمر سيكون حياًدياً لأنه تحرك على طول منحنى السواء, مثال ذلك من نقطة (X) الى نقطة (Y) على منحنى (I<sub>2</sub>) سيكون في حال أفضل اذا تحرك المنحنى من الأدنى الى الأعلى من نقطة (X) الى نقطة (W) والعكس صحيح سيكون أسوأ حالاً من نقطة (X) الى نقطة (Z), لذلك فإن جميع المنحنيات تمثل وضع المستثمرين إزاء الاستثمار ومع ذلك يكون اتجاههم مع الفرص الاستثمارية الملائمة (Brockington, 1993:137). والشكل (8) يوضح هذه المنحنيات.



Source: Brockington, 1993:138

شكل (8)

عائد ومخاطرة المستثمرين (منحنيات السواء)

ويتم استخدامه عادة بواسطة النظريات المالية التي تختار المحفظة الاستثمارية من خلال العائد المتوقع  $[E(r)]$  وتباين العائد (V) والمعادلة الآتية تبين حساب المنفعة:

$$U = E(r) - (.005 A * V) \text{-----(1)}$$

إذ ان:-

(U): قيمة المنفعة.

E( r) : العائد المتوقع

(A): مؤشر على كراهية او تجنب للمستثمر.

( V) : تباين العائد

(.005) : مقياس متفق عليه يسمح للتعبير عن العائد المتوقع والانحراف المعياري ويمثل (نسبة مئوية من كسر عشري).

وهذه المعادلة سوف تؤلف انطباعاً او فكرة عامة عن المنفعة وهي تفرز من خلال أعلى عائداً متوقع وتضعف من خلال أعلى مخاطرة, ويمكن ان نأخذ مثلاً لتطبيق هذه القانون واختيار ما بين محفظتين الأولى تعطي عائداً متوقعاً (20%) وانحرافاً معياري (20%) ومحفظة أخرى تعرض عائداً خالياً من المخاطرة (7%) وهناك بدائل استثمار متمثلة في (A=4) و(A=8)؟ ولتطبيق القانون لاستخراج قيمة المنفعة للمحفظة ذات المخاطرة في حالة (A=4).

نطبق

$$U=20-(.005 \times 4 \times 20^2)$$

$$=20-8=12\%$$

ولذلك سوف يقوم المستثمر بتفضيل هذه المحفظة على المحفظة الخالية من المخاطرة لأنها تعطي أعلى منفعة.

أما في حالة (A=8) فإن

$$U=20-(.005 \times 8 \times 20^2)$$

$$=20-16=4\%$$

وهذه القيمة اقل من قيمة المنفعة للمحفظة الخالية من المخاطرة لذلك سوف لا يقوم المستثمر بالاستثمار فيها (Bodia,et.al,1999:151-153).

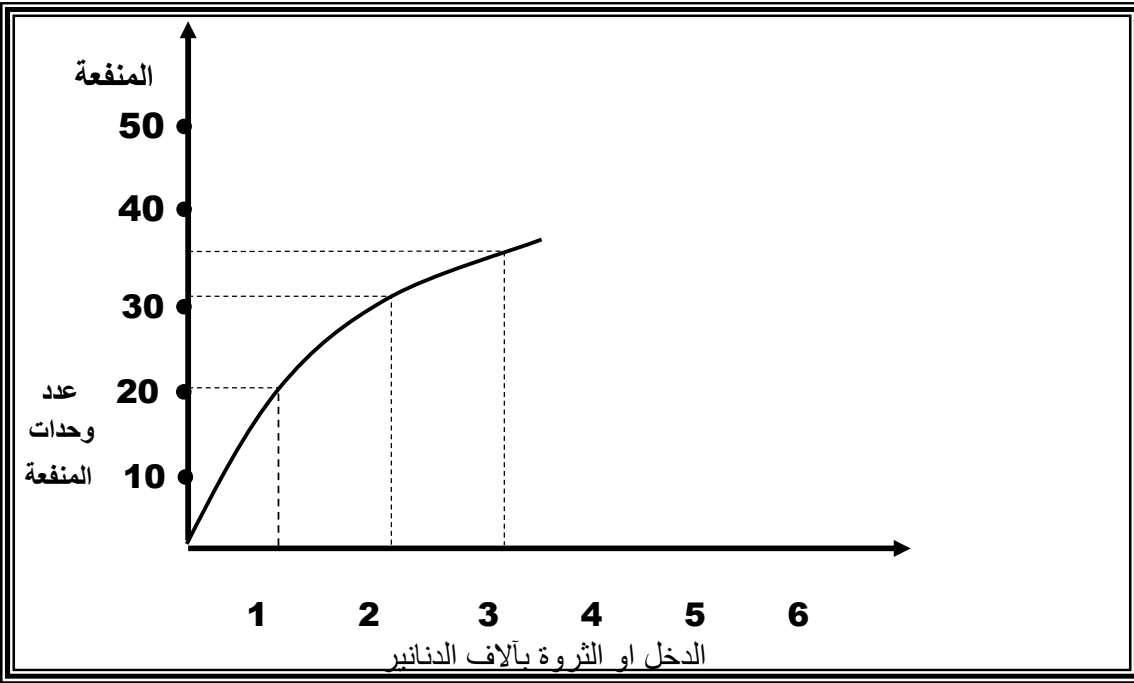
ومن خلال دالة المنفعة يمكن حساب المنفعة المتوقعة لكل من المحافظ الكفوءة واختيار المحفظة التي تعظم المنفعة المتوقعة او على الأقل قريبة الى المنفعة المتوقعة المثلى (Markowitz, et.al,1984:58-59).

وهناك علاقة لا بد من تبيانها ما بين مستوى الإشباع ومقدار الثروة والتي نستطيع التعبير عنها على شكل دالة المنفعة, فالمستثمر المتجنب للمخاطرة تظهر دالة المنفعة على شكل منحنى منحدر في الرسم البياني ، كما في الشكل (9) .

ومن خلاله نلاحظ ان كل زيادة في الثروة تعطي مستوى اقل من الإشباع للشخص, وكذلك نرى أن الزيادة في الإشباع (في حالة الزيادة الإضافية للثروة) لا يقابله النسبة نفسها في نقصان الإشباع(في حالة الخسارة في الثروة نفسها).

ويظهر شكلا مقعرا لدالة المنفعة عند مستثمر متجنب المخاطرة ويزداد التقعر (Concave) كلما كان أكثر تجنباً للمخاطرة وأي مقدار إضافي للثروة (Wealth) يعطي مقدارا أقل من الإشباع (Satisfaction).

وليكن مستثمر ثروته (2000) دينار وهو أقل مستوى إشباع ، فعند طرح (1000) دينار سيكون مستوى الإشباع (10) وحدات في حين عند إضافة (1000) دينار سيكون مستوى الإشباع فقط (6) وحدات منفعة .

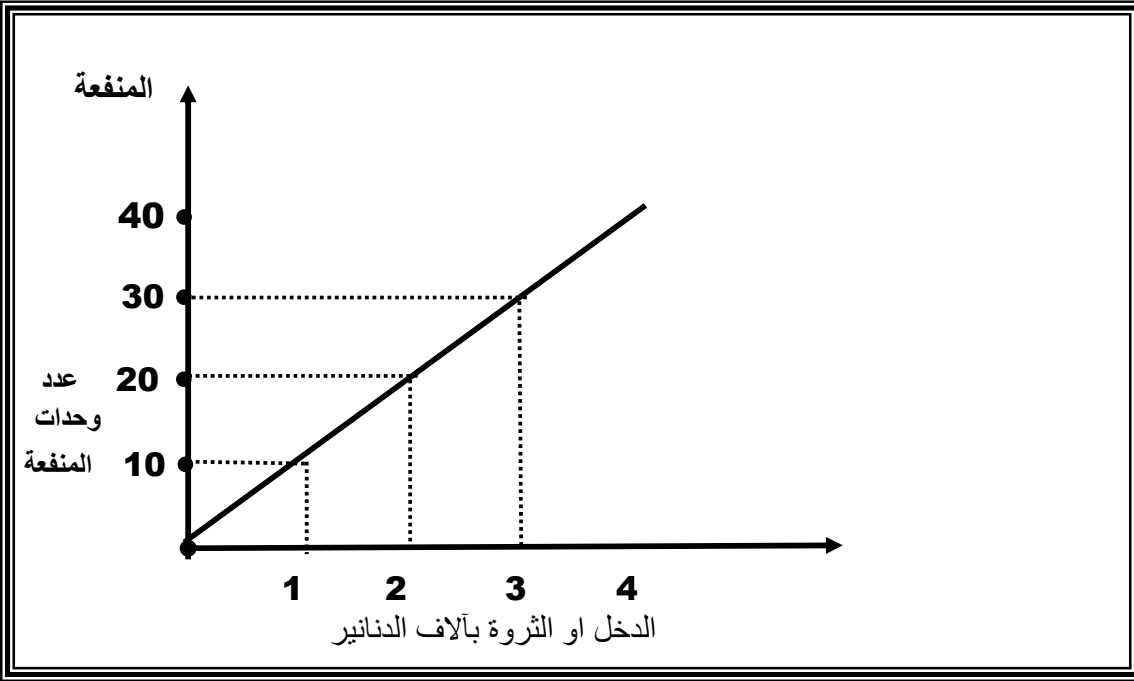


Source:Atrill, 2000:168

شكل (9)

دالة المنفعة لمستثمر متجنب المخاطرة

أما المستثمر غير المكترث أو الحيادي (Indifferent) تجاه المخاطرة، فإن الإشباع الحدي (Marginal Satisfaction) والمنفعة أو الثروة سوف لا تقل عن أكثر مما وصف، وبالمقابل فالمنفعة الحدية ستزداد بمعدل ثابت ، وتكون دالة المنفعة للمستثمر مختلفة تماما عن المستثمر المتجنب للمخاطرة والشكل (10) يوضح ذلك.

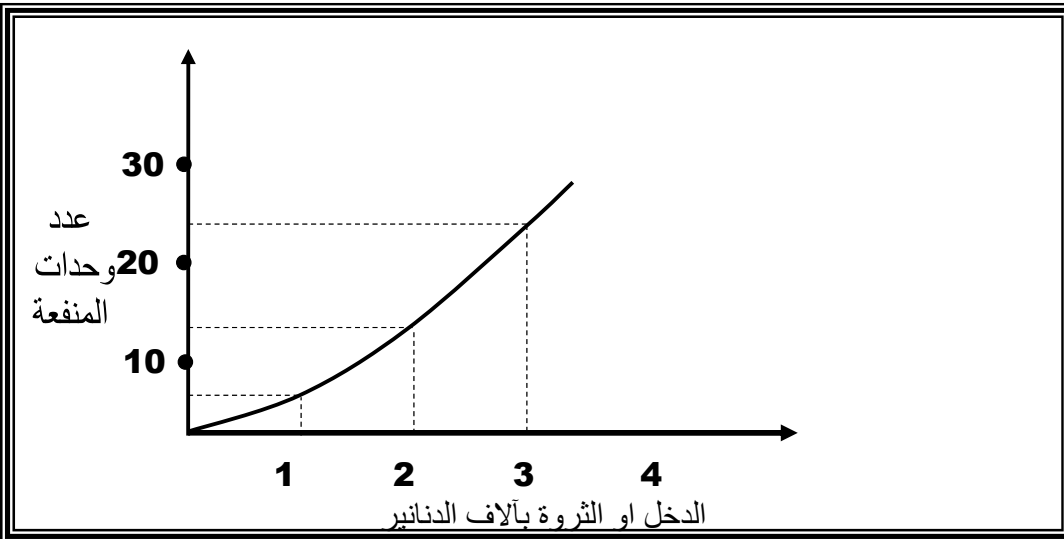


Source:Atrill, 2000:169

شكل (10)

دالة المنفعة لمستثمر حيادي المخاطرة

أما المستثمر الباحث عن المخاطرة، فالإشباع الحدي والمنفعة والثروة سوف تزداد أكثر من نقصانه أو تبقى ثابتة، أما من حيث شكل دالة المنفعة للمستثمر الباحث عن المخاطرة فإنها ستكون مختلفة عما تم وصفه في الحالتين السابقتين وتكون أكثر تحديبا (Convex) كلما كان أقل تجنباً للمخاطرة والشكل (11) يوضح ذلك (Atrill, 2000:169-170).



Source:Atrill,2000:170

شكل (11)

## دالة المنفعة لمستثمر باحث عن المخاطرة

(ب) خصائص منحنيات السواء في المخاطرة والعائد:-

- ❖ ميلها باتجاه الأعلى ( موجب ) .
- ❖ لا تتقاطع إطلاقاً .
- ❖ مفضلة اذا كانت تتجه الى الشمال الغربي (North-West).
- ❖ هي جزء من عدد غير محدد من المنحنيات.
- ❖ يكون ذلك الميل معتمدا على تجنب المخاطرة من لدن الشخص المعني.

(Arnold, 1998:276).

وعلى الرغم من ان نظرية المنفعة تساعدنا في فهم لماذا المستثمر يتجنب المخاطرة, لكنها ستكون غير ممكنة في تحديد دوال المنفعة للمستثمرين والتي تضم بعض الطرق التي من خلالها يتم تزويدنا بدليل او مرشد للقرارات الإدارية. أما القيمة العملية لهذه النظرية فهي محدودة, وكحقيقة جوهرية فأن المدراء (صانعي القرارات) هم في الأساس أكثر مواجهه للمخاطرة من المستثمرين, إذ إنهم يضعون افتراضات حول تفضيلات المخاطرة إزاء المستثمرين (Atrill, 2000:170).

## ثالثاً: نموذج التسعير (APM, CAMP) :-

(أ) نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية:-

( **The Capital Asset Pricing Model** )

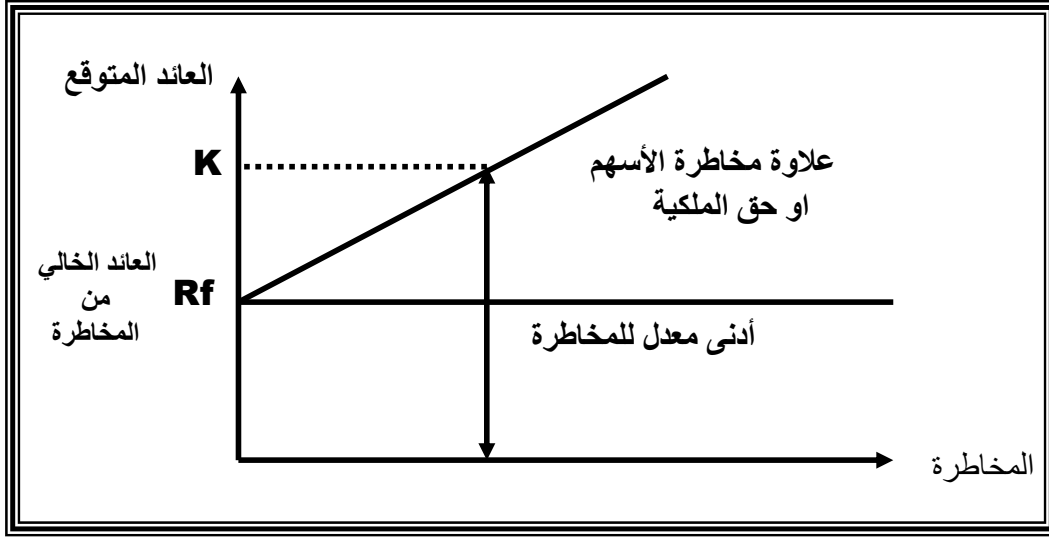
1. المفهوم والأهمية:

يعد هذا النموذج من الإسهامات الرئيسية لنظرية المحفظة ويمثله عدد من الباحثين بالامتداد الجوهري لنظرية المحفظة (العامري, 1990: 60) في الوقت الذي يوحي عند آخرين انه الحبل الذي يقفز من نموذج اختيار المحفظة لـ(ماركويتز) الى (CAPM), وكان تطوره بعد (16) سنة من نظرية (ماركويتز) للمحفظة الكفوءة وذلك في المقالات التي قدمها (William Sharpe) والدراسات التي جاءت بعده من أمثال (John Lintner) و (Jan Mossin) إضافة الى (حمادة) وقد عرفها بأنها " مجموعة التنبؤات المتعلقة بموازنة العائد المتوقع للموجودات ذات المخاطرة" (Bodie, et.al, 1999:251).

في حين وضحا آخرون بأنها " نظرية معيارية وليست بالضرورة وصف ماذا يعمل المستثمرون ولكن الأصح و الاخرى ماذا سوف تعمل ضمن سلوكياتهم (BinHammer&Sephton, 1998:134).

في حين يوضحها فريق ثالث على أنها " مقياس نظري غير عملي للمخاطرة وما هو متصل بالعائد المطلوب والمفهوم الضمني لها هي فكرة التباين المشترك في العائد النسبي لمخاطرة سوق معينة (Clarke, et.al, 1988:110).

ويقوم هذا النموذج على افتراض هو ان لكل الأسهم معدلاً عائداً مطلوباً وهو يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة زائداً علاوة على المخاطرة , إذ ان المخاطرة يعكسها التنوع ، أما النموذج فتم استعماله في تحليل العلاقة بين المخاطرة ومعدل العائد وفي نفس الوقت كأداة تحليلية مهمة في كل من التمويل الإداري وتحليلات الاستثمارات (Weston, et.al,1996:193).  
فالمبادلة ما بين العائد والمخاطرة توصف من خلال (CAPM) وهي تظهر في الشكل (12). والعلاقة الخطية وميلها او انحدارها باتجاه الأعلى كذلك تعطي أعلى عائد يتطلب مخاطرة متمسكة بالفكرة العامة للمستثمر المتجنب للمخاطرة (Clarke, et.al,1988:112).



Source: Clarke ,et.al,1988:113

### شكل (12)

#### علاوة مخاطرة الأسهم او حق الملكية والعائد المتوقع

ويعتمد هذا النموذج أساساً على البيانات التاريخية لتقدير معدلات العائد, وان (البيتا) المستخدمة لقياس المخاطرة الموجودة باستخدام هذه البيانات قد لا تعكس بالفعل التقلبات المستقبلية للعوائد, لذلك فإن العوائد المطلوبة والمحددة في النموذج يمكن النظر إليها على أنها تقريبية (Gitman, 2000:265).

## 2. مخاطرة النموذج:-

البيتا (Beta) مقياس المخاطرة النظامية للأوراق المالية التي لا نستطيع تجنبها من خلال التنوع (Jones, 2000:178), وهو مؤشر لدرجة حركة عائدات موجود معين استجابة لتغير عائد السوق, ويتم استخدام العائدات التاريخية لإيجاد معامل (بيتا) للموجود.

وهذا المعامل يتم اشتقاقه بصورة بيانية باستخدام العلاقة بين عائد الموجودات وعائد السوق والخطوة الأولى تبدأ برسم نقاط التقاء عائد السوق وعائد الموجود في نقاط مختلفة من الزمن وميل

الخط يمثل (البيتا)، و(بيتا) الموجود الأكثر ميلا يشير الى ان عائد هذا الموجود أكثر استجابة للتغير في عائد السوق لذلك سيكون أكثر مخاطرة من الموجود او الموجودات الأخرى (Gitman, 2000:257-258).

وهذا المعامل للسوق يكون مساويا للواحد دائما، والأسهم او الأوراق المالية الأكثر تقلبا للمخاطرة تكون فيها الـ (بيتا) اكبر من (1) والعكس صحيح اذا كانت الأوراق المالية اقل تقلبا للمخاطرة (Jones, 2000:179).

ولا يوجد سبب رئيس لمعرفة لماذا (بيتا) الأوراق المالية لا تكون سالبة؟ فالمخاطرة النظامية هي المسببة من خلال عدد من عوامل الاقتصاد الكلي من قبيل معدل الفائدة وأسعار الوقود، فبعض الأوراق المالية أكثر تأثيرا من خلال هذه العوامل (أعلى بيتا للأوراق) بينما أوراق أخرى يكون اقل تأثيرا (اقل بيتا) ويمكن ان يكون لبعض الأوراق المالية تأثير ايجابي من خلال تلك العوامل وفي الوقت نفسه يمكن لهذه العوامل ان يكون لها تأثير سلبي أكثر في الأوراق المالية، فإن (بيتا) الأوراق تكون سالبة.

و(بيتا) الأوراق مرتبطة بجميع عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة وكذلك الحال بالنسبة لأوراق مالية خاصة او فردية، بينما يكون واحدا او اثنين من تلك العوامل لها تأثيرها السلبي الوحيد وهذا يعتمد على الأكثرية او المقدار الأكثر من هذه الأوراق، وأكثر العوامل يكون تأثيرها متشابهاً على هذا المقدار فمثلا المصرف يكون تفضيله من خلال أعلى معدلات الفائدة، لكن هو لا يزال يتأثر عكسيا من خلال أعلى كلف للوقود او كلف الأيدي العاملة مدة الركود الاقتصادي..... الخ من العوامل (McLaney, 2000:175).

وهناك أساليب إحصائية أخرى تستخدم لتقييم (البيتا) وهي نسبة المخاطرة النظامية الى المخاطرة الكلية وهو يقاس من خلال هذه المعامل إذ يحدد أي تراجع يظهر في نسبة التباين المشترك في عائد الموجودات من خلال عائد محفظة السوق، وهناك غرض آخر هو أنه لا يعطي تفسيراً لميكانيكية حساب (البيتا) ولكنه يلفت النظر في المشكلة العملية للحصول على (البيتا) (Fabozzi&Modigliani, 1996:197).

كذلك من مميزاته انه مفيد في مقارنة المخاطرة النسبية لمختلف الأسهم وفي التطبيق وهو يستعمل من خلال المستثمرين ليقدر مخاطرة الأسهم. والأسهم التي تكون مرتبة من خلال (البيتا) بسبب التباين في السوق هي ثابتة في جميع الأوراق المالية لمدة استثنائية او خاصة (Jones, 2000:179).

والمحفظة تتألف من الأوراق المالية المنخفضة (البيتا) بسبب بيتا كل مجموعة من هذه الأوراق هي المعدل الموزون لبيتا الأوراق المالية الفردية أما المعادلة فهي :- (Weston&Brigham, 1993:166).

$$B_p = W_1B_1 + W_2B_2 + \dots + W_nB_n \quad \text{-----(2)}$$

$$= \sum_{i=1}^n W_iB_i$$

إذ ان :-



**B<sub>p</sub>** : هي (بيتا) المحفظة وهي تعكس مدى التقلبات للمحفظة وعلاقتها بالسوق .

**W<sub>i</sub>** : هي جزء من المحفظة المستثمرة في **i<sup>Th</sup>** الأسهم.

**B<sub>i</sub>** : هي معامل (بيتا) في **i<sup>Th</sup>** الأسهم

ويمكن اخذ مثال بسيط لتطبيق هذه المعادلة وهو:-

مثال// اذا كان المستثمر يمتلك محفظة (105.000) دينار تتألف من (35.000) دينار

مستثمرها في (3) أسهم لكل من هذه الأسهم (بيتا) (0.7) فبيتا المحفظة تكون **B<sub>p</sub> = 0.7** .

$$\mathbf{B_p=0.33(0.7)+0.33(0.7)+0.33(0.7)=0.7}$$

فمثل هذه المخاطرة تكون اقل مخاطرة من السوق, فبالاختبار النسبي لها تكون أسعار تقلبها محدودة وكذلك معدل العائد يكون اقل تقلباً نسبياً.

والآن نفترض أن واحداً من الأسهم يبيع واستبدل بسهم كان **B<sub>i</sub> = (2.5)** فإنه سوف تزداد

فعلا مخاطرة المحفظة من (0.7) الى (1.3) (Weston, et.al, 1996:205).

$$\mathbf{B_p=0.33(0.7)+0.33(0.7)+0.33(2.5)=1.3}$$

وبهذا يتضح ان المحفظة التي تضم الموجودات ذات (البيتا) القليلة فإنها ستمتلك معامل (بيتا) منخفضة, والتي تضم موجودات ذات (بيتا) مرتفعة ستمتلك معامل (بيتا) مرتفعاً (Gitman, 2000:257-258).

### 3. معادلة النموذج:-

تمثل المعادلة أدناه نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وهي:

$$\mathbf{RR(R)=R_f+(R_m- R_f)B} \text{-----}(3)$$

إذ أن :

**RR(R)** : معدل العائد المطلوب .

**R<sub>f</sub>** : العائد الخالي من المخاطرة .

**R<sub>m</sub>** : عائد محفظة السوق .

**B** : معامل المخاطرة النظامية (البيتا) .

ويتبين على هذه المعادلة بأن معدل العائد المطلوب لأي موجود يساوي معدل العائد الخالي

من المخاطرة زائداً علاوة المخاطرة, وعلاوة المخاطرة هي **[(R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>)B]** ويساوي سعر





$$E(R_i) = R_f + 1 \{ E(R_m) - R_f \} = E(R_m)$$

ففي هذه الحالة يكون العائد المتوقع للموجود هو العائد المتوقع لمحفظة السوق نفسه , وإذا كان (البيتا) اكبر من محفظة السوق (مثلا اكبر من 1) فالعائد المتوقع سيكون اكبر من محفظة السوق, والعكس صحيح اذا كان الموجود (البيتا) اقل من محفظة السوق ( Fabozzi&Modigliani, 1996:200-201 ).

## ب) نموذج التسعير المرجح:- ( Arbitrage Pricing Model )

### 1. المفهوم والأهمية :-

في اختبار (CAPM) تظهر (البيتا) ولا تعطي تفسيراً تاماً او كاملاً عن العلاقة ما بين مستوى المخاطرة وعلاوة المخاطرة المتوقعة وبسببها نظر الباحثون الى طرائق أخرى, واحدة من تلك الطرائق أدت الى نشوء نموذج التسعير المرجح الذي يرمز له (Apm) وفي بعض الأحيان (Apt).

ويعتد البديل لـ (CAPM) الذي يحاول تجنب مواطن الضعف او الخلل (Binhammer&Sephton, 1998:134) وبدأ من خلال افتراض وهو " لكل عائد سهم يعتمد جزئياً على تأثيرات الاقتصاد الكلي (Macro Economic) و جزئياً على تأثير الأحداث الاستثنائية للشركات (Brealey&Myers, 1991:174) وكان تطوره من خلال (Stephen Ross, 1976) وعززها وزاد من قيمتها على النظام الذي سبقها وقد اعتبروها على أنها أكثر عمومية من (CAPM), مع افتراضاتها الأقل تقيداً كذلك تشبه (CAPM) في قصورها فهي ليست الكلمة الأخيرة في تسعير الموجودات (Jones, 2000:544).

### 2. معادلة النموذج :-

يمكن التعبير عن (Apm) او (Apt) من خلال العلاقة الخطية :  
(BinHammer, 1998:134)

$$E(R_A) = R_f + B_1F_1 + B_2F_2 + B_3F_3 + \dots + B_kF_k \text{ -----(4)}$$

إذ ان :-

$E(R_A)$  = العائد المتوقع في الموجودات الفردية.

$F_1, F_2, F_3, \dots, F_k$  = عوامل المخاطرة النظامية\* .  
 $B_1, B_2, B_3, \dots, B_k$  = تشير الى حساسية العائد المتوقع لموجودات العوامل الخاصة بها .  
 $R_f$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة .  
 ونلاحظ من تلك المعادلة نقطتين هما: (Brealey&Myers, 1991:170)

أولاً: اذا كانت كل من قيمة ( $B_k$ ) هي ( $0$ ) في المعادلة, علاوة المخاطرة المتوقعة وهي ( $0$ ), فالمحفظة المنوعة التي يتم بناء حساسيتها ( $0$ ) لكل من عامل الاقتصاد الكلي وهو عنصر أساسي خالي من المخاطرة وسوف يكون السعر المعروض بمعدلات فائدة خالية المخاطرة وإذا المحفظة عرضت بعائد أعلى فمن المرجح ان المستثمرين سوف يجعلون الربح خالياً من المخاطرة من خلال الاقتراض لشراء المحفظة وإذا كان العكس فسوف يجعل الربح المرجح من خلال استراتيجية عكسية وهي بيع المحفظة المنوعة حساسيتها ( $0$ ) ويستثمر في عائدات حوالات الخزينة (T – bills) الحكومية.

ثانياً: المحفظة المنوعة تنشأ لعرض او كشف ( العامل 1 ) الذي سوف يعرض علاوة المخاطرة أي سوف يتنوع مباشرة بنسبة حساسية المحفظة للعامل, مثال ذلك لإنشاء محفظتين ( $A, B$ ) يتأثران فقط بعامل واحد , فإن المحفظة ( $A$ ) هي ضعف حساسية للعامل الأول من المحفظة ( $B$ ) , والمحفظة ( $A$ ) يجب ان تعرض بضعف علاوة المخاطرة وهكذا , أما اذا أردنا ان نقسم الأموال بالتساوي ما بين حوالات الخزينة ومحفظة ( $A$ ) فمجموعة المحفظات ستكون بالضبط بنفس الحساسية للعامل الأول من المحفظة ( $B$ ) وستعرض بنفس علاوة المخاطرة .

### 3. نموذج العامل او العوامل:-

ويستخدم في وصف سلوك أسعار الأوراق المالية من خلال محددات العوامل الأساسية في الاقتصاد وهو تأثير كبير في حساب (Numbers) الأوراق المالية وهو يمتلك ثلاث خصائص:-

أولاً: لكل عامل مخاطرة يكون ذا تأثير معاكس (Pervasive Influence) على عائدات السهم, والمنشأة تحدد تلك الأحداث (Events) وهي ليست عوامل مخاطرة لـ (APM).

ثانياً: تلك عوامل المخاطرة ويكون تأثيرها في العائد المتوقع, ويعني ذلك ان الأسعار لا تكون ( $0$ ) , وهذه العائدات يجب ان تحدد تجريبياً من خلال التحليل الإحصائي لعائدات الأسهم للنظر أي أن العوامل ذات تأثير معاكس للعائدات.

\* في بعض المصادر يكتب  $F_1, F_2, F_3, \dots, F_k$  بالشكل التالي  $\{E(R_{ik}) - R_f\}$  وهذا ما يسمى من نحو ما عرفناه سابقاً بعلاوة المخاطرة النظامية (سعر المخاطرة) وهو مقدار الزيادة في العائد لعامل المخاطرة النظامية على معدل خالي المخاطرة , ولمزيد من التفاصيل انظر (Fabozzi&Modigliani, 1996:208-209).

**ثالثاً:** في بداية كل مرحلة, عوامل المخاطرة لا يمكن التنبؤ بها في السوق ككل, وتعد الارتفاعات نقطة مهمة, مثال ذلك يمكن استعمال التضخم والمخرجات (Output) الاقتصادية عاملين مؤثرين في عائدات المحفظة, فمعدل التضخم ليس عامل مخاطرة لـ (APM) لأنه أقل من التنبؤ الجزئي (Partially Predictable). فالتضخم غير المتوقع – الاختلاف ما بين التضخم الفعلي والتضخم المتوقع – وهو عامل المخاطرة لـ (APM) ومن خلال هذا التعريف لا يمكن التنبؤ بما لا نعرفه.

فالموضوع الأساسي هو الانحراف في العوامل من خلال القيم المتوقعة, فمثلاً إذا كانت القيمة المتوقعة للتضخم هي (5%) ومعدل التضخم الفعلي في هذه المرحلة هو (4%) فقط, فالانحراف (1%) وسيؤثر في العائد الفعلي في تلك المرحلة.

وقد اقترح أكثر من عمل تجريبي ان هناك (3) الى (5) عوامل تؤثر في عائدات الأوراق المالية وسعرها في السوق, وفي هذا المجال حدد كل من (Ross & Roll) خمسة عوامل للمخاطرة النظامية:-

1. التغيرات في التضخم المتوقع.
  2. التغيرات غير المتوقعة (Unanticipated) في التضخم.
  3. التغيرات غير المتوقعة في إنتاجية الصناعة.
  4. التغيرات غير المتوقعة في علاوة مخاطرة الديون.
  5. التغيرات غير المتوقعة في هيكلية آجال معدلات الفائدة.
- تلك العوامل مرتبطة بجزء مهم أو أساسي من تقييم النموذج, فالنقاط الثلاث الأولى تؤثر في التدفقات النقدية في الصناعة, أما النقطتان الأخيرتان فيؤثران في معدل التضخم. وهناك دراسة أخرى اقترحت ان نموذج (APM) يرجح التغيرات غير المتوقعة في (5) متغيرات اقتصادية كلية وهي اشمل من (CAPM) وهذه المتغيرات هي:- (Jones,2000:545-548)

1. مخاطرة الديون (Default Risk).
2. هيكلية معدلات آجال الفائدة.
3. التضخم او الانكماش (Inflation or Deflation).
4. معدل نمو الأرباح المتوقعة في الاقتصاد.
5. مخاطرة السوق الثانوية (Residual Market Risk).

#### 4. أوجه التشابه والاختلاف ما بين (APM) و (CAPM):-

وتم تناوله عند كتاب كثيرين من بينهم (Jones, 2000:544) إذ قسمه على قسمين هما:  
 أولاً: الاختلاف ما بين (APM) و (CAPM) هو ان (APM) لا تفترض:-  
 أ) الاستثمار الأفقي لمدة منفردة.

- ب) انعدام الضرائب.  
 ج) الاقتراض والإقراض بمعدل خالٍ من المخاطرة.  
 د) المستثمرون يختارون المحفظات على أساس العائد المتوقع والتباين.

ثانياً: التشابه ما بين (APM) و (CAPM) هو ان (APM) تفترض:-

- أ) أن المستثمرين لهم الاعتقاد نفسه او اعتقادهم متجانس.  
 ب) أن المستثمرين يتجنبون المخاطرة بتعظيم المنفعة.  
 ج) أن الأسواق تكون تامة.  
 د) أن العائدات تتولد من خلال نموذج العامل.  
 بينما ( Fabozzi&Modigliani, 1996:209 ) له رأي آخر من خلال المعادلات إذ يمكن ملاحظة ان معادلة (CAPM) والعامل المضاعف (Multi Factor) لمعادلة (CAPM) هو حالات خاصة من معادلة نموذج (APM) ومثلما موضح في أدناه:-

$$(CAPM):E(R_i) = R_f + B_i [E(R_m) - R_f] \quad --(5)$$

$$\text{Multi Factor}(CAPM):E(R_i) = R_f + B_{i,m} [E(R_m) - R_f] + B_{i,F_1}[E(R_{F_1}) - R_f] + B_{i,F_2}[E(R_{F_2}) - R_f] + \dots + B_{i,F_H}[E(R_{F_H}) - R_f] \quad --(6)$$

$$(APM) :E(R_i) = R_f + B_{i,F_1}[E(R_{F_1}) - R_f] + B_{i,F_2}[E(R_{F_2}) - R_f] + \dots + B_{i,F_k}[E(R_{F_k}) - R_f] \quad --(7)$$

ومن خلال هذه المعادلات يتضح ان:-

- أولاً: اذا كان العامل فقط هو مخاطرة السوق, فنموذج (APM) يقللها في (CAPM) بالتغاير (APM) مع العامل المضاعف لـ (CAPM).  
 ثانياً: كذلك يمكن ملاحظة في كليهم ان المستثمر سيكافأ بقبوله جميع المخاطر النظامية وليست المخاطرة غير النظامية.  
 ثالثاً: العامل المضاعف يحدد واحداً من تلك المخاطرة النظامية وهي مخاطرة السوق بينما في (APM) لا تحدد المخاطرة النظامية.  
 إضافة الى ذلك ان مؤيدي هذا النموذج اظهروا عدة مميزات أساسية عن (CAPM) او العامل المضاعف وهي:-

- أولاً: تكون افتراضاته اقل تعقيدا في تفضيلات المستثمر باتجاه المخاطرة والعائد.  
 ثانياً: لا توجد افتراضات معدة حول توزيع عائدات الأوراق المالية.

ثالثاً: النظرية لا تعتمد في مطابقتها الحقيقية أو الواقعية على محفظة السوق, والنظرية هي مقاييس أو معايير احتمالية.



## رابعاً: محفظة السوق والتنويع:-

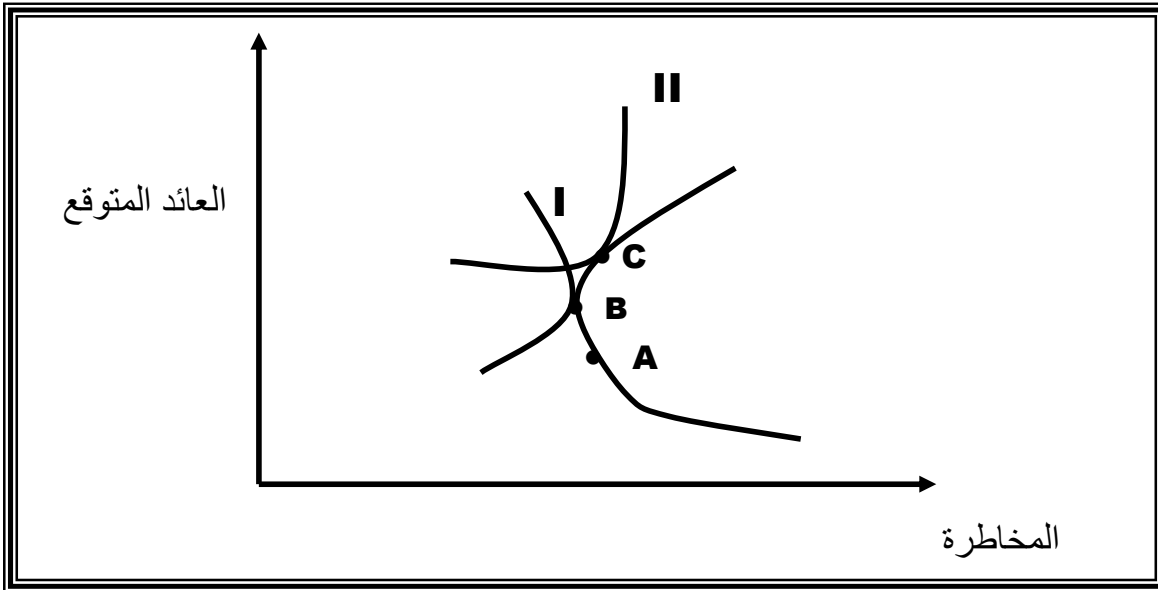
### (Market Portfolio)

### (أ) محفظة السوق:-

وهي المحفظة المؤلفة من جميع الأوراق المالية ذات المخاطرة والممسوكة بالنسبة الى قيمها السوقية (Archer, et.al,1983:119), وجميع هذه الأوراق تزن من خلالها قيم السوق الكلية, لذا فالمعدل الموزون للمحفظة هو محفظة السوق (Vanhorne,1998:60), وكل ما موجود يجب ان يكون ممسوكا نسبيا من قيمته السوقية بوصفه النسبة الى القيمة السوقية الكلية لجميع الموجودات (Fabozzi&Modigliani,1996:200-201) ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة:- (Copeland & Weston,1979:162).

$$\text{نسبة المحفظة } (X_i) = \frac{\text{القيمة السوقية للموجودات الفردية}}{\text{القيمة السوقية لجميع الموجودات}} \quad (8)$$

ويمكن البرهنة على ان محفظة السوق كفوءة من خلال شكل (14):-



Source:Copeland&Weston,1979:162

شكل (14)  
اختيار المستثمرين للمحفظة الكفوءة

وطالما ان توقعات المستثمر متجانسة, فيمكن ملاحظتها بمجموعة الفرص نفسها ومن دون الموجودات الخالية من المخاطرة فسيتم اختيار جميع المحفظات الكفوءة بصرف النظر عن تحملها للمخاطرة الفردية, ويتبين من الشكل ان هناك شخصين, الشخص الأول يختار محفظة (B) بينما الثاني يختار المحفظة الكفوءة (C) وهو اقل تجنباً للمخاطر والمحفظة يمكن ان تكون كفوءة وذلك لسببين:-

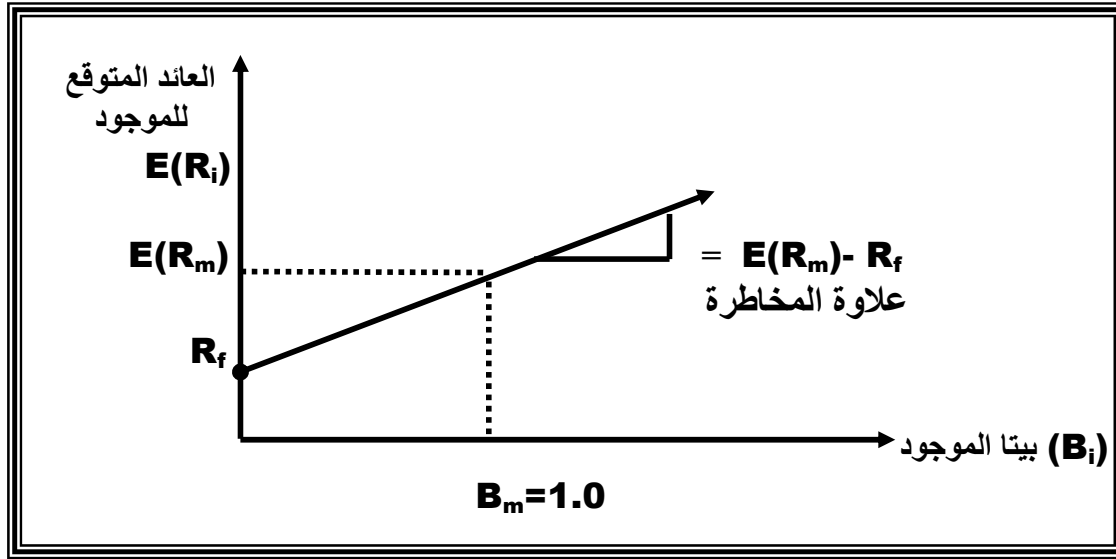
1. السوق وببساطة هو مجموعة من كل الموجودات المالية الفردية الممسوكة.
2. كل الأوراق المالية الفردية الممسوكة كفوءة.

وعندما تكون توقعات كل الأوراق المالية الفردية متجانسة, فمحفظة السوق تكون كفوءة ومن دونها تكون محفظة السوق ليست كفوءة (Copeland&Weston, 1979:161).  
وبعد الشكل البياني لـ (SML) شكل (13) لا بد من دراسة العلاقة ما بين ميل (SML) ومحفظة السوق, والمحفظة السوقية متكونة من جميع الموجودات في السوق, ويمكن وضع جميع هذه الموجودات على الخط (SML), ولتقدير ما تم وضعه نحتاج الى معرفة (البيتا) لمحفظة السوق (B<sub>M</sub>), والعائد المتوقع في محفظة السوق E(R<sub>m</sub>).

وبما ان المحفظة تتمثل بجميع الموجودات في السوق فيكون معدل المخاطرة النظامية (البيتا) يساوي (1) فسيكتب ميل (SML) على الشكل الآتي: (Ross, et.al, 1996:296)

$$\text{SMI Slope} = \frac{E(R_m) - R_f}{B_m} = \frac{E(R_m) - R_f}{1} = E(R_m) - R_f \quad \text{-----(9)}$$

مصطلح  $E(R_m) - R_f$  هو غالبا ما يدعى بعلاوة مخاطرة السوق وهو علاوة المخاطرة في محفظة السوق, وهو كذلك ميل (SMI), وهو الفرق ما بين العائد المتوقع في محفظة السوق ومعدل الخالي من المخاطرة (Ross, et.al, 1998:388), ويمكن تمثيله بيانيا بالشكل (15).



Source: Ross, et.al, 2000:406

### شكل (15)

الفرق بين العائد المتوقع في محفظة السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة

وتعد محفظة السوق نظرية مقيدة منذ نشأتها ومرغوب بها بالإجماع لما تشتمل عليه كجميع الأوراق المالية، والعائد في محفظة السوق هو معدل العائد الموزون في جميع الموجودات الرأسمالية، ويمكن تقديره أو تحديده من خلال معدلات (Dow Jones)، ومؤشرات (S&P)، ومؤشر (NYSE) ومؤشرات أخرى مشابهة (Francis, 1991:254).

## (Diversification)

## (ب) التنويع:-

### 1. مفهومه:

"الإمساك باتنين أو أكثر من الاستثمارات" (Archer, et.al, 1983:119) ويعرف أيضا بأنه "مجموعة من الموجودات هدفها تقليل التقلبات في المحفظة" (Johnson, 2000:119) ويعرف أيضا بأنه "قرار المستثمر باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها محفظته أو من شأن التشكيلة الجيدة، تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض إليها عائد المحفظة من دون ان يترتب على ذلك تأثير عكسي في معدل ذلك العائد" (العاني, 2002: 85).

فالتنوع بشكل عام يقلل المخاطرة من خلال تكوين محافظ من الأوراق المالية مع عائدات ارتباطها بشكل غير تام (Rao, 1992:306).  
كما ويعرف على انه " إمساك او اختيار تشكيلة من الموجودات قد تكون موجودات مالية وحقيقية والهدف من هذه التشكيلة هو تقليل درجة المخاطرة الى أدنى مستوى لها حسب نوع المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة.

## 2. طرائق تنوع محفظة الأوراق المالية:

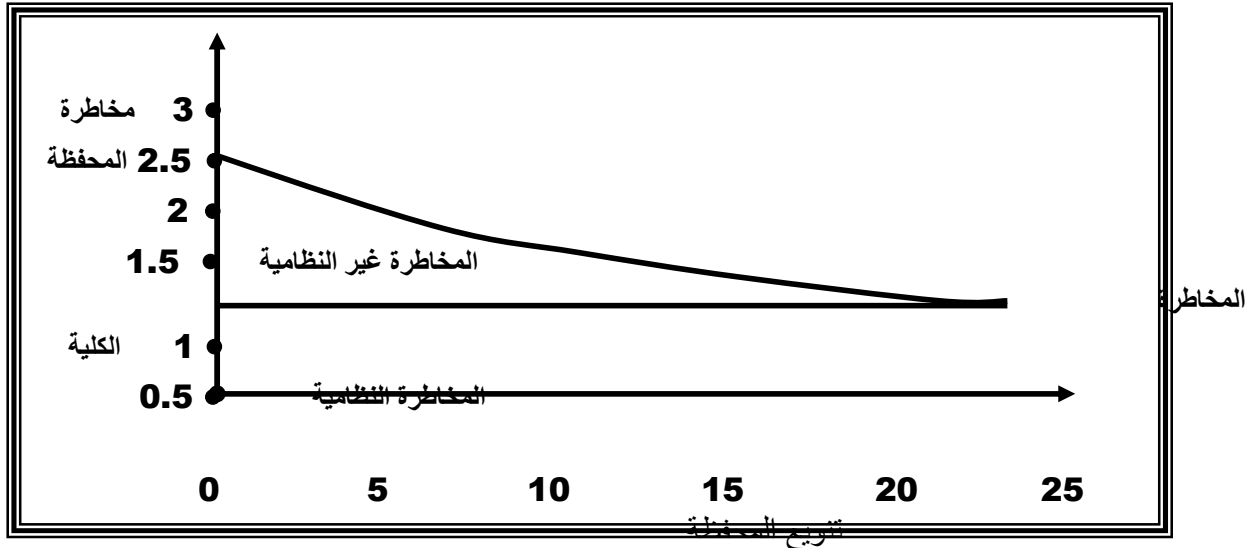
هناك أساليب عدة في تنوع محفظة الأوراق المالية تؤدي الى تخفيض مخاطرة المحفظة, وسيتم عرض عدد من تلك الأساليب وعلى وفق الآتي:-

### أولاً: التنوع البسيط او الساذج:

#### (Simple or Naive Diversification)

ينسجم هذا النوع من التنوع مع المثل الشائع " لا تضع جميع البيض في سلة واحدة "Not Putting All Eggs In One Basket".

ويقوم هذا الأسلوب على مبدأ أساسي يتمثل في ان كل زيادة في تنوع الاستثمارات التي تؤلفها المحفظة تعمل على تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض إليها العائد ويمكن الإفادة من الشكل (16) لتمثيل هذا الأسلوب, فالزيادة في عدد أنواع الأسهم تظهر بصورة انخفاض في درجة المخاطرة, فتنخفض المخاطرة غير النظامية عند زيادة هذا العدد ومن ثم المخاطرة الكلية للمحفظة, وتقتصر مخاطرة المحفظة في هذه الحالة على المخاطرة النظامية التي لا يمكن للمستثمر ان يتجنبها بغض النظر عن مقدار التنوع الذي يقوم به (العاني, 2002: 85).



المصدر: العاني, 2002: 84

## شكل (16)

### العلاقة بين درجة المخاطرة وتنويع المحفظة

وهذا الأسلوب يمكن تحليله باستخدام الاختيارات العشوائية والأوزان المتساوية لمحاكاة الأساليب التي يستخدمها المستثمر الساذج بشكل كبير, وان استخدام هذا الأسلوب لتحقيق التنويع البسيط لا يبطل قدرتها على تقليل المخاطرة في المحفظة المنوعة (Francis, 1991:229). ومن فوائد هذا التنويع انه لا يستثمر في إضافة أوراق مالية الى المحفظة لأنه يؤدي الى تقليل المخاطرة الحدية ( Marginal Risk ) , لذلك فليس شرطاً ان عدداً كبيراً من الأوراق المالية يفتضي تحقيق فوائد التنويع الجوهرية (Jones, 2000:165-166). وعلى هذا الغرار فإن المستثمرين لا يستطيعون ان يحددوا العدد المناسب من الأوراق المالية ضمن المحفظة التي يمكن ان تجعل درجة المخاطرة غير النظامية في اقل مستوى, وذلك بسبب اختلاف آرائهم المستقبلية التي على أساسها يحدد المستثمر عدد الأدوات المالية التي يمسكها في محفظته, فضلا عن اختلاف المناخ الاستثماري بحسب ظروف السوق (العاني, 2002: 86).

ثانياً: التنويع عبر الصناعات:-

### (Diversification Across Industries)

يفضل عدد من المستثمرين اختيار الأوراق المالية من خلال صناعات عدة ويكون ذلك أفضل من التنويع في صناعة واحدة, فضلا عن ان هناك دراسات في معدلات العائد للأوراق المالية في كثير من الصناعات أظهرت بأن جميع الصناعات قريبة في ارتباطها, لذا قام البروفيسور (Lorie) مع زميله (Fisher) بدراسة تم فيها قياس فاعلية التنويع في صناعات متعددة والزيادة في عدد الموجودات المختلفة للمحفظة في سوق نيويورك (NYSE) للأسهم العادية فهناك محفظات تحتوي على (8, 16, 32, 128) تشكلت من خلال أسلوبين منفصلين هما:

**الأسلوب الأول:** يتضمن الاختيار البسيط العشوائي للموجودات.

**الأسلوب الثاني:** تجذب كل موجود في المحفظة من خلال صناعات مختلفة.

محفظات عدة قد أنشأت في هذه الدراسة وأحصيت بجداول عن معدلات العائد للمحفظات

والجدول (2) يقدم ما تم إيجاده في هذه الدراسة التي توصلت الى استنتاجين:

**1.** التنويع عبر الصناعات ليس أفضل من التنويع البسيط لتقارب النتائج فيما بينهما, فنلاحظ

هذا التقارب في اغلب نتائج الجدول إلا في القليل مثلاً في محفظة (32, 8) إلا ان الفارق

في معدلات العائد لكلا الأسلوبين ليس كبيراً وهذا يدل على الارتباط التام فيما بينهما.

**2.** الزيادة في عدد الموجودات المختلفة الممسوكة في المحفظة فوق (8) أسهم لا تشكل أهمية

في تخفيض مخاطرة المحفظة (Francis, 1991:229).

**جدول (2)**  
**إحصاءات عن أساليب التنويع المختلفة**

الانحراف المعياري للعائد	متوسط معدل العائد	الحد الأعلى لمعدل العائد	الحد الأدنى لمعدل العائد	الأساليب المستخدمة في التنويع	عدد أسهم المحفظة
0.22	%13	%164	%47 -	عشوائي	8
0.22	%13	%158	%47 -	صناعات متعددة	8
0.21	%13	%121	%37 -	عشوائي	16
0.21	%13	%121	%37 -	صناعات متعددة	16
0.20	%13	%98	%31 -	عشوائي	32
0.20	%13	%93	%29 -	صناعات متعددة	32
0.19	%13	%76	%29 -	عشوائي	128

Source: Francis, 1991:230

**(Super Fluos Diversification)**

ثالثاً: التنويع المفرط: -

إذا كان (10- 15) من الموجودات المختلفة تختار من المحفظة فالفائدة القصوى هي تقليل المخاطرة من خلال التنويع البسيط وهو أكثر ملاءمة في تحقيقها , إذ ان التنويع المفرط هو زيادة غير اعتيادية وغير منظمة في نفس الوقت في عدد الأوراق المالية التي تضمنها المحفظة والتي تؤدي نتائجها الى المشاكل الآتية :

أ- **فتور اداء عملية الشراء: (Purchase of Lackluster perfor)**  
إن البحث في شراء العديد من الموجودات المختلفة يؤدي بالنهاية الى ان تكون عملية الاستثمار صعبة وبالتالي يكون ناتج معدل العائد غير كاف لتحمل المخاطرة.

ب- **عدم إمكانية إدارة المحفظة جيداً:**  
إذا ما كانت المحفظة تحتوي على اثني عشر من الموجودات المختلفة, فإدارة هذه المحفظة لا تستطيع ان تعدها مرتبة في وقت واحد.

ج- **تكاليف البحث العالية:**  
زيادة عدد الأوراق المالية المرشحة للمحفظة, سيؤدي الى كلفة أكثر لعمل تحليل ضروري للأوراق المالية.

د- **تكاليف التحويل العالية:**

عملية الشراء المتكررة لكميات صغيرة من الأسهم سوف تؤدي بالنتيجة الى اكبر عمولة للوسيط من خلال عملية الشراء المتكررة بمقدار اكبر من الأسهم.

وعلى الرغم من ان أكثر الأموال التي ترسل يديرها التنويع المفرط للمحفظة, لذا فإن على الأرجح تكون غير مساعدة في تحسين اداء المحفظة خصوصا انها تكون اقل صافي عائد لأصحاب المحفظة بعد اقتطاع نفقات إدارتها (Francis, 1991:231-232).

#### رابعاً: التنويع بأسلوب ماركويتز: - (Markowitz Diversification)

ويعرف على انه مجموع الموجودات التي هي اقل من الارتباط التام الموجب على الرغم من انها تقلل من مخاطرة المحفظة من دون خسارة العائد وتستطيع تقليل المخاطرة الى أدنى مستوى من مخاطرة غير قابلة للتنويع (Francis, 1991:234) وكذلك يطلق عليه أيضا بالتنويع الكفؤ (Efficiente Diversification) ويعد (ماركويتز, 1952) أول من طور مفهوم تنويع المحفظة بطرائق منهجية وقد لاحظ كميا لماذا وكيف يعمل تنويع المحفظة في تقليل المخاطرة في محفظة المستثمر وقد حاول تنظيم أفكاره وتطبيقاته في أكثر من نظام منهجي وأجاب عن السؤال الأساسي: هل مخاطر المحفظة تساوي مجموعة مخاطر الأوراق المالية الفردية التي تتضمنها؟

(ماركويتز) هو أول من طور مقياس محدد في مخاطرة المحفظة واشتق العائد المتوقع والمخاطرة من أساس علاقات التباين.

إن مخاطرة المحفظة هي ليست المعدل الموزون لمخاطرة الأوراق المالية الفردية, إذ يجب حساب العلاقة المتبادلة ما بين عائدات الأوراق المالية من أجل حساب مخاطرة المحفظة كي نقلل هذه المخاطرة الى أدنى مستوى مع مستوى معين من العائد (Jones, 2000:166-167). هذا التنويع هو أكثر تحليلاً من التنويع البسيط ويراعي ارتباط الموجودات إذ ان أدنى ارتباط ما بين الموجودات يكون أكثر قدرة لهذا التنويع في تقليل مخاطر المحفظة (Francis, 1991:234).

ويمكن تلخيص اثر الارتباط في تخفيض المخاطرة من خلال الآتي:-  
(النعمانى وآخرون, 1993: 153)

أ- اذا كانت الموجودات ذات ارتباط سالب تام (-1) فإن التنويع يمكن ان يزيل المخاطرة تماماً, ويلاحظ ان مثل هذه الموجودات لا توجد في الحياة العملية.

ب- اذا كانت الموجودات التي ليس بينها ارتباط, فإن التنويع يمكن ان يخفض المخاطرة بشكل واضح .

ج- اذا كانت كل الموجودات البديلة ذات ارتباط موجب تام (+1), فإن التنويع في الاستثمارات لا يخفض المخاطرة إطلاقاً.

د- في الحقيقة نجد ان غالبية الموجودات ذات ارتباط موجب ولكن ليس تاماً. وتعتمد درجة الارتباط فيما بين الموجودات على العوامل الاقتصادية, وهذه العوامل عادة تكون قابلة للتحليل.

ولغرض تطبيق هذا النوع من التنويع تدخل البيانات الى الحاسبة والتي سيتم من خلالها تحليل لمحفظة ( ماركويتز ) وهي طريقة علمية لإدارة المحفظة تأخذ بنظر الاعتبار كل من بعد المخاطرة والعائد لألاف او مئات الأوراق المالية في وقت واحد وتعد هذه الطريقة في التحليل أكثر فعالية من استعمال الحدس (intuition) او اختيار الاستثمارات من خلال لجنة (Committee) لاختيار الأوراق المالية الملائمة.

وهذا التحليل هو مشكلة رياضية أساسية تتطلب كثيراً من المعادلات لتكوين حل في وقت واحد ونستطيع ان نعمل بها في نطاق واسع من خلال استخدام برامج الحاسبة وتدعى (البرامج التربيعية Quadratic Programming ) والتي تقلل من مخاطرة المحفظة ( المعادلة التربيعية Quadratic Equation ) لمستوى معين من معدل عائد المحفظة (Francis, 1991:241-242).

#### خامساً :- التنويع الدولي :- (International Diversification)

من الممكن تقليل المخاطرة من خلال التنويع مع محددات الدولة الواحدة. فتقليل المخاطرة من المحتمل أن يكون متاحاً من خلال الاستثمار الدولي وقد وصف (Solnik 1974) في دراسته عن المانيا ان (43.8%) من المخاطرة تبقى عند مستوى معين بعد إكمال عملية التنويع من خلال شراء الأسهم داخل أسواق أسهمها المحلية, بينما في فرنسا والولايات المتحدة وجد الباحث انها الأفضل (32.67%) و(27%) على التوالي ولا تزال مقدار هذه المخاطرة كبيراً ومن الممكن تقليله من خلال شراء أسهم من دول أخرى .  
وعند الإقرار بإمساك محفظة دولية منوعة فيجب ان يقرر ما تحمله من فوائد محتملة ومخاطرة تحركات العملة او التغيرات في طريقة التحوط (Hedge) في التقييم النسبي للعملات (Elton&Gruber, 1995:693).

لذلك هناك أسس تعتمد عليها عملية تنويع المحفظة الدولية لتكون أوسع من عملية المحفظة المحلية وعلى النحو الآتي:- (العاني, 2002: 87-88)

أ- اختلاف معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من خلال استخراج معامل التباين والتباين المشترك بين عوائد الموجودات لكل مستوى من المخاطرة, وحينما تكون عملية المقايضة بين العائد والمخاطرة أكثر ملاءمة مع عائد الأوراق المالية الأجنبية تكون الموجودات الأجنبية أكثر في مكونات المحفظة.

ب- اختلاف درجة المخاطرة التي تؤدي الى اختلاف في العوائد وتكون عادة الموجودات الأقل مخاطرة هي الموجودات الأكثر جاذبية.

ج- درجة الارتباط ونوعه بين عوائد الموجودات المحلية وعوائد الموجودات الأجنبية مما أشار إليه (ماركويتز), إذ تنخفض درجة مخاطرة المحفظة حينما يكون نوع الارتباط سالباً.



د- التوليفة بين العائد والمخاطرة التي يختارها المستثمر من بين العديد من التوليفات ويكون الاختيار ممكنا بفضل عملية التنويع ويتحدد بالدرجة الأساس على تفضيلات المستثمر للموجودات المالية المختلفة والمرتبطة بالعائد والمخاطرة.  
وعلى أساسها تتحدد الكمية المطلوبة من الموجودات الأجنبية ولا سيما بعد فتح مجال التبادل والتدويل لتلك الموجودات عن طريق تدويل عمليات السوق المالية.

### (Benefits of Diversification)

### 3. فوائد التنويع:-

التنويع تفكير مهم في كل برنامج استثماري مقصود، فضلا عن ذلك يزود المستثمر العالمي بأكثر وربما قد يكون أفضل فرص استثمارية إضافة الى العائد الرئيس الذي يستطيع اشتقاقه من خلال تبني او اختيار استراتيجية استثمارية عالمية (Hirschey, 2001:690)، واثبت هذه الفائدة الاستثمار الدولي عبر المحيطات والذي عزز هذا الإثبات هو تنويع المحفظة بسبب العائدات على هذه الاستثمارات هي ليست مرتبطة بشكل محكم (Closely) مع عائدات الأسهم المحلية (Carlson, 1998:85).

وقام (Solnik, 1974) ببحث في دراسة إصدارات الأسهم في ثمانية دول وقام بتكوين محفظة عشوائية تحتوي ما بين (1) الى (50) سهماً، إذ لاحظ ان أكثر من (90%) من فوائد التنويع نستطيع تحقيقها من خلال الإمساك بمحافظ صغيرة نسبياً، وبذلك المستوى تقلل المخاطرة الحدية لتصبح صغيرة نسبياً، ويمكن من ملاحظة أدنى مستوى للمخاطرة والمنحنى أنه لا يمكن تخفيضه حتى اذا كان اكبر عدداً من الأوراق المالية المضافة الى المحفظة وذلك بسبب عوامل المخاطرة الطبيعية لجميع الأسهم ولا نستطيع تنويعها وهذا ما يدعى بالمخاطرة النظامية (السوق) (Arnold, 1998:265-266).

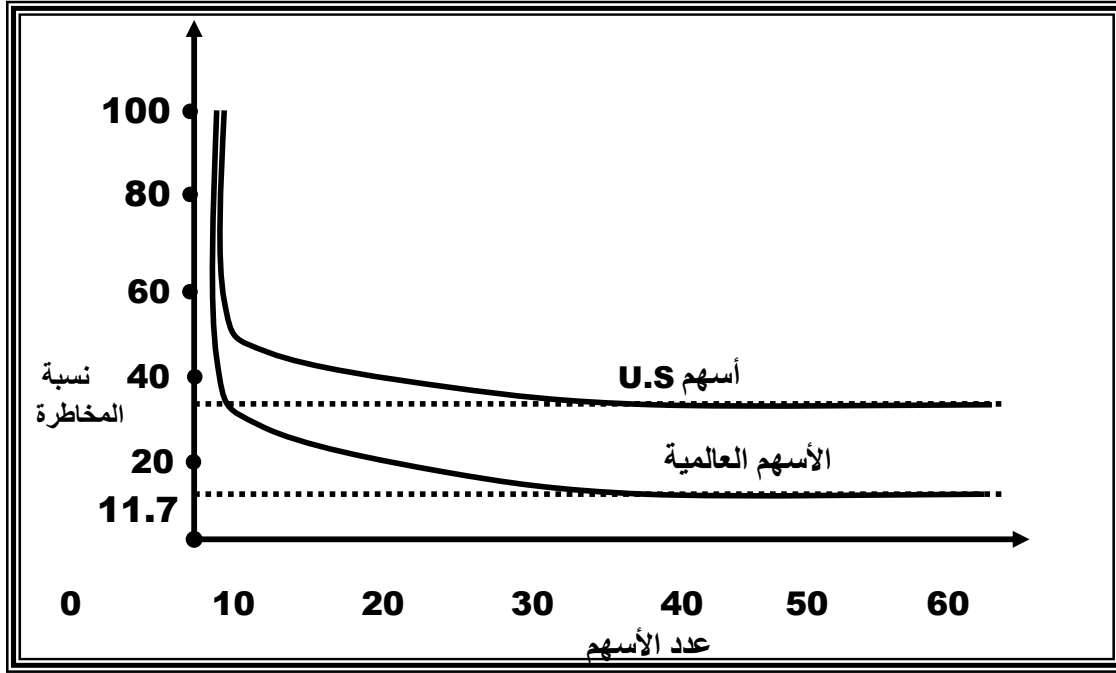
فعلى المستثمرين الأجانب في الوقت نفسه ان يكونوا حذرين للمخاطرة المحتملة في الاستثمار الدولي بالإضافة الى مخاطر تقلب العملة.

وهناك مخاطر مالية متنوعة في الاستثمار الدولي والاهم من ذلك المخاطر السياسية (Political Risk) والتي تأتي من إمكانية ان تتخذ حكومة الدولة المضيفة إجراءات تؤذي المستثمرين الأجانب، مثلاً تحاول منع حصول المستثمرين الأجانب على الأرباح او تأميم موجوداتهم في البلد او تفرض قيوداً على تحويل العملة وتسعيرها وقد لا تعطي أولوية للمستثمرين الأجانب (Gitman, 2000:254).

لذلك على جميع المستثمرين تقرير مجموعة الموجودات التي هي مناسبة لمحفظة المستثمر الشخصية وكيفية اشتقاق الموجودات المثلى، وهذه القرارات يجب ان تكون على أساس التفكير بعناية في أهداف المستثمر، ومقاومتها لمخاطرة المركز المالي للشخص وفرصة الاستثمار الأفقي المناسبة.

ومن فوائد التنويع الدولي المبين في الشكل (17) انه يستطيع تقليل المخاطرة الى اقل من نصف المستوى في المحفظة المنوعة محلياً مع بقاء المخاطرة النظامية في مستوى رئيس من المحفظة (Arnold, 1998:266).

وأخيراً فالأهمية يمكن ان تذكر في فعالية التنويع الدولي وتتضمن الاستثمار في أسواق قليلة الارتباط مع تحركات السوق المحلية وبعبارة أخرى اذا انخفض الاستثمار في سوق واحد فسيكون مرتفعاً في الآخر (Hirschey, 2001 : 692-693) .



Source: Jones, 2000:166

شكل (17)  
فوائد التنويع الدولي

## خامساً : طبيعة المحفظة الاستثمارية :-

(أ) قياس أداء المحفظة الاستثمارية المصرفية :

### 1. مقياس Sharp :-

وهو احد مقاييس الأداء ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة معينة على الانحراف المعياري للعائد الى تلك المدة, إذ ان البسط هو عائد المحفظة التراكمي مقارنة مع بدائل الاستثمار في الموجودات الخالية من المخاطرة, والمقام هو التراكم في تقلبات المحفظة مقارنة مع بدائل خالية من المخاطرة والمقياس هو: (Bodie, et.al.1999:607)

$$\frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

----- (10)

$S_p$

إذ ان:

$R_p$  = معدل العائد المتوقع للمحفظة

$R_f$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة

$S_p$  = الانحراف المعياري للمحفظة .

## 2. مقياس Treynor :-

وهو احد مقاييس الأداء وهو نسبة العائد الإضافي للمحفظة الى (البيتا) وهو مشابه لمقياس (Sharp) إذ انه يعطي معدل العائد الإضافي لوحدة واحدة من المخاطرة لكنه يستعمل المخاطرة النظامية مقابل المخاطرة الكلية والمقياس هو: (Bodie, et.al, 1999:607)

$$\frac{R_p - R_f}{B_p} \text{-----(11)}$$

## 3. مقياس Jensen :-

وهو احد مقاييس الأداء ويحسب بالفرق بين حدين, الأول هو معدل عائد المحفظة الإضافي عن معدل العائد الخالي من لمخاطرة, والحد الثاني هو علاوة المخاطرة السوقية للمحفظة, ويفترض (Jensen) توازن السوق المالي مما يؤدي الى ان (الالفا) للمحفظة ستكون (0), أما اذا كانت (الالفا) سالبة فأن ذلك دليل على الأداء الضعيف للمحفظة, وإذا ما كانت (0) فذلك دليل على ان اداء المحفظة يماثل اداء محفظة السوق, والمعادلة هي:  
(العامري والعلي, 2002: 170)

$$(R_p - R_f) - [B_p(R_m - R_f)] \text{-----(12)}$$

## 4. مقياس M<sup>2</sup> :-

وهو احد مقاييس اداء المحفظة وبدأ من تغيير في مقياس (Sharp) وقد قدمه حديثا (Leah Modigliani) في (Morganstanly) مع (France Modigliani) التي فازت بجائزة نوبل في الاقتصاد وهذا المقياس يرمز له (M<sup>2</sup>)

(Modigliani Squared): ويشبه نسبة (Sharp) لأنه يركز على التقلبات الكلية مقياساً للمخاطرة, لكن مقياس الأداء المعدل بالمخاطرة هو سهل التفسير في تفاوت أو اختلاف العائد قياساً الى مقياس (Sharp) والمقياس هو :

$$\begin{aligned} M^2 &= R_{p^*} - R_m \\ &= [ R(p^*) + R(1-p^*) ] - R_m \end{aligned} \quad (13)$$

إذ ان:

$r$  = معدل العائد للمحفظة  $P$  ومعدل العائد للورقة المالية ولتكن (T-bills).  
 $p^*$  = المحفظة المعدلة من قسمة الانحراف المعياري للسوق على الانحراف المعياري للعائد .  
 $r_m$  = معدل العائد لمحفظة السوق .

وفكرة هذا المقياس ان نأخذ معدل العائد للمحفظة ونضربه في  $(p^*)$  ونجمعه مع معدل العائد للورقة مضروبة في  $(1 - p^*)$  والنتيجة يمثل  $(r_{p^*})$  ثم نطرحه من  $(r_m)$  لبيان ارتفاعه او انخفاضه عن عائد محفظة السوق (Bodie, et.al, 1999:608).

### ب) مشاكل نظرية المحفظة:- (Portfolio Theory Problems)

- ❖ تعتمد على البيانات الماضية للتنبؤ في العائد والمخاطرة مستقبلاً.
- ❖ تتضمن حسابات معقدة.
- ❖ الصعوبة في إنشاء منحنيات السواء.
- ❖ مدراء الاستثمار قليلاً ما يستخدمون برامج الحاسوب بسبب طبيعة النتائج التي تتكرر باستمرار (Arnold, 1998:276).

### ج) أنماط السياسات المتبعة في تكوين المحفظة:-

مما لا شك فيه ان نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته ستؤثر حتماً في تشكيلة أصولها, أما السياسات المتعارف عليها من رجال الأعمال في مجال تكوين المحفظة فهي: ( رمضان, 1998 : 79 - 80 )

### 1. سياسة المخاطرة او الهجومية (Aggressive):

ويتبناها المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان فيركزون أهدافهم على جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة, وغالبا ما تأخذ الأسهم العادية وزنا كبيرا في مثل هذه المحفظة.

### 2. السياسة المتحفظة او الدفاعية (Defensive):-

وهذه السياسة يتبناها المستثمرون المتحفظون جدا إزاء عنصر المخاطرة وبذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم الممتازة.

### 3. السياسة المتوازنة (الهجومية- الدفاعية) (Balanced):-

تعد هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين, ويتبناها غالبية المستثمرين الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محفظاتهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة, وبذلك يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة تحقق للمحفظة حداً أدنى من الدخل الثابت, مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسبة لذلك.

## سادساً : المحفظة الاستثمارية الدولية :-

تعتبر المحفظة الدولية من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقى اهتماماً متزايداً من قبل المستثمرين ، ولعل أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنويع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي ، وذلك لأن المحفظة الدولية تكون متنوعة تنوعاً جيداً وذلك من ثلاث زوايا هي :- ( مطر ، 1999 : 126 )

- 1- تنويع الأصول وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية .
- 2- التنويع الجغرافي : أن رأسمال المحفظة يكون موزعاً على أدوات استثمارية في عدة دول .
- 3- تنويع العملات : بسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة تنتج أيضاً العملات التي لها تقييم لهذه الأصول .

وبطبيعة الحال أن المستثمرين في المحافظ الدولية يركزون اهتماماتهم على أدوات معينة لعل من أهم هذه الأدوات ( الأسهم والسندات ، المشتقات المالية بأنواعها مثلاً الخيارات Options ، والعقود المستقبلية Future contracts ، والعقود الآجلة Forward contracts ، والمبادلات أو المقايضات Swaps ) ( مطر ، 1999 : 126-127 ) .

إن رغبة الفرد أو المصرف أو الشركة المستثمرة في مسك محفظة الاستثمار الدولية في بلد معين تتأثر بالعوامل الآتية :- ( Madura , 2000:48-49 )

1- اسعار الضريبة على الفائدة أو مقسوم الأرباح :-  
المستثمرون عادة يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيه معدلات الضريبة على عائد الدخل أو مقسوم الأرباح من الاستثمارات منخفضة ، إذ يقوم المستثمرون بتقييم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية .

2- أسعار الفائدة :  
يمكن أن تتأثر محفظة الاستثمار بأسعار الفائدة ، فالنقود تتجه نحو البلدان ذات أسعار الفائدة العالية طالما لا يتوقع انخفاض قيمة العملات المحلية فيها .

3- أسعار الصرف :  
إذا كان من المتوقع أن تزداد قيمة العملة المحلية للبلد ، فإن المستثمرين الأجانب قد يكونوا راغبين بالاستثمار في الأوراق المالية للبلد وذلك للإفادة من تقلبات قيمة العملة وعلى العكس من ذلك ، إذا ما كان من المتوقع انخفاض قيمة عملة البلد المحلية فإن

المستثمرين الأجانب قد يقرروا شراء الأوراق المالية في البلدان الأخرى .  
( Madura , 2000: 49 )  
ويتوقف تأثير تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية على معدل العائد المتوقع من  
المحفظة الدولية على الوزن النسبي للعملات الأجنبية في القيمة الإجمالية لأصول  
المحفظة من جهة ، وكذلك على سلة العملات التي يرتبط بها سعر صرف العملة  
المحلية من جهة أخرى . ( مطر ، 1999 : 127 )

**4- معدلات التضخم في البلدان الأجنبية المستثمرة فيها :**  
إن آثار معدلات التضخم في البلدان الأجنبية على المحفظات الدولية تتوقف على مدى  
انعكاسها على أسعار صرف العملات لتلك البلدان ، فإذا انعكست عليها وهذا هو  
الاحتمال الغالب ، فلا بد هنا من تعديل معدل العائد المتوقع على الاستثمار ، أما إذا لم  
ينعكس ارتفاع معدل التضخم في البلد الأجنبي على سعر عملته وهذا الأمر مستبعد ،  
ففي هذه الحالة لا حاجة لتعديل معدل العائد .



## المبحث الثالث

### المخاطرة والعائد

(Risk)

أولاً: المخاطرة:

(Risk Concept)

(2) مفهوم المخاطرة:

تم تعريف المخاطرة في قاموس (Websters) بأنها " التعرض الى الخسارة او الضرر او المجازفة (Hazard), لذلك فإن المخاطرة تتضمن احتمال حدوث بعض النتائج غير المتوقعة الحدوث.

وعرفت كذلك أنها " الفرصة التي تختلف بالنتيجة الفعلية (العائد الفعلي) عن النتيجة المتوقعة (العائد المتوقع) (Jim, 1999:190).

او أنها " احتمال تحقيق عائد منخفض او سالب (خسارة) او اقل من العائد المتوقع وكلما زاد هذا الاحتمال كانت درجة المخاطرة مرتفعة والعكس بالعكس (العاني, 2002: 78).

وهي " مقياس درجة التأكد مع أي شخص يستطيع التنبؤ بأن معدل العائد الفعلي سيكون على مقربة من معدل العائد المتوقع (Binhammer&Sephton, 1998:117).

وعلى الرغم من هذا المفهوم يحاول البعض ان يفرق بين الخطر (Risk) وعدم التأكد (Uncertainty) على أساس ان الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي (Probability Distribution) لمشروع معين في حين ان عدم التأكد يرتبط بتلك المواقف التي لا تتوفر فيها تلك المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير (التوزيع الاحتمالي)(الحناوي, 1995: 230).

لكن (Gitman) حاول استخدام مصطلح المخاطرة بصورة متبادلة مع عدم التأكد الذي يشير الى التقلب في العوائد المتعلقة بوجود معين, فكلما زاد التأكد بشأن العائد المتوقع لموجود معين, كلما قل التقلب وبذلك تنخفض المخاطرة (Gitman, 2000:237-238).

(Types of Risk)

(3) أنواع المخاطرة:-

تتكون المخاطرة من ثلاثة أنواع وهي :-

(Systematic Risk)

1. المخاطرة النظامية:-

وهي تقلبات عائد الموجودات ونستطيع ان ننسبها الى عامل اعتيادي او طبيعي وهي كذلك تدعى بالمخاطرة غير قابلة للتوزيع ( Undiversifiable Risk ) او مخاطرة السوق ( Market RISK ) وهي أدنى مستوى في سلم المخاطر ويمكن ان تصل إليه المحفظة من خلال

ما يقصد بالتنوع عبر عدد كبير من الموجودات المختارة عشوائيا (Random) (Fabozzi & Modigliani, 1996:194).

وتعرف كذلك إنها "المخاطرة الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وتؤدي الى عدم التأكد من عائد الاستثمار (رمضان, 1998: 333).

أما خصائصها فهي:- (رمضان, 1998: 333)

أولاً: تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.

ثانياً: لا يقتصر تأثيرها في شركة معينة او قطاع معين.

ثالثاً: ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية و الاجتماعية كالاضرابات العامة او حالات الكساد او التضخم او ارتفاع معدلات أسعار الفائدة او الحروب او الاغتيالات السياسية فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة.

رابعاً: تكون درجة المخاطرة النظامية مرتفعة في الحالات الآتية:-

أ- في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات والمطاط.

ب- في الشركات التي تنصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران.

ج- في الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية وهي الشركات التي تكون درجات الرفع التشغيلي فيها مرتفعة.

## 2. المخاطرة اللانظامية:- (Unsystematic Risk)

وهي الجزء الآخر من تقلبات عائد الموجودات الممكنة التنوع لذلك تدعى بالمخاطرة المنوععة (Diversifiable Risk) او المخاطرة الخاصة بالشركة (Company-Specific Risk) او المخاطرة المستخلفة (الفضالة او المتبقية).

وهذا النوع فريد او استثنائي (Unisque) للشركة (Fabozzi & Modigliani, 1996:194).

وتعرف كذلك انها المخاطرة الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتؤدي الى عدم التأكد من عائد الاستثمار فيها وتسمى أيضا مخاطرة الأعمال ( Business Risk ) (رمضان, 1998: 333).

أما خصائصها فتتعلق بشركة او مصرف أو منشأة معينة مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل, ومن هذه المخاطرة التي تحدث في الشركة:- (رمضان, 1998: 333)

أولاً: حدوث إضراب عمال في تلك الشركة او في قطاع معين تنتمي إليه تلك الشركة.

ثانياً: الأخطاء الإدارية لتلك الشركة.

ثالثاً: ظهور اختراعات جديدة منافسة مما تنتجه الشركة.

رابعاً: الحملات الإعلانية من المنافسين.

خامساً: تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة.

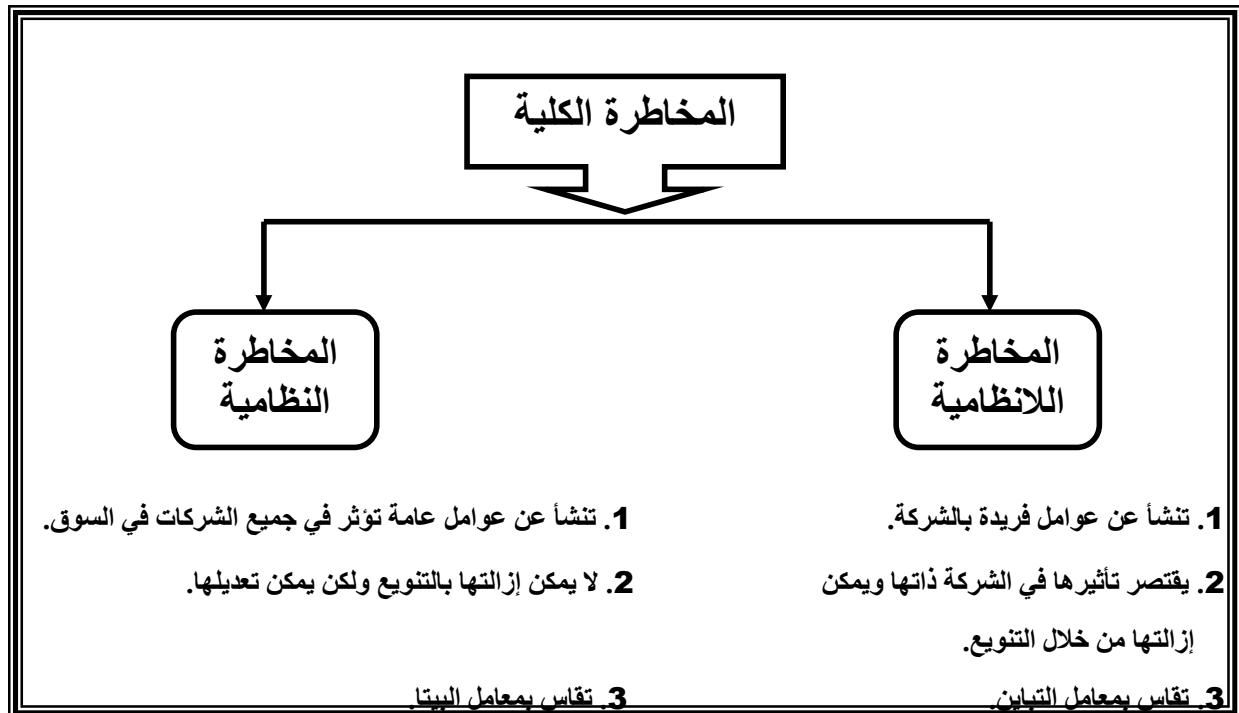
سادسا: ظهور قوانين جديدة تؤثر في تلك الشركة.

### 3. المخاطرة الكلية:- (Total Risk)

وهي التباين الكلي في معدل العائد للأوراق المالية الفردية او الشخصية (Archer, et.al, 1983:119), وهي حاصل جمع عناصر المخاطرة النظامية واللانظامية (Fabozzi & Modigliani, 1996:194), ويمكن بيان ذلك من خلال المعادلة الآتية :

$$\text{Total Risk} = \text{Systematic Risk} + \text{Unsystematic Risk} \quad \text{---- (14)}$$

ويميز (Gup) بين المخاطرة النظامية واللانظامية على وفق الشكل (18):



المصدر: الونداوي, 1999: 33.

**الشكل (18)**  
**تصنيف المخاطرة**

وكذلك تأتي درجة المخاطرة الكلية من خلال عدد من القنوات أبرزها:

### أولاً: مخاطرة أسعار الفائدة: (Interest Rate Risk)

تظهر هذه المخاطرة من خلال التغير الحاصل في مستوى أسعار الفائدة, التي تأخذ شكلاً متميزاً في الأسواق المالية ولا سيما في أسواق المستقبلات (Futuer Markets) إذ يعتمد تحديد أسعار العقود ومستوى التعامل استناداً إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق ومن جانب آخر تكون الفائدة شديدة الارتباط بأسعار الأوراق المالية, ولا سيما السندات, فانخفاض أسعار الفائدة يظهر بشكل ارتفاع في أسعار السندات (العاني, 2002: 78).

### ثانياً: المخاطرة الائتمانية:- (Credit Risk)

ويقصد بها الخطر الذي يواجه المؤسسة المالية بسبب عدم دفع الالتزامات أو تأخير دفعها فتؤثر في موجودات المؤسسة, ويظهر هذا الخطر في: (الجميل, 2002: 203-204)

أ- القروض بأنواعها.

ب- الأوراق القابلة للتسويق والبيع باستثناء الأوراق التي تصدرها الحكومة.

ج- المشاركات في حق الملكية باستثناء من كان قد قدم الضمانات اللازمة.

ولعل أشهر حادثة من هذا النوع هي التي حدثت عام (1974) عندما أعلن أحد البنوك الخاصة (بنك هيرستات) في ألمانيا الغربية إفلاسه خلال ساعات عمل السوق المالية وأصبح المتعاملون يطلقون على خطر عدم تنفيذ العقود التزاماتها وتسوياتها في مواعيدها (خطر هيرستات) وهذا النوع من المخاطرة يناظر مخاطرة التوقف عن الدفع (Default Risk) والخطر الرأسمالي (Capital Risk) (العاني, 2002: 78-79).

### ثالثاً: مخاطرة السيولة:- (Liquidity Risk)

هناك مخاطر ناجمة عن عدم قدرة المصرف على السداد بسبب نقص السيولة المتأتية من عدم توافق مواعيد الدفع ومواعيد السداد والملاءمة بينهما أو قد تكون متأتية من عدم تنظيم التدفقات النقدية (Cash Flows) للمصرف أو بسبب نقص عام في سيولة السوق (العاني, 2002: 79), وتظهر عادة في هيكل الميزانية المضطرب وإخفاقه في سد الفجوة بين الموجودات والمطلوبات واستمرار الخسارة في نتائج الأعمال وأيضاً في الأحداث غير المتوقعة. ان الأمر المهم الذي يجب ان يؤخذ بنظر الاعتبار هو عدم وجود جدار وقائي أو خط دفاعي للمؤسسة المالية يمكن ان يدعم السيولة وخطرها قبل وقوعه, وبالتالي فإن صياغة التوقعات المستقبلية وأخذ جانب الحيطة والحذر يعد الباب الأسلم في تجنب مثل هذا النوع من الأخطار (الجميل, 2002: 206).

#### رابعاً: مخاطر مستوى الأسعار:- (Price – Level Risk)

ينتج عن التغير المستمر في مستوى الأسعار الناتج عن حالة عدم التأكد من الدخل الحقيقي المتحقق من الاستثمار, كذلك يؤدي التغير الى تباين القيمة السوقية (الحالية) للأوراق المالية عن قيمتها المستقبلية, و حالة عدم التأكد هذه تمثل درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر, ومن جانب آخر فإن هذه الحالة تظهر أيضا في عدم قدرة المستثمر على التنبؤ في مستوى أسعار الفائدة (العاني, 2002: 79).

#### خامساً: مخاطر التشغيل:- (Operating Risk)

ويقصد بها الخطر الذي يحدث بسبب خطأ إنساني, فالإدارة قد تكون غير كفوءة والأفراد العاملون غير قادرين على متابعة العمل, وان هذا النوع من الأخطار عادة ما ينشأ نتيجة لانخفاض مستوى الرقابة وعدم كفايتها, او نتيجة لضغوط العمل أو مضايقاته, ولهذا تلجأ العديد من الدول ومنها المتقدمة الى تشريع القوانين المناسبة التي تكفل المعيارية في الأداء وخاصة في المصارف والمؤسسات المالية (الجميل, 2002: 206).

### 4 الحد من المخاطر (التحوط والتنويع):-

#### (Hedging and Diversification)

يسعى المستثمرون الى تقليل المخاطر بطرق شتى, وتعتمد الطريقة على نوع المخاطرة المراد تقليلها:- (رمضان, 1998: 359)

■ الحد من المخاطرة النظامية (مخاطر السوق)

في حالات كثيرة يمكن التنبؤ بالمخاطر النظامية والتخطيط لمواجهةها ويلجأ كثيرون الى أسلوب التحوط باستعمال عقود المستقبلات لمواجهةها بالشكل الملائم.

#### ■ الحد من المخاطر غير النظامية (مخاطر الشركة)

وهي مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنويع عند تكوين المحفظة الاستثمارية أي توزيع مبلغ المحفظة على اصول مختلفة.

## (Risk Measures) 5 مقاييس المخاطرة:-

### 1. التباين والانحراف المعياري:-

#### (Variance and Standard Deviation)

ويعرف الانحراف على انه " التغيرات او التقلبات في القيم المستقبلية الممكنة والمترابطة مع المشروع " وهذا المقياس عرض على أساس الانحرافات في المتوسط الحسابي او القيم المتوقعة. وهو الجذر التربيعي للتباين (Atrill,2000:178). ويقاس التباين والانحراف المعياري وفقا للمعادلتين الآتيتين:-  
(Weston&Brigham, 1993:149)

$$\text{Variance} = S^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - E(R_i))^2 p_i \quad \text{-----}(15)$$

إذ أن :

$R_i$  : معدل العائد المتحقق

$E(R_i)$  : معدل العائد المتوقع

$P_i$  : التوزيع الاحتمالي للعائد

$$\text{Standard Deviation} = S = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - E(R_i))^2 p_i} \quad \text{----}(16)$$

ومخاطرة المحفظة هي اقل من المعدل الموزون في الانحرافات المعيارية للأسهم.

### 2. معامل الاختلاف: (Coefficient of variation)

وهو مقياس آخر من مقاييس المخاطرة, وهو حاصل قسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع, ويشير الى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد ويعطي أكثر من معنى أساسي للمقارنة, عندما تكون العائدات المتوقعة لبدلين غير متشابهين (Weston,et.al, 1996:195) . ويقاس معامل الاختلاف وفقا للمعادلة الآتية: (Gitman, 2000:245)

$$\text{Coefficient of variation} = Cv = \frac{S}{E(R_i)} \quad \text{-----}(17)$$

إذ أن :

**Cv** : معامل الاختلاف.

**S** : الانحراف المعياري.

**E(R<sub>i</sub>)** : العائد المتوقع .

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة, فضلا عن ذلك ان معامل الاختلاف تستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية, في حين يستخدم الانحراف المعياري لمقارنة الخطر بين مجموعة استثمار تمثل كل مجموعة منها عدداً من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة (الحنوي, 1995: 240).

### 3. معامل بيتا: (Beta Coefficient)

وهو التباين المشترك ما بين العائد على الموجودات ذات المخاطرة (i) ومحفظة السوق (M) مقسومة على تباين محفظة السوق (Copeland & Weston, 1979:164). ويقاس معامل (بيتا) وفقا للمعادلة الآتية:

$$B_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{V R_m} \quad \text{-----(18)}$$

إذ أن :

**Cov(R<sub>i</sub>, R<sub>m</sub>)** : التباين المشترك بين عائد المصرف وعائد السوق .

**V R<sub>m</sub>** : تباين عائد محفظة السوق .

وان معامل (بيتا) للسوق تكون مساوية لـ(1) , وكل قيم (بيتا) الأخرى يتم النظر إليها من خلال مقارنتها بهذه القيمة, وان (بيتا) الموجودات يمكن ان تكون موجبة او سالبة, ولكن الموجبة تكون عادية وغالبية معاملات (البيتا) تقع بين (0.5) و (2) والجدول (3) يوضح ذلك (Gitman, 2000:245).



**جدول (3)**  
معاملات (البيتا) المختارة وتفسيراتها

التعليق	البيتا	تفسيرها
حركتها باتجاه السوق نفسه	2.0	ضعف استجابتها او مخاطرتها للسوق.
	1.0	نفس استجابتها او مخاطرتها للسوق.
	0.5	فقط نصف استجابتها او مخاطرتها للسوق.
	0	لا تتأثر بحركة السوق.
حركتها بعكس اتجاه السوق	0.5	فقط نصف استجابتها او مخاطرتها للسوق.
	1.0	نفس استجابتها او مخاطرتها للسوق.
	2.0	ضعف استجابتها او مخاطرتها للسوق.

Source Gitman,2000:259

**(Return )**

**ثانياً: العائد:-**

(أ) مفهوم العائد وأنواعه:- **(Return Concept and Types)**

العائد : الأرباح او الخسائر الكلية المتحققة من استثمار معين خلال مدة محددة من الزمن (Gitman, 2000:238), ويعد الدافع الأساسي الذي يسعى إليه كل مستثمر, ويعد أيضا من العوامل الرئيسية وراء تحرك رؤوس الأموال وانتقالها من منطقة الى أخرى او من دولة الى أخرى, إذ ان رأس المال يتجه دائما نحو الربحية الأفضل (العاني, 2002: 76).

ويعرف على انه " صافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي, او صافي التدفق النقدي بعد الضرائب وقبل الاستهلاك بمفهوم التدفقات النقدية منسوبا الى الأموال التي ولدته (رمضان, 1998: 22).

ويمكن تمييز ثلاثة أنواع من معدلات العائد وهي:

**1. معدل العائد المتحقق:- (Realized Rate of Return)**

وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر فعليا (Weston,et.al, 1996:195), ويحسب وفقا للمعادلة الآتية: (Rao, 1992:296) .

(التغيرات الفعلية في السعر السوقي للسهم) + (مقسوم أرباح الموزع الفعلي)

(19) معدل العائد الفعلي =  
 (مبلغ الاستثمار الأولي)  
**2. معدل العائد المتوقع:- (Expected Rate of Return)**

وهو العائد على الموجودات ذات المخاطرة والذي يتوقعه في المستقبل (Ross, et.al, 1998:367), ويمكن احتسابه من خلال المعادلة الآتية:  
 (Weston, et.al, 1996:195).

$$\text{معدل العائد المتوقع} = \frac{\text{(القيمة النهائية المتوقعة) - (القيمة البدائية للاستثمار)}}{\text{(القيمة البدائية للاستثمار)}} \quad \text{---(20)}$$

وكذلك هو المعدل الموزون للعوائد المتوقعة في الأسهم الفردية الممسوكة في المحفظة (Weston&Brigham, 1993:154-155).

$$\text{Expected Rate of Return} = R_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i \quad \text{---(21)}$$

إذ ان:-

**W<sub>i</sub>** : هي نسبة قيمة دينار واحد من المحفظة يستثمر في سهم (i) (قيمة الاستثمار في السهم (i) مقسوم على القيمة الكلية في المحفظة ) ومجموع **W<sub>i</sub>s' = 1.0** .  
**R<sub>i</sub>s'** : العائدات المتوقعة الى الأسهم الفردية .  
**n** : عدد الأسهم في المحفظة .

**3. معدل العائد المطلوب:- (Required Rate of Return)**

وهو أدنى معدل عائد يطلبه المستثمرون للاستثمار. آخذين بنظر الاعتبار خصائص المخاطرة لكي يعد الاستثمار ذا قيمة, وهو يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة زائدا علاوة المخاطرة, وتكون علاوة المخاطرة ضرورية لتعويض المستثمر عن قيامه بالاستثمار ذي المخاطرة (Jim, 1999:189).

ويمكن احتسابه على وفق المعادلة الآتية:

$$RR(R) = R_f + [ R_m - R_f ] B_i \quad \text{-----}(22)$$

(ب) العوامل المؤثرة في معدل العائد:-

هناك العديد من العناصر التي تؤثر في معدل العائد الذي يتحقق للمستثمر في المجال المالي الدولي ومن أبرزها: (العاني, 2002: 76-77)

### 1. تباين أسعار الفائدة:-

تعد الفائدة المحدد الرئيس لمسار اتجاه رؤوس الأموال ولا سيما على المستوى الدولي, إذ يتجه رأس المال عادة من المنطقة ذات الفائدة المنخفضة نحو المنطقة ذات الفائدة المرتفعة, وهنا يسترشد المستثمر في توجهه أمواله بمبدأ مساواة العائد الحدي المتوقع (Expected Marginal Return) مع الكلفة الحدية لرأس المال (Marginal Cost of Capital) فإذا كان العائد الحدي في الخارج أكثر منه في الداخل وبافتراض تساوي الكلفة الحدية لرأس المال في كلتا المنطقتين وفي الاستثمار نفسه, فإن المستثمر يتجه نحو الخارج للاستثمار.

### 2. تغيرات أسعار الصرف:-

يمثل سعر صرف عملة اقتصاد ما بمثابة المرآة التي تنعكس فيها مستويات الأسعار المحلية لذلك الاقتصاد إزاء المستثمرين والمتعاملين الأجانب كذلك يعد من أهم محددات الاستثمار الدولي فإن أي تغير فيه يعني تقيدا في أسعار الموجودات المحلية وعوائدها لذا فإن عدم استقرار سعر الصرف سوف ينعكس على عدم استقرار عوائد الموجودات المحلية, وان انخفاضه يؤدي الى انخفاض تلك العوائد في نظر المستثمرين الأجانب.

### 3. اختلاف معدلات التضخم:-

يعمل معدل التضخم على عدم توازن القيمة النقدية مع القيمة الحقيقية للاستثمارات كافة, فقد يتساوى معدل العائد من الاستثمار من حيث القيمة النقدية في سوقين مختلفين, إلا أن القيمة الحقيقية لذلك العائد قد تكون مختلفة, ويعزى ذلك الى وجود اختلاف في معدل التضخم بين السوقين, لذا يفضل المستثمر العمل في سوق منخفضة التضخم لتحقيق عائد حقيقي مرتفع.

### 4. السياسة الضريبية:-

يتأثر العائد الصافي (Net Return) من الاستثمار الأجنبي بالنظام الضريبي في الداخل والخارج على حد سواء, فالنظام الضريبي المتشدد (أي النظام الذي يفرض ضرائب كثيرة ومتنوعة بأسعار مرتفعة) يدفع العائد الصافي من الاستثمار باتجاه الانخفاض, الأمر الذي يقود الى

تشجيع الاستثمار للانتقال نحو الخارج بحثاً عن نظام ضريبي أكثر تحملاً يسمح له بتحقيق عائد مناسب نسبياً إذ أن هناك اختلافاً في النظام الضريبي من دولة إلى أخرى .

## 5. درجة السيولة:-

يبحث المستثمر دائما عن الأسواق المالية التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة, والتي تعكس سرعة تداول الأوراق المالية في تلك الأسواق إذ يستطيع المستثمرون من خلالها الحصول على أرباح إضافية, وينفرون من الأسواق التي تعاني شحة في السيولة إذ تعكس تباطؤ معدل دوران رأس المال المستثمر, الأمر الذي يؤدي الى انخفاض معدل الأرباح المتوقعة فضلا عن احتمال حصول خسارة.

وينسحب تأثير السيولة في المقترض أيضا إذ ان ضيق السوق المحلية بسبب عدم توافر السيولة الكافية لتمويل أوجه نشاطه الاستثماري, يتطلب منه البحث عن أسواق أكثر سيولة طلبا للتمويل وهكذا يتجه المتعاملون في السوق المالية من الأسواق الشحيحة السيولة الى الأسواق عالية السيولة.

# الفصل الثاني

مراجعة لدراسات سابقة ومنهجية الدراسة

المبحث الأول: مراجعة لدراسات سابقة  
المبحث الثاني: منهجية الدراسة

## المبحث الأول

### الدراسات السابقة

يهدف هذا المبحث الى تناول مجموعة من الدراسات والأبحاث التطبيقية السابقة التي تهتم بالموضوعات ذات العلاقة بموضوع الرسالة الحالي, وقد تم تقسيمها الى دراسات عربية وأجنبية وحسب التسلسل الزمني لهذه الدراسات, وعلى النحو الآتي:

#### الدراسات العربية :

##### أولاً : دراسة ( عبد الله , 1992 ) :

قدمت هذه الدراسة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة بغداد وهي جزء من متطلبات دراسة دكتوراه في إدارة الأعمال بعنوان ( إدارة محفظة الأوراق المالية ) دراسة تطبيقية في سوق المال العراقي ، وقد تبنت الباحثة فرضية عامة مفادها ( يؤثر العائد والمخاطرة في أسعار الأوراق المالية في أسواق المال غير المنظمة والموجودة في الدول النامية مثل العراق, وينعكس اثر تلك العلاقة في إدارة المحفظة المالية بما يقترب من تأثيرها في أسواق المال المنظمة الموجودة في الدول الأخرى ), واشتملت أيضا على (6) فرضيات أساسية تفرعت بدورها الى (15) فرضية عامة وباستخدام الأساليب الإحصائية والمالية تم اختبار هذه الفرضيات في ضوء البيانات المستخلصة من عينة البحث التي شملت أسهم (10) شركات مساهمة مختلطة فضلا عن سندات حكومية في سوق المال العراقي وأثبتت النتائج صحة الفرضية العامة والتأكد من إمكانية استخدام أساليب إدارة المحفظة المالية في سوق المال في العراق  
ان اهم ما يميزها عن الدراسة الحالية هو استخدام الأوراق المالية فضلا عن سندات حكومية وتطبيق ذلك على شركات عراقية, وتتشابه مع الدراسة الحالية من حيث استخدامها للأساليب المالية والأحصائية.

##### ثانياً : دراسة ( قاسم, 2000 ) :

قدمت هذه الدراسة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في الجامعة المستنصرية بوصفها جزءاً من متطلبات دراسة الدكتوراه في إدارة الأعمال وبعنوان ( أثر الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الاستثمارية ), وقد اختبرت الدراسة الفرضيات الرئيس التي استند إليها الباحث وهي:

#### ● الفرضية الرئيسة الأولى:

يوجد ارتباط معنوي بين أدوات الهندسة المالية وبناء المحافظ الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة, والمخاطر المنخفضة, والسيولة المناسبة, والتوزيع الفني والجغرافي, وزيادة القيمة السوقية لمكوناتها.

### ● الفرضية الرئيسية الثانية:

يرتبط بناء المحافظ الاستثمارية بعلاقة معنوية مع استخدام أنظمة تكنولوجيا المعلومات في الأسواق المالية.

### ● الفرضية الرئيسية الثالثة:

هناك تأثير معنوي لأدوات الهندسة المالية في بناء المحافظ الاستثمارية.

### ● الفرضية الرئيسية الرابعة:

هناك تأثير لتكنولوجيا المعلومات في بناء وتشكيلها المحافظ الاستثمارية.

وتم اختيار عينة مكونة من مدراء المحفظة الاستثمارية للمصارف والمؤسسات المالية المسجلة في سوق عمان المالي، وبلغ عدد هذه المؤسسات الاستثمارية (29) مؤسسة توزعت بين قطاعات المصارف والصناعة والخدمات والتأمين، وتم اختيارها على أساس القيمة السوقية وحجم التداول في السوق، واستخدم الباحث عددا من الأساليب الإحصائية في اختبار هاتين الفترتين وقد اجتازت جميعها الاختبار الإحصائي.

وكشفت النتائج عن درجة الارتباط العالية بين استعمال أدوات الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الاستثمارية والتأثير الكبير لهذه المنتجات الحديثة في مكونات المحافظ، واهم ما استنتجه الباحث هو أهمية استخدام منتجات الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحافظ الاستثمارية وقد أبدى تحفظه من التسرع في استعمال هذه المنتجات، نظرا للمخاطرة الهائلة التي شهدتها تجارب تطبيق هذه المنتجات في كثير من أسواق العالم المتقدمة والناشئة.

وان اهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسة الحالية هو استخدام الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات كمتغيرات مؤثرة في بناء المحافظ الاستثمارية، واستخدامه عينة من مدراء المحافظ الاستثمارية لقطاعات مختلفة تم اختيارها على أساس القيمة السوقية وحجم التداول في السوق عكس الدراسة الحالية التي اختارت عينة المصارف على أساس ان لديها أفرعاً خارجية، وتتشابه مع الدراسة الحالية من حيث اختيار القطاع المصرفي بوصفه أحد المؤسسات المالية المهمة وتم اختيار هذه العينة من سوق عمان المالي.

### ثالثاً : دراسة ( التميمي و الجنابي, 2001):

جاءت هذه الدراسة بعنوان " تصميم محفظة الأسهم العادية المثلى والمحافظ البديلة "، وتهدف هذه الدراسة الى استخدام أسلوب علمي يخدم المستثمر العراقي عند تصميم محفظته من الأوراق المالية (الأسهم العادية ) في ضوء مبادلة موضوعية بين العائد والمخاطرة مع بيان الآلية المعتمدة في ترشيح الأسهم ذات الاستثمارات الكفوءة الى المحفظة المثلى والمحافظ البديلة وصولاً الى أفضل تنوع لمكونات المحفظة التي تعظم العائد وتخفف المخاطرة وتلك المحافظ التي تتناسب مع ظروف وتفضيلات عدد كبير من المستثمرين، وقد استخدم الباحثان أسلوب البرمجة الخطية لعينة من الشركات مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية، وتم اختيارها بصورة عشوائية مكونة من (12) شركة صناعية من اصل (34) شركة، وشركة زراعية واحدة من اصل (17) شركة، وشركتين خدميتين من اصل (33) شركة.



وأهم النتائج التي توصل إليها الباحثان في الجانب التطبيقي كون المحفظة ونظرية المحفظة دالة لتفضيلات المستثمرين وسلوكهم الاستثماري , وهذه الدالة انعكست بالمبادلة بين العائد والمخاطرة.

وأثبتت الوسائل المستخدمة في تصميم المحفظة المثلى والبديلة علميتها وصحتها في الجوانب التطبيقية, إذ ان أسلوب الترشيح لمكونات المحفظة الكفوءة جنب المستثمر القرارات الخاطئة في اختيار المحفظة الكفوءة, فضلا عن ذلك فإن هذا الأسلوب يفيد في تصميم العديد من المحافظ البديلة طبقا لتفضيلات المستثمرين للعائد والمخاطرة.

وان اهم ما يميزها عن الدراسة الحالية هو استخدام أسلوب البرمجة الخطية عند تصميم محفظة الأوراق المالية لعينة من الشركات وتصميم محفظتين احدهما مثلى والأخرى بديلة, وتتشابه مع الدراسة الحالية في موضوع عملية المبادلة ما بين العائد والمخاطرة وتنوع مكونات المحفظة.

#### رابعاً : دراسة ( محمد, 2002 ) :

جاءت هذه الدراسة بعنوان " تحليل سياسات الاستثمار المصرفية وأثرها في عائد المحفظة ", إذ تطرقت الدراسة الى تحليل سياسات الاستثمار المصرفية في مصرفين من المصارف الحكومية ومصرفين من مصارف القطاع الخاص مع بيان أثر تلك السياسات المتمثلة بثلاث سياسات ( التنوع التقليدية, وتنوع المحفظة الامثل, وهيكله استحقاقات الاستثمارات التي لها أسلوبان هما المتشابهة والثنائية ) في عائد محفظة الاستثمار.

واعتمدت هذه الدراسة على البيانات المالية الصادرة من مصرفي ( الرافدين والرشيد ) الحكوميين وامتد من سنة (1989-1997) في حين امتد في مصرفي ( التجاري وبغداد ) الخاصين من سنة (1993-1997).

وتوصلت الدراسة الى استنتاج , وهو ان معدل عائد محفظة الاستثمار للمصارف الحكومية منخفض قياسا بمصارف القطاع الخاص مع ارتفاع في المخاطرة أيضا.  
وان اهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسة الحالية هو استخدام عينة من المصارف العراقية ( حكومية وخاصة ) قياسا بالدراسة الحالية, وتتشابه من حيث استخدامها لأساليب مالية متمثلة بالتباين والبيتا ونموذج (CAPM) وقد اعتمد الباحث في دراسته الحالية على بعض النتائج المتحققة من هذه الدراسة.

#### خامساً : دراسة (الونداوي, 2002) :

قدمت هذه الدراسة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في الجامعة المستنصرية بوصفها جزءاً من متطلبات دراسة دكتوراه في إدارة الأعمال وجاءت بعنوان (أثر الميزة التنافسية في الأداء ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة).

وقد اعتمد الباحث على فرضية رئيسية واحدة مفادها أن هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الميزة التنافسية والأداء عند بناء المحافظ الاستثمارية البسيطة الكفوءة.

وتم اختبار هذه الفرضية في عينة عمدية (حكومية) من بين شركات القطاع الصناعي تمثلت في شركات القطاع الصناعات الغذائية وبواقع (15) شركة, والشركات الصناعية المختلفة (5) شركات والشركات الصناعية الخاصة (5) شركات .

واعتمد الباحث على كشوفات وتقارير المالية الصادرة عن الشركات عينة البحث, وقد حددت المدة الزمنية بـ (8) سنوات امتدت بين (1993 – 2000) كما تم اعتماد السنة السابقة لكل مدة زمنية كسنة أساس للسنة اللاحقة لها في احتساب عوائد أسهم الشركات, ويعود سبب اعتماد هذه المدة الزمنية الى صعوبات الحصول على بيانات عن سنتي (2001) و(2002) لعدم اكتمالها من خلال مدة إنجاز البحث.

وقد توصل الباحث الى نتائج مهمة من بينها امكان الاعتماد على النتائج الكمية التنبؤية التي تم التوصل إليها من خلال استخدام نماذج الانحدار في تصنيف أسهم الشركات وبالتالي الإفادة من ذلك في بناء المحافظ الاستثمارية البسيطة وذات الكفاءة العالية.

وان اهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسة الحالية هو استخدامها لمفهوم الميزة التنافسية والأداء في بناء المحافظ الاستثمارية واستخدام عينة من الشركات الصناعية, وتتشابه مع الدراسة الحالية في استخدام لكشوفات وتقارير مالية في التحليل المالي والإحصائي.

## الدراسات الأجنبية :

### أولاً : دراسة (Kane & Buser, 1979):

جاءت هذه الدراسة بعنوان ( تنويع المحفظة في المصارف التجارية ) لتوضح او تفسر كيف ان المصرف يستطيع ان يصنع دالة مفيدة من خلال الإمساك بمحفظة كفاءة من أوراق مالية مسعرة إذ يستطيع أصحاب الأسهم (المساهمون) من حيث المبدأ شراءها مباشرة. وتسعى الدراسة الى وضع نماذج تجيز للمنشآت المالية (المصارف ) ان تنشأ او تنفق على محفظات الأوراق المالية لأصحاب الأسهم أكثر رخصا من أصحاب الأسهم الذين يستطيعون ان يمتلكوها, كذلك بحثت هذه الدراسة في المبادلة ما بين التقييم التقليدي لعناصر المخاطرة وعائد المحفظة, لذا فإن هذه الدراسة استخدمت بيانات التقرير النصف السنوي لأكثر من (800) مصرف من اكبر المصارف الوطنية في الولايات المتحدة الأمريكية لمدة سنتين من (كانون الأول 1965) الى (كانون الأول 1967).

فقد لوحظ من خلال هذه الدراسة بأن المصارف (على مختلف أنواعها مصارف بائعة) تمسك على وجه التقريب (20%) من الإصدار الحكومي المتميز.

أما المصارف التي تعلن عن نفسها كتجار محليين او إقليميين تشكل الأوراق المالية الحكومية حوالي (50%) من إصداراتها المختلفة, في حين ما يميز المصارف التجارية الوطنية نوعا ما أنها تمسك حوالي (100-110) من إصداراتها (تشكل حوالي 80% من الإصدارات الظاهرة خلال مدة العينة), واستنتجت أيضا إن التركيز على الكلفة والفوائد الحدية لتنويع الفرص المؤسسية يساعد في تفسير الاختلاف في عدد الأوراق المالية الممسوكة في المحفظات العالمية, وكذلك ركز العمل التجريبي على تنويع البيانات في صنف واحد من المؤسسات المالية (مصارف تجارية

كبيرة) وصنف واحد من الأوراق المالية, وقد بينت الدراسة ان ما يميز تلك المنشآت المالية مخاطر قبل توقع حدوثها وعائدات لا تزود بدقة المعرفة او الدراية مما يجعلها حقيقية موثقة للمنشآت التي تسعى او تحاول ان تتنوع عملياتها الداخلية.

ان اهم ما يميزها عن الدراسة الحالية هي كبر عينة المصارف المستخدمة وكذلك المدة الزمنية التي خضعت للتحليل واستخدامها لبيانات التقارير النصف سنوية للأوراق المالية, وتتشابه مع الدراسة الحالية في كيفية إنشاء المحفظة الاستثمارية للمستثمرين من حيث دراسة العائد والمخاطرة والتكاليف.

### ثانياً : دراسة ( Markowitz, et.al,1984 ):

جاءت هذه الدراسة بعنوان ( الوسط الحسابي – التباين مقابل تعظيم المنفعة ) وشملت عينة مختارة من عائدات سنوية لـ(20) سهماً في مدة ممتدة من (1948-1968), والهدف من الدراسة هو مقارنة المنفعة المتوقعة من المحفظة المثلى لدوال منفعة معينة مع المنفعة المتوقعة من محفظة مختارة بصورة جيدة من خلال الحد الكفوء لـ(الوسط الحسابي – التباين).

وقد أظهرت الدراسة ان تنوع دوال المنفعة وتوزيعات العائدات التجريبية في (3) مجموعات مختلفة من الأوراق المالية تعظم المنفعة المتوقعة ويمكن ان تكون على نحو نموذجي جدا مرضية اذا قام المستثمر بمعرفة الوسط الحسابي فقط والتباين في كل توزيع. وقد اخذ بعين الاعتبار المواقع التي تعظم المنفعة المتوقعة لتختار من بين عدد محدود من التوزيعات الاحتمالية وقدمت الدراسة أيضاً توضيحاً في حالة عدد غير محدود من التوزيعات المنتظمة المتبادلة, مسمياً ذلك الوجود بمجموعة او مقدار التقييد القياسي, فالمحفظة المختارة من عدد غير محدود من محفظة المقيدة قياسياً (The Standard Portfolio's Constraint) تكون أفضل وسط حسابي – تباين للمحفظة الكفوءة وهي تقريبا تعظم المنفعة المتوقعة الممكن الحصول عليها وهذا يبقى واقعياً عندما (50%) من الاقتراض يكون جائزاً, لكن استنتجوا ان التفوق في نتيجة الوسط الحسابي – التباين لم يكن وافياً او مناسباً للبيانات الطبيعية, لذلك فإن الفرضية المختبرة مرفوضة, وان ذلك التفوق المماثل يمكن الحصول عليه من خلال الاستثمار في (K) من الأوراق المالية مع أعلى عائدات متوقعة وان (K) حوالي عدد من الأوراق المالية في المحفظة المثلى.

وان اهم ما يميزها عن الدراسة الحالية هو اختيار عائدات سنوية لأسهم وكذلك في هدف الدراسة ومدتها, وتتشابه مع الدراسة الحالية في استخدامها للوسط الحسابي والتباين في التحليل واختبار الفرضيات.

### ثالثاً : دراسة ( Jobson&Korkie, 1984 ):

جاءت هذه الدراسة بعنوان ( مقياس جنسن والتحسين الحدي لأداء المحفظة ) وكان هدفها تطوير الإجراء الذي يحدد مساهمة الأداء الفعلي من خلال واحدة او أكثر من الموجودات عندما يضم المستثمر في محفظته المثلى عدداً من هذه الموجودات.

وقد أظهرت الدراسة ذلك التطور في اقتراب أو توازن أداء (Sharp) من إضافة موجودات جديدة الى المحفظة، مع تحديد الامثل في أوزان الموجودات وهي دالة بسيطة من مقاييس (Jensen) العامة المعدلة من خلال مصفوفة التباين المشترك الجزئية غير الموضحة في نموذج السوق المتعدد التغيير (Multivariate). كذلك وجد ان الانحراف في أعلى بعد بخط السوق يمكن ان يستخدم لتنظيم إضافة الموجودات المرغوب فيها الى محفظة الموجودات، كما ان الاختبارات الإحصائية وجدت ان كفاءة مساهمة الأداء من خلال موجودات جديدة هي ممكنة، والنتائج يمكن ان تستخدم في تحديد درجة مستثمر ما في الأداء الى درجة الآخر. ان اهم ما يميزها عن الدراسة الحالية استخدامها لمقاييس الأداء في تقييم الموجودات في المحفظة المثلى، وتتشابه معها في استخدامها لمقاييس الانحراف المعياري والتباين وغيرها.

#### رابعاً : دراسة (Shalit& Yitzhaki, 1984):

جاءت هذه الدراسة بعنوان (نظرية محفظة جيني وتسعير الموجودات ذات المخاطرة) وقدمت مدخلاً جديداً هو متوسط (MG)(Gini) لتحليل الاحتمالات او توقعات الموجودات ذات المخاطرة وإنشاء المحفظات المثلى، وهذا النموذج المقترح هو ايسر من نموذج (التباين \_ الوسط الحسابي) وميزته الرئيس كفاءة غالبية أسهمه المتاجر فيها، وهذا المدخل طبق في أسواق رأس المال ونظرية تقييم الأوراق المالية واشتق عادة من العلاقة العامة ما بين معدل العائد والمخاطرة ، كذلك تضمن درجة تجنب المخاطرة التي يمكن تجاهلها من بيانات سوق رأس المال.

وأثبتت نتائج التحليل ان نسبة التركيز التي تأخذ بنظر الاعتبار تصنيف مختلف الأوراق المالية فيما تتعلق بدرجة مخاطرتها النسبية.

ومن خلال التوسع في التحليل وجد إنها تحدد على نحو واضح درجة تجنب المخاطرة التي نستطيع تحديدها من خلال تركيبة معينة من محفظة السوق، والتطبيق الأساسي يكمن فيما اذا كان المستثمرون عموماً قد سلكوا او تصرفوا بشكل أكثر في نظام (MG) مفضلاً على مدخل (MV)، وهذه التطبيقات استطاعت بالاختبارات التجريبية من خلال تحديد أداء (CAPM) لمختلف درجات تجنب المخاطرة ومقارنتها بتلك النتائج التي تم الحصول عليها من (MV\_ CAPM).

فنماذج محفظة (MV) اختبرت باستخدام أساليب ارتدادية او منحسرة، لذا تكون غير قادرة لتمثيلها من خلال (Fama&Macbeth) اللذين دعما الفرضية التي تجنب المستثمرون والماسكين للمحافظ الكفوءة المخاطرة في مصطلحات الوسط الحسابي والانحراف المعياري للعائدات.

ان اهم ما يميزها عن الدراسة الحالية هو استخدامها مدخل (MG) بدلا من نموذج (التباين \_ الوسط الحسابي) في تحليل المخاطرة وإنشاء المحافظ المثلى من الأوراق المالية، وتتشابه مع الدراسة الحالية في استخدامها (التباين \_ للوسط الحسابي) ونموذج (CAPM) في تحديد الأداء.

#### خامساً : دراسة (Ferson&Siegel, 2002):

جاءت هذه الدراسة التي تحمل عنوان ( اختبار كفاءة المحفظة ذات المعلومات المحددة ) من التطور في اختبارات نماذج معامل الخصم وكفاءة المحفظة عندما يوجد هناك معلومات محددة (Condition Information), وشكلت مجموعة أدوات, ووضعت نموذجاً لتعيين المحفظة التي تكون كفوءة فيما اذا اتصلت بمعلومات محددة , لذا زودت النتائج بثلاث طرائق بديلة من مجموعة الأسهم العادية في المحفظة:

• استخدم عائدات الأسهم الشهرية (سعر التغيير زائداً مقسوم الأرباح ) على (25) محفظة صناعية (Harrey&Kirby, 1996) تم قياسها لمدة من (شباط 1963 الى كانون الأول 1994), والمحافظ أنشئت من خلال مجموعة أسهم عادية فردية طبقاً لنظام (Sic) واتخذت معدلات القيمة الموزونة ( على أساس البداية في قيم الشهر ) من العائدات الكلية في كل مجموعة من المنشآت.

• (Fama&French, 1993) الأسهم العادية وضعت في خمس مجاميع على أساس نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية للسهم الواحد (5 في 5) وتصنف نتائج الخطة في عينة تتألف من (25) عائد من عائدات محفظة الأسهم.

• بعض المحافظ أنشأت من خلال (Carhart,et.al,1996) في كل شهر أسهماً مقسمة على ثلاثة, ولكل منها معيار مستقل ينتج (27) عائد من عائدات المحفظة , والمعيار المقسمة هي :

1. قوة الدفع (Momentum) لعائدات شهرية ماضية (T- 8 – T- 12).

2. رأس مال سوق الأسهم.

3. نسبة قيمة الأسهم الدفترية الى قيمة الأسهم السوقية.

وقد أثبتت النتائج ان الاختبارات نقحت الاختبارات السابقة في كفاءة المحفظة وأظهرت فعليا انها أكثر قوة من تلك الاختبارات التي لا تكون مندمجة مع معلومات محددة , وعكست الاختبارات الجديدة كفاءة (S&P500) وثلاثية عوامل في كل مجموعة (Fama&French, 1993-1996) ثابتة وموزونة في وضع لا تستطيع الاختبارات التقليدية تحقيقها.

سادساً : دراسة (Campa & Fernandes, 2003):

شملت الدراسة التي جاءت بعنوان ( مصادر الربحية المتأتية من تنويع المحفظة الدولية ) عينة من (39) دولة تغطي (17) منها أسواقاً مندمجة والباقية (22) دولة متقدمة و(36) شركة صناعية تتألف من (3) شركات للطاقة والتعدين و (16) شركة تصنيع و (17) شركة خدمية وجميع بيانات سوق الأسهم مجدولة (Data stream) وشهرية وبال دولار الأمريكي وتبدأ هذه العينة من (كانون الثاني 1973 – الى كانون الأول 2002) , وهدفها تسليط الضوء في الأسباب الأساسية التي تقود الى فوائد التنويع من الاستثمار الدولي.

كذلك تبحث في دراسة محددات العوامل الدولية والصناعية الخاصة في عائدات المحفظة الدولية في الأسواق المالية العالمية لثلاثة عقود ماضية, وقام الباحثان بتقسيم عائدات الاستثمار الى ثلاثة محددات:-

**محفظة السوق, عوامل خاصة(محددة) بالصناعة, وعوامل خاصة (محددة) بالدولة.**  
إذ وجدا أن عوامل الدولة باقية نسبياً خلال مدة العينة بينما عوامل الصناعة زادت أهميتها خلال العقد الماضي أو الأخير في تفسير عائدات الاستثمار, وهذا يفسر التقدم في عوامل الدولة والصناعة ثم بحثاً في دور الاقتصاد و التكامل المالي وتطور محددات الأسهم المختلفة في العائدات الدولية واستنتجت الدراسة ان التكامل المالي هو الطريقة الوحيدة الممكنة التي تزيد من الارتباط عبر الدول, وان التركيز الجغرافي للنشاطات الصناعية في دول قليلة قادت الى أدنى عوامل الصناعة, وان نشاط سوق المال اظهر أنه واحداً من المحددات الرئيسة الذي كان له تأثير في الدولة والصناعة.

وان اهم ما يميز دراستيهما عن الدراسة الحالية استخدام عينة من الدول ومن الشركات الصناعية المختلفة وبيانات سوق الأسهم الشهرية ومحددات العوامل الخاصة بالصناعة والدولة, وتتشابه من حيث تسليط الضوء على فوائد التنوع من الاستثمار الدولي بوصفه مصدراً للربحية واستخدام أساليب مالية وإحصائية.

## المبحث الثاني

### منهجية الدراسة

#### **أولاً: مشكلة الدراسة:-**

تجسد مشكلة الدراسة من موضوع البحث الذي يعد من القضايا المالية المعاصرة ويستلزم كثيراً من البحث لما فيه من مخاطر متعددة لذا فان اتخاذ قرار استثماري معين في ظل متغيرات السياسة الدولية وما يعترئها من عقبات قد تؤدي الى فشل الاستثمار الدولي المصرفي كمحفظة استثمارية ، فضلاً عن ذلك فقد تناوله الباحثون من وجهات نظر مختلفة وحاولوا من خلال عدد من البحوث الموجودة التطرق الى المحفظة الاستثمارية بربطها بمتغيرات معينة وأثر هذه المتغيرات في المحفظة الاستثمارية وجرى معظمها على الأوراق المالية من خلال دراسات تطبيقية على سوق بغداد للأوراق المالية.

فضلا عن ذلك تخوف اغلب المستثمرين وخاصة العراقيين من عملية الاستثمار الدولي ولعدم معرفتهم بالنتائج السلبية والايجابية المتوقعة من عملية الاستثمار على المستوى الدولي وذلك لما يتعرض له المستثمرون الدوليون من مخاطر تقلب العائد لاختلاف متغيرات الدولة وتسارعها والمتمثلة بأسعار الصرف والفائدة والضريبة ومعدلات التضخم وغيرها من العوامل المؤثرة على العائد المتحقق مما قد يؤثر في هذا النوع من الاستثمار الدولي.

#### **ثانياً: أهداف الدراسة:-**

- أ- تحليل المحفظة الاستثمارية المصرفية للمصارف عينة الدراسة من حيث عائد المحفظة ومعدل العائد المطلوب والمخاطرة وكلفة التمويل (الممتلك والمقترض).
- ب- بيان أثر هذا التحليل في إدارة المحفظة الاستثمارية المصرفية الدولية ومدى الاعتماد الكلي عليها بالشكل الذي يحقق هدف الدراسة.
- ج- بيان مدى إمكانية المستثمر وقدرته على تنويع استثماراته وخاصة على المستوى الدولي في ظل هذا التحليل وإدارة المحفظة في تلك الدولة.

## **ثالثاً : أهمية الدراسة:-**

ان موضوع ادراة المحفظة بشكل عام من المواضيع المهمة وخاصة للمستثمرين الذين يحاولون ان لا يضعوا استثماراتهم في سلة واحدة لكي لا يعرضوا أنفسهم لمخاطرة فردية بل يحاولون بناء محفظة استثمارية متنوعة سواء كانت استثمارات حقيقية ام مالية او الاثنين معا من اجل تقليل المخاطرة في ظل مستوى معين من العائد او تحقيق أعلى عائد في مستوى معين من المخاطرة.

ان إدارة المحفظة على مستوى دولي يعد من المواضيع الرائجة في العالم وخاصة بعد التطورات التي حصلت في مجال الانترنت والانفتاح في الأسواق العالمية وما قامت به الشركات من استثمارات خارج حدودها الجغرافية عابرة القارات من اجل السيطرة على هذه الأسواق وتوسيع نفوذها فيها وضمان حصتها السوقية لذلك فأنها من المؤشرات التي أدت الى قيام المصارف المتخطية الحدود بتوسيع نشاط عملها وتنويع استثماراتها وتقليل المخاطر المترتبة على ذلك.

وان كانت فهذا ليس من السهل قيام المستثمر باستثمار معين خارج بلده , إذ لا بد من الأخذ بنظر الاعتبار الظروف والمتغيرات السياسية والاقتصادية في تلك الدولة المراد الاستثمار بها ولكل منها سياستها الخاصة بها والتي تختلف عن الدول الأخرى , لذلك تم اخذ القطر الأردني كعينة لهذه الدراسة وذلك لأنه من الأقطار التي حققت نموا اقتصاديا خلال العقدين من القرن المنصرم .

ولأهمية هذا الموضوع لا بد من إجراء دراسة حول كيفية إدارة المحفظة الاستثمارية المصرفية الدولية في القطر الأردني وما المخاطر التي تواجه المستثمر في مثل هذا النوع من الاستثمار وما العوائد المتحققة والمرجوة من هذا الاستثمار المحفظي المصرفي الدولي .

## **رابعاً: فرضيات الدراسة:-**

لغرض تحقيق أهداف الدراسة تم صياغة أربع فرضيات رئيسية وفي داخل كل فرضية جزئين يقوم الجزء الأول بتحليل علاقة الارتباط والثاني يقوم بتحليل التأثير ما بين المتغيرين في ضوء معامل التحديد ، والفرضيات هي:-

- أ- عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب.

- ب- عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب.
- ج- عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق.
- د- عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق.

### خامساً: العينة والمدة الزمنية التي خضعت للتحليل:-

تم اختيار عينة من المصارف تمثلت في (7) مصارف لديها فروع خارج الأردن فضلاً عن فروعها الداخلية من مجموع المصارف التي يبلغ عددها (16) مصرفاً والمسجلة في نشرة بورصة عمان للأوراق المالية، أي بنسبة (43.75%) والمصارف هي:-

جدول (4)  
المصارف عينة الدراسة

ت	المصرف	تاريخ التأسيس	الفروع	
			داخل	خارج
1	الأردني الكويتي	1976	29	1
2	الإسكان للتجارة والتمويل	1973	93	4
3	الاتحاد للادخار والاستثمار	1978	11	1
4	القاهرة عمان	1960	46	20
5	العربي	1930	31	75
6	الأهلي الأردني	1955	53	10
7	الأردن	1960	65	5

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نشرة بورصة عمان للأوراق المالية

وتمثلت المدة الزمنية التي خضعت للدراسة ما بين (1995 – 2002) .

### سادساً: أساليب جمع البيانات:-



#### أ- الجزء النظري من البحث:

تم استخدام المصادر العربية والأجنبية ذات العلاقة بموضوع البحث من كتب علمية متخصصة ودوريات ورسائل جامعية واطاريح أكاديمية وشبكة المعلومات العالمية لأغناء الجانب النظري من البحث.

#### ب- الجزء التطبيقي من البحث:

وتم استخدام الكشوفات المالية الخاصة بالمصارف عينة الدراسة والمتمثلة بكشف الميزانية العمومية وكشف الدخل في التحليل وقد أخذت من نشرة بورصة عمان .  
وفيما يتعلق بحساب معدل العائد الخالي من المخاطرة فقد تم استخدام أسعار الفائدة الرسمية المحددة في المملكة الأردنية, وجدول (5) يعرض أسعار الفائدة الرسمية للأردن.

جدول (5)  
أسعار الفائدة الرسمية للأردن

السنة	الفائدة	السنة	الفائدة
1995	%8.5	1999	%8
1996	%8.5	2000	%6.5
1997	%7.75	2001	%5
1998	%9	2002	%5

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على نشرة بورصة عمان للأوراق المالية

**سابعا: الأساليب المالية والإحصائية المستخدمة في القياس والتحليل:-**

أ- الأساليب المالية:

1. معدل عائد المحفظة:

تم حساب هذا المعدل لكل مصرف من مصارف العينة ولكل سنة من سنوات الدراسة، وفقا للمعادلة الآتية:- ( محمد ، 1995 : 126 )

$$RR(p) = \frac{N_i^*}{V}$$

إذ ان:

$N_i^*$  : صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب .  
 $V$  : مجموع التمويل ( المطلوبات وحقوق المساهمين ) .

2. المخاطرة النظامية للأعمال ( معامل بيتا Bu):

\* تم أخذ مؤشر الأرباح بعد الفوائد والضرائب وذلك لعدم قدرة الباحث على الحصول على الأرباح قبل الفوائد والضرائب مما اضطر الى استخدام هذا المؤشر بديلاً عنه.

تم حساب هذه المخاطرة لكل مصرف من مصارف العينة وفقاً للمعادلة الآتية:-  
( Copeland & weston , 1979 : 164 )

$$B_u = \frac{\text{Cov}(R_j, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

إذ ان:

$\text{Cov}(R_j, R_m)$  : التباين المشترك بين عائد المصرف وعائد السوق .  
 $\text{Var}(R_m)$  : تباين عائد محفظة السوق.

وان عائد محفظة السوق ( $R_m$ ) يمثل متوسطاً لعائدات مصارف العينة في كل سنة من سنوات الدراسة, أما تباين عائد محفظة السوق فقد تم حسابه من خلال متوسطات عائدات المصارف بإيجاد التباين لها, وان مجموع تباين عائدات محفظة المصارف خلال مدة الدراسة يمثل تباين عائد محفظة السوق.

### 3. المخاطرة النظامية المالية ( معامل بيتا $B_f$ ):

تم حسابه لكل مصرف من مصارف العينة وفقاً للمعادلة الآتية:- ( محمد ، 1995 : 17 )

$$B_f = B_u \left[ \left( \frac{D_1}{E} \right) (1-t) \right]$$

إذ ان:-

$\frac{D_1}{E}$  : نسبة المديونية الى حق الملكية .

$t$  : نسبة الضريبة .

### 4. المخاطرة النظامية الكلية:

وتم حسابها على وفق المعادلة الآتية:- ( محمد ، 1995 : 17 )



$$B_s = B_u + B_f$$

### 5. المخاطرة اللانظامية:

وتم حسابها على وفق المعادلة الآتية:- ( Copeland & weston , 1979 : 165 )

$$\begin{aligned} \text{Unsystematic Risk} &= \text{Total Risk} - \text{Systematic Risk} \\ &= \text{Var}(j) - B^2(j) * \text{Var}(m) \end{aligned}$$

إذ ان:

$\text{Var}(j)$ : المخاطرة الكلية للمصرف (التباين).

$B^2(j) * \text{Var}(m)$ : مربع معامل بيتا للأعمال لذلك المصرف مضروباً بتباين عائد محفظة السوق

### 6. المعدل الموزون لكلف التمويل:

وتم حسابها على وفق المعادلة الآتية:- ( محمد ، 1995 : 19 )

$$Wacc = Ke \left( \frac{S}{V} \right) + Kd (1 - t) \left( \frac{B}{V} \right)$$

إذ ان:-

$Ke$ : كلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب).

نسبة الملكية الى مجموع التمويل:  $\frac{S}{V}$

$Kd$ : كلفة التمويل المقترض (أسعار الفائدة).

نسبة المديونية الى مجموع التمويل:  $\frac{B}{V}$

**7. معدل العائد المطلوب:**

وتم حسابه في إطار نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية على وفق المعادلة الآتية:-  
( Jim , 1999 :189 )

$$RR(R) = R_f + (R_m - R_f) B_u$$

إذ ان:

$R_f$  : معدل العائد الخالي من المخاطرة (أسعار الفائدة).  
 $R_m$  : متوسط متوسطات عائد المصارف (عائد محفظة السوق).

**8. معدل العائد على حق الملكية:**

وتم حسابه من خلال المعدلة الآتية:- ( الشماع ، 1992 : 107 )

$$ROE = \frac{N_i}{E}$$

**ب- الأساليب الإحصائية:**

1. الارتباط (R) : وهو مقياس لدرجة الترابط او الالتزام بين متغيرين احدهما مستقل والآخر تابع . ( المشهداني وهرمز , 1989 : 304 )  
والمعادلة هي:-

$$R_{y_{xi} = 123} = \sqrt{1 - (1 - r^2 y_1) (1 - r^2 y_2 (1)) (1 - r^2 y_{3(12)})}$$

2. معادلة معامل التحديد ( $R^2$ ): وتوضح مقدار ما يفسره المتغير المستقل من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع. (المشهداني وهرمز, 1989: 341).  
والمعادلة هي:-

$$R^2 = r^2_{xy}$$

إذ أن

$r^2_{xy}$  : مربع الارتباط للمتغيرين

3. اختبار F: يستخدم لاختبار معنوية التأثير للمتغير المستقل في المتغير التابع.

4. اختبار (P-Value): لاختبار معنوية الارتباط بين متغيرين إذا كانت قيمة (P)  $\geq (0.05)$  أو (0.10) .

## الفصل الثالث

### تحليل العائد والمخاطرة وكلف التمويل

المبحث الأول : تحليل العائد

المبحث الثاني: تحليل المخاطرة

المبحث الثالث: تحليل كلف التمويل

المبحث الرابع : مقارنة العائد بكلفة التمويل

الموزونة

## المبحث الأول

### تحليل العائد

### أولاً: تحليل عائد المحفظة:

تتناول هذه الفقرة تحليل الأرباح بعد الفوائد والضرائب ومجموع التمويل و عائد محفظة السوق.

#### (أ) تحليل مجموع الأرباح بعد الفوائد والضرائب:-

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المالية المهمة لأنه يساهم في استخراج غالبية المؤشرات المالية الأخرى, وقد تم استخدامه لإيجاد عائد محفظة السوق وكذلك معدل العائد على حق الملكية (ROE).

وبيين جدول (6) تفاوت غالبية النتائج لكل مصرف خلال مدة الدراسة, فقد سجل المصرف العربي أرباحاً أكثر من المصارف الأخرى , وقد بلغ (930.275.000) دينار أردني , ويلاحظ ان زيادة أرباحه قد تكون متفوقة على مقدار انخفاضها خلال الدراسة ففي السنوات الأربع الأولى من الدراسة كانت هناك زيادة في حجم الأرباح في حين انخفضت الأرباح بمقدار (6.000.000) دينار اردني في سنة(1999) عن سنة (1998) و(9.000.000) دينار أردني في سنة (2002) عن سنة (2001) وان حجم أرباحه في سنة (2002) مساوٍ لسنة (2000) رغم انخفاضه سنة

(2002) عن السنة التي سبقتها , ويليه مصرف الإسكان للتجارة والتمويل في مجموع الأرباح وهو أيضاً يتفوق بشكل كبير قياساً بالمصارف الأخرى إلا انه يتراجع بفارق كبير عن المصرف العربي وقد سجل (131.638.736) ديناراً أردنياً , ويلاحظ أيضاً تذبذب أرباحه بين الانخفاض والارتفاع وكان أكثر تذبذباً من المصرف العربي.

أما اقل مجموع سجل فقد كان في المصرف الاهلي الأردني وبلغ (-3.224.060) ديناراً أردنياً ويعود سبب ذلك الى الخسارة التي تعرض لها هذا المصرف في السنتين (1999, 2002) وخاصة سنة (1999) إذ بلغت (-16.750.281) ديناراً أردنياً وهي الأكبر قياساً بالخسائر الأخرى وبالأرباح التي حققتها خلال السنوات الأربع الأولى فضلاً عن عدم تحقيق





**جدول (6)**  
**مجموع الأرباح بعد الفوائد والضرائب ( بالدينار الأردني ) للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المجموع	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
35.057.689	10.129.767	7.411.716	5.163.019	3.223.799	2.519.795	2.412.605	2.816.567	1.380.421	الأردني الكويتي
31.638.736	22.010.520	22.010.520	11.815.458	17.699.010	24.615.393	15.780.139	8.364.977	9.348.096	الإسكان للتجارة والتمويل
4.499.140	3.282.903	1.942.949	311.891	2.911.995	3.083.349	6.363.130 -	796.258 -	125.441	الاتحاد للادخار الاستثمار
18.646.803	1.441.099 -	1.710.365 -	3.835.877	2.101.486	3.368.894	3.937.217	3.715.934	4.838.859	القاهرة عمان
30.275.000	130.200.000	139.200.000	130.200.000	120.455.000	126.455.000	107.655.000	95.655.000	80.455.000	العربي
3.224.060 -	3.322.806 -	158.694	0	16.750.281 -	2.650.122	5.170.000	3.584.229	5.285.982	الأهلي الأردني
33.282.719	8.080.649	11.527.871	5.085.175	338.558	348.663	0	4.991.871	2.909.932	الأردن

## (ب) تحليل مجموع التمويل:-

يعرض جدول رقم (7) مجموع التمويل لكل مصرف من عينة الدراسة, ومجموع التمويل هو حاصل جمع المطلوب مع حق الملكية. ويلاحظ ان هناك تفاوتاً كبيراً في تمويل هذه المصارف خلال مدة الدراسة وهي نتيجة طبيعية مرتبطة بحجم أعمال هذه المصارف. فيتضح من الجدول ان المصرف العربي يعد من اكبر المصارف في الأردن وخارجه وأكثر المصارف تقدماً في مجموع تمويله إذ بلغ (97.861.427.000) دينار أردني ويلاحظ ان هذا المقدار أكثر تفاوتاً من بقية المصارف الأخرى ابتداءً من مصرف الإسكان للتجارة والتمويل والبالغ (11.658.982.159) ديناراً أردنياً نزولاً الى اقل مقدار للتمويل في مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار إذ بلغ (1.929.152.966) ديناراً أردنياً لقد تم تأسيس هذا المصرف في المملكة وخبرته في المجال المصرفي وغيرها من الأمور التي دفعت بهذا المصرف الى هذا الحجم من التمويل وهذا ما يزيد ثقة المستثمرين في هذا المصرف ومحاولة زيادة استثماراتهم ورؤوس أموالهم فيه, بالرغم من ان عدد فروع في الداخل اقل مما هي في الخارج. وهناك مصارف لديها فروع أكثر من المصرف العربي في الداخل واقل فروعاً في الخارج, ولكن هذا لم يؤثر في نشاط وحيوية هذا المصرف, فمقدار الزيادة في تمويل المصرف طبيعية قياساً بالمصارف الأخرى عينة الدراسة التي تواجه انخفاضاً في تمويلاتها لمدد زمنية معينة. ففي مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار وجد هناك انخفاض في مقدار التمويل سنة (1996) بلغ (192.695.653) ديناراً أردنياً قياساً بسنة (1997) إذ بلغ (184.122.214) ديناراً أردنياً وأيضاً ينطبق الحال على مصرف القاهرة عمان ففي سنة (2002) كان مجموع التمويل (896.185.908) قياساً بسنة (2001) إذ كان (930.120.818) ديناراً أردنياً أما باقي المدد الأخرى في هذين المصرفين فكانت زيادات طبيعية وهذا الحال نفسه في المصارف المتبقية فمقدار الزيادة فيها طبيعية ومماثلة للمصرف العربي.



**جدول (7)**  
**مجموع التمويل ( بالدينار الأردني ) للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 – 2002**

السنة									سرف
المجموع	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
305.776.099	625.121.036	569.982.163	545.346.851	378.996.203	346.639.154	311.841.291	279.272.536	248.576.865	ذني يتي
658.982.159	1.769.517.419	1.708.811.792	1.623.245.374	1.549.254.136	1.417.678.071	1.350.802.176	1.136.226.917	1.103.446.274	كان نارة مويل
929.152.966	371.424.702	306.277.073	266.002.904	223.996.268	194.145.328	184.122.214	192.695.653	190.528.824	حاد خار تتشار
525.588.392	896.185.908	930.120.818	884.802.861	864.361.008	854.534.349	795.023.124	700.541.955	600.017.669	هرة ان
861.427.000	14.714.153.000	14.548.835.000	13.845.104.000	12.614.946.000	11.743.450.000	10.761.075.000	10.338.135.000	9.295.629.000	بي
261.992.225	1.384.867.553	1.353.923.343	1.184.109.874	910.952.074	805.318.327	755.343.307	443.504.073	423.973.664	علي ذني
929.053.863	806.548.259	737.365.248	678.262.374	604.146.618	575.692.365	535.955.416	534.225.816	456.858.037	دن



## ج) تحليل عائد محافظة السوق:-

يحسب هذا المؤشر من قسمة الأرباح بعد الفوائد والضرائب على مجموع التمويل (المطلوبات وحق الملكية) ويعد في الوقت نفسه معدل العائد المتوقع للمصارف المبحوثة، وقد أوضحت نتائج التحليل في الجدول (8) ان المعدل العام لهذا المؤشر في المصارف المبحوثة خلال مدة الدراسة هو (0.006) وان أعلى متوسط قد سجل في المصارف التي تجاوزت المعدل العام كان في مصارف الإسكان للتجارة والتمويل وبلغ (0.011) والأردني الكويتي وقد بلغ (0.0096) والعربي وبلغ (0.0095) والأردن وقد بلغ (0.006) وهو مساوي للمعدل العام.

أما المصارف الأخرى فقد سجلت اقل من المعدل العام وهي القاهرة عمان (0.003) والاتحاد للادخار والاستثمار وقد بلغ (0.001) والأهلي الأردني وبلغ (-0.0004) ويعد الأخير الأقل متوسطا قياسا بالمعدل العام بسبب تعرض هذا المصرف إضافة الى المصرفين الآخرين الى الخسارة وخاصة في سنة (1999) وبلغت في هذا المصرف (-0.018) وهي الأكبر قياسا بالأرباح التي حققها هذا المصرف في السنوات التي سبقت هذه الخسارة إضافة الى سنة (2002) إذ سجل معدل عائدها (-0.0024) مما اثر سلبيا في متوسط عائد المصرف خلال المدة، وهذا الحال ينطبق أيضا على مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار الذي تعرض هو أيضا الى انخفاض في معدل عائده وخاصة سنة (1997) وبلغت (-0.034) وهي الأكبر قياساً بالأرباح التي حققها المصرف في السنتين التاليتين إضافة الى سنة (1996) إذ سجل معدل عائدها (-0.0041) مما اثر سلبياً في متوسط عائد المصرف.

أما مصرف القاهرة عمان فقد تعرض سنين الى انخفاض في معدل العائد قد يكون هو الأقل قياسا بالمصرفين السابقين، فضلا عن الانخفاض التدريجي في هذا المؤشر مع ارتفاعه سنة (2000) إذ سجل (0.0043) أما الانخفاض فقد كان في السنتين الأخيرتين من مدة الدراسة (2001, 2002) وقد سجل (-0.002) (-0.0016) على التوالي.

في حين كان أعلى متوسط قد سجل في السنوات المبحوثة لكل المصارف قياسا بالمعدل العام كان سنة (1998) وكان (0.0084) وفي هذه السنة كان أعلى معدل عائد قد سجل في مصرف الإسكان للتجارة والتمويل وبلغ (0.017) واقل معدل عائد سجل في مصرف الأردن

وقد بلغ (0.0006) وسنة (2001) كانت (0.002) وكانت أعلى معدل عائد قد سجل في مصرف الأردن (0.015) واقل معدل عائد في مصرف القاهرة عمان (-0.002)، وسنة (2002) فكان

(0.0074) وسجل فيه أعلى معدل عائد في مصرف الأردن الكويتي وبلغ (0.016) بينما اقل معدل سجل في تلك السنة كان في المصرف الأهلي الأردني وقد بلغ (-0.0024) وسنة (1995) كانت (0.0071) وكان أعلى معدل عائد سجل في الأهلي الأردني بلغ (0.012)

بينما اقل معدل كان في مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار قد بلغ (0.0007) , وسنة (1996) وهي قريبة من المعدل العام وقيمتها (0.0064) وكان أعلى معدل سجل في مصرف الأردني الكويتي (0.01) بينما اقل معدل في مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار وكان (-0.0041).

ويؤكد هذا التحليل التفوق للمصرف الأردني الكويتي خلال السنوات المبحوثة على مصرف الإسكان للتجارة والتمويل والأردن وكان في سنتي (1996, 2002) بينما كان تفوق مصرف الإسكان في سنة (1998) والأردن في سنة (2001) والأهلي الأردني في سنة (1995).



أما السنوات الثلاث الباقية فقد سجلت متوسطاتها اقل من المعدل العام مثلما في سنة (2000) وكانت (0.0056) وهي قريبة من المعدل العام وأفضل قياساً من السنتين الأخيرتين وذلك بسبب عدم وجود قيمة سالبة لمعدلات العائد للمصارف ما عدا المصرف الأهلي الأردني وقيمته (0) بينما سنة (1999) إذ سجلت (0.004) وقد تكون قريبة من المعدل العام قياساً

بـ (1997) التي سجلت (0.0011) وذلك بسبب تعرضه خلال هذه السنة (1999) الى اقل معدل عائد متمثلاً بالمصرف الأهلي الأردني قياساً بالمصارف الأخرى وكانت قيمته بالسالب (-). (0.018) مما اثر سلباً في معدل العائد لمحفظة المصارف في تلك السنة وكذلك الحال في سنة (1997) في مصرفي الأردن والاتحاد للدخار والاستثمار إذ بلغت (0) (- 0.034) على التوالي.

ويتضح من هذا التحليل ان المصارف التي تجاوزت المعدل العام تدل على تفوقها في الأداء المصرفي نتيجة الأرباح المتحققة خلال مدة الدراسة إضافة الى مجموع تمويله وكفاءة استخدامه في العملية الاستثمارية بالشكل الذي يؤدي الى تحقيق معدلات العائد وهي الأفضل قياساً بالمصارف الأخرى مما يزيد من ثقة المستثمرين بهذه المصارف وزيادة تمويلهم لها.



جدول (8)  
عائد محفظة السوق للمصارف المبحوثة  
للفترة 1995 - 2002

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.0096	0.016	0.013	0.0094	0.0085	0.0073	0.0077	0.01	0.0055	الأردني الكويتي
0.011	0.0124	0.013	0.0073	0.0114	0.017	0.012	0.0073	0.0085	الإسكان للتجارة والتمويل
0.001	0.0088	0.0063	0.0012	0.013	0.016	0.034 -	0.0041 -	0.0007	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.003	0.0016 -	0.002 -	0.0043	0.0024	0.004	0.005	0.0053	0.008	القاهرة عمان
0.0095	0.0088	0.0095	0.0094	0.0095	0.011	0.01	0.0092	0.0086	العربي
0.0004 -	0.0024 -	0.00012	0	0.018 -	0.0033	0.007	0.0081	0.012	الأهلي الأردني
0.006	0.01	0.015	0.0075	0.0005	0.0006	0	0.0093	0.0063	الأردن

\*\*\*\*\*إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية\*\*\*\*\*

<b>0.006</b>	<b>0.0074</b>	<b>0.008</b>	<b>0.0056</b>	<b>0.004</b>	<b>0.0084</b>	<b>0.0011</b>	<b>0.0064</b>	<b>0.0071</b>	<b>المحفظة</b>
--------------	---------------	--------------	---------------	--------------	---------------	---------------	---------------	---------------	----------------

## ثانياً: تحليل معدل العائد المطلوب:-

يستخدم نموذج (CAPM) في حساب معدل العائد المطلوب لكون هذا النموذج يأخذ المخاطرة بنظر الاعتبار, لذلك تمت معالجة علاوة المخاطرة بمعامل بيتا للأعمال ( Bu ) مثلما هو مبين في جدول (9).

ويوضح هذا الجدول ان معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق كانت (0.064) ويلاحظ ان غالبية المصارف عدا مصرف واحد قد حققت أعلى معدلات قياسا بالمعدل العام مع فارق بسيط في بعض منها إلا إنها تمثل نتيجة جيدة قياسا بتفاوت درجة المخاطرة في هذه المصارف وفقاً لمؤشر معامل (بيتا) إلا ان أعلى معدل سجل في المصرفين القاهرة عمان (0,075) والعربي (0,073) بالرغم من هذين المصرفين قد سجلا اقل معامل بيتا ولا سيما الأول فإن ذلك يؤكد تناقض القاعدة العامة التي تنص على انه ازدياد معدل العائد المطلوب بازدياد المخاطرة وكان أعلى معدل قد سجل خلال سنوات الدراسة في مصرف القاهرة عمان سنة (1997) وبلغ (0,094) بينما أعلى معدل قد سجل في المصرف العربي سنة (1995) وبلغ (0,09) وهذا مؤشر جيد للمستثمرين في ضوء المخاطرة التي يتعرض لها هذان المصرفين أما اقل معدل فقد سجل في مصرف القاهرة عمان وكان (0,06) سنة (2002) أما في المصرف العربي فقد كان (0,05) سنة (2001) ويلاحظ تقارب غالبية نتائج هذين المصرفين مما يؤكد التنافس الكبير بينهما وفقاً لهذا المؤشر وقد ينطبق هذا الشيء نفسه على المصرفين الأردني الكويتي والإسكان من خلال تساوي معدلات العائد المطلوب لهما (0,07) مع فارق قد يكون كبيراً بعض الشيء في درجة المخاطرة كذلك في المصرفين السابقين مع فارق كبير في المخاطرة وينطبق الحال نفسه على الأهلي الأردني والأردن إذ بلغ (0,067) و(0,063) على التوالي بينما كان مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار قد سجل اقل معدل مقارنة مع المعدل العام إذ بلغ (0,03) بالرغم من ارتفاع المخاطرة النظامية للأعمال ويعزى سبب انخفاض هذا المعدل الى ارتفاع معامل بيتا للأعمال (Bu) ففي هذا المصرف سنة (1997) فتبعه انخفاض في أسعار الفائدة قياساً بالسنة السابقة إذ بلغت (0,0775) وان أعلى معدل سجله هذا المصرف في سنة (1999) إذ بلغ (0,123) بالرغم من انخفاض المخاطرة في هذه السنة ومثلما يبينها الجدول رقم (11).

يتضح من النتائج ان أعلى متوسط لمحفظة المصارف خلال سنوات الدراسة كان في سنة (1996) وبلغ (0.085) متجاوزاً المعدل العام لمحفظة السوق وشهدت هذه السنة أعلى معدلات العائد المطلوب وكانت تتراوح ما بين (0.08 – 0.09) تليها سنة (1995) وبلغت (0.082) إلا إنها كانت متفاوتة بعض الشيء قياساً بالسنة اللاحقة إذ كانت تتراوح معدلات العائد المطلوب فيها ما بين (0.062 - 0.093) مع تفوق واضح في المصرفين الأردني الكويتي والإسكان للتجارة والتمويل ومثلما يبينها جدول رقم (9), أما سنة (1996) فكان التفوق للمصرفين الاتحاد والإسكان وهو ما يوضحه الجدول نفسه وهذا يبين أيضاً تناقض القاعدة العامة بالنسبة لمعاملات (بيتا) لأعمال هذين المصرفين .

أما السنوات الثلاث المتتالية (1998, 1999, 2000) فقد تجاوزت معدلات العائد المطلوب لمحفظة السوق للتفاوت الكبير في درجات المخاطرة إلا أنها مع القاعدة العامة ومثلما يوضحه جدول (9) و(11) إذ كلما ارتفع معدل العائد المطلوب ارتفعت المخاطرة والعكس صحيح أما اقل معدل سجل فهو في سنة (1997) وبلغ (0.037) ، والسنتان (2001, 2002) إذ سجلا (0.046) (0.048) على التوالي قياسا بالمعدل العام.

ونستدل من هذا التحليل على ان غالبية النتائج تؤكد تناقضها للقاعدة العامة وقد يكون سبب ذلك تفاوت متوسطات عائدات هذه المصارف لكل مدة فضلاً عن ذلك تفاوت معاملات (البيتا) مما أدى الى هذا التناقض في معدلات العائد المطلوب قياسا بالمخاطرة المتمثلة بمعامل (بيتا) للأعمال بالرغم من ارتفاع معدلات عوائدها المطلوبة قياسا بالمعدل العام.

**جدول (9)**  
**معدل العائد المطلوب للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.07	0.040	0.043	0.065	0.076	0.101	0.061	0.084	0.093	الأردني الكويتي
0.07	0.05	0.046	0.063	0.081	0.06	0.086	0.09	0.09	الإسكان للتجارة والتمويل
0.03	0.04	0.04	0.065	0.123	0.016	0.221 -	0.09	0.085	الاتحاد للدخار والاستثمار
0.075	0.06	0.061	0.066	0.08	0.085	0.094	0.083	0.074	القاهرة عمان
0.073	0.051	0.05	0.065	0.08	0.083	0.082	0.085	0.09	العربي
0.067	0.055	0.052	0.064	0.011	0.08	0.013	0.08	0.062	الأهلي الأردني
0.063	0.044	0.031	0.066	0.060	0.116	0.026	0.082	0.084	الأردن

إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية \*\*\*\*\*

<b>0.064</b>	<b>0.048</b>	<b>0.046</b>	<b>0.065</b>	<b>0.073</b>	<b>0.077</b>	<b>0.037</b>	<b>0.085</b>	<b>0.082</b>	<b>المحفظة</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	----------------



## ثالثاً: تحليل معدل العائد على حق الملكية:-

يحسب هذا المؤشر من خلال تقسيم الأرباح الصافية (بعد الفوائد والضرائب) على حقوق المساهمين، وتشير النتائج في الجدول (10) الى ان المعدل العام لهذا المؤشر هو (0.074) وان أعلى متوسط قد سجل في المصارف خلال مدة الدراسة تجاوز المعدل العام في المصرف العربي (0.1345) والأردني الكويتي (0.109) والأردن (0.095) والإسكان للتجارة والتمويل (0.088) والقاهرة عمان (0.086).

أما المصرفان الآخران فقد سجلا اقل من قيمة المعدل العام وهما الاتحاد للادخار والاستثمار (0.0105) الأهلي الاردني (- 0.0007) والمصرف الأخير قد سجل قيمته بالسالب وذلك يعود الى تعرض هذا المصرف الى خسارة كبيرة في (1999, 2002) قياساً بما حققه من أرباح في السنين السابقة إضافة الى صافي الربح في سنة (2000) كان (0) مما اثر في قيمة هذا المؤشر، وكذلك التفاوت الكبير ما بين حقوق المساهمين والأرباح المتحققة قد أدى الى انخفاض تدريجي في قيمة هذا المؤشر في السنوات الأربع الأولى مع ارتفاع ضئيل في سنة (2001).

وان أعلى متوسط قد سجل في كل المصارف قياساً بالمعدل العام كان في سنة (1995) وبلغ (0.118) وخلال هذه السنة كان أعلى مستوى سجل فيها كان في مصرف القاهرة عمان وبلغ

(0.226) واقل مستوى سجل في مصرف الاتحاد بلغ (0.011)، في حين سنة (1996) كان (0.108) وأعلى مستوى سجل في مصرف الأردن وبلغ (0.171) واقل مستوى أيضاً في مصرف الاتحاد وبلغ (- 0.036)، أما سنة (1998) فقد بلغ (0.086) وكان أعلى مستوى سجل في مصرف العربي وبلغ (0.154) واقل مستوى في مصرف الأردن (0.01)، وسنة (2001) بلغ (0.083) وأعلى مستوى قد سجل فيها كان في مصرف الأردن (0.207) واقل مستوى في مصرف القاهرة عمان (- 0.032) وهذا يؤكد تفوق مصرف الأردن في السنتين (1996, 2001) على المصرفين العربي (1998) والقاهرة عمان (1995) بينما يعد مصرف الاتحاد هو الأقل تفوقاً في السنتين (1995) و (1996) قياساً بالمصرفين الأردن (1998) والقاهرة عمان (2001).

في حين ان سنة (2000) قد بلغ (0.074)، وسنة (2002) بلغ (0.072)، وسنة (1997) بلغ (0.031)، وسنة (1999) بلغ (0.025).

ففي سنة (2000) كانت نتيجتها مساوية للمعدل العام لهذا المؤشر وكذلك الحال في سنة (2002) فهي مقاربة لهذا المعدل قياساً بالسنتين الأخريين وهذا يعود الى النتائج التي سجلت للمصارف المبحوثة في تلك السنتين ويمكن ان ننسبها الى المصرفين الاتحاد للادخار والاستثمار والأهلي الأردني اللذين حققا اقل متوسط قياساً بالمعدل العام وهذا ما يبينه الجدول (10).

ويشير هذا التحليل الى قلة اهتمام هذه المصارف بالتمويل الممتلك بصورة عامة قياساً بمستوى الأرباح المتحققة واعتماد غالبية تمويلها على التمويل المقرض مما جعل التفاوت في

غالبية النتائج المتحققة عن هذا المؤشر واضحة بالرغم مما حققته غالبية المصارف من أعلى متوسطات لها قياسا بالمعدل العام خلال مدة الدراسة.

**جدول (10)**  
**معدل العائد على حق الملكية للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.109	0.175	0.138	0.126	0.089	0.072	0.075	0.0128	0.069	الأردني الكويتي
0.088	0.083	0.086	0.05	0.079	0.111	0.074	0.103	0.12	الإسكان للتجارة والتمويل
0.0105	0.099	0.064	0.011 -	0.105	0.125	0.295 -	0.036 -	0.011	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.086	0.036 -	0.032 -	0.093	0.56	0.095	0.139	0.148	0.226	القاهرة عمان
0.1345	0.101	0.119	0.123	0.132	0.154	0.149	0.152	0.146	العربي
0.0007 -	0.052 -	0.0023	0	0.294 -	0.036	0.074	0.09	0.138	الأهلي الأردني
0.095	0.132	0.207	0.115	0.009	0.01	0	0.171	0.12	الأردن

إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية \*\*\*\*\*

<b>0.074</b>	<b>0.072</b>	<b>0.083</b>	<b>0.074</b>	<b>0.025</b>	<b>0.086</b>	<b>0.031</b>	<b>0.108</b>	<b>0.118</b>	<b>المحفظة</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	----------------

## المبحث الثاني

### تحليل المخاطرة

#### أولاً: - تحليل المخاطرة النظامية: -

تتناول هذه الفقرة تحليل المخاطرة النظامية للأعمال (BU) والمخاطرة النظامية المالية (Bf) والمخاطرة الكلية (Bs).

#### أ) تحليل المخاطرة النظامية للأعمال (معامل بيتا Bu): -

يعد مؤشر معامل (بيتا) من المؤشرات المهمة لدى المالىين والمستثمرين لأنه يمثل معامل المخاطرة النظامية للأعمال التي لا يمكن تجنبها بالتنوع فضلاً عن استخدامه في معادلة (CAPM) لإيجاد معدل العائد المطلوب ويمكن احتسابه من خلال الاعتماد على الجدول (8) وجدول تحليل التباين (15).

ويتضح من الجدول (11) بأن المعدل العام (لبيتا) محفظة السوق للمصارف عينة الدراسة قد بلغت (0.126) والمصارف التي تجاوزت هذه القيمة وكانت أكثر خطورة هي الاتحاد للادخار والاستثمار وبلغت (0.617) والأردن وبلغت (0.159), وقد سجل مصرف الاتحاد أكثر مخاطرة نظامية له في سنة (1997) وبلغت (4.183) وكانت الأكبر قيمة (البيتا) وتجاوزت كذلك الحدود التي تتراوح فيها قيم (البيتا) (2, -2) وذلك بسبب الانخفاض الكبير في أرباحه التي تعرض لها هذا المصرف مع انخفاض مجموع تمويله خلال هذه السنة مما اثر سلباً في معدل عائد المصرف بشكل عام وفي تلك السنة بشكل خاص فضلاً عن ذلك انه اثر سلباً على متوسط محفظة المصارف خلال تلك السنة قياساً بالمعدل العام لعائد محفظة السوق وبمتوسطات محفظة المصارف خلال هذه الدراسة.

وكذلك سنة (1998) إذ سجلت (0.878) وكانت اقل بكثير من السنة التي سبقتها بسبب الأرباح التي حققها هذا المصرف في تلك السنة إضافة الى ارتفاع مجموع تمويله مما اثر ايجابياً في معدل عائد المصرف بالرغم من انه تجاوز قيمة متوسط (بيتا) المصرف وهي تمثل أكثر مخاطرة قياساً بالسنوات الأخرى المتبقية, بينما سجلت اقل مخاطرة في هذا المصرف في سنة (1999) وبلغت (- 0.585) وهي أفضل سنة من حيث درجة مخاطرتها بالرغم من انخفاض أرباحها مع ارتفاع تمويلها وانخفاض معدل عائدها قياساً بالسنة السابقة إلا أنها سجلت أفضل أداء لهذا المصرف من حيث الانخفاض الكبير في قيمة (البيتا) قياساً بالارتفاع الكبير في سنة (1997) مما يدل على تفاوت في نتائج هذا المصرف وعدم استقرارها.

أما في مصرف الأردن فكانت أعلى قيمة سجلت له كانت في سنة (1997) وبلغت (0.717) وكانت هي الأكبر مخاطرة من حيث قيمتها، سنة (2001) إذ بلغت (0.439) وسنة

(1999) وقد بلغت (0.268).

بينما كانت أقل مخاطرة نظامية للأعمال قد سجلت في هذا المصرف في سنة (1998) إذ يتبين من الجدول (11) إنها الأفضل من حيث درجة مخاطرتها قياسا بالسنوات الأخرى المتبقية وهذا يعود الى ارتفاع أرباحها قياسا بالسنة السابقة التي لم تحقق أي شيء (0) مع ارتفاع مجموع تمويلها مما اثر ايجابيا في معدل عائد هذه السنة.

أما المصارف المتبقية فقد سجلت أقل من المعدل العام في معامل (بيتا) محفظة السوق مما يؤثر على إنها أقل مخاطرة نظامية قياسا بالمصرفين السابقين وكانت أقل مخاطرة سجلت فيها هي في المصرفين العربي (- 0.003) , والقاهرة عمان (- 0.051), وقد سجل مصرف العربي أعلى مخاطرة نظامية للأعمال له في سنة (1998) وبلغت (0.087) بسبب ارتفاع معدل العائد هذه السنة قياسا بمعدل عائد المصرف وكذلك ارتفاع متوسط عائدات محفظة المصارف خلال هذه السنة عن المعدل العام لعائد محفظة السوق مما أدى الى ارتفاع المخاطرة في تلك السنة قياساً بالسنة التي تسبقها إذ تمثل أقل مخاطرة سجلت فيها وكانت (- 0.059) بالرغم من ان هذه السنة أقل من سنة (1998) بمقدار (0.001) في معدل العائد والسبب يعود الى انخفاض معدل عائد محفظة المصارف في سنة (1997) وقد سجلت أقل معدلا قياسا بالمعدل العام لعائد محفظة السوق بشكل عام وفي سنة (1998) بشكل خاص والجدول (8) يوضح ذلك , أما مصرف القاهرة عمان فسجل أقل مخاطرة قياسا بالمصارف السابقة والمتبقية وذلك نتيجة لانخفاض متوسط عائدها عن المعدل العام لعائد محفظة السوق إلا انها كانت الأفضل قياسا بالمصرفين الأهلي الأردني والاتحاد للادخار والاستثمار فضلا عن ذلك تقارب معظم معدلات العائد خلال مدة البحث عن متوسط عائد المصرف مما اثر ايجابيا في انخفاض مؤشر معامل (بيتا) فيها وقد سجل أعلى مخاطرة له في سنة (1995) وبلغت (0.134) وذلك لارتفاع معدل عائد هذه السنة عن متوسط عائد المصرف فضلا عن ارتفاع متوسط عائد محفظة المصارف خلال هذه السنة عن المعدل العام لعائد محفظة السوق مما أدى الى ارتفاع هذا المؤشر قياسا بالسنوات الأخرى، بينما سجلت أقل مستوى للمخاطرة النظامية سنة (2001) و(1997) وبلغت على التوالي (- 0.244), (- 0.239) وذلك يعود الى انخفاض معدل عائد سنة (2001) عن متوسط عائد المصرف بالرغم من ارتفاع معدل عائد محفظة المصارف خلال هذه السنة قياسا بالمعدل العام لعائد محفظة السوق مما اثر ايجابيا في انخفاض هذا المؤشر بينما كان العكس تماما في سنة (1997), أما المصارف المتبقية فقد سجلت أقل مخاطرة نظامية للأعمال قياسا بالمعدل العام إذ سجل مصرف الإسكندرية للتجارة والتمويل

(0.036) بينما سجل الأردني الكويتي (0.053) والأهلي الأردني (0.069).

أما على مستوى متوسطات معامل (بيتا) للأعمال للمصارف في كل سنة من سنوات البحث فقد سجلت سنة (1997) أعلى متوسط قياسا بالمعدل العام وكان (0.574) وذلك لارتفاع معامل (بيتا) في مصرف الاتحاد خلال هذه السنة مما اثر سلبيا في هذا المتوسط بالرغم من انها

سجلت اقل معامل (بيتا) لها وهي (- **0.693**) في مصرف الأهلي الأردني فضلا عن الانخفاضات التي سجلتها المصارف في هذه السنة مما قلل بشكل كبير من تأثير هذا الارتفاع. أما سنة (1998) فقد سجلت (- **0.149**) وهي أكثر بقليل من المعدل العام وكان سببها مصرف الاتحاد أيضا وان ارتفاع معامل (بيتا) في تلك السنة بالرغم من انخفاضه عن السنة السابقة بفارق كبير إلا انه اثر بشكل سلبي في هذا المتوسط وان اقل مخاطرة سجلت كانت في مصرف الأردن (- **0.316**) وهي قريبة الى قيمتها التي سجلها مصرف الإسكان وكانت (- **0.351**) مما قلل من تأثير معامل (بيتا) لمصرف الإسكان وهذا الشيء نفسه في مصرف الأردن الكويتي والأهلي الأردني وبلغت

(- **0.134**)(**0.123**) على التوالي مما أدى الى تقليلها قياسا بالسنة السابقة.

أما اقل مخاطرة سجلت قياسا بالمعدل العام فكانت سنة (1996) وبلغت (- **0.005**) وسنة (2000) وبلغت (- **0.003**), وكانت أعلى مخاطرة سجلت في سنة (1996) هي (- **0.067**) في مصرف الأهلي الأردني بينما اقل كانت مخاطرة في مصرف الاتحاد للاادخار والاستثمار (- **0.049**), أما أعلى مخاطرة سجلت في سنة (2000) فكانت في مصرف الإسكان وبلغت (- **0.036**) بينما اقل مخاطرة كانت في مصرف الأردن وبلغت (- **0.014**), أما متوسطات معامل (بيتا) للأعمال للسنوات المتبقية فكانت اقل من المعدل العام لمعامل (بيتا) المحفظة مما يدل على انخفاض المخاطرة النظامية للأعمال في هذه السنوات قياسا بالمعدل العام وهذا مؤشر جيد على اداء هذه المصارف خلال هذه السنوات وخاصة المصارف التي سجلت اقل معامل (بيتا) للأعمال.





**جدول (11)**  
**معامل بيتا للأعمال (BU) للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.053	0.218	0.166	0.002	0.053	0.134 -	0.227	0.004	0.11 -	الأردني الكويتي
0.036	0.047	0.097	0.036	0.019 -	0.351	0.119-	0.036 -	0.067 -	الإسكان للتجارة والتمويل
0.617	0.266	0.258	0.002 -	0.585 -	0.878	4.183	0.049 -	0.008 -	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.051 -	0.157 -	0.244 -	0.012 -	0.029	0.058	0.239 -	0.022	0.134	القاهرة عمان
0.003 -	0.024 -	0	0.001	0	0.087	0.059 -	0.003 -	0.024 -	العربي
0.069	0.123 -	0.052 -	0.012	0.936	0.123	0.693 -	0.067	0.289	الأهلي الأردني
0.159	0.136	0.439	0.014 -	0.268	0.316 -	0.717	0.032	0.008	الأردن

إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية \*\*\*\*\*

<b>0.126</b>	<b>0.052</b>	<b>0.095</b>	<b>0.003</b>	<b>0.097</b>	<b>0.149</b>	<b>0.574</b>	<b>0.005</b>	<b>0.032</b>	<b>المحفظة</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	----------------

## ب) تحليل المخاطرة النظامية المالية (معامل بيتا Bf):

ويمثل الجزء الثاني من المخاطرة النظامية الكلية التي تنشأ بالاعتماد على التمويل المقترض لذلك فإن ارتفاع التمويل المقترض يؤدي الى ارتفاع المخاطرة المالية للمصرف، ويبين الجدول (12) ان المعدل العام للمخاطرة النظامية المالية للمصارف المبحوثة خلال مدة الدراسة بلغت (0.806) وهي اكبر بكثير من المعدل العام لمخاطرة الأعمال وذلك يعود الى ارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية أي ارتفاع نسبة التمويل بالقروض لهذه المصارف الى مجموع التمويل فضلا عن انخفاض نسبة الضريبة في غالبية المصارف المبحوثة مع ارتفاع قليل في بعض السنوات عينة الدراسة وفي عدد قليل من المصارف مما اثر في المخاطرة النظامية المالية المتمثلة بمعامل (بيتا) وكان أعلى متوسط سجل في المصرفين الأول الاتحاد للادخار والاستثمار وبلغ (4.37) وقد تجاوز المعدل العام بفارق كبير وهذا يعود الى ارتفاع المخاطرة المالية في السنوات الأربع التالية (1997, 1998, 2001, 2002) وسجلت (29) (5.452)(2.031)(2.648) وتعد سنة (1997) هي الأكثر مخاطرة وذلك لارتفاع المخاطرة النظامية للأعمال فضلا عن الانخفاض في نسبة الضريبة في تلك السنة وارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية مما اثر سلبيا في معامل (بيتا) المالية لهذه السنة، وقل مخاطرة سجلت سنة (1999) وبلغت (-4) وجاءت متأثرة بالمخاطرة النظامية للأعمال في تلك السنة وبلغت (-0.585).

والثاني المصرف الأهلي الأردني وبلغ (1.032) وتجاوز أيضا المعدل العام لمعامل (بيتا) بالرغم من ان هذا المصرف قد سجل اقل متوسط قياسا بالمعدل العام للمخاطرة النظامية للأعمال وذلك يعود الى ارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية مما اثر سلبيا في متوسط مخاطرته المالية. وكانت أعلى مخاطرة سجلت في هذا المصرف سنة (1999) وبلغت (13.2) وذلك لارتفاع معامل (بيتا) للأعمال في تلك السنة وبلغت (0.936) فضلا عن انخفاض نسبة الضريبة مما سبب ارتفاع المخاطرة في تلك السنة وكانت اقل مخاطرة سجلت في سنة (1997) ويكاد يكون السبب السابق نفسه لكن بالعكس من ناحية معامل (بيتا) للأعمال الذي سجل (-0.693) وقد سجلت أيضا في سنة (2000) مخاطرة مقدارها (0) وذلك لارتفاع نسبة الضريبة في تلك السنة وبلغت

(100%) مما أدت الى هذه النتيجة.

أما المصارف الثلاثة التالية فقد سجلت أيضا أعلى مخاطرة إلا أنهم لم يتجاوزوا المعدل العام للمخاطرة النظامية المالية وهم مصرف الأردن الذي كان متوسطه قريبا من المعدل العام وبلغ (0.724) وهذه النتيجة معاكسة لما سجله في معامل (بيتا) للأعمال التي تجاوزت المعدل العام وبلغت (0.159) قياسا بـ (0.126) ومثلما بينها جدول رقم (11) ، وأن أعلى مخاطرة سجلت في هذا المصرف في سنة (2001) وبلغت (4.09) وجاءت متأثرة بارتفاع معامل (بيتا) ونسبة القروض الى حق الملكية فضلا عن انخفاض نسبة الضريبة مما أدى الى هذه النتيجة ، وقل مخاطرة سجلت في سنة (1998) وبلغت (-0.493) وجاءت متأثرة أيضا بانخفاض معامل (بيتا) ونسبة الضريبة في تلك السنة وسجل مخاطرة مقدارها (0) في سنة (1997) ويعود

الى ارتفاع نسبة الضريبة في تلك السنة وبلغت أيضا (**100%**) فضلا عن ارتفاع معامل (بيتا) للأعمال في تلك السنة وبلغت (**0.717**) مع ارتفاع كبير في نسبة القروض الى حق الملكية .  
والمصرف الأردني الكويتي سجل متوسطا مقداره (**0.38**) وجاءت هذه نتيجة من ارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية وانخفاض نسبة الضريبة وكانت أعلى مخاطرة سجلت في سنتي (**1997, 2002**) وبلغتا (**1.52**)(**1.678**) على التوالي وكانت هاتان النتيجتان متأثرتين بنتيجة معامل (بيتا) للأعمال لهما وكان مرتفعا أيضا وبلغ (**0.227**)(**0.218**) على التوالي إضافة الى الأسباب السابقة, واكل مخاطرة سجلت في سنتي (**1995, 1998**) وبلغتا- (**1.024**)

(- **0.687**) وجاءت بالسالب متأثرة بمعامل (بيتا) للأعمال في تلك السنتين وكانت بالسالب أيضا.

أما مصرف الإسكان للتجارة والتمويل فقد سجل أيضا مخاطرة مالية قد تكون الأقل قياسا بالمصارف الأربعة السابقة وبالمعدل العام وقد بلغت (**0.06**) وجاءت بسبب الارتفاع والانخفاض في مقدار المخاطرة المالية لهذا المصرف والتي قسمت بالتساوي خلال مدة الدراسة فكانت أربع سنوات ارتفاع في مقدار المخاطرة يقابلها أربع سنوات انخفاض مع فارق قليل لمقدار الارتفاع وهو متمثل بالمتوسط الذي سجله هذا المصرف وهذه النتيجة مشابهة لما سجله في معامل (بيتا) للأعمال, وإن أعلى مخاطرة مالية بلغت (**1.46**) في سنة (**1998**) واكل معامل (بيتا) كان في سنة (**1995**) وبلغت (- **0.805**) وكانت أعلى مخاطرة نظامية للأعمال سجلت أيضا في تلك السنة وبلغت (**0.351**) مما يؤكد تأثره بهذه النتيجة, أما اقل معامل (بيتا) للأعمال فقد سجل في سنة (**1997**) وبلغ (- **0.119**) مما يؤكد ان النتيجة السابقة جاءت متأثرة بنسبة القروض الى حق الملكية فضلا عن ذلك الانخفاض في نسبة الضريبة.

أما المصرفان المتبقيان ( القاهرة عمان والعربي ) فكانا الأقل متوسط وقد سجلا(-**0.89**) (-**0.03**) على التوالي ويعد الأخير هو الأقل لمخاطرة مالية قد سجل أعلى مخاطرة له في سنة (**1998**) وبلغت (**0.881**) وجاءت متأثرة بمعامل (بيتا) للأعمال والتي كانت أيضا مرتفعة وبلغت (**0.087**) أما اقل مخاطرة او معامل (بيتا) فقد سجل في سنة (**1997**) وبلغت (- **0.608**) وفي السنة نفسها أيضا كان معامل (بيتا) للأعمال قد سجل اقل قيمة وبلغ (**0.059**) مما يؤكد ان النتائج التي سجلها هذا المصرف من حيث المخاطرة النظامية المالية جاءت متأثرة بمعامل (بيتا) للأعمال وهذا ما يبينه جدول (**11**)(**12**).

أما مصرف القاهرة عمان فقد سجل اكبر مخاطرة مالية له في سنة (**1995**) وبلغت (**2.735**) وجاءت أيضا متأثرة بمعامل (بيتا) للأعمال في تلك السنة وكانت مرتفعة قياسا بالسنوات الأخرى المبحوثة وبلغت (**0.134**) واكل معامل (بيتا) قد سجل في سنوات (**1997, 2001, 2002**) وخاصة (**2001**) وبلغت (- **4.08**) وأيضا تأثرت هي بدورها بمعامل (بيتا) للأعمال والذي كان بالسالب وبلغ (- **0.244**) مما يدل على ان نتائج هذين المصرفين قد تأثرا بالدرجة الأساس بمعامل (بيتا) للأعمال فضلا عن ذلك ارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية

وخاصة مصرف القاهرة عمان مع انخفاض واضح في نسبة الضريبة مما أثر في نتائج معامل (بيتا) المالية لهذين المصرفين.

أما من حيث المحفظة الاستثمارية فتعد سنة (1997) الأكثر متوسطا قياسا بالمعدل العام الذي بلغ (3.03) وهذا يعود الى ارتفاع المخاطرة المالية في تلك السنة وخاصة في مصرف الاتحاد الذي سجل أكبر مخاطرة وبلغت (29) نتيجة ارتفاع معامل (بيتا) للأعمال في تلك السنة وبلغت (4.183) مع ارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية أي ارتفاع نسبة التمويل المقترض الى مجموع التمويل للمصرف مما أثر في ذلك المصرف من جهة وفي تلك السنة من جهة أخرى، وقلل مخاطرة سجلت في مصرفي الأهلي الأردني والقاهرة عمان وبلغتا (-) (4.822) (-) (3.38) مع وجود مخاطرة قيمتها (0) في مصرف الأردن.

وتليها سنة (1999) في مقدار مخاطرتها المالية إذ سجل متوسطها (1.433) وكان أعلى مخاطرة سجلت في تلك السنة كانت في المصرف الأهلي الأردني وبلغت (13.2)، أما اقل مخاطرة مالية فقد سجلت في مصرف الاتحاد وبلغتا (-) (4) مع وجود مخاطرة قيمتها (0) في مصرف العربي، أما سنة (1998) فبلغت مخاطرتها المالية (1.126) وقد تجاوزت المعدل العام وسجلت أعلى مخاطرة مالية لها في مصرف الاتحاد وبلغت (5.452) أما اقل معامل (بيتا) مالية فقد سجل في مصرف الأردني الكويتي وبلغ (-) (0.687) ومصرف الأردن وبلغ (-) (0.493).

أما اقل متوسط بالنسبة للمحفظة الاستثمارية فقد سجل في سنة (2000) وبلغ (-) (0.018) وأن أعلى مخاطرة سجلت في تلك السنة في مصرف الإسكان وبلغت (0.157) بينما اقل مخاطرة سجلت في مصرف الأردن وبلغت (-) (0.175) فضلا عن ذلك مخاطرة مقدارها (0) في مصرف الأهلي الأردني.

أما السنوات الأربع المتبقية فقد سجلت مخاطرة مالية لم تتجاوز المعدل العام (1995)، (1996, 2001, 2002) وبلغت على التوالي (0.39)(0.066)(0.384)(0.042) وهذه السنوات لم تتجاوز أيضا المعدل العام لمعامل (بيتا) للأعمال وبالأخص سنة (1999) ومثلما يبينها الجدول

(11).

ونستدل من هذا التحليل ان غالبية النتائج مرتفعة نتيجة لارتفاع نسبة التمويل المقترض الى مجموع التمويل واعتماد جميع المصارف المبحوثة بالدرجة الأساس على الاقتراض قياسا بالتمويل الممتلك مما أدى الى ارتفاع نسبة القروض الى حق الملكية فضلا عن انخفاض في نسبة الضريبة مما أدى الى ارتفاع مقدار (1-t) مع التأثير بنتائج معامل (بيتا) للأعمال حيث أدت هذه العوامل الى ارتفاع المخاطرة النظامية المالية للمصارف المبحوثة خلال مدة الدراسة.



جدول (12)  
معامل بيتا المالية (Bf) للمصارف المبحوثة  
للفترة 1995 - 2002

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.38	1.678	1.2	0.018	0.288	0.687 -	1.52	0.043	1.024 -	الأردني الكويتي
0.06	0.203	0.414	0.157	0.076	1.46	0.504 -	0.374	0.805 -	الإسكان للتجارة والتمويل
4.37	2.648	2.031	0.013 -	4 -	5.452	29	0.316	0.168	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.89 -	3.364 -	4.08 -	0.122 -	0.185	0.602	3.38 -	0.302	2.735	القاهرة عمان
0.03 -	0.21	0	0.009	0	0.881	0.608 -	0.032	0.274	العربي
1.032	2.09	0.963	0	13.2	0.671	4.822 -	0.417	1.842	الأهلي الأردني
0.724	1.43	4.09	0.175 -	0.435	0.493 -	0	0.422	0.086	الأردن
0.806	0.042	0.384	0.018 -	1.433	1.126	3.03	0.066	0.39	المحفظة





## ج) تحليل المخاطرة النظامية الكلية (معامل بيتا Bs):

تشتمل معامل (بيتا) للمخاطرة النظامية على معامل المخاطرة النظامية للأعمال ومعامل المخاطرة النظامية المالية.

ويتضح من الجدول رقم (13) ان المعدل العام للمخاطرة النظامية الكلية بلغ (0.932) وسبب الارتفاع يعود الى ارتفاع معامل المخاطرة النظامية المالية قياسا بمعامل مخاطرة الأعمال مما يؤكد اعتماد هذه المصارف بشكل عام على التمويل المقترض، وان أعلى مخاطرة نظامية سجلت كانت في مصرف الاتحاد للدخار والاستثمار وبلغت (4.988) والأهلي الأردني وبلغت

(1.101) وذلك لارتفاع مخاطرتهما المالية قياسا بالمعدل العام رغم ان مصرف الأهلي الأردني قد سجل اقل متوسط لمخاطرة الأعمال قياسا بالمعدل العام مما يعني ارتفاع المخاطرة المالية لهذا المصرف قد أدت الى هذه النتيجة ، وان أعلى مخاطرة نظامية سجلت في مصرف الاتحاد للدخار والاستثمار بلغت (33.183) في سنة (1997) ويعود سبب ذلك الى ارتفاع معامل بيتا للأعمال في تلك السنة فضلا عن ذلك اعتماد المصارف المبحوثة على التمويل المقترض قياسا بالتمتلك مما أدى الى ارتفاع معامل (بيتا) المالية والى ارتفاع معامل (بيتا) للمخاطرة النظامية، وان أدنى مخاطرة سجلت في سنة (1999) وبلغت (- 4.585) وذلك لانخفاض كل من معامل مخاطرة الأعمال والمالية في تلك السنة رغم ارتفاع التمويل المقترض، أما مصرف الأهلي الأردني فقد سجل أعلى مخاطرة نظامية له سنة (1999) وبلغت (14.515)، ذلك لارتفاع المخاطرة المالية فضلا عن مخاطرة الأعمال وكان التأثير الأكبر للمخاطرة الأولى قياسا بالثانية والجدولان (11) و(12) يوضحان ذلك، وأدنى مخاطرة نظامية سجلت في سنة (1997) وبلغت (- 5.515)، ويتضح من ذلك ان مصرف الاتحاد والأهلي الأردني قد سجلا أعلى وأدنى مخاطرة نظامية في سنة (1997) والعكس صحيح في سنة (1999) وهذا ما يبينه جدول (13).

أما اقل مخاطرة نظامية فقد كانت بالسالب وسجلت في مصرف القاهرة عمان والعربي وبلغا (- 0.941) (- 0.032) على التوالي وذلك لانخفاض معامل مخاطرة الأعمال والمالية لكلا المصرفين فقد سجل مصرف القاهرة عمان أعلى مخاطرة نظامية في سنة (1995) وبلغت (2.869) أما أدنى مخاطرة نظامية (معامل بيتا) فقد بلغت (- 4.324) في سنة (2001)، أما أعلى مخاطرة فقد سجلت في مصرف العربي كانت (0.968) في سنة (1998) واقل مخاطرة نظامية بلغت (- 0.667) في سنة (1997) وقد سجل مصرف العربي في سنة (1999, 2001) مخاطرة مقدارها (0) مما أثرت في تقليل هذه المخاطرة في ذلك المصرف.

أما المصارف الثلاثة المتبقية فقد سجلت متوسطا تم اقل من المعدل العام وبلغت على التوالي (0.433)(0.095)(0.883) في مصارف الأردني الكويتي والإسكان للتجارة والتمويل والأردن، ويعد مصرف الإسكان الأقل من بين هذين المصرفين متوسطا ولم يتجاوز هذا المصرف

المعدل العام في معامل المخاطرة النظامية للأعمال والمالية وقد سجل أعلى مخاطرة نظامية في سنة (1998) وبلغت (1.811) في حين كانت أدنى مخاطرة نظامية سجلت في سنة (1995) وبلغت (-0.872).

أما المصرف الأردني الكويتي فقد يكون الأفضل قياسا بمصرف الأردن من حيث مخاطرته النظامية وهي تقريبا نصف مخاطرة مصرف الأردن ولم يتجاوز هذا المصرف أيضا المعدل العام وكان متوسط معامل مخاطرة الأعمال قريبا من متوسط مصرف الإسكان إلا ان متوسط مخاطرته المالية قد تجاوز كثيرا متوسط ذلك المصرف مما أدى الى ارتفاع كبير في المخاطرة النظامية (معامل بيتا) له قياسا بمصرف الإسكان, وقد سجل أعلى مخاطرة له في سنة (2002) وبلغت (1.896) بينما أدنى مخاطرة سجلت في سنة (1995) وبلغت (-1.134).

أما مصرف الأردن فقد سجل اقل متوسط قياسا بالمعدل العام على الرغم من ان معامل مخاطرة الأعمال قد تجاوز المعدل العام إلا ان معامل المخاطرة المالية كان اقل من المعدل العام مما قلل من متوسط المخاطرة لهذا المصرف على الرغم من ارتفاعه قياسا بالمصارف الأربعة السابقة, وقد سجل أعلى مخاطرة نظامية له في سنة (2001) وبلغت (4.529) وذلك لارتفاع المخاطرة المالية في تلك السنة قياسا بالسنوات الأخرى المبحوثة, أما المخاطرة النظامية للأعمال فقد كانت اقل من سنة (1997), أما أدنى مخاطرة نظامية (معامل بيتا) سجلت سنة (1998) وبلغت (-0.809) وذلك لانخفاض معامل المخاطرة الأعمال والمالية في تلك السنة مما اثر في تقليل هذه المخاطرة.

أما من حيث السنوات فقد تكون السنوات الثلاث المتتالية الأكثر مخاطرة قياسا بالمعدل العام وهي (1997, 1998, 1999) وذلك لارتفاع معامل المخاطرة المالية في تلك السنوات قياسا بالمعدل العام فضلا عن الارتفاع في معامل مخاطرة الأعمال في سنتي (1997, 1998) قياسا بالمعدل العام مما اثر ذلك في ارتفاع المخاطرة النظامية في تلك السنوات الثلاث, وتعد سنة (1997) هي الأكثر مخاطرة وبلغت (3.603) قياسا بالسنوات الأخرى وبالمعدل العام وكانت أعلى مخاطرة نظامية سجلت في مصرف الاتحاد وبلغت (33.183) في حين كانت أدنى مخاطرة سجلت في مصرف الأهلي الأردني وبلغت (-5.515).

في حين في سنة (1999) بلغ متوسط المخاطرة النظامية لمحفظة المصارف (1.530) وكانت أعلى مخاطرة سجلت في المصرف الأهلي الأردني وبلغت (14.136) في حين كانت أدنى مخاطرة سجلت في مصرف الاتحاد وبلغت (-4.585) وتعد هذه السنة معاكسة للسنة السابقة من حيث الأعلى والأدنى مخاطرة نظامية وقد سجلت في هذين المصرفين.

أما سنة (1998) فقد بلغت مخاطرتها (معامل بيتا) (1.276) وكانت أعلى مخاطرة سجلت في مصرف الاتحاد للدخار والاستثمار وبلغت (6.33) وذلك لارتفاع المخاطرة المالية فضلا عن ذلك مخاطرة الأعمال في حين كانت أدنى مخاطرة نظامية سجلت في مصرف الأردن الكويتي وبلغت (-0.821) وذلك لانخفاض في المخاطرة المالية فضلا عن ذلك انخفاض معامل مخاطرة الأعمال في تلك السنة مما اثر في انخفاض المخاطرة النظامية لذلك المصرف.

في حين سجلت سنة (2000) اقل مخاطرة نظامية وكانت بالسالب وبلغت (-0.015) وكانت أعلى مخاطرة نظامية سجلت في مصرف الإسكان وبلغت (0.193) بينما كانت أدنى

مخاطرة قد سجلت في مصرف الأردن وبلغت (- **0.189**) وكان سببها انخفاض المخاطرة المالية في تلك السنة وبلغت (- **0.02**) مما اثر في انخفاض المخاطرة النظامية (معامل بيتا) في تلك السنة على الرغم من ان معامل المخاطرة النظامية للأعمال قد بلغ (**0.003**). أما السنوات الأربع المتبقية فقد سجلت اقل مخاطرة نظامية قياسا بالمعدل العام, وتعد سنة (**2001**) الأعلى من بين هذه السنوات وبلغ (**0.479**) وكانت أعلى مخاطرة نظامية سجلت في مصرف الأردن في حين كانت أدنى مخاطرة قد سجلت في مصرف القاهرة عمان وبلغت (- **4.324**).

أما سنة (**1995**) فقد سجلت اقل متوسط من السنة السابقة بفارق قليل نسبيا وبلغت (**0.421**) وكانت أعلى مخاطرة سجلت في مصرف القاهرة عمان وبلغت (**2.869**) في حين كانت أدنى مخاطرة نظامية سجلت في مصرف الأردني الكويتي وبلغت (- **1.134**) وكلا المصرفين لم يتجاوز متوسطها المعدل العام ويعد مصرف القاهرة عمان الأقل مخاطرة قياسا بالمصارف المتبقية وبالمعدل العام, وتعد هذه السنة الأعلى مخاطرة التي سجلت فيها وكذلك الحال ولكن على خلاف المصرف الأردني الكويتي إذ سجل اقل مخاطرة له في تلك السنة.

أما في السنتين المتبقيتين فقد سجل اقل متوسط قياسا بالسنوات الأخرى عدا سنة (**2000**) وقد كانت متقاربة بعض الشيء في المخاطرة النظامية (معامل بيتا) ومعامل المخاطرة النظامية المالية وجدول رقم (**12**) و(**13**) يوضح ذلك, وقد بلغت المخاطرة النظامية سنة (**1996**) (**0.071**) بينما في سنة (**2002**) بلغت (**0.094**) وكانت أعلى مخاطرة نظامية سجلت في سنة (**1996**) في مصرف الأهلي الأردني وبلغت (**0.484**) بينما أعلى مخاطرة في سنة (**2002**) سجلت في مصرف الاتحاد للادخار والاستثمار وبلغت (**2.914**) وذلك لارتفاع معامل المخاطرة المالية والأعمال في هذا المصرف في تلك السنة مما أدى الى ارتفاع المخاطرة النظامية لذلك المصرف وينطبق الحال نفسه على المصرف الأهلي الأردني, أما أدنى مخاطرة في سنة

(**1996**) فقد سجلت في مصرف الإسكان وبلغت (- **0.41**) بينما أدنى مخاطرة في سنة (**2002**) فقد سجلت في مصرف القاهرة عمان وقد بلغت (- **3.521**) وذلك لانخفاض معامل المخاطرة النظامية المالية والأعمال في كلا المصرفين مما أدى الى انخفاض المخاطرة النظامية لهذين المصرفين في كلا السنتين.

ونستدل من هذا التحليل ان اعتماد جميع المصارف المبحوثة على التمويل المقترض قياسا بالتمويل الممتلك مما أدى الى ارتفاع معامل المخاطرة النظامية المالية وبالتالي الى ارتفاع المخاطرة النظامية الكلية (معامل بيتا **Bs**), وعلى الرغم من أن هذا الارتفاع إلا ان هناك مصارفاً لم تتجاوز المعدل العام في حين هناك مصرفين قد تجاوزا المعدل العام هما الاتحاد للادخار والاستثمار والأهلي الأردني وكانا الأعلى مخاطرة نظامية .



**جدول (13)**  
**المخاطرة النظامية الكلية (Bs) للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.433	1.896	0.366	0.02	0.341	0.821 -	1.747	0.047	1.134 -	الأردني الكويتي
0.095	0.25	0.511	0.193	0.095	1.811	0.623	0.41 -	0.872 -	الإسكان للتجارة والتمويل
4.988	2.914	2.289	0.015 -	4.585 -	6.33	33.183	0.365	0.16	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.941 -	3.521 -	4.324 -	0.134 -	0.214	0.66	3.619	0.324	2.869	القاهرة عمان
0.032 -	0.234	0	0.01	0	0.968	0.667 -	0.035	0.298	العربي
1.101	2.213	1.015	0.012	14.136	0.794	5.515 -	0.484	2.131	الأهلي الأردني
0.883	1.566	4.529	0.189 -	0.703	0.809 -	0.717	0.454	0.094	الأردن
0.932	0.094	0.479	0.015 -	1.530	1.276	3.603	0.071	0.421	المحفظة



## ثانياً: - تحليل المخاطرة الانظامية: -

ويحتسب هذا المؤشر من خلال طرح المخاطرة النظامية من المخاطرة الكلية\* , وتعد هذه المخاطرة خاصة بكل مصرف ويمكن تفاديها بتتنوع الاستثمارات.

ويتضح من الجدول رقم (14) ان المخاطرة اللانظامية للمحفظة بلغت (0.000026) وان أعلى مخاطرة لا نظامية هي التي تواجه مصرف الاتحاد للدخار والاستثمار وكانت (0.0009711) والأهلي الأردني فكانت (0.000526) والأردن (0.000168) وذلك لارتفاع المخاطرة الكلية والنظامية في تلك المصارف مما أدى الى ارتفاع هذه المخاطرة قياسا بالمصارف الأخرى, ويعد مصرف الاتحاد الأعلى مخاطرة لا نظامية قياسا بالمصرفين الأخرين وقد سجل أعلى مخاطرة له في سنة (1997) وبلغت (0.000544) وذلك لارتفاع المخاطرة الكلية في تلك السنة نتيجة تعرض هذا المصرف لخسارة كبيرة قياسا بالسنوات الأخرى المبحوثة, وان أدنى مخاطرة لا نظامية سجلت في سنة (2000) وبلغت (0.000000035) وان انخفاض هذه المخاطرة جاء نتيجة الانخفاض في المخاطرة الكلية, في حين سجل مصرف الأهلي الأردني أعلى مخاطرة له في سنة (1999) وبلغت (0.000332) وان أدنى مخاطرة سجلت في سنة (2001) فقد بلغت (0.00000105), أما مصرف الأردن فقد سجل أعلى مخاطرة له في سنة

(2001) وبلغت (0.000073) وجاءت نتيجة الارتفاع في المخاطرة الكلية في تلك السنة مما أدى الى ارتفاع المخاطرة اللانظامية فيها أما أدنى مخاطرة فسجلت في سنة (1995) وبلغت (0.0000000874) وهي نتيجة معاكسة لسنة (2001).

أما أدنى مخاطرة لا نظامية فقد سجلت في المصرف العربي وبلغت (0.0000034) وذلك لانخفاض المخاطرة الكلية لذلك المصرف بالرغم من ارتفاع معدلات العائد فضلا ذلك انخفاض المخاطرة النظامية له, وقد سجل أعلى مخاطرة لا نظامية له في سنة (1998) وبلغت (0.0000019397) وذلك لارتفاع معدل العائد في تلك السنة عن المتوسط وهذا أدى الى ارتفاع المخاطرة الكلية وبالتالي الى ارتفاع المخاطرة اللانظامية, أما أدنى مخاطرة فقد سجلت في سنتي (1999, 2001) وبلغت (0) وذلك لتساوي معدل العائد في تلك السنتين مع المتوسط وبالنتيجة يكون مقدار المخاطرة الكلية (0) فضلا عن المخاطرة النظامية.

أما المصارف الثلاثة المتبقية فقد تكون متقاربة بعض الشيء وخاصة المصرف الأردني الكويتي والإسكان وذلك لتقارب المخاطرة الكلية لهما وقد سجلا (0.000073) (0.0000704) على التوالي فضلا عن تقارب متوسطات العائد لهذين المصرفين مما يؤدي الى تقارب المخاطرة اللانظامية لهذين المصرفين أكثر من مصرف القاهرة عمان, وقد سجل المصرف الأردني الكويتي أعلى مخاطرة له سنة (2002) وبلغت (0.00003905) أما

\* وتحسب وفق القانون التالي : ( Copeland & weston , 1979 : 165 )

Unsystematic Risk = Total Risk – Systematic Risk.

مصرف الإسكان فقد كانت المخاطرة له سنة (1998) وبلغت (0.00003095), في حين ان أدنى مخاطرة سجلت في المصرف الأردني الكويتي سنة (2000) وبلغت (0.000000039) أما مصرف الإسكان فكانت (0.000000145) في سنة (1999) أما مصرف القاهرة عمان فقد سجلت مخاطرتها اللانظامية (0.0000766) وكانت أعلى مخاطرة لا نظامية لها سجلت في سنة (1995) وبلغت (0.000024264) في حين ان أدنى مخاطرة سجلت سنة (1999) وبلغت (0.0000003256) ويعد هذا المصرف الأعلى مخاطرة كلية نظامية ولا نظامية من المصارف الثلاثة (العربي والإسكان والأردني الكويتي) على الرغم من انخفاض متوسط عائد هذا المصرف قياسا بتلك المصارف.

ويستدل من هذا التحليل ان نتائج المخاطرة اللانظامية جاءت مطابقة مع نتائج المخاطرة الكلية ومعنى ذلك ان المصارف التي حققت اقل مخاطرة كلية وهي (العربي والإسكان والأردني الكويتي والقاهرة عمان) كانت اقل مخاطرة لا نظامية والعكس صحيح على الرغم من ارتفاع متوسطات العائد في ثلاثة مصارف قياسا بالمعدل العام مثلما يبينه الجدول (8) وانخفاض معامل المخاطرة النظامية للأعمال في تلك المصارف الأربع واضح من الجدول (11) مما أدى الى انخفاض المخاطرة اللانظامية للمصارف المذكورة والجدول (14) يوضح ذلك.



**جدول (14)**  
**المخاطرة اللانظامية للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المجموع	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.000073	0.00003905	0.00001043	0.000000039	0.000001095	0.00000455	0.00000149	0.000000169	0.00001631	الأردني الكويتي
0.0000704	0.00000191	0.000003614	0.00001364	0.000000145	0.00003095	0.00000042	0.00001364	0.000006066	الإسكان للتجارة والتمويل
0.0009711	0.0000574	0.00002626	0.000000035	0.000128	0.0001894	0.000544	0.000025931	0.000000079 5	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.0000766	0.000019989 4	0.000022559 1	0.000001694 1	0.000000325 6	0.000000862 1	0.000001658 1	0.000005280 2	0.000024264	القاهرة عمان
0.0000034	0.000000466 4	0	0.000000009 97	0	0.000001939 7	0.000000107 3	0.000000089 7	0.000000786 4	العربي
0.000526	0.00001234	0.00000105	0.000001434 1	0.000332	0.00000379	0.00001395	0.000047426	0.000113215 7	الأهلي الأردني
0.000168	0.00001524	0.000073	0.000002242	0.000027305	0.00002506	0.0000149	0.000010848	0.000000087 4	الأردن

إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية \*\*\*\*\*

0.000026	0.00000183	0.00000358	0.000000159	0.00000366	0.00000475	0.000010875	0.000000158	0.00000116	المحفظة
----------	------------	------------	-------------	------------	------------	-------------	-------------	------------	---------

## ثالثاً:- تحليل المخاطرة الكلية:-

يحتسب هذا المؤشر من خلال الاعتماد على معدل عائدات المصارف خلال مدة الدراسة ، من خلال طرح العائد في كل مدة من متوسط عائد المصرف وتربيع الناتج وان جذر هذا المقدار يمثل الانحراف المعياري لكل مدة في كل مصرف وان مجموع التباينات خلال المدة المبحوثة تمثل تباين المصرف وان مجموع تباينات متوسطات العوائد في كل سنة يمثل تباين محفظة السوق التي تسجل قيمتها (**0.000041**) وهذه القيمة مهمة في احتساب معامل (البيتا) للأعمال ويمثل تباين كل مصرف من المخاطرة الكلية له، ويكشف الجدول (**15**) ان أعلى مخاطرة هي التي تواجه مصرف الاتحاد وقد بلغت (**0.001711**) والأردن وبلغت (**0.000205**) والأهلي الأردني وبلغت (**0.000586**) قياساً بالمصارف الأخرى لأنها تمتلك أعلى تباين، ففي مصرف الاتحاد كانت أعلى مخاطرة سجلت فيها سنة (**1997**) وبلغت (**0.001225**) و(**1998**) وبلغت

(**0.000225**) و(**1999**) وبلغت (**0.000144**) بالرغم من ارتفاع عائدها في سنتي (**1998**, **1999**) قياساً بمتوسط عائدها إلا أنها تعرضت قبل هاتين السنتين الى انخفاض معدل عائدها في سنتي (**1996**, **1997**) وخاصة الأخيرة وكانت هي الأكبر إذ سجلت قيمتها (-**0.034**) مما اثر سلبياً في عائدات هاتين السنتين بالرغم من تفاوت ارتفاع هذا المصرف في السنوات الثلاث الأخيرة وخاصة في سنة (**2000**, **2001**) والجدول (**8**) يوضح ذلك، فضلاً عن عائدها في السنة الأولى من مدة الدراسة و كان تأثيره الايجابي ضئيلاً قياساً بمستوى الخسارة في معدل العائد الذي تعرض له هذا المصرف، أما اقل مخاطرة (تباين) فكانت سنتي (**1995**, **2000**) وذلك لتقارب عائدات هاتين السنتين من متوسط عائد المصرف.

أما مصرف الأردن فكان يلي المصرف السابق بدرجة المخاطرة وان أعلى مخاطرة تباين سجلت له كانت في سنة (**2001**) وكانت (**0.000081**) بينما كانت السنوات (**1996**, **1997**, **1998**, **1999**, **2002**) متقاربة بعض الشيء فيما بينها بالرغم من تفاوت معدل عائدات هذه السنوات فيما بينها من جهة وبمتوسط عائد المصرف من جهة أخرى، بينما شهدت سنة (**2001**) أعلى مخاطرة نتيجة ارتفاع معدل عائدها عن متوسط العائد للمصرف بمقدار (**0.009**) مما جعلها أكثر مخاطرة قياساً بالسنوات الخمس السابقة، بينما في سنتي (**1995**, **2000**) فكانت المدة نفسها التي شهد فيها مصرف الاتحاد انخفاض المخاطرة الكلية (التباين) وذلك لتقارب عائدات هاتين السنتين من متوسط العائد وخاصة سنة (**1995**) والجدولان (**8**, **15**) يوضحان ذلك.

ويعد مصرف الأردن هو الأفضل قياساً بالمصرفين (الاتحاد والأهلي الأردني) وذلك لأن متوسط عائد المصرف خلال مدة الدراسة مساوٍ لمتوسط عائد المحفظة ولكن أكثر مخاطرة من المصرف الأهلي الأردني ، وأن أعلى مخاطرة كلية سجلها المصرف الأخير سنة (**1999**) وبلغ

(0.00036864) بينما اقل مخاطرة كلية (تباين) كان في سنة (2001) وبلغ (0.00000116).

أما المصارف الثلاث (الأردني الكويتي والإسكان والقاهرة عمان) فهي متقاربة بعض الشيء وكان الأكبر مخاطرة كلية هو مصرف القاهرة عمان وسجل (0.000083) وان أعلى مخاطرة سجلت في السنوات (1995, 2001, 2002) وكانت مخاطرة السنتين (1995, 2001) متساويتين وبلغت (0.0025) بالرغم من اختلاف معدل العائد لهاتين السنتين وتبلغ (0.008)

(- 0.002) على التوالي أما مخاطرة سنة (2002) فبلغت (0.000021) بالرغم من انخفاض معدل العائد في تلك السنة وسجل (- 0.0016) أما اقل مخاطرة كلية (تباين) فكانت

في سنة (1999) وبلغت (0.00000036) مع انخفاض في معدل عائدها عن متوسط عائد المصرف أما السنوات الأربع المتبقية فقد تكون متقاربة أيضا فمثلا سنتا (1996, 1997) متقاربتين بعض الشيء وبلغتا (0.0000053)(0.0000004) وذلك لتقارب معدلات عائديهما وينطبق الأمر نفسه على سنتي (1998, 2000) ولكن أكثر تقاربا والجدولان (8) و(14) يوضحان ذلك مع العلم ان هذه السنوات قد سجلت اقل مخاطرة من السنوات الثلاث السابقة (1995, 2001, 2002).

أما المصرفان الأخريان (الأردني الكويتي والإسكان) فقد سجلا (0.000079) (0.000077) على التوالي وكلاهما اقل مخاطرة من المصرف السابق بالرغم من تسجيلهما أعلى متوسط عائد قياسا بالمصارف السابقة وبالمعدل العام لمحفظة السوق والجدول (8) يوضح ذلك، ويعد المصرف العربي الأقل مخاطرة كلية (تباين) من بين المصارف المبحوثة وقد سجل (0.0000004) واقل من تباين عائد محفظة السوق وان أعلى قيمة سجلت في سنة (1998) وكانت (0.00000225) بينما شهدت السنتان (1999, 2001) اقل مخاطرة وكانت قيمتهما

(0) في كلتا السنتين وذلك لان عائدات هاتين السنتين متساويتا مع متوسط عائد المصرف، فضلا عن عائدات هذا المصرف خلال مدة الدراسة التي سجلت قيم متقاربة مع متوسط عائد المصرف. ويتبين من التحليل ان المصارف التي حققت أعلى معدلات عائد ويوضحها الجدول (8) قد سجلت اقل مخاطرة كلية قياسا بالمصارف الأخرى المبحوثة وكان مصرف الإسكان للتجارة والتمويل هو الأقل مخاطرة بعد العربي وأعلى معدل عائد ويضاف إليه مصرف القاهرة عمان الذي جاء بعد المصرف الأردني الكويتي من حيث مخاطرته الكلية بالرغم من انخفاض متوسط عائده عن المعدل العام لعائد محفظة السوق، وكان المصرف الأردني الكويتي الأفضل من حيث درجة مخاطرته الكلية (التباين) من المصارف عينة الدراسة عدا المصرفين (الإسكان والعربي) ولكن أفضل من المصرف العربي من حيث متوسط العائد بفارق قليل (0.0001).



جدول (15)  
المخاطرة الكلية للمصارف المبحوثة  
للفترة 1995 - 2002

المجموع	السنة								المصرف
	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.000079	0.000041	0.00001156	0.00000004	0.00000121	0.00000529	0.00000361	0.00000016	0.00001681	الأردني الكويتي
0.000077	0.000002	0.000004	0.0000137	0.00000016	0.000036	0.000001	0.0000137	0.00000625	الإسكان للتجارة والتمويل
0.001711	0.000061	0.00003	0.00000004	0.000144	0.000225	0.001225	0.000026	0.00000009	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.000083	0.000021	0.000025	0.0000017	0.00000036	0.000001	0.000004	0.0000053	0.000025	القاهرة عمان
0.000004	0.00000049	0	0.00000001	0	0.00000225	0.00000025	0.00000009	0.00000081	العربي
0.000586	0.00001296	0.00000116	0.00000144	0.00036864	0.00000441	0.00003364	0.00004761	0.00011664	الأهلي الأردني
0.000205	0.000016	0.000081	0.00000225	0.00003025	0.00002916	0.000036	0.00001089	0.00000009	الأردن

\*\*\*\*\*إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية\*\*\*\*\*

0.000041	0.00000196	0.000004	0.00000016	0.000004	0.00000576	0.00002401	0.00000016	0.00000121	المحفظة
----------	------------	----------	------------	----------	------------	------------	------------	------------	---------

## المبحث الثالث

### تحليل كلف التمويل

#### أولاً: - تحليل كلفة التمويل الممتمك:

ويمثل معدل العائد المطلوب المحسوب بنموذج (CAPM) والمبين في الجدول رقم (9) وكلفة التمويل الممتمك (Ke) والذي يأخذ المخاطرة بنظر الاعتبار.

ويتضح من الجدول (16) ان المعدل العام لكلفة التمويل بلغت (0.005) والمصارف التي تجاوزت هذا المعدل وسجلت أعلى متوسط لهذه الكلفة تمثلت بمصرف الإسكان للتجارة والتمويل وبلغت (0.0089) وذلك لارتفاع نسبة التمويل الممتمك الى مجموع التمويل خلال مدة الدراسة وبلغت (13%) , فضلاً عن ذلك ارتفاع معدل العائد المطلوب الذي بلغ (0.071) لهذا المصرف قياساً بالمعدل العام البالغ (0.064) ونستدل من ذلك ان هذا المصرف على الرغم من انخفاض هذه النسبة إلا انه الأكثر اعتماداً على التمويل الممتمك وان أعلى كلفة سجلت في سنة (1997) وبلغت

(0.01376) وذلك لارتفاع نسبة التمويل الممتمك في تلك السنة فضلاً عن ارتفاع معدل العائد المطلوب, أما أدنى كلفة فقد سجلت في سنة (1996,1995) وبلغت (0.0063) وذلك لانخفاض نسبة التمويل الممتمك في تلك السنتين على الرغم من ارتفاع معدل العائد المطلوب قياساً بالسنة التي تليها وجدول رقم (9) يبين ذلك.

أما المصارف التي تجاوزت المعدل العام أيضاً فكانت في المصرف الأردني الكويتي وبلغت (0.00637) والعربي وقد بلغ (0.00518) والأهلي الأردني وقد بلغ (0.00511) وان المصرفين الأخيرين كانت نسبة تمويلهما الممتمك متساوية وبلغت (7%) الى مجموع التمويل, وان الفرق القليل في متوسط معدل العائد المطلوب في كليهما والبالغ في المصرف العربي (0.073) بينما الأهلي الأردني (0.067) ولهذا الأثر في تقارب كلفة التمويل الممتمك أيضاً وان أعلى كلفة سجلت في المصرف العربي كانت في سنة (1998) وبلغت (0.00581) بينما في المصرف الأهلي الأردني في سنة (1997) بلغت (0.0117) وذلك لارتفاع معدل العائد المطلوب فضلاً عن نسبة التمويل الممتمك.

أما أدنى كلفة فقد سجلت في المصرف العربي سنة (2001) وبلغت (0.004) بينما في المصرف الأهلي الأردني في سنة (1999) وقد سجلت (0.00066).

في حين يعد مصرف الأردن الكويتي الأكثر كلفة بعد مصرف الإسكان وذلك لارتفاع نسبة التمويل الممتمك قياساً بالمصارف المتبقية باستثناء مصرف الاتحاد رغم ان معدل عائده كان اقل من مصرف العربي والقاهرة عمان ومساويا لمصرف الإسكان والجدول رقم (9) يبين ذلك, وان أعلى كلفة سجلت في هذا المصرف كانت سنة (1998) وقد بلغت (0.0101) وذلك لارتفاع



ومعدل العائد المطلوب الذي بلغ (0.101) في حين كانت أدنى كلفة سجلت في سنة (2002) وبلغت

(0.0036) , أما اقل كلفة تمويل الممتلك فقد سجلت في مصرف الاتحاد للائحة والاسثمار وبلغت (0.00252) رغم ارتفاع نسبة التمويل الممتلك وكانت (10.5%) إلا ان هذه النسبة لم تؤثر كثيرا في كلفة التمويل الممتلك مع انخفاض في معدل العائد المطلوب لذلك المصرف وقد بلغ (0.03) وان أعلى كلفة سجلت في سنة (1999) وقد بلغت (0.01476) أما أدنى كلفة سجلت كانت سنة (1997) وقد بلغت (-0.02652) وذلك لانخفاض معدل العائد المطلوب وكانت قيمتها (-0.221) مما اثر في انخفاض تلك الكلفة رغم ارتفاع نسبة التمويل الممتلك في تلك السنة.

أما المصرفان المتبقيان فهما مصرف القاهرة عمان وقد بلغ متوسط كلفته (0.00308) ومصرف الأردن وقد بلغ (0.00384) وسجلا اقل من المعدل العام رغم ارتفاع معدل العائد المطلوب للأول وكان الأعلى قياسا بالمصارف عينة الدراسة إلا ان نسبة تمويله الممتلك كانت ضئيلة وبلغت (4%) مما أثر في انخفاض هذه الكلفة, وقد سجل أعلى كلفة له سنة (1998) وبلغت (0.0034) رغم ان معدل عائده المطلوب اقل من السنة التي تسبقه مثلما يبينه الجدول رقم (9) إلا ان نسبة تمويله الممتلك كانت عالية مما أدى الى ارتفاع هذه الكلفة بفارق قليل عن النسبة التي تسبقه وجدول رقم (16) يوضح ذلك, أما أدنى كلفة فقد سجلت في سنة (2002) وبلغت (0.0027) رغم ارتفاع نسبة تمويله الممتلك قياسا بسنة (1995) إلا ان انخفاض معدل هذه السنة أثر في انخفاض هذه الكلفة بفارق قليل أيضا عن السنة التي تسبقه .

في حين كان مصرف الأردن قد بلغ متوسطه (0.00384) فضلا عن انخفاض نسبة تمويله الممتلك وقد اثر أيضا في تخفيض هذه الكلفة وقد بلغت (6%) وان أعلى كلفه سجلت كانت في سنة (1998) وبلغت (0.00696) لارتفاع المعدل فضلا عن نسبة التمويل مما أدى الى ارتفاع هذه الكلفة في حين ان أدنى كلفه سجلت في سنة (1997) وبلغت (0.00156) على الرغم من تساوي نسبة تمويله مع سنة (1998) إلا ان انخفاض معدل عائده المطلوب قد اثر بشكل كبير في تخفيض هذه الكلفة.

أما من حيث السنوات فتعد محفظة المصارف في السنوات (1995, 1996, 1998, 1999, 2000) الأكثر كلفة قياسا بالمعدل العام وخاصة سنة (1999) وقد بلغت (0.00674) وأعلى كلفة سجلت في مصرف الاتحاد وبلغت (0.01476) في حين كانت أدنى كلفة في مصرف الأهلي الأردني وبلغت (0.00066) وفي سنة (1998) بلغت (0.00645) وأعلى كلفة في المصرف الأردني الكويتي وبلغت (0.0101) أما أدنى كلفة فقد سجلت في مصرف الاتحاد وبلغت (0.00208) على الرغم من ارتفاع نسبة التمويل الممتلك في تلك السنة إلا ان انخفاض معدل العائد قد اثر بشكل كبير في تخفيض هذه الكلفة في تلك السنة, أما سنة (1996) فقد بلغت (0.00615) وهي أيضا مرتفعة نتيجة الارتفاع في كلفة التمويل لمصرف الاتحاد وقد سجلت

(0.01035) وذلك لارتفاع كلا من المعدل الذي بلغ (0.09) ونسبة التمويل, في حين كانت أدنى كلفة في تلك السنة في مصرف القاهرة عمان وبلغت (0.002905) على الرغم من ارتفاع معدل عائدها المطلوب إلا ان انخفاض نسبة التمويل الممتمك وخصوصا في ذلك المصرف قد أدى الى انخفاض هذه الكلفة بشكل خاص ومتوسط الكلفة بشكل عام لهذا المصرف.

أما سنتنا (1995, 2000) فتعد متقاربة وقد سجلت على التوالي (0.00523)(0.0053) وكانت أعلى كلفة في سنة (1995) فقد سجلت في المصرف الأردني الكـ وبيتي وبلغت

(0.00744) في حين سنة (2000) كانت في مصرف الإسكان وقد بلغت (0.009135) أما أدنى كلفة في سنة (1995) فسجلت في مصرف القاهرة عمان وقد بلغت (0.00259) أما في سنة (2000) فقد سجلت في مصرف القاهرة عمان أيضا وبلغت (0.0033) وهي مساوية لـ

(2001) وذلك لتقارب كل من معدل العائد المطلوب ونسبة التمويل الممتمك لكلا السنتين لهذا المصرف.

أما أدنى كلفة سجلت في محفظة المصارف فكانت في سنة (1997) وبلغت (0.0023) وكان سبب هذا الانخفاض هو مصرف الاتحاد وقد سجلت كلفته بالسالب مما اثر بشكل كبير في تخفيض هذه الكلفة في تلك السنة على الرغم من ان أعلى عائد قد سجل في مصرفين هما الإسكان وقد بلغ (0.01376) ومصرف الأهلي الأردني وقد بلغ (0.0117).

أما سنتنا (2001, 2002) فقد سجلت كلفتاهما على نحو متقارب وبلغت على التوالي (0.00388)(0.0048), وذلك لتقارب معدل عائديهما وقد بلغا (0.046) (0.048), وان أعلى كلفة سجلت كانت في سنة (2001) كانت في مصرف الإسكان وبلغت (0.0069) في حين كانت سنة (2002) في المصرف نفسه على الرغم من انخفاض معدل العائد المطلوب في كلا السنتين والجدول (9) يوضح ذلك, إلا ان نسبة تمويل الممتمك كان مرتفعا قياسا بالسنوات المبحوثة مما اثر في ارتفاع هذه الكلفة وقد بلغت (0.0075), في حين ان أدنى كلفة سجلت كانـ

(2001) في مصرف الأردن وقد بلغت (0.002325) في حين سنة (2002) كانت في المصرف الأهلي الأردني وقد بلغت (0.002475).

ونستدل من هذا التحليل ان المصارف المبحوثة لم تعتمد بالدرجة الأساس على التمويل الممتمك على الرغم من ارتفاع نسبتها في بعض المصارف إلا أنها تعد لا شئ قياسا بالتمويل المقترض مما اثر قليلا في كلفة التمويل الموزونة كما نستدل على ذلك أيضا من المصارف التي حققت أعلى معدلات العائد المطلوب قياسا بالمعدل العام فقد سجلت أعلى كلفة تمويل ممتك على الرغم من اختلاف نسبة التمويل الممتمك الى مجموع التمويل, ويستنتى من ذلك مصرف الأردن الذي كان متوسط العائد المطلوب قريبا من المعدل العام ومصرف القاهرة عمان وذلك لانخفاض نسبة تمويله قياسا بالمصارف عينة الدراسة.



**جدول (16)**  
**كلفة التمويل الممتلك للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 – 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.00637	0.0036	0.004085	0.004875	0.0076	0.0101	0.0066	0.00672	0.00744	الأردني الكويتي
0.0089	0.0075	0.0069	0.009135	0.011745	0.0096	0.01376	0.0063	0.0063	الإسكان للتجارة والتمويل
0.00252	0.0036	0.004	0.006825	0.01476	0.00208	0.02652 -	0.01035	0.0051	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.00308	0.0027	0.0033	0.0033	0.0032	0.0034	0.00329	0.002905	0.00259	القاهرة عمان
0.00518	0.00459	0.004	0.0052	0.0056	0.00581	0.00574	0.0051	0.0054	العربي
0.00511	0.002475	0.0026	0.00352	0.00066	0.0072	0.0117	0.0072	0.00558	الأهلي الأردني
0.00384	0.0033	0.002325	0.00429	0.0036	0.00696	0.00156	0.00451	0.00420	الأردن
0.005	0.00396	0.00388	0.0053	0.00674	0.00645	0.0023	0.00615	0.0523	المحفظة



## ثانياً: تحليل كلفة التمويل المقترض:

تعد نسبة الفائدة الرسمية السنوية على القروض والتي يقصد فيها [ مجموع المطلوبات ( القروض والودائع ) ] هي كلفة التمويل المقترض (kd) ولحسابها تم الاعتماد على نسبة أسعار الفائدة لهذه الدولة والمبينة في الجدول (5).

ويتضح من جدول (17) ان المعدل العام لهذه الكلفة قد بلغ (0.04617) والمصارف التي تجاوزت هذا المعدل سجلت أعلى متوسط لها وتمثلت بمصرف الاتحاد للادخار والاستثمار وبلغ (0.05666) ومصرف العربي وقد بلغ (0.05195) ومصرف الإسكان وقد بلغ (0.04952) ومصرف الأردني الكويتي وبلغ (0.04853) ويعد مصرف الاتحاد الأعلى كلفة على الرغم من انه كان الأقل كلفة قياساً بالمصارف وبالمعدل العام في تمويله الممتمك وهذا يؤكد اعتماد هذا المصرف بالدرجة الأساس على التمويل المقترض في استثماراته وبلغت نسبة هذا التمويل الى مجموعه (89.5%) وان أعلى كلفة سجلت كانت في سنة (1996) وبلغت (0.07447) وذلك لارتفاع نسبة التمويل في تلك السنة فضلاً عن نسبة الفائدة السنوية التي بلغت

(8.5%) مما أثرت في ارتفاع هذه الكلفة قياساً بالسنوات المبحوثة، أما أدنى كلفة سجلت فكانت سنة (2001) وبلغت (0.03892) على الرغم من ارتفاع نسبة التمويل في تلك السنة إلا ان انخفاض نسبة الفائدة والتي بلغت (5%) كان السبب الرئيس في انخفاض هذه الكلفة. أما المصرف العربي فقد كانت نسبة تمويله المقترض الى مجموع تمويله أعلى من المصرف السابق وبلغت (93%) ويتضح من ذلك الاعتماد الكبير لهذا المصرف على التمويل المقترض في استثماراته وقد سجل أعلى كلفة له في سنة (1998) وبلغت (0.06361) وذلك لارتفاع نسبة الفائدة السنوية وبلغت (9%) قياساً بسنوات عينة الدراسة فضلاً عن ارتفاع نسبة التمويل المقترض، في حين كانت أدنى كلفة سجلت في سنة (2002) وبلغت (0.03822) وهذا يعود الى انخفاض نسبة الفائدة في تلك السنة وبلغت (5%) فضلاً عن ذلك انخفاض نسبة التمويل مما أدى الى انخفاض هذه الكلفة.

بينما مصرف الإسكان للتجارة والتمويل قد سجل اقل نسبة للتمويل المقترض قياساً بالمصارف عينة الدراسة وبلغت (87%) وعلى الرغم من ارتفاع هذه النسبة قياساً بالتمويل الممتمك إلا انه اقل المصارف اعتماداً على التمويل المقترض وقد سجل أعلى كلفة له سنة (1995) وبلغت (0.07193) وذلك لارتفاع نسبة التمويل المقترض الى مجموعه في تلك السنة فضلاً عن نسبة الفائدة السنوية التي بلغت (8.5%)، أما أدنى كلفة فقد سجلت في هذا المصرف سنة (2001) وبلغت (0.03209) وذلك لانخفاض نسبة التمويل المقترض فضلاً عن انخفاض نسبة الفائدة السنوية.

أما المصرف الأردني الكويتي فقد تجاوز المعدل العام أيضاً وسجلت نسبة تمويله المقترض أعلى من المصرفين اللذين تجاوزا المعدل العام (الادخار والإسكان) وبلغت (91%)، وان أعلى

كلفة سجلت في سنة (1996) وذلك لارتفاع نسبة التمويل المقترض الى مجموع التمويل فضلا عن ارتفاع نسبة الفائدة السنوية, أما أدنى كلفة سجلت فكانت سنة (2001).

أما أدنى متوسط سجل في مصرف الأردن فقد بلغ (0.03166) على الرغم من ارتفاع نسبة تمويله المقترض والتي بلغت (94%) إلا ان عدم استقرار أسعار الفائدة السنوية مع الانخفاض التدريجي في نسبة التمويل فضلا عن ظهور كلفة مقدارها (0) بسبب ارتفاع نسبة الضريبة والتي بلغت (100%) إذ كانت نسبة (1-t) تساوي (0) فقد أدى ذلك كله الى انخفاض في متوسط كلفة التمويل لهذا المصرف وكانت أعلى كلفة سجلت سنة (2000) وبلغت (0.05287) وذلك لارتفاع كل من نسبة التمويل المقترض الى المجموع ونسبة الفائدة على الرغم من انخفاضها عن

سنتي (1998, 1999), أما أدنى كلفة فكانت سنة (1997) وبلغت (0) على الرغم من ارتفاع نسبة التمويل المقترض وأسعار الفائدة التي بلغت (7.75%) إلا ان السبب السابق قد أدى الى هذه النتيجة, أما المصرفان اللذان لم يتجاوزا المعدل العام وهما (القاهرة عمان والأهلي الأردني) فقد سجلت كلفة تمويلهما المقترض (0.04121)(0.04367) على التوالي على الرغم من ارتفاع نسبة التمويل المقترض لهذين المصرفين وخاصة (القاهرة عمان) والتي بلغت (96%) قياسا بالمصارف عينة الدراسة و (93%) للمصرف الأهلي الأردني إلا ان كلفتيهما كانت اقل من المعدل العام للمحفظة الاستثمارية وقد يعود ذلك الى عدم استقرار كل من نسبة الفائدة ونسبة الضريبة مما أدى الى انخفاض هذا المتوسط, وقد سجلا أعلى كلفة لهما في سنة (1995) بالنسبة لمصرف القاهرة عمان وبلغت (0.06193) وذلك لارتفاع نسبة التمويل المقترض ونسبة الفائدة السنوية وسنة (1999) للمصرف الآخر إذ بلغت (0.07069) وذلك لارتفاع نسبة التمويل في تلك السنة قياسا بالسنوات الأربعة الأولى فضلا عن نسبة الفائدة السنوية رغم انخفاضها عن السنة السابقة وبلغت (8%), أما أدنى كلفة فقد سجلت سنة (1999) وهذا عكس ما سجله مصرف الأهلي الأردني وبلغت (0.02227) في حين سجلت في سنة (2000) بالنسبة للمصرف الأهلي الأردني قد بلغت (0) وذلك لارتفاع نسبة الضريبة في تلك السنة وبلغت (100%) وهذا سبب رئيس في انخفاض نسبة (1-t).

أما من حيث السنوات فتعد محفظة المصارف في السنوات (1995, 1996, 1998) الأعلى كلفة تمويل قياسا بالمعدل العام وخاصة سنة (1996) التي بلغت (0.05943) وان أعلى كلفة سجلت في تلك السنة كانت في مصرف الاتحاد وبلغت (0.07447) فضلا عن المصرف الأردني الكويتي, في حين ان أدنى كلفة تمويل مقترض سجلت في مصرف القاهرة عمان وبلغت

(0.041833) رغم ارتفاع نسبة التمويل المقترض في هذا المصرف قياسا بالمصارف الأخرى خلال تلك السنة مع ثبات نسبة الفائدة وذلك لانخفاض نسبة (1-t) وقد أثرت بشكل كبير في انخفاض هذه الكلفة قياسا بالمصارف عينة الدراسة.

في حين سجلت سنة (1995) كلفة مقدارها (0.05769) وسجلت أعلى كلفة لها في مصرف الإسكان وبلغت (0.07193) وان أدنى كلفة سجلت في مصرف الأردن وبلغت (0.04845) وسبب هذا الانخفاض مشابه للسبب السابق، أما سنة (1998) والتي تجاوزت أيضا المعدل العام فقد بلغت (0.04726) وان أعلى كلفة سجلت في مصرف الاتحاد وبلغت (0.07047) وان أدنى كلفة سجلت في مصرف الأردن أيضا وبلغت (0.00846) وسبب ذلك مشابه أيضا للسبب السابق.

أما السنوات الخمس المتبقية فقد سجلت اقل كلفة تمويل مقترض ففي سنة (2000) بلغت (0.03717) وكانت أعلى كلفة سجلت في مصرف الأردن وبلغت (0.05287)، أما أدنى كلفة سجلت فكانت في المصرف الأهلي الأردني وبلغت (0).

أما سنتا (2001, 2002) فقد تكونان متقاربتين بعض الشيء وقد سجلا (0.03907) (0.03954) على التوالي وقد كانت أيضا نسبة فائدهما متساوية وبلغت (5%) وان أعلى كلفة سجلت في سنة (2001) بلغت (0.0475) وكانت في المصرف الأهلي الأردني وذلك لارتفاع نسبة التمويل المقترض الى المجموع في هذا المصرف قياسا بمصارف عينة الدراسة فضلا عن ارتفاع نسبة (1-t) مما أدى الى ارتفاع هذه الكلفة لذلك المصرف في تلك السنة في حين بلغت في سنة (2002) (0.04775) وكانت في مصرف القاهرة عمان، وان أدنى كلفة سجلت في سنة (2001) وكانت في مصرف الإسكان للتجارة والتمويل وبلغت (0.03209) في حين سنة (2002) وكانت في مصرف الإسكان أيضا وبلغت (0.0323) وذلك لانخفاض نسبة التمويل المقترض في تلك السنتين وكانا متساويين فضلا عن انخفاض نسبة الفائدة السنوية على الرغم من ارتفاع نسبة (1-t) في تلك السنتين إلا ان هذا الانخفاض كان له الأثر الكبير في تخفيض هذه الكلفة قياسا بالمصارف عينة الدراسة.

أما سنتا (1997, 1999) فقد سجلنا أيضا اقل كلفة تمويل مقترض قياسا بالمعدل العام وبلغت على التوالي (0.04422) (0.04497) وهما أيضا متقاربان بعض الشيء مع تفوق واضح في سنة (1999) وان أعلى كلفة سجلت سنة (1997) كانت في مصرف الاتحاد وبلغت (0.06274) وذلك لارتفاع نسبة (1-t) في ذلك المصرف قياسا بالمصارف عينة الدراسة خلال تلك السنة.

أما في سنة (1999) فقد بلغت (0.07069) وكانت في المصرف الأهلي الأردني وذلك لارتفاع كل من نسبة (1-t) ونسبة التمويل المقترض، أما أدنى كلفة فقد كانت في سنة (1997) وسجلت في مصرف الأردن وبلغت (0) في حين سنة (1999) قد بلغت (0.00752) وقد سجلت في مصرف الأردن أيضا على الرغم من ارتفاع نسبة التمويل المقترض في كلا السنتين إلا ان انخفاض نسبة (1-t) قد أدى الى انخفاض هذه الكلفة.

ونستدل من هذا التحليل ان جميع المصارف المبحوثة تعتمد بالدرجة الأساس على التمويل المقترض وقد بلغ المعدل العام لنسبة التمويل المقترض الى مجموع المصارف عينة الدراسة (92%) وهي نسبة كبيرة قياسا بباقي النسبة، وهذه النسبة تؤدي الى ارتفاع كلفة التمويل



الموزونة للمصارف, ونستدل أيضا على ان عدم استقرار نسبة الفائدة السنوية ونسبة الضريبة وقد أثرتا في كلفة التمويل المقترض خلال مدة الدراسة في المصارف كلها .

**جدول (17)**  
**كلفة التمويل المقترض للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.04853	0.03503	0.033937	0.04329	0.04104	0.04617	0.05311	0.07233	0.06334	الأردني الكويتي
0.04952	0.0323	0.03209	0.041125	0.045828	0.05821	0.05143	0.06324	0.07193	الإسكان للتجارة والتمويل
0.05666	0.04436	0.03892	0.043631	0.06758	0.07047	0.06274	0.07447	0.05113	الاتحاد للاذخار والاستثمار
0.04121	0.04775	0.04725	0.03087	0.02227	0.03888	0.03889	0.041833	0.06193	القاهرة عمان
0.05195	0.03822	0.03864	0.04844	0.05989	0.06361	0.05333	0.05593	0.05753	العربي
0.04367	0.039394	0.0475	0	0.07069	0.04504	0.05007	0.04718	0.04950	الأهلي الأردني
0.03166	0.03977	0.035150	0.05287	0.00752	0.00846	0	0.06105	0.04845	الأردن
0.04617	0.03954	0.03907	0.03717	0.04497	0.04726	0.04422	0.05943	0.05769	المحفظة



## ثالثاً: تحليل الكلفة الموزونة للتمويل:-

يعتمد معدل الكلفة الموزونة للتمويل على التمويل الممتمك والمقترض, وان انخفاض هذه الكلفة مقابل ارتفاع معدل العائد يشير الى كفاءة السياسة المالية للتمويل في هذا المصرف.

ويتضح من الجدول (18) ان المعدل العام لكلفة التمويل هو (0.05117) وان أعلى متوسط لكلفة التمويل سجل في مصرف الاتحاد وبلغ (0.05919) وكان الجزء الأكبر منه كلفة التمويل المقترض بينما كانت كلفة تمويله الممتمك منخفضة وسجلت اقل متوسطا لكلف التمويل الممتمك قياسا بالمصارف المبحوثة وبالمعدل العام للمحفظة الاستثمارية بينما نلاحظ العكس في كلفة التمويل المقترض, وان أعلى كلفة سجلها كانت في سنة (1996) وبلغت (0.08482) وذلك لارتفاع كل من كلفة التمويل المقترض والمتممك, أما أدنى كلفة سجلت فكانت في سنة (1997) وبلغت (0.03622) وذلك لانخفاض كلفة التمويل الممتمك وقد سجلت قيمتهما بالسالب مما أدى ذلك الى انخفاض كلفة التمويل الموزونة على الرغم من ارتفاع كلفة تمويله المقترض.

في حين سجل مصرف الإسكان للتجارة والتمويل أعلى متوسطا قياسا بالمعدل العام وجاء بعد مصرف الاتحاد من حيث متوسط كلفته التي بلغت (0.05842) وقد تجاوزت كلفة تمويله الممتمك المعدل العام وأكثر من المصرف السابق بـ(4 مرات) إلا ان ذلك لم يؤثر بشكل كبير في كلفة التمويل وذلك لانخفاض نسبة كلفة تمويله المقترض الى كلفة التمويل التي بلغت (85%) على الرغم من ان هذه النسبة كبيرة قياسا بباقي النسب إلا إنها كانت اقل من المصرف السابق إذ بلغت (96%), وان أعلى كلفة سجلت كانت في سنة (1995) وبلغت (0.07823), أما أدنى كلفة فكانت في سنة (2001) وبلغت (0.03899).

أما المصرف العربي فقد تجاوز متوسط كلفته المعدل العام وبلغ (0.05713) وكانت النسبة الأكبر منها لكلفة التمويل المقترض وبلغت هذه النسبة (91%) مما يؤكد اعتماد هذا المصرف على التمويل المقترض قياسا بمصرف الإسكان على الرغم من ان هذين المصرفين قد سجلا أعلى معدل للعائد المطلوب قياسا بالمعدل العام وجدول (9) يبين ذلك.

أما مصرف الأردنّي الكويتي فهو أيضا تجاوز المعدل العام وبلغ متوسط كلفته (0.05491) وبلغت نسبة كلفة التمويل المقترض الى كلفة التمويل (88.5%) وتعد نسبة كبيرة قياسا بباقي النسب مما يؤكد اعتماد هذا المصرف على التمويل المقترض بفائدة قياسا بالتمويل الممتمك, وان أعلى كلفة سجلت في هذا المصرف كانت في سنة (1996) وبلغت (0.07905) بينما في مصرف العربي فكانت في سنة (1998) (0.06942) وذلك لارتفاع كل من كلفة التمويل الممتمك والمقترض, أما أدنى كلفة سجلت في مصرف الأردنّي الكويتي فبلغت في سنة (2001) وبلغت (0.038022) في حين كانت في المصرف العربي سنة (2001) أيضا (0.04264).

أما أدنى كلفه سجلت في مصرف الأردن فقد بلغت (**0.03550**) قياسا بالمعدل العام وبالمصارف المبحوثة وبلغت نسبة التمويل المقترض الى كلفة التمويل (**89%**) وهذا تفوق واضح أيضا لهذه الكلفه على حساب الكلفة الأخرى رغم ظهور قيمة (**0**) لهذه الكلفة في سنة (**1997**) إلا ان ذلك لم يؤثر بشكل كبير في هذه النسبة بينما كان العكس في مصرف الاتحاد إذ ظهرت قيمته بالسالب في تلك السنة وذلك لانخفاض معدل العائد المطلوب مما اثر سلبيا في كلفة التمويل الممتلك وبلغت (-) (**0.02652**) وان أعلى كلفة سجلت كانت في سنة (**2000**) وبلغت (**0.05716**) أما أدنى كلفة فقد سجلت في سنة (**1997**) وهي مساوية لكلفة التمويل الممتلك وذلك لانخفاض كلفة التمويل المقترض وبلغت (**0**) مما أدى الى انخفاض كلفة التمويل الموزونة علماً إن الجداول (**16**) و (**17**) و (**18**) تبين ذلك.

أما المصرفان المتبقيان فكانا اقل من المعدل العام متوسطا واكبر من مصرف الأردن وهما القاهرة عمان والأهلي الأردني ويعد الأول الأقل متوسطا قياسا بالأخير وبالمعدل العام إذ بلغ متوسط كلفته (**0.04429**) وكانت النسبة الأكبر منها للتمويل المقترض وبلغت هذه النسبة الى كلفة التمويل (**93%**) وكانت أعلى كلفة سجلت في سنة (**1995**) وبلغت (**0.06452**) في حين ان أدنى كلفة بلغت (**0.02547**) وكانت في سنة (**1999**).

أما المصرف الأهلي الأردني فقد بلغت كلفته (**0.04879**) وبلغت نسبة كلفة تمويله المقترض الى كلفة التمويل (**89.5%**) وهي نسبة كبيرة يعتمد عليها هذا المصرف قياسا بباقي النسب وان أعلى كلفة سجلت كانت في سنة (**1999**) وبلغت (**0.07135**) وان أدنى كلفة كانت

في سنة سنة (**2000**) وبلغت (**0.00352**) وهي مساوية لكلفة التمويل الممتلك وذلك لانخفاض كلفة التمويل المقترض وقد بلغت (**0**) مما أدى الى انخفاض كلفة التمويل لهذا المصرف في تلك السنة. في حين نجد في تحليل كلفة التمويل للمحفظة الاستثمارية ان أعلى متوسط قد سجل في السنوات الأربع (**1995, 1996, 1998, 1999**) وتعد سنة (**1996**) الأكثر متوسطا فيها وقد سجلت متوسط كلفتها (**0.06559**) عن المعدل العام وان نسبة كلفة التمويل المقترض الى كلفة التمويل بلغت (**90.7%**) وتعد أيضا نسبة كبيرة قياسا بباقي النسب لاعتماد تلك المصارف المبحوثة في تلك السنة وأيضا في السنوات الأخرى عينة الدراسة على التمويل المقترض بفائدة بدرجة كبيرة عن التمويل الممتلك وان أعلى كلفة سجلت في مصرف الاتحاد وبلغت (**0.08482**) وان أدنى كلفة سجلت في مصرف القاهرة عمان وبلغت (**0.044738**).

في حين جاءت سنة (**1995**) بعد سنة (**1996**) من حيث متوسط كلفتها التي بلغت (**0.06292**) وان مقدار هذه الكلفة قد تأثر بنسبة كبيرة بكلفة التمويل المقترض وذلك لانخفاض كلفة التمويل الممتلك وبلغت نسبته (**91.7%**) أي بفارق (**1%**) عن سنة (**1996**) وقد سجل أعلى كلفة له في مصرف الإسكان وبلغت (**0.07823**) في حين كانت أدنى كلفة في مصرف الأردن وبلغت (**0.05265**).

أما سنتنا (1998, 1999) فقد تجاوزتا أيضا المعدل العام وبلغتا (0.05371)(0.05171) على التوالي وأعلى كلفة سجلت في سنة (1998) وبلغت (0.07255) وسجلت في مصرف الاتحاد، أما في سنة (1999) فقد سجلت في مصرف الاتحاد أيضا وبلغت (0.08234) وذلك لارتفاع كلفة التمويل المقترض في هاتين السنتين فضلا عن ذلك ارتفاع كلفة التمويل الممتمك في سنة (1999) أما أدنى كلفة سجلت فكانت في مصرف الأردن وبلغت (0.01112) سنة (1999) و (0.01542) سنة (1998) وبنفس المصرف أيضا وذلك لانخفاض كل من التمويل الممتمك والمقترض في كلتا السنتين، وان نسبة كلفة التمويل المقترض الى كلفة التمويل في كلا السنتين كانت (88%) و (87%) على التوالي قياسا بباقي النسب.

أما السنوات الأخرى فقد سجلت اقل متوسطات كلف التمويل عن المعدل العام وكان اقل متوسط سجل في سنة (2000) وبلغ (0.04248) وان نسبة كلفة التمويل المقترض الى كلفة التمويل (87.5%) وهذه النسبة تأثرت بانخفاض متوسط كلفة التمويل المقترض عن المعدل العام قياسا بالارتفاع في متوسط كلفة التمويل الممتمك في هذه السنة وان أعلى كلفة سجلت في مصرف الأردن وبلغت (0.05716) في حين ان أدنى كلفة سجلت في مصرف الأهلي الأردني وبلغت (0.00352).

أما سنتنا (2001, 2002) فقد تكونان متقاربتين بعض الشيء في متوسط كلفتيهما وسجلتا (0.04295)(0.04351) على التوالي وذلك لتقارب كل من كلفة التمويل الممتمك والمقترض، وان أعلى كلفة سجلت كانت في سنة (2001) في مصرف القاهرة عمان وبلغت (0.05055) أما في سنة (2002) فكانت في مصرف القاهرة عمان أيضا وبلغت (0.05045)، أما أدنى كلفة سجلت فكانت في سنة (2001) وبلغت (0.037475) وكانت في مصرف الأردن أمــــــا فــــــي ســــــنة (2002) فكانت في مصرف الأردن الكويتي وبلغت (0.03863) وكانت نسبة التمويل المقترض الى كلفة التمويل على الرغم من انخفاض متوسط كلفتيهما عن السنوات الأخرى (91%) لكلا السنتين تقريبا هي نسبة كبيرة قياسا بنسبة كلفة التمويل الممتمك.

أما سنة (1997) فسجلت أعلى متوسط قياسا بالسنوات الثلاث وبلغت (0.04653) وان انخفاض كلفة التمويل تلك مع ارتفاع كلفة التمويل المقترض قد أدى الى ارتفاع نسبة كلفة الأخير الى كلفة التمويل فبلغت (95.7%) وهي نسبة كبيرة جدا قياسا بسنوات الدراسة لمحفظة المصارف وهذا يعود الى الانخفاض في كلفة التمويل الممتمك وكان سببه مصرف الاتحاد وكان مقدارها بالسالب مما اثر سلبيا في متوسط هذه الكلفة في تلك السنة وبالتالي الى انخفاض الكلفة الموزونة للتمويل فضلا عن ذلك انخفاض متوسط كلفة التمويل المقترض لهذه السنة عن المعدل العام، وان أعلى كلفة سجلت كانت في مصرف الإسكان وبلغت (0.06519) في حين ان أدنى كلفة سجلت كانت في مصرف الأردن وبلغت (0.00156) وهي مساوية لكلفة التمويل الممتمك لهذا المصرف وذلك لانخفاض كلفة التمويل المقترض وكانت قيمتهما (0) مما أدى الى انخفاض كلفة التمويل الموزونة.

ونستدل من هذا التحليل ان المصارف عينة البحث قد اعتمدت في تمويلها على القروض بفائدة بشكل كبير مما اثر في المعدل الموزون لكلف التمويل قياسا بالتمويل الممتمك والتي كانت نسبتها ضئيلة على الرغم من ارتفاع معدل العائد المطلوب في غالبية المصارف المبحوثة إلا ان تأثيره كان ضئيلا في كلفة التمويل.

**جدول (18)**  
**المعدل الموزون لكلف التمويل للمصارف المبحوثة**  
**للفترة 1995 - 2002**

السنة									المصرف
المتوسط	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	
0.05491	0.03863	0.038022	0.048165	0.04864	0.05627	0.05971	0.07905	0.07078	الأردني الكويتي
0.05842	0.0398	0.03899	0.050260	0.057573	0.06781	0.06519	0.06954	0.07823	الإسكان للتجارة والتمويل
0.05919	0.04796	0.04292	0.050456	0.08234	0.07255	0.03622	0.08482	0.05623	الاتحاد للادخار والاستثمار
0.04429	0.05045	0.05055	0.03417	0.02547	0.04228	0.04218	0.044738	0.06452	القاهرة عمان
0.05713	0.04281	0.04264	0.05364	0.06549	0.06942	0.05907	0.06103	0.06293	العربي
0.04879	0.041869	0.0501	0.00352	0.07135	0.05224	0.06177	0.05438	0.05508	الأهلي الأردني
0.03550	0.04307	0.037475	0.05716	0.01112	0.01542	0.00156	0.06556	0.05265	الأردن



\*\*\*\*\*إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية\*\*\*\*\*

0.05117	0.04351	0.04295	0.04248	0.05171	0.05371	0.04653	0.06559	0.06292	المحفظة
---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

## المبحث الرابع

### مقارنة العائد بكلفة التمويل الموزونة

يعرض الجدول (19) نتائج تحليل كل من معدل عائد محفظة السوق وكلفة التمويل الموزون للمصارف عينة الدراسة والمحفظة الاستثمارية، ويتضح من الجدول ان المصارف تجاوزت معدلات عائدها المعدل العام لعائد محفظة السوق مثلما في مصرف الإسكان إذ بلغت (0.011) والأردني الكويتي وقد بلغت (0.0096) والعربي وقد بلغت (0.0095) والأردن وكانت مساوية للمعدل العام وبلغت (0.006) وقد سجلوا أعلى متوسط لكلفة التمويل الموزون قياسا بالمعدل العام عدا مصرف الأردن، أما مصرف الاتحاد فقد سجل أعلى كلفة تمويل موزون قياسا بمتوسط عائد هذا المصرف الذي بلغ (0.001) وقياسا بالمعدل العام مما يتضح ان سياسة التمويل في هذا المصرف اقل كفاءة من المصارف الثلاث وذلك لانخفاض متوسط عائد هذا المصرف مع ارتفاع كلفة تمويله.

أما مصرف الأردن فقد سجل اقل متوسط لكلفة التمويل الموزون و مقابل متوسط عائده المساوي للمعدل العام مما يؤكد ان هذا المصرف قد اعتمد سياسة تمويل كفوءة قياسا بمصرف الاتحاد للادخار والاستثمار.

أما المصرفان الأهلي الأردني والقاهرة عمان فقد سجلا اقل متوسط لكلفة التمويل الموزون قياسا بالمعدل العام لهذه الكلفة فضلا عن ذلك أنهما سجلا أيضا اقل متوسط لمعدل العائد قياسا بمعدل العائد لمحفظة السوق وبلغا (-0.0004) (0.003) على التوالي ويعد مصرف القاهرة عمان الأفضل قياسا بمصرف الأهلي الأردني وذلك لانخفاض كلفة تمويله الموزون الذي بلغ (0.04429) قياسا بكلفة تمويل الموزون لمصرف الأهلي الأردني والذي بلغ (0.04879) فضلا عن ارتفاع متوسط عائده قياسا بمتوسط عائد ذلك المصرف (الأهلي الأردني).

وهذا الأمر ينطبق أيضا على المصارف التي سجلت أعلى متوسط للعائد مقابل أعلى كلف تمويل فتعد سياسة التمويل المعتمدة من قبل المصرف الأردني الكويتي أفضل من سياسة التمويل المعتمدة من قبل مصرفي الإسكان والعربي وذلك لارتفاع متوسط عائده مع فارق قليل عن مصرف الإسكان فضلا عن ذلك انه اقل كلفة تمويل موزونة قياسا بالمصرفين.

ونستدل من هذا التحليل ان المصارف التي تسجل أعلى معدلات العائد قد تكون نتيجة الارتفاع في كلفة تمويلها وهذا ما يؤكد كفاءة سياسة التمويل في تلك المصارف والعكس صحيح في حالة انخفاض معدلات العائد قياسا بالمعدل العام نتيجة انخفاض كلفة التمويل الموزون أما في حالة معاكسة للحالتين السابقتين فيؤكد ان هذا المصرف قد اعتمد سياسة تمويل غير كفوءة في تمويله للمشاريع الاستثمارية مما يعرض هذا المصرف الى مخاطرة كبيرة وانعدام ثقة المستثمرين فيه.



جدول (19)  
مقارنة متوسط العائد لكلفة التمويل الموزونة للمصارف المبحوثة  
للفترة 1995 - 2002

المصرف	متوسط العائد	كلفة التمويل الموزونة
الأردني الكويتي	0.0096	0.05491
الإسكان للتجارة والتمويل	0.011	0.05842
الاتحاد للادخار والاستثمار	0.001	0.05919
القاهرة عمان	0.003	0.04429
العربي	0.0095	0.05713
الأهلي الأردني	0.0004 -	0.04879
الأردن	0.006	0.03550
المحفظة	0.006	0.05117



# الفصل الرابع

## اختبار فرضيات الدراسة

**المبحث الأول:** تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب

**المبحث الثاني:** تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب

**المبحث الثالث:** تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق

**المبحث الرابع:** تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق

## المبحث الأول

### تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب

لغرض إجراء التحليل اللازم لعلاقة الارتباط أو التأثير بين المعدل الموزون لكلفة التمويل (المتغير المستقل) ومعدل العائد المطلوب (المتغير المعتمد) للمصارف عينة الدراسة والمحفظة الاستثمارية، تم استخدام معادلة الارتباط لاختبار طبيعة العلاقة بين المتغيرين ولمعرفة التغيير في معدل العائد المطلوب بدلالة تأثير كلفة التمويل الموزونة وتم استخدام معادلة معامل التحديد ( $R^2$ ) ولجميع المصارف.

وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي في الجدول (20) علاقة الارتباط ما بين كلفة التمويل والعائد المطلوب وان جميع المصارف والمحفظة الاستثمارية كان ارتباطهم موجباً بغض النظر عن قوة هذه العلاقة وضعفها مما يتضح ان المتغيرين في حالة ترابط طردي او ايجابي أي ان زيادة كلفة التمويل تصحبه زيادة في معدل العائد المطلوب.

وتعد المصارف الأربع الآتية هي الأقوى ارتباطاً فضلاً عن المحفظة الاستثمارية وهي الأردني الكويتي إذ بلغ معامل ارتباطه (0.72) وتشير هذه النسبة الى وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك المصرف ومعنوية وفق اختبار (P\_Value) إذ بلغت (0.04) وهي أقل من المستوى المعنوي (0.05) مما يعني أن العلاقة تكون معنوية عندما تكون قيمة (P) أقل من أو تساوي المستوى المعنوي عند (0.05) أو (0.10) فإذا كان أكثر من هذا المستوى فيدل على عدم معنوية هذه العلاقة، وهذا الأمر ينطبق أيضاً على مصرفي الإسكان للتجارة والتمويل والعربي والمحفظة الاستثمارية بشكل عام إذ بلغ معامل ارتباطهم على التوالي (0.83) (0.92) (0.81) وكان الارتباط معنوياً وفق هذا الاختبار، مما يتضح أن تلك المصارف الثلاث والمحفظة الاستثمارية ارتباطهم قوي ومعنوي وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية الأولى (عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المعدل الموزون لكلفة التمويل ومعدل العائد المطلوب).

أما مصرف الاتحاد فهو أيضاً ارتباطه موجب إلا أنه أقل قوة من المصارف الثلاث السابقة والمحفظة الاستثمارية إذ بلغ (0.62) وفي نفس الوقت معنوي وفق اختبار (P) عند مستوى معنوي (0.10) وهو أيضاً يناقض هذا الجزء من الفرضية الأولى.

أما المصارف الثلاثة المتبقية وهي القاهرة عمان والأهلي الأردني والأردن فقد كانت معامل ارتباطهم موجبة وضعيفة وخاصة مصرف الأهلي الأردني إذ بلغ (0.03). وكان الارتباط غير معنوي وفق اختبار (P) إذ كانت (P\_Value) أكبر من (0.05) مما يعني أن هذا المصرف يؤيد هذا الجزء من الفرضية الأولى (عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كلفة التمويل والعائد المطلوب) وينطبق الحال نفسه على مصرفي القاهرة عمان والأردن إذ بلغ معامل ارتباطيهما (0.26) (0.21) على التوالي وكان الارتباط أيضاً غير معنوي وفق هذا الاختبار مما يعني أن هذين المصرفين يؤيدان هذا الجزء من الفرضية الأولى أيضاً.

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الأولى المتمثلة بـ (عدم وجود تأثير معنوي بين كلفة التمويل والعائد المطلوب)، فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول (20) ان تأثير كلفة التمويل

في العائد المطلوب كان مرتفعاً في مصرفي الإسكان للتجارة والتمويل والعربي وذلك من خلال ما أظهرته معامل التحديد لكليهما إذ بلغت على التوالي (0.70) (0.85) وهذا يشير إلى أن ارتفاع كلفة التمويل يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب لهذه النسبة وأن معنوية هذا التأثير تم اختباره من خلال اختبار (F) فوجد أن التأثير كان معنوياً إذ بلغت (F) المحسوبة لكليهما على التوالي (13.809) (35.202) وهي أكبر من (F) الجدولية والبالغة (5.32) مما يعني أن هذين المصرفين لا يؤيدان قبولهما لفرضية العدم وهذا الحال ينطبق على مصرف الأردن الكويتي والمحفظة الاستثمارية إذ بلغ معامل التحديد لكليهما على التوالي (0.52) (0.66) وتشير هذه النسبة إلى انخفاض نسبة ما تفسره كلفة التمويل من تغيرات في العائد المطلوب قياساً بالمصرفين السابقين، وعلى الرغم من انخفاض هذه النسبة إلا أن هذا التأثير عند مستوى معنوي (0.05) وبدرجة حرية (n<sub>1</sub>=1, n<sub>2</sub>=6) كان معنوياً إذ بلغت (F) المحسوبة لكليهما (6.559) (11.586) وهي أكبر من (F) الجدولية مما يعني أن هذا المصرف والمحفظة الاستثمارية بشكل عام لا يؤيدان قبولهما للجزء الآخر من الفرضية الأولى.

في حين أن المصارف الأربعة المتبقية كان معامل تحديدهم منخفضاً وبخاصة مصرف الأهلي الأردني إذ بلغ (0.001) مما يعني أن تأثير كلفة التمويل في العائد المطلوب ضئيل جداً، أي أن التغيرات التي تطرأ على معدل العائد المطلوب في هذا المصرف لا تفسره كلفة التمويل بل هناك عوامل أخرى تفسر ذلك، ويؤكد هذا التحليل اختبار (F) إذ وجد أن (F) المحسوبة له كانت منخفضة وبلغت (0.007) قياساً بـ (F) الجدولية مما يعني عدم معنوية هذا التأثير عند مستوى معنوي (0.05) وبدرجة حرية (n<sub>1</sub>=1, n<sub>2</sub>=6) مما يشير إلى أن هذا المصرف يؤيد الجزء الثاني من الفرضية الأولى.

أما المصارف الثلاثة الأخرى فقد كان معامل تحديدهم منخفضاً إذ بلغ على التوالي (0.38) (0.07) (0.04) وهم الاتحاد للادخار والاستثمار والقاهرة عمان والأردن، ويعد الأول الأفضل معامل قياساً بالمصرفين الآخرين إلا أن معنوية التأثير على وفق اختبار (F) كان غير معنوي في هذا المصرف وفي المصرفين الآخرين أيضاً إذ بلغت (F) المحسوبة على التوالي (3.726) (0.434) (0.282) وهي أقل من (F) الجدولية مما يشير إلى أن هذه المصارف الثلاث تؤيد قبولها بالجزء الثاني من الفرضية الأولى والجدول (20) يبين ذلك.



جدول (20)  
العلاقة أو التأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب

المصرف	معامل الارتباط (R)	اختبار (P_Value)	معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	اختبار (F)
الأردني الكويتي	0.72	0.04*	0.52	6.559**
الإسكان للتجارة والتمويل	0.83	0.01*	0.70	13.809**
الاتحاد للادخار والاستثمار	0.62	0.10*	0.38	3.726
القاهرة عمان	0.26	0.53	0.07	0.434
العربي	0.92	0.001*	0.85	35.202**
الأهلي الأردني	0.03	0.93	0.001	0.007
الأردن	0.21	0.61	0.04	0.282
المحفظة	0.81	0.01*	0.66	11.586**

\* الاختبار معنوي لأن ( P )  $\geq$  ( 0.05 ) أو ( 0.10 )  
\*\* ( F ) الجدولية = ( 5.32 ) . وهكذا في بقية الجداول

## المبحث الثاني

## تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب

وقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول (21) عن علاقة الارتباط بين المخاطرة الكلية (المتغير المستقل) ومعدل العائد المطلوب (المتغير المعتمد)، إذ وجد أن هناك مصرفاً واحداً ذا ارتباط قوي وموجب وهو الاتحاد للادخار والاستثمار إذ بلغ معامل ارتباطه (0.94) وكان هذا الارتباط معنوياً وفق اختبار (P) إذ أظهر أن قيمة (P) أقل من (0.05) مما يعني أن هذا المصرف يرفض فرضية العدم (عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المخاطرة الكلية والعائد المطلوب) ويؤيد قبوله للفرضية البديلة.

في حين أن المصرفين القاهرة عمان والأهلي الأردني إضافة إلى المحفظة الاستثمارية كان ارتباطهم على التوالي (0.63) (0.63) (0.62) مما يعني أن الارتباط ما بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب ايجابي وفي الوقت نفسه معنوي على وفق اختبار (P) إذ وجد أن قيمة

(P) لكلا المصرفين والمحفظة الاستثمارية هما أقل من وتساوي المستوى المعنوي (0.10) ويتضح من هذا التحليل أن هذين المصرفين والمحفظة الاستثمارية يرفضون فرضية العدم أيضاً (الجزء الأول من الفرضية الثانية).

أما المصارف الأربعة المتبقية فقد كان معامل الارتباط لهم ضعيفاً وموجباً وبخاصة مصرف الإسكان للتجارة والتمويل إذ بلغ (0.15) وإن هذه العلاقة غير معنوية وفق هذا الاختبار إذ كانت أكبر من المستوى المعنوي (0.05) أو (0.10) مما يعني أن هذا المصرف يؤيد فرضية العدم، في حين أن المصارف الثلاثة الأخرى وهي الأردني الكويتي والعربي والأردن كانت معامل ارتباطهم على التوالي (0.48) (0.33) (0.49) وإن هذا الارتباط غير معنوي أيضاً وفق هذا الاختبار وهذا ما يوضحه جدول (21) مما يعني أن هذه المصارف الثلاث تؤيد فرضية العدم (الجزء الأول من الفرضية الثانية).

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الثانية المتمثلة بـ (عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب) فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول (21) أن هناك مصرفاً واحداً أيضاً وهو الاتحاد للادخار والاستثمار كان تأثيره قوياً للمخاطرة الكلية على معدل العائد المطلوب وهذا ما أظهره معامل تحديده إذ بلغ (0.89)، كما أن هذا التأثير كان معنوياً على وفق اختبار (F) إذ وجد أن (F) المحتسبة لهذا المصرف والبالغة (51.225) هي أكبر من (F) الجدولية البالغة (5.32) عند مستوى معنوي (0.05) وبدرجة حرية (n<sub>1</sub>=1, n<sub>2</sub>=6) مما يتضح أن هذا المصرف يرفض فرضية العدم (الجزء الثاني من الفرضية الثانية).

أما بالنسبة للمصارف المتبقية والمحفظة الاستثمارية فكان تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المطلوب فيها ضعيفاً وبخاصة مصرف الإسكان للتجارة والتمويل إذ كان التأثير ضعيفاً جداً وبلغ معامل تحديده (0.02) أي أن ارتفاع المخاطرة الكلية سيؤدي إلى ارتفاع معدل العائد

المطلوب بنسبة (0.02) ويعد هذا الارتفاع ضعيفاً جداً, ان هذا التأثير غير معنوي على وفق اختبار (F) المحسوبة له (0.145) وهي اقل من (F) الجدولية وهذا يشير الى ان هذا المصرف يؤيد قبوله لفرضية العدم .

في حين ان المصارف الأخرى والمحفظة الاستثمارية كانت معامل تحديدهم على التوالي (0.23) (0.40) (0.11) (0.39) (0.24) (0.38) وجميع هذه المصارف بما فيها المحفظة الاستثمارية كان تأثيرها غير معنوي فضلا عن ضعف هذا التأثير وهذا ما أظهره اختبار (F) إذ وجد ان (F) المحتسبة لهم اقل من (F) الجدولية البالغة (5.32) عند مستوى معنوي (0.05) وبدرجة حرية (n<sub>1</sub>=1, n<sub>2</sub>=6) مما يعني ان هذه المصارف والمحفظة الاستثمارية يؤيدون قبولهم لفرضية العدم وهذا ما يوضحه الجدول (21).

### جدول (21)

العلاقة أو التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب

المصرف	معامل الارتباط (R)	اختبار (P_Value)	معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	اختبار (F)
الأردني الكويتي	0.48	0.22	0.23	1.838
الإسكان للتجارة والتمويل	0.15	0.71	0.02	0.145
الاتحاد للادخار والاستثمار	0.94	0.0004*	0.89	51.225**
القاهرة عمان	0.63	0.09*	0.40	4.026
العربي	0.33	0.43	0.11	0.721
الأهلي الأردني	0.63	0.09*	0.39	3.911
الأردن	0.49	0.22	0.24	1.893
المحفظة	0.62	0.10*	0.38	3.701

### المبحث الثالث

#### تحليل علاقة الارتباط أو التأثير بين المعدل الموزون لكلفة التمويل ومعدل العائد المتحقق

وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي في الجدول (22) عن علاقة الارتباط بين كلفة التمويل ومعدل العائد المتحقق, إذ ان المصارف عينة الدراسة والمحفظة الاستثمارية كانت معامل ارتباطهم موجبة على الرغم من ضعف هذه العلاقة في غالبية المصارف بما فيها المحفظة الاستثمارية, ويعد مصرف الأردن الكويتي أكثر المصارف قوة في علاقة ارتباطه بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق إذ بلغ (0.78) مع وجود معنوية لهذا الارتباط من خلال اختبار ( P\_Value ) إذ كانت أقل من المستوى المعنوي ( 0.05 ) وبناءً على هذه النتائج فان هذا المصرف يرفض الجزء الأول من الفرضية الثالثة ( عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كلفة التمويل ومعدل العائد المتحقق ).

أما المصارف الثلاثة ( الإسكان للتجارة والتمويل والعربي والأردن ) فكانت معامل ارتباطهم وسطاً بين الارتباطات القوية والضعيفة أي ان ارتفاع كلفة التمويل يصحبه ارتفاع في معدل العائد المتحقق بنسبة ارتباطه مع الأول, إذ بلغت على التوالي (0.53) (0.51) (0.56) وان معنوية هذه العلاقة تم إظهارها باختبار ( P ) إذ وجد أن هذه المصارف الثلاث كان غير معنوية وهي أكبر من المستوى المعنوي ( 0.10 ) مما يعني أن هذه المصارف تؤيد قبولهم لهذا الجزء من الفرضية الثالثة .

في حين ان المصارف الثلاثة المتبقية وهي الاتحاد للادخار والاستثمار والقاهرة عمان والأهلي الأردني فضلا عن المحفظة الاستثمارية كان ارتباطهم ضعيفاً وخاصة مصرف القاهرة عمان إذ بلغ (0.024) ويشير هذا الى ان ارتفاع كلفة التمويل يؤدي الى ارتفاع معدل العائد المتحقق بنسبة (0.024) وان معنوية هذه العلاقة أظهرها اختبار ( P ) فوجد أن احتمال حدوث الخطأ كانت نسبته كبيرة جداً وهي ( 0.95 ) مع باقي النسبة وهي أكبر من المستوى المعنوي ( 0.05 ) أو ( 0.10 ) مما يعني عدم معنوية هذه العلاقة, ومن خلال هذا التحليل يتضح ان هذا المصرف يؤيد قبوله لهذا الجزء من الفرضية الثالثة.

في حين بلغ معامل الارتباط لمصرفي الاتحاد والأهلي الأردني وبما فيهم المحفظة الاستثمارية بشكل عام على التوالي (0.39) (0.22) (0.25) وان معنوية هذه العلاقة تم اختبارها باختبار ( P ) فوجد أن ( P ) لكلا المصرفين والمحفظة الاستثمارية بشكل عام كانت

أكبر من المستوى المعنوي ( **0.05** ) مما يؤكد عدم معنوية هذه العلاقة وكما يوضحها جدول ( **22** )

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الثالثة والمتمثل بـ ( عدم وجود تأثير معنوي بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتوقع ) فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول ( **22** ) ان تأثير كلفة التمويل الموزونة على العائد المتوقع كان مرتفعاً في مصرف واحد وهو الأردني الكويتي قياساً بالمصارف الأخرى عينة الدراسة والمحفظة الاستثمارية وقد بلغت معامل تحديده ( **0.61** ) أي ان ارتفاع المعدل الموزون لكلفة التمويل سيؤدي الى ارتفاع العائد المتوقع بمقدار هذه النسبة كذلك وجد ان هذا التأثير كان معنوياً على وفق اختبار ( **F** ) إذ بلغت ( **F** ) المحسوبة له ( **9.485** ) وهي اكبر من ( **F** ) الجدولية البالغة ( **5.32** ), ويتضح من هذا التحليل ان هذا المصرف يرفض فرضية العدم المتمثلة ( بعدم وجود تأثير معنوي بين كلفة التمويل و العائد المتوقع ).

أما المصارف المتبقية والمحفظة الاستثمارية فقد كان تأثير كلفة التمويل على العائد المتوقع ضعيفاً جداً وخاصة في مصرفي القاهرة عمان والأهلي الأردني والمحفظة الاستثمارية إذ بلغ معامل التحديد على التوالي ( **0.0006** ) ( **0.05** ) ( **0.06** ) ثم ان هذا التأثير كان غير معنوي أيضاً وذلك من خلال اختبار ( **F** ) إذ وجد ان ( **F** ) المحسوبة لكلا المصرفين والمحفظة الاستثمارية بشكل عام على التوالي ( **0.003** ) ( **0.306** ) ( **0.412** ) مما يؤكد قبولهم لفرضية العدم.

أما المصارف ذات التأثير الضعيف فكانت في مصرف الإسكان للتجارة والتمويل والاتحاد للادخار والاستثمار والعربي والأردن إذ بلغت معامل تحديدهم على التوالي ( **0.29** ) ( **0.15** ) ( **0.26** ) ( **0.31** ) ثم ان هذا التأثير كان أيضاً غير معنوي عند مستوى معنوي ( **0.05** ) وبدرجة حرية (  $n_1=1, n_2=6$  ) وهذا ما أظهرته نتائج اختبار ( **F** ) إذ بلغت تلك المصارف على التوالي

( **2.419** ) ( **1.112** ) ( **2.150** ) ( **2.749** ) وهي اقل من ( **F** ) الجدولية البالغة ( **5.32** ) مما يتضح من هذا التحليل لهذه المصارف قبولهم لفرضية العدم ( عدم وجود تأثير معنوي بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتوقع ) وترفض الفرضية البديلة.

### جدول (22)

العلاقة أو التأثير بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتوقع

المصرف	معامل الارتباط (R)	اختبار (P_Value)	معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	اختبار (F)
الأردني الكويتي	0.78	0.02*	0.61	9.485**
الإسكان للتجارة والتمويل	0.53	0.17	0.29	2.419

1.112	0.15	0.33	0.39	الاتحاد للإدخار والاستثمار
0.003	0.0006	0.20	0.024	القاهرة عمان
2.150	0.26	0.95	0.51	العربي
0.306	0.05	0.60	0.22	الأهلي الأردني
2.749	0.31	0.15	0.56	الأردن
0.412	0.06	0.54	0.25	المحفظة

#### المبحث الرابع تحليل العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتوقع

لقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول (23) عن علاقة الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتوقع إذ وجد ان الارتباط كان موجباً بغض النظر عن قوة وضعف هذه العلاقة مما يعني ان كلا المتغيرين في حالة ترابط ايجابي أي ان ارتفاع المخاطرة الكلية يصاحبه ارتفاع في العائد المتوقع, أما من حيث قوة العلاقة وضعفها فوجد ان ثلاثة من المصارف عينة الدراسة هي الأقوى ارتباطاً وهي الأردني الكويتي والاتحاد والأهلي الأردني إذ بلغ على التوالي (0.69) (0.80) (0.79) كذلك ان هذه العلاقات كانت معنوية وفق اختبار ( P\_ Value ) إذ كانت هي أقل من أو تساوي ( 0.05 ) وخاصة المصرفين ( الاتحاد والأهلي الأردني ) إذ بلغ ( 0.02 ) أي أن احتمال حدوث الخطأ قليل جداً مما يعني أن هذين المصرفين يرفضان فرضية العدم ( عدم وجود ارتباط معنوي بين المخاطرة الكلية والعائد المتوقع ) ويؤيدان الفرضية البديلة والحال ينطبق أيضاً في المصرف الأردني الكويتي .

أما المصارف المتبقية والمحفظة الاستثمارية فقد كانت علاقة الارتباط ما بين المتغيرين موجبة وضعيفة عدا مصرف العربي إذ كانت علاقة الارتباط ضعيفة جداً وبلغت (0.03) وأن هذه العلاقة كانت غير معنوية وفق هذا الاختبار ( P ) وهي حالة معاكسة لما جاء به المصرفان ( الاتحاد والأهلي الأردني ) في احتمال حدوث الخطأ حيث كان كبيراً جداً وبلغ ( 0.93 ) مما يعني أن هذا المصرف والمصارف المتبقية والمحفظة الاستثمارية بشكل عام يؤيدون قبولهم لفرضية العدم ( الجزء الأول من الفرضية الرابعة ) وعند مستوى معنوي ( 0.05 ) أو ( 10.0 ) وذلك لارتفاع احتمال حدوث الخطأ في تلك المصارف وكانت أكبر من المستوى المعنوي .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الرابعة والمتمثلة بـ ( عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتوقع ), فقد تبين من نتائج التحليل في الجدول (24) ان تأثير

المخاطرة الكلية على العائد المتوقع كان مرتفعاً في مصرفين هما الاتحاد والأهلي الأردني قياساً بالمصارف عينة الدراسة والمحفظة الاستثمارية وهذا ما أظهرته معامل تحديدهما إذ بلغت على التوالي (0.64) (0.62) وان معنوية التأثير تم اختبارها من خلال اختبار (F) إذ وجد ان (F) المحتسبة لكلا المصرفين والبالغة على التوالي (10.490) (9.979) اكبر من (F) الجدولية البالغة (5.32) عند مستوى معنوي (0.05) وبدرجة حرية (n<sub>1</sub>=1, n<sub>2</sub>=6) مما يتضح من خلال هذا التحليل رفض فرضية العدم في هذين المصرفين ( الجزء الثاني من الفرضية الرابعة ) لمعنوية هذا التأثير.

في حين ان المصارف المتبقية والمحفظة الاستثمارية كان تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المتوقع ضعيفاً عدا مصرفي الإسكان والعربي اللذين كان تأثيرهما ضعيفاً جداً إذ بلغ معامل تحديدهما على التوالي (0.04) (0.001) كما ان هذا التأثير كان غير معنوي عند مستوى معنوي (0.05) إذ بلغت (F) المحتسبة لهما على التوالي (0.277) (0.007) مما يعني قبول فرضية العدم في هذين المصرفين ورفض الفرضية البديلة.

أما المصارف المتبقية ذات التأثير الضعيف للمخاطرة الكلية على معدل العائد المتوقع وهي الأردني الكويتي والقاهرة عمان والأردن فضلاً عن المحفظة الاستثمارية فقد بلغ معامل التحديد لهم على التوالي (0.48) (0.18) (0.15) (0.17) وان معنوية التأثير كانت في مصرف الأردني الكويتي إذ بلغت (F) المحتسبة له (5.648) وهي اكبر من (F) الجدولية (5.32) عند مستوى معنوي (0.05) مما يعني ان هذا المصرف يرفض فرضية العدم.

أما المصرفان الآخران والمحفظة الاستثمارية فقد كان التأثير غير معنوي عند مستوى معنوي (0.05) إذ بلغت (F) المحتسبة لهم على التوالي (1.355) (1.064) (1.203) وهي اقل من (F) الجدولية (1.860) مما يعني قبول فرضية العدم في هذين المصرفين والمحفظة الاستثمارية ( عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتوقع ).

### جدول(23)

العلاقة أو التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتوقع

المصرف	معامل الارتباط (R)	اختبار (P_Value)	معامل التحديد (R <sup>2</sup> )	اختبار (F)
الأردني الكويتي	0.69	0.05*	0.48	5.648*
الإسكان للتجارة والتمويل	0.21	0.62	0.04	0.277

<b>10.490*</b>	<b>0.64</b>	<b>0.02*</b>	<b>0.80</b>	الاتحاد للدخار والاستثمار
<b>1.355</b>	<b>0.18</b>	<b>0.30</b>	<b>0.43</b>	القاهرة عمان
<b>0.007</b>	<b>0.001</b>	<b>0.93</b>	<b>0.03</b>	العربي
<b>9.979*</b>	<b>0.62</b>	<b>0.02*</b>	<b>0.79</b>	الأهلي الأردني
<b>1.064</b>	<b>0.15</b>	<b>0.34</b>	<b>0.38</b>	الأردن
<b>1.203</b>	<b>0.17</b>	<b>0.31</b>	<b>0.41</b>	المحفظة



# الفصل الخامس

## الاستنتاجات و التوصيات

المبحث الأول: الاستنتاجات  
المبحث الثاني: التوصيات

## المبحث الأول

### الاستنتاجات

1. ظهور تفاوت في مجموع تمويلات هذه المصارف قد أدى الى تفاوت في مجموع أرباحها الناتجة عن عملية الاستثمار ، فالمصارف التي تمتلك أعلى مجموع تمويل قد حققت أعلى مجموع أرباح والعكس صحيح ، من جانب آخر نجد مصارف أخرى اتجهت اتجاهاً معاكساً للحالتين السابقتين ، فالمصارف التي تمتلك مجموع تمويل جيد قد حققت مجموع أرباح لا يلي وطموحات هذه المصارف والعكس صحيح أيضاً .
2. الزيادة في المخاطرة الكلية كان تأثيرها محدود على معدل العائد المطلوب في أغلب المصارف عينة الدراسة ، وهذا تناقض للقاعدة العامة ، وما سند هذا التناقض هو التفاوت في عائدات هذه المصارف من جهة وتفاوت معامل بيتا للأعمال ( **Bu** ) من جهة أخرى .
3. اعتماد جميع المصارف عينة الدراسة على التمويل المختلط بشكل كبير قياساً بالتمويل الممتلك مما أدى الى ارتفاع معامل المخاطرة النظامية المالية ( **Bf** ) وبالتالي الى ارتفاع المخاطر النظامية الكلية ( **Bs** ) ، وبرغم هذا الارتفاع إلا أن المصارف لم تتجاوز المعدل العام لهذه المخاطرة ( **Bs** ) باستثناء مصرفين هما الاتحاد للإدخار والاستثمار والأهلي الأردني .
4. إن المصارف التي حققت أقل مخاطرة كلية والمتمثلة في أربعة مصارف كانت أقل مخاطرة لا نظامية والعكس صحيح ، بالرغم من ارتفاع متوسطات العائد في تلك المصارف من جهة وانخفاض معامل المخاطرة النظامية للأعمال ( **Bu** ) من جهة أخرى .
5. إن التحليل بخصوص عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب كان عدم قبول هذا الجزء من الفرضية الأولى في أربعة مصارف والمحفظة الاستثمارية أي بنسبة ( **62.5%** ) ، أما باقي النسبة فكانت نتيجة قبول هذا الجزء من الفرضية الأولى في ثلاثة مصارف مع وجود علاقة ارتباط ضعيفة وموجبة .
6. عدم وجود تأثير معنوي بين كلفة التمويل الموزونة و معدل العائد المطلوب في قبول هذا الجزء من الفرضية الأولى في أربعة مصارف أي بنسبة ( **50%** ) وناهز هذا التأثير ما بين ( **0.001 – 0.38** ) في حين كان الرفض في ثلاثة مصارف والمحفظة الاستثمارية وبنفس نسبة قبولها بالرغم من ارتفاع تأثير كلفة التمويل على معدل العائد المطلوب وناهز ما بين ( **0.52 – 0.85** ) .
7. وجد أن هناك ثلاثة مصارف عينة الدراسة والمحفظة الاستثمارية أي بنسبة ( **50%** ) رفضت هذا الجزء من الفرضية الثانية ( عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب ) في حين كان القبول في المصارف المتبقية وبنفس نسبة رفضها لعدم معنوية هذه العلاقة .
8. عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب في ستة مصارف والمحفظة الاستثمارية بالرغم من وجود بينهما ارتباط موجب قريب من المعنوية ، مما

- يعني قبول هذا الجزء من الفرضية الثانية بنسبة (87.5%) وكان التأثير في جميع هذه المصارف والمحفظة الاستثمارية ضعيفاً وتأرجح ما بين (0.02 - 0.40) في حين رفض هذا الجزء من الفرضية الثانية في مصرف واحد وكان هناك تأثير قوي للمخاطرة الكلية على معدل العائد المطلوب وبنسبة (89%).
9. عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كلفة التمويل ومعدل العائد المتحقق في ستة مصارف والمحفظة الاستثمارية مما يعني قبول هذا الجزء من الفرضية الثانية بنسبة (87.5%) وكان رفض هذا الجزء في مصرف واحد وهو الأردني الكويتي وكان ارتباطه قوياً ومعنوياً .
10. عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كلفة التمويل ومعدل العائد المتحقق في جميع المصارف والمحفظة الاستثمارية عدا مصرف واحد وهو الأردني الكويتي مما يعني قبول الفرضية بنسبة (87.5%) وكان التأثير ضعيفاً وقليل جداً وقدّر ما بين (0.0006 – 0.31) في حين كان التأثير قوياً ومعنوياً لكلفة التمويل على العائد المتحقق في مصرف الأردن الكويتي وبنسبة (61%) مما يعني رفض هذا الجزء من الفرضية الثانية في هذا المصرف.
11. إن عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق كانت في أربعة مصارف والمحفظة الاستثمارية بنسبة (62.5%) مما يعني قبولهم لهذا الجزء من الفرضية الرابعة ، أما المصارف الثلاث المتبقية يؤكدون رفضهم لهذا الجزء لمعنوية هذه العلاقة .
12. إن عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق في أربعة مصارف والمحفظة الاستثمارية مما يعني قبول هذا الجزء من الفرضية الرابعة وبنسبة (62.5%) وكان تأثير المخاطرة الكلية على العائد المتحقق ضعيفاً وناهز (0.001 - 0.18) أما باقي المصارف عينة الدراسة فهم لا يؤيدون قبولهم لهذا الجزء من الفرضية لمعنوية هذا التأثير الذي ناهز ما بين (0.48 – 0.64).

## المبحث الثاني

### التوصيات

1. ضرورة اعتماد المصارف عينة الدراسة على التمويل الممتمك فضلاً عن التمويل المقترض بفائدة لأسباب كثيرة ، وخاصة المصارف التي تعاني من قلة مجموع التمويل قياساً للمصارف الأخرى والعمل على استثمار هذه الأموال بالشكل الذي يلي وطموحات هذه المصارف والمستثمرين من خلال الأرباح المتحققة من عملية الاستثمار .
2. ضرورة اعتماد المصارف على أحد أو كل استراتيجيات الاستثمار المبينة سابقاً ، في اتخاذ أي قرار استثماري معين من أجل الوصول الى الأهداف التي يسعى إليها المصرف بشكل عام والمستثمرون بشكل خاص والمتمثلة بتعظيم الأرباح وتقليل المخاطرة .
3. تشجيع المستثمرين او المصارف لمثل هذا النوع من الاستثمار المحفظي الدولي بشكل عام والمصرفي بشكل خاص وذلك بعد إجراء دراسة وتحليل لكل من مؤشرات العائد والمخاطرة لهذا المشروع الاستثماري المهم.
4. تفعيل دور الحكومة في توجيه المستثمرين في كيفية الاستثمار في المحفظة المصرفية الدولية وذلك من خلال تقديم الاستشارات المالية والمادية للمستثمرين وإطلاعهم على شروط الاستثمار في ذلك البلد وما هي المخاطر الناتجة من هذا الاستثمار والمردود منه كي لا يتعرض المستثمرون للمخاطرة الدولية التي تواجههم من هذا الاستثمار وتكون هي الأكبر قياساً بالمخاطرة المحلية.
5. تفعيل دور الجامعات والكليات الخاصة بمثل هذه الموضوعات وإجراء الدراسات والبحوث العلمية والندوات لتوعية المستثمرين عن كيفية الاستثمار والنتائج التي تتمخض عنه وما هي الأساليب العلمية والمالية المستخدمة لتقييم الاستثمار المحفظي وخاصة المصرفي.
6. تفعيل دور القنوات الفضائية في توعية المستثمرين من خلال عرض نشرات لبورصات عربية وعالمية وإطلاعهم على التغييرات التي تطرأ على قيمة الأسهم للشركات والمصارف العالمية وأسعار النفط وكيفية الاستثمار وبناء المحافظ الاستثمارية من خلال إجراء اللقاءات مع المختصين وأساتذة الجامعات وإبداء رأيهم والملاحظات المتوخاة من عملية الاستثمار المحفظي الدولي او أي استثمار آخر بالشكل الذي يصب في صالح المستثمر وتجنبه من التعرض للمخاطر الكبيرة لمثل هذا النوع من الاستثمار.
7. المستثمرون الذين لهم تجارب سابقة لمثل هذا النوع من الاستثمار أن يعوا أن عامل الخبرة لن يكون هو العامل الناجح الوحيد لاستخدامه في التخمين على ان هذا الاستثمار المصرفي

ناجح في ذلك البلد رغم استقراره السياسي والاقتصادي إذ لا بد من الاستفادة من الدراسة والتحليل المالي لهذا النوع من الاستثمار ومن ثم التقرير على نجاحه أو إخفاقه.

**8.** يمكن ان يستفيد المستثمرون وخاصة العراقيون من نتائج التحليل الخاصة لكل مصرف ليكونوا على إطلاع لأداء كل منهم من جانب المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب وكلفة التمويل والعائد المتحقق لتسهيل من مهمة المستثمرين في تقييم الاستثمار في أي محفظة مصرفية في تلك الدولة التي يراد الاستثمار فيها.

**9.** يؤكد الباحث استخدام أدوات الهندسة المالية لحدثة هذا الموضوع وأهميته على الساحة العالمية بشكل عام والعربية بشكل خاص وذلك لافتقار الدول العربية لمثل هذه الأدوات في الواقع العلمي وربطها مع هذا الموضوع ودراسته دولياً وإيجاد علاقة ارتباط وتأثير غير العلاقات التي تم استخدامها من لدن الباحث مما يجعل الموضوع أكثر شمولية للمستثمرين والباحثين الآخرين لمن يريد ان يكتب في هذا الموضوع .

**10.** يمكن إجراء دراسة مماثلة وبعينات اكبر في دول غير هذه الدولة وتطبيقها على مصارف خارج النطاق المحلي ان توافرت البيانات الخاصة بكل فرع من أفرع هذه المصارف الخارجية كما يمكن تطبيقه كذلك في العراق في حالة استقرار وضعه السياسي والاقتصادي والأمني ودخول المصارف الأجنبية للاستثمار في هذا البلد.

## قائمة المصادر

أولاً: المصادر العربية:-

### أ- النشرات الرسمية:

1. نشرة بورصة عمان للأوراق المالية: (النشرات السنوية للميزانية العمومية وكشف الدخل للشركات والمصارف للمدة من 1990 – 2002).

### ب- الكتب:-

1. الجميل, د. سعد كوكب: ( التمويل الدولي – مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات ) جامعة الموصل, 2002.
2. الحسيني والدوري, د. فلاح حسن عداي, مؤيد عبد الرحمن عبد الله: ( إدارة البنوك – مدخل كمي واستراتيجي معاصر ) عمان, الأردن, دار وائل للطباعة والنشر, 2000.
3. الحناوي, د. محمد صالح: ( الإدارة المالية والتمويل ) الدار الجامعية, 1995.
4. الحناوي وعبد السلام, د. محمد صالح, السيدة عبد الفتاح: ( المؤسسات المالية – البورصة والبنوك التجارية ) الدار الجامعية, 2000.
5. رمضان, د. زياد: ( مبادئ الاستثمار – الحقيقي والمالي ) عمان, الأردن, دار وائل للطباعة والنشر, ط1, 1998.
6. الزيدانيين, د. جميل سالم: ( أساسيات في الجهاز المالي – المنظور العملي ) عمان, الأردن, دار وائل للطباعة والنشر, ط1, 1999.
7. سلطان, د. محمد سعيد: ( إدارة البنوك ) الدار الجامعية, 1993.
8. الشماع, د. خليل محمد حسن: ( الإدارة المالية ) بغداد, ط4, 1992.
9. العاني, د. محمد علي عبد اللطيف: ( اندماج الأسواق المالية الدولية – أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ) بغداد, بيت الحكمة, 2002.
10. اللوزي وآخرون, د. سليمان احمد, مهدي حسن زويلف, مدحت إبراهيم الطراونة: ( إدارة البنوك ) دار الفكر, ط1, 1997.

11. الميداني, د. محمد ايمن عزت: ( الإدارة التمويلية في الشركات ) الظهران, المملكة العربية السعودية, **1989**.
12. النعماني وآخرون, عبد الفتاح السيد سعد, د. عبد الرحمن دعالة بيبة, د. احمد نبيل عبد الهادي سليمان: ( التمويل الإداري ) الطبعة العربية, الجزء الثاني, دار المريخ للنشر, المملكة العربية السعودية, **1993**.
13. النقاش, غازي عبد الرزاق: ( التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية ) دار وائل للنشر, ط1, **1996**.
14. المشهداني وهرمز, د. خاشع محمود, أمير حنا: ( الإحصاء ), **1989**.
15. مطر, محمد: ( إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات العملية ) ط2, **1999**.
16. هندي, د. منير إبراهيم: ( إدارة البنوك التجارية – مدخل اتخاذ القرارات ) ط3, **2000**.

### ج- الاطاريح والرسائل والبحوث:-

17. التميمي والجنابي, د. ارشد فؤاد مجيد, لميس محمد مطرود: ( تصميم محفظة الأسهم العادية المثلى والمحفظة البديلة ) دراسة تطبيقية, الكلية التقنية الإدارية, **2001**.
18. الجنابي, لميس محمد مطرود: ( إدارة محفظة الأسهم العادية في إطار نموذجي CAPM و SMP ) رسالة ماجستير, الجامعة المستنصرية, **2000**.
19. العامري, د. محمد علي إبراهيم: ( اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة ) اطروحة دكتوراه, جامعة بغداد, **1990**.
20. العامري والعلي, د. محمد علي إبراهيم, اسعد حميد عبيد: ( استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية ) دراسة تطبيقية, مجلة العراقية للعلوم الإدارية, المجلد(1), العدد(4), حزيران, **2002**.
21. عبد الله, وارد نجم: ( إدارة محفظة الأوراق المالية ) اطروحة دكتوراه, جامعة بغداد, **1992**.
22. عبد الحسن والسامرائي, د. صلاح, هناء عبد الغفار: ( الاستثمارات الأجنبية – المسوغات والأخطار ) حلقة نقاشية, بيت الحكمة, سلسلة المائدة الحرة (35), شباط, **1998**.
23. قاسم, منير وحيد اسعد: ( اثر الهندسة المالية وتكنولوجيا المعلومات في بناء المحفظة الاستثمارية ) اطروحة دكتوراه, الجامعة المستنصرية, **2000**.
24. محمد, د. حاكم محسن: ( تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة ) أطروحة دكتوراه, الجامعة المستنصرية, **1995**.



- 25.** محمد, د.حاکم محسن: ( تحليل سياسات الاستثمار المصرفية وأثرها في عائد المحفظة )  
دراسة مقارنة, مجلة بحوث مستقبلية, العدد الخامس, كانون الثاني, **2002**.
- 26.** الوندأوي, هشام طلعت عبد الحكيم: ( اثر الميزة التنافسية في الأداء ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة ) اطروحة دكتوراه, الجامعة المستنصرية, **2002**.
- 27.** الوندأوي, هشام طلعت عبد الحكيم: ( استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية وأثرها في المخاطرة اللانظامية ) رسالة ماجستير, الجامعة المستنصرية, **1999**.

## ثانياً: المصادر الأجنبية:-

### أ- الكتب:-

28. Archer , Stephen,G. Marce Choate and George Racette : ( **Financial Management** ) 2<sup>nd</sup> ed . n .y .John Willey and Sons ,1983.
29. Arnold ,Glen: (**corporate Financial Management** ) financial times Pitman publishing .1983 .
30. Atrill,Peter: (**financial management for non-specialists**),2<sup>nd</sup> .,Financial Times Prentice Hall publishing 2000
31. Binhammer;HH :Sephton, peter S:(**Money Banking and the Candian Financial System**) 7<sup>th</sup> .ed an International Thomson publishing company 1998.
32. Bodie /Zvi:Alex, Kane:Alan,Marcus: (**Investments**)4<sup>th</sup> . ed Irwin Mc Graw-Hill 1999.
33. Bodie / Zvi :Alex ,Kane:Alan, Marcus: (**Essentails of Investment** ) 4<sup>th</sup> . ed Irwin Mc Graw-Hill 2001.
34. Brealey , Richard and Myers , Stewart: (**principles of Companies Inc, international Edition** )1991.
35. Brockington , R .B: (**financial management**) 6<sup>th</sup>.ed., Dp pub, 1993.
36. Carlson, Charles B.:(**The Individual Investor Revolution** ) , Mc Graw – Hill Companies , 1998
37. Clarke , Roger G. : Willson Daines and Nadauld : Bret d , Robert H and Stephen D . (Strategic Financial Management ) Richard D .Irwin , Inc.,1988.
38. Copland , Thomas and Weston , J. Fred : (**Financial Theory And Corporate Policy**) Addison – Wesley Publishing Company , Inc ., 1979.
39. Elton , Edein and Gruber , Martin : ( **Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**) 5<sup>th</sup>. Ed John Wiley and Sons , Inc ., 1995
40. Fabozzi, Frank and Modigliani , Franco ( **Capital Market**) Prentice Hall Upper Seddle River , New Jersey , 1996.
41. Francis,Jack Clerk( **Investment :Analysis And Management** ) 5<sup>th</sup> .ed Mc Graw ,Inc 1991.
42. Gitman , Lawrance ,J(**Principles Of Managerial Finance** )9<sup>th</sup> .ed ,N.Y,Donnelly And Sons Company , 2000.
43. Hempel , George and Simonson , Donald : (**Bank Management text And Cases** )5<sup>th</sup> .ed John Wiley and Sons , Inc., 1999.

44. Hirschey, Mark : ( **Investment : Theory And Applications** )  
Harcourt College Publishers 2001.
45. Jim, Mc Menamin : ( **Financial Management** ) Christ Published by  
Routledge , 1999.
46. Johnson , Hazel :( **Global Financial Institutions And Markets** )  
Black Well Business 2000.
47. Jones , Charles ( **Investment** ) 7<sup>th</sup> .ed John Wiley And Sons ,Inc,  
2000.
48. Madura .Jeff : ( **International Financial Management** ) 6<sup>th</sup> .ed An  
Imprint of Addison Wesley Longman ,Inc., 2000.
49. McInaney , E J :( **Business Finance :Theory And Practice**) 5<sup>th</sup> .ed  
Financial Times Prentice Hall,2000.
50. Melvin ,Michael :( **International Money And Finance** ) 6<sup>th</sup> .ed . An  
Imprint of Addison Wesley ( Orgman ,Inc.,2000)
51. Rao , K S Ramesh ;( **Financial Management** )2<sup>nd</sup> .ed ., Macmillan  
pub ,1992.
52. Ross,Stephen ;Westerfield ,Randolph ,W.and Jordan ,d.,Bradford :  
( **Essential Of Corporate Finance**) the McGraw -Hill Companies ,  
Inc., 1996 .
53. Ross, Stephen ;Westerfield ,Randolph ,W.and Jordan ,d.,Bradford :  
(**Fundamentals Of Corporate Finance**)4<sup>th</sup> .ed Irwine /Mc Graw –  
Hill Companies,1998.
54. Ross,Peter :( **Commercial Bank Management** ) 4<sup>th</sup> ed Irwine /Mc  
Graw –Hill ,1999.
55. Ross, Stephen ;Westerfield ,Randolph ,w.and Jordan ,d.,Bradford :  
(**Fundamentals Of Corporate Finance**)4<sup>th</sup> .ed Irwine /Mc Graw –Hill  
Companies,2000.
56. Vanhorne , Jamea: (**Financial Management And Policy** ) 11<sup>th</sup> .ed  
Prentice –Hill International ,inc., 1998.
57. Weston ,Fred ;Copeland .Thomas E:( **Financial Theory And  
Corporate Policy** ) Cassell Educational Limited ,1988.
58. Weston, J., Fred And Brigham ,f.Eugene (**Essential Of Corporate  
Finance**)10<sup>th</sup> ed., the Dryden press ,1993
59. Weston ,J., Fred ,Besley ,Scott and Brigham ,f., Eugene (**Essential  
Of Corporate Finance**)11<sup>th</sup> ed., the Dryden press ,1996

**ب- الدوريات:-**

60. Jobson ,J.D. and Korkie ,BoB :( On The Jensen Measure And Marginal Improvements In Portfolio Performance : Anote) the journal of finance ,vol .(xxxix),no.(1) ,march 1984.
61. Kane , Edward J. and Buser , Stephen A.:(Portfolio Diversification At Commercial Banks) the Journal of Finance ,vol .(xxxix),no.(1) ,March 1979.
62. Markowitz , Harry M., Kroll, yoram and levy, Haim : ( Mean – Variance Versus Direct Utility Maximization ) Journal of Finance ,vol .(xxxix),no.(1) ,March 1984.
63. Shalit ,Haim and Yitzhaki , Shlomo : (Gini, Portfolio Theory ,And The Pricing Of Risky Assets ) Journal of Finance ,vol .(xxxix),no.(1) ,Dec 1984.

**ج- شبكة المعلومات الدولية:-**

64. Campa , Jose Manuel and Fernandes , nuno: (Sources Of Gains From International Portfolio Diversification ) Nov . 2003 (www. Yahoo.com/ pdf )
65. Ferson, Wayne e. and siegel , Andrew f. : (Testing Portfolio Efficency With Conditionings Information ) March 13. 2002 ( www. Yahoo.com /pdf)
66. Haugen :( Efficient Portfolios ) Lecture notes 5, ch .5. ([www.yahoo.com](http://www.yahoo.com) /pdf )

**د - القواميس:-**

67. Hornby . As :( Oxford Advanced learner's Dictionary ) 7ed.Oxford university prees .2004.
68. Merriam.Webster's:( Collgate dictionary) 10ed.Incorporated.U.S.A. 1999.

## *Abstract*

The subject of international management of investments Portfolio is treated as one of the most important subjects specially after the development which was over the world after the last twenty years of last century because of many changing happens that make investor the most worn look at, so that there must be an important study and analysis of international portfolio, because of the importance of investment doesn't be easy for investors.

This study is arranged according to the line of equal banks because of the development of money internationally and trade serving, opening and emerging among the banks has an important cause to make the activity the most big according to out more than in.

This study is treated as the first steps that investors depend on to pass apart of problem difficulty which can look at but he has much lose producing from drawing among line

To acknowledge the goals of investors from analyzing the international of portfolio banking from return, risk and also the cost of finance to show the preference of this analyze on management of portfolio investment and how can the investor to diversification investment through this analysis.

This depends only on Amman stock market and it reaches too many productions , the better of them are :

( There are opposition for general foundation which tails that the required return of rate is more when the total risk is more. The say which spports the last conduct is the difference in the return's of these banks in this side and difference tradation beta (  $B_u$  ) in another side and also the banks were in less total risk , and less unsystematic risk is right. )

the study also reaches for many charges the better of them are :

( it is important to depend on the banks which conduct with the study and also related with an importance for many causes and specially the banks which excuse from less plural enrich equal to another banks and the work to relate these money in the case which give these banks which they like from what they carry from their get .

# International Banking Of Investments Portfolio Management An Applied Study For Sample To International Jordian Banks

A Thesis

submitted to the council of the college of administration and  
economics at the University of Kerbala in partial fulfillment of  
the requirement for the degree of master in business  
administration.

*By*

*Bilal Noori Al- Karawi*

*Supervised by  
Professor*

*Dr.Hakiem Muhessin Mohammed*

*2005*

*1426*