أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية
-دراسة اختبارية على البنوك التجارية الاردنية للفترة من 2012-2014-

د. ابراهيم علي عبد الله القاضي
جامعة الشرق الأوسط –الأردن
ibrahimqadi@yahoo.com

The impact of investment portfolio attractiveness on commercial banks Profitability -Empirical Study On The Jordanian Commercial Banks from 2012-2014-

Dr. Ibrahim Ali Abdullah AL-Qadi
Middle East University ; Jordan

Received:2016 Accepted: 2016 Published: 2016

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

وقد أجريت الدراسة على كافة البنوك التجارية الاردنية المدرجة في السوق المالي الاردني والتي بلغ عددها 13 بنك للفترة 2012-2014، حيث قام الباحث أولا باحتساب مخاطر المحفظة الاستثمارية وعائد المحفظة الاستثمارية ومعامل النفور من المخاطر Risk Aversion وقيمة المنفعة Utility Value لهذه البنوك والتي تمثل المتغير المستقل، والعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية كمتغيرات تابعة. ثم تم اجراء تحليل مالي بهدف التعرف على أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية وقد جاءت نتيجة التحليل متطابقة مع نتائج التحليل الاحصائي الذي تم إجراءه باستخدام معادلة الانحدار البسيط والانحدار المتعدد للتعرف على الاثر ومعامل الارتباط بيرسون للتعرف على العلاقة ما بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة. وكانت أهم نتائج الدراسة تتمثل بما يلي:

- عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية؛
- وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية؛
- عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمعامل النفور من المخاطر على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية؛
- عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لقيمة المنفعة على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية؛
- وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معا) على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية.

الكلمات المفتاحية: جاذبية محافظ الاستثمار، معامل النفور من المخاطر Risk Aversion، قيمة المنفعة Utility Value، عائد المحفظة الاستثمارية، مخاطر المحفظة الاستثمارية، العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية، البنوك التجارية الاردنية.

Abstract :

This study aims to demonstrate the impact of investment portfolio attracriveness on commercial banks Profitability.

The study sample consists of Jordanian commercial banks of (13 Bank) for the period between 2012-2014; it relies on the annual financial reports of the banks. To achieve the study objectives, the researcher used the qualitative methodology based on an empirical study . The researcher used many statistical descriptive methods (such as means, standard deviations and percentage) in addition to the use of both simple and multiple regression analysis in testing the hypotheses of the study. After a processing and analysing the study data and testing its

hypotheses, the study revealed a number of results, including:
-There is no statistically significant effect for portfolio return on both the return on investment and the return on equity.
-There is a statistically significant effect for portfolio risk on both the return on investment and the return on equity.
-There is no statistically significant effect for the risk aversion on both the return on investment and the return on equity.
-There is no statistically significant effect for the utility value on both the return on investment and the return on equity.
-There is a statistically significant effect for investment portfolio attractiveness elements (portfolio return and portfolio risk and risk aversion and utility value together) on both the return on investment and the return on equity .
Key words: *investment portfolio attractiveness, Risk Aversion, Utility value, portfolio return, portfolio risk, Jordanian Commercial Banks.*

المقدمة:

بعد ما اتسع نطاق الاستثمار وازدادت حجم السيولة على مستوى الافراد من خلال استثماراتهم في مشاريع مختلفة وعلى مستوى الدول وخصوصا بعد اكتشاف النفط وما ينتج عنه ظهور الشركات الكبرى المتخصصة في عدة مجالات وما ينتج عنها ايضا من فوائض مالية اصبح كل من الافراد والدول تبحث عن منافذ استثمارية ملائمة تحقق لها اكبر العوائد مع اقل التكاليف والمخاطر من هنا ظهرت فكرة المحافظ الاستثمارية والتي تعد الاكثر امانا لأنها تحتوي على مجموعة من الأوراق المالية المختلفة، وهنا يأتي دور مدير المحفظة في اختيار الأوراق الاستثمارية الاكثر امانا والتي تحقق اعلى العوائد وبأقل التكاليف .

إن توزيع ثروة المستثمر على فئات الاصول المختلفة من اهم قرارات المحفظة الاستثمارية وتكوين تشكيلة متنوعة من الاصول أو الأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة او من يتولى ادارتها[1].

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة البحث في تقييم مدى مساهمة النشاطات غير الائتمانية (الاستثمارية) في ربحية البنوك التجارية والتي يمكن أن يعبر عنها في البنوك التجارية الأردنية بجاذبية المحافظ الاستثمارية، ويمكن تقييم جاذبية المحافظ الاستثمارية باستخدام معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة والعائد والمخاطرة، حيث تساعد هذه المؤشرات على بيان الفاعلية وتصنيف المحافظ. تبحث هذه الدراسة في أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية .

وقد تم صياغة مشكلة الدراسة بالسؤال الرئيسي وهو:

- هل يوجد أثر لجاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية الاردنية المتمثلة بالعائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ؟؟

ومنه تتفرع الأسئلة التالية:

1. هل يوجد أثر لعائد المحفظة الاستثمارية (R_P) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية؟
2. هل يوجد أثر لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية؟
3. هل يوجد أثر لمعامل النفور من المخاطر (Risk Aversion) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية؟
4. هل يوجد أثر لقيمة المنفعة (Utility Value) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية؟
5. هل يوجد أثر لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (عائد المحفظة ومخاطر المحفظة ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة معا) على العائد على الاستثمار؟
6. هل يوجد أثر لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (عائد المحفظة ومخاطر المحفظة ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة معا) على العائد على حقوق الملكية؟

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة الى تحقيق الاهداف التالية:

1. توفير معلومات عن اهداف المحافظ الاستثمارية كأصل من اصول البنك التجاري؛
2. إلقاء الضوء على دالة المنفعة ومنحنيات السواء في ادارة المحافظ الاستثمارية؛
3. دراسة أثر جاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية الاردنية.

أهمية الدراسة: تستمد هذه الدراسة اهميتها من اهمية المحفظة الاستثمارية للمستثمرين سواء اكانوا افرادا أو مؤسسات حيث أن المحفظة الاستثمارية تقوم على تجميع الأدوات الاستثمارية وتوظيفها من أجل تحقيق أعلى العوائد وبأقل التكاليف وهذا ما يرغب به المستثمر في ظل اقتصادية عالمية تتصف بعدم الاستقرار مما يتطلب استخدام افضل الطرق العلمية لمدير المحفظة في اتخاذ أي قرار استثماري يقوم على التنويع المدروس من أجل تخفيض مخاطر الاستثمار في اطار المحفظة الاستثمارية، ومن أجل أن نحصل على افضل الاستثمارات في أي محفظة لابد لنا من استخدام عدة طرق لبناء المحافظ الاستثمارية واختيار افضل الطرق حتى نصل إلى المحفظة المثلى.

من هذا المنطلق تنبع اهمية الدراسة من كونها تسعى إلى تقييم جاذبية المحافظ الاستثمارية والتي قد يكون لها دور في تعزيز اداء البنوك التجارية الاردنية. ومن هنا ستخدم بالنتائج التي ستكشف عنها المسئولين عن إدارة

المحافظ الاستثمارية في البنوك بالإضافة الى المحللين الماليين وعملاء البنوك المستثمرين في تلك المحافظ وغيرهم من الأطراف الأخرى ذات العلاقة مثل البنك المركزي، وهيئة الأوراق المالية.

فرضيات الدراسة: بناء على الأسئلة المتفرعة عن مشكلة الدراسة، ستقوم الدراسة على الفرضيات التالية:

❖ الفرضية العدمية الرئيسة الاولى H01: لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لجاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية الاردنية.

ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- الفرضية الفرعية الأولى h01: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية (R_P) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

- الفرضية الفرعية الثانية h02: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

- الفرضية الفرعية الثالثة h03: لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمعامل النفور من المخاطر (Risk Aversion) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

- الفرضية الفرعية الرابعة h04: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لقيمة المنفعة (Utility Value) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

- الفرضية الفرعية الخامسة h05: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (عائد المحفظة ومخاطر المحفظة ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة معا) على العائد على الاستثمار.

- الفرضية الفرعية السادسة h06: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (عائد المحفظة ومخاطر المحفظة ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة معا) على العائد على حقوق الملكية.

حدود الدراسة:

❖ **حدود زمانية:** سيتم اجراء هذه الدراسة للفترة (2012-2014).

❖ **الحدود المكانية:** سيتم إجراء هذه الدارسة على البنوك التجارية الاردنية فقط أي بعد استبعاد كل من البنوك التجارية غير الاردنية العاملة في الأردن وكذلك البنوك الاسلامية.

محددات الدراسة:

- ✓ قلة توفر دراسات علمية سابقة مرتبطة بالموضوع على المستويين المحلي والعربي؛
- ✓ محدودية المراجع التي تناولت الموضوع؛
- ✓ عدم وجود مؤشرات منشورة ومعتمدة في الأردن لقياس جاذبية محافظ الاستثمار.

مصطلحات الدراسة:

- ✓ معامل النفور من المخاطر Risk Aversion: وهي درجة المستثمر للنفور من المخاطرة؛
- ✓ قيمة المنفعة Utility Value: المكاسب الكلية المتولدة عن الاستثمار ومن ثم فإن تعظيم المنفعة يقصد به أن المستثمر يهدف دائما إلى الحصول على أقصى قدر من المكاسب من وراء الاستثمار؛
- ✓ عائد المحفظة الاستثمارية (R_P): من خلال القوائم المالية للبنوك المشمولة في عينة الدراسة، وذلك بتطبيق المعادلة التالية:

$$\frac{Mp_t - Mp_{t-1} + CD}{M_{Pt}}$$

وذلك حيث Mp_t القيمة السوقية للمحفظة في نهاية السنة المالية، Mp_{t-1} القيمة السوقية للمحفظة في بداية السنة، CD التوزيعات النقدية للمحفظة.

- ✓ الربحية: حيث تقيس الربحية مدى قدرة المنشأة على تحقيق العائد المناسب على الأموال المستثمرة في أنشطتها[2].
- ✓ العائد على الاستثمار (Return on investment): يوضح قيمة العائد المحقق من كل دينار مستثمر في موجودات المنشأة وذلك بغض النظر عن مصدر تمويلها داخليا كان أم خارجيا، ويحدد هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية[3]:

$$\frac{\text{العائد على الاستثمار} = \text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الاصول}}$$

وقد حصل الباحث عليها من القوائم المالية المنشورة للبنوك المشمولة في عينة الدراسة على مدار الأعوام 2012، 2013، 2014.

- ✓ العائد على حقوق الملكية (Return on equity): قيمة العائد المحقق من كل دينار يستثمره حملة الاسهم العادية في انشطة المنشأة، ويحدد بالمعادلة التالية[4]:

العائد على حقوق الملكية = صافي الربح بعد الضريبة – توزيعات الاسهم الممتازة

مجموع حقوق المساهمين العاديين

وقد حصل الباحث عليه من القوائم المالية المنشورة للبنوك المشمولة في عينة الدراسة على مدار الاعوام 2012، 2013، 2014.

أولا: الاطار النظري:

1. **مفهوم المحفظة** (Portfolio Concept): قبل التطرق لمفهوم محفظة الأوراق المالية وجب علينا الإشارة للمحفظة الاستثمارية كون أن مفهومها أشمل من مفهوم محفظة الاوراق المالية.

1.1. **تعريف المحفظة الاستثمارية:** تختلف المحافظ من حيث تنوع أصولها، يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية كاحتوائها على المعادن الثمينة، العقارات، العمولات، وقد تكون جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات، كما يمكن أن تكون مزيج بينهما. اذن المحفظة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة وقد يكون هذا المدير مالكا لها، كما قد يكون مؤجرا عليها[5].

2.1. **تعريف محفظة الأوراق المالية:** يمكن تعريفها كما يلي:

❖ تتكون محفظة الأوراق المالية من عدد مناسب وكبير من الأوراق المالية كالأسهم والسندات تتباين وتختلف كل منها من حيث القيمة تاريخ الاستِحقاق ومعدل العائد ودرجة المخاطر، اذن هي عبارة عن مجموعة من الأوراق تشكل مربع متجانس من هذه الأوراق، تم اختيارها بعناية وبدقة فائقتين لتحقيق بعض الأهداف والغايات[6].

❖ يعرف جاك هامون J.HAMON محفظة الأوراق المالية على انها "مجموعة الأوراق النسبية لأصول مالية، أي قائمة النسب الممثلة للأصول والتي يجب أن تساوي في مجموعها الـ 100 %..."[7].

2. **أصول محافظ الأوراق المالية:** تعتمد مكونات محفظة الأوراق المالية على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق، والمتمثلة في الأصول المالية (أوراق مالية) التي تتكون منها وفي ما يلي توضيح لطبيعة هذه الأصول.

1.2. **تعريف الأوراق المالية:** تمثل الأوراق المالية السلعة (الأصل) الذي يجري بتداوله بيعا وشراء في السوق المالية، فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة[8].

2.2. **أنواع الأصول المالية:** هناك عدة أنواع للأصل المالية وسنقتصر على تصنيفيها حسب معيار الحق كما يلي:

1.2.2. **الأسهم العادية:**

يتمتع حملة الأسهم العادية بمزايا نذكر منها ويحصل حامل هذا النوع من الأسهم على عائد يعتمد على حجم الأرباح المحققة من المؤسسة التي أصدرته ويمنح لحامله حق الاشتراك في الجمعية العامة وأولوية الاكتتاب بالسهم الجديد، والحق في نقل الملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريقة أخرى، وفي حالة إفلاس المؤسسة فإن حملة الأسهم العادية هم آخر من يحصل على حقوقهم من أموال التصفية بعد توزيعها على حملة السندات والمقترضين وحملة الأسهم الممتازة[9].

والأسهم العادية تمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية وتعد شركات الأموال مصدر لخلق الأسهم، والأصل أن تطرحها الشركة بقيمة اسمية ثابتة للإكتتاب العام في السوق الأولية وتداولها في السوق الثانوية ولها تاريخ استحقاق غير محدد طالما الشركة قائمة[10].

وهناك أنواع للأسهم العادية نذكر منها:

❖ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها بعض المؤسسات ويرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالمؤسسة.

❖ **الأسهم العادية المضمونة:** ظهرت أسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين وخلال مدة محددة بعد الإصدار.

❖ **أسهم عادية بوفرات ضريبة:** تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يمنح للشركات أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة، للعاملين قبل حساب الضريبة، وذلك بغية مشاركتهم في ملكية المؤسسة[11].

2.2.2. **السندات:** يتمتع حامل السند بعدة مزايا نذكر منها:

- ✓ تمنح لحاملها الأولوية للحصول على كافة حقوقهم عند التصفية وهي ذات عائد ثابت، ويمكن تداوله بيعا وشراء بمعنى التنازل عنه ببيعه في السوق المالي؛
- ✓ والسندات هي أداة دين لمالكها، مقسم إلى أجزاء متساوية القيمة في ذمة المؤسسة المصدرة له، ولحامله الحق في الحصول على فوائد دورية بالإضافة إلى قيمة السند لمدة محددة وبسعر فائدة معينة[12].

حيث هناك عدة أنواع للسندات وسنقتصر ذكر أهمها فيما يلي[13]:

❖ **من حيث جهة الإصدار:** تنقسم إلى:

- **سندات العامة (حكومية):** هي السندات التي تصدرها الدولة والمؤسسات التابعة لها بدافع تمويل العجز في الميزانية، أو في خزينة الدولة.

- **سندات خاصة (غير حكومية)**: هي سندات التي تصدرها المؤسسات المساهمات، كسندات والأسهم العادية وذلك لتلبية احتياجات التمويلية المختلفة.

❖ **من حيث الضمان**: تنقسم إلى:

- **السندات المضمونة**: وهو سند صادر بقيمة اسمية بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة ولحاملها حق التصرف في الأصول الضامنة لها، في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة الوفاء بالتزاماتها.

- **السندات غير المضمونة**: وهي سندات تخلو من أي ضمان أو رهن، وضمانها هو سمعة المؤسسة المصدرة وثقة المتعاملين بها وعادة ما يكون عائدها أعلى من السندات المضمونة.

3.2.2. **الأوراق المهجنة**[14]: هي أوراق مالية جديدة، تصدر فقط من طرف المؤسسات الاقتصادية، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية (السندات) وأدوات حقوق الملكية (الأسهم) بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وجاءت لتوفير مزايا وبدائل عديدة للمستثمر أو إلى المؤسسة التي أصدرتها، ومن أنواعها: الأسهم الممتازة، شهادات الاستثمار، السندات القابلة للتحويل، الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي ويمكن ذكرها فيما يلي:

❖ **الأسهم الممتازة**: تلجأ إليها الشركة عند الرغبة في زيادة رأس مالها حيث أن حامل السهم الممتاز يحصل على نوعين من العوائد، عوائد ثابتة يحصل عليها توزيع سواء حققت الجهة المصدرة لها ربحا أو لم تحققه وعائد متغير مرتبط بسياسة توزيع الأرباح للجهة المصدرة له وهذه الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق محدد، وتتمتع هذه الأسهم بمزايا نذكر منها: لا يحق لحاملها بالاشتراك في إدارة الشركة، ولحاملها الأولوية في الحصول على توزيعات عند تصفية الشركة.

والأسهم الممتازة هي عبارة عن سند ملكية له قيمة اسمية، دفترية سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

❖ **شهادات الاستثمار**: تلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، وشهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت ولحامله الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية المؤسسة، اذن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة.

❖ **الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير، والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

يعد Harry Markowitz من أصحاب الفكر المستنير والمتميز في مجال التمويل والاستثمار، إذ ينسب إليه الفضل في ابتكار نظرية محفظة الاستثمار عام ١٩٥٢، والتي حصل بموجبها على جائزة نوبل في الاقتصاد عام ١٩٩٠ بالمشاركة مع William Sharpe وMerton، وتعتبر نظرية محفظة الاستثمار بحق بمثابة ثورة فكرية في عالم التمويل والاستثمار، حيث ساهمت في إمكانية قياس مخاطر الاستثمار كمياً، وبالتالي لم يعد المستثمر يعتمد على العائد المتوقع فقط كأساس لاختيار الاستثمارات، بل أضيف إليه عامل المخاطرة[15].

3. **الاهداف الرئيسية للمحفظة الاستثمارية:** الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول اليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي[16]:

1.3. **حماية رأس المال المستثمر:** هنا يجري التخطيط لمكونات المحفظة والمفاضلة بين الأدوات ذات الدخل الثابت والمتغير سواء اختيار مزيج أو التركيز على نوع واحد. ونمو المحفظة ودخلها يساعد في الحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر.

2.3. **تحقيق دخل مستمر ومستقر:** استقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة ويتيح فرصة للاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة.

3.3. **التنويع:** هناك أنواعا من التنويع، هي البسيط أو العشوائي (الاستثمار في عدد غير محدد من الأوراق المالية)، والتنويع الكفؤ الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة مثل معامل الارتباط بين مكوناتها مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، والتنويع هو القاعدة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم المحفظة، ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنويع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة.

4. **مخاطر محفظة الأوراق المالية:** إن المخاطر التى تتعرض لها المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة لها (الأصول) بل أيضا على طبيعة العلاقات التى تربط بين عائد تلك الاستثمارات في كل نوع من أنواع الأوراق المالية. إن قرار الاستثمار لا يتوقف على العائد المتوقع فقط ولكن على المخاطر أيضا التى ينطوى عليها الاستثمار، ويقصد بمخاطر محفظة الاستثمارات درجة تقلب العائد المتولد من مجموع الاستثمارات التى تتكون منها تلك المحفظة.

ويمكن التمييز بين نوعين من المخاطر التى تتعرض لها الأوراق المالية[17]:

1.4. **ويطلق عليها المخاطر العامة** Systemic Risk: وتعبر عن تقلب العائد لأحد الأصول والذى ينتج عن عوامل تؤثر على حركة السوق في مجموعة، فإذا كان السوق يتجه إلى الصعود، فإن معظم الأسهم تميل إلى الاتجاه إلى الصعود معه والعكس أيضا صحيح، وهنا تكمن الإجابة على السؤال التقليدي حول أسباب صعود السوق وهبوطه، فهو يرجع إلى تلك العوامل التى تؤثر على السوق في مجموعه كالنمو الاقتصادي والحروب والتضخم وما إلى ذلك.

2.4. **المخاطر الخاصة** Unsystematic Risk: ويقصد بها تقلب العائد الناتج من أحداث تؤثر على العوائد على أحد الأصول أو مجموعة من الأصول.

Unsystematic risk is the return volatility that result from events that affect the returns on one asset or a small group of assists.

وذلك كإضرابات العمل في إحدى الصناعات Labor Strikes أو تطوير المنتجات، أو زيادة التكاليف وعوامل أخرى عديدة يصعب التحكم فيها، أما المخاطر الخاصة فيمكن التقليل منها إلى حد كبير وذلك بإتباع سياسة التنويع.

وهناك أسلوبين شائعين في التنويع هما أسلوب التنويع البسيط وأسلوب ماركوينر Markwitz.

❖ **أسلوب التنويع البسيط:** يرى الكثير من الكتاب أنه إذا اختيرت الأوراق المالية عشوائيا من عينة كبيرة، فإن أغلب المخاطر الخاصة يتم القضاء عليها بعد اختيار عشرة منها فقط، كما أنهم يرون أنه إذا تم الاختيار بطريقة عشوائية فإن المحفظة قد تنقص كفاءتها من حيث التنويع ولو اشتملت على ثلاثين ورقة مالية أو يزيد. ويقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائى للأوراق المالية بغرض تكوين المحفظة، ويعتمد على فكرة أساسية هى أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التى تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التى يتعرض لها عائدها.

❖ **أسلوب ماركونيز:** يتميز هذا الأسلوب عن الأسلوب السابق بأنه يقضى بضرورة الاختيار الدقيق للأصول المكونة للمحفظة، وأن ذلك يقتضى مراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات، وأنه كلما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة، فإن المخاطر التى تعرض لها عوائد المحفظة تكون أقل منها في حالة وجود أية علاقة بين الأصول.

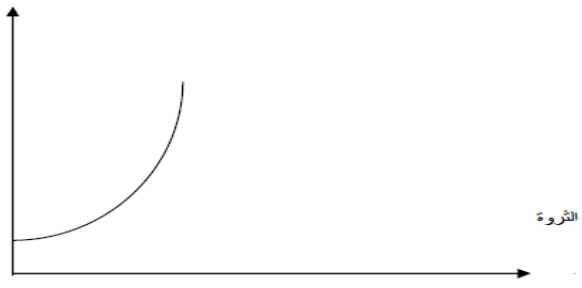
5. **دالة المنفعة ومنحنى السواء:** من خلال الافتراضات السابقة خلص ماركويتز إلى إمكانية بناء توليفات من الأوراق المالية على أساس العائد والخطر، ومن بين هذه التوليفات توجد توليفة مسيطرة تسمى بالحد الكفء[18].

1.5. **دالة المنفعة** function utility: إن المنفعة المتوقعة هي المكاسب الكلية المتولدة عن الإستثمار، وبما أن ماركويتز إفترض في نظريته أن المستثمر يسعى إلى الحصول على أكبر عائد ممكن ومن ثم فإن المستثمر يسعى إلى تعظيم منفعته بهدف الحصول على أكبر المكاسب من خلال الاستثمار في المحفظة المالية، وتجدر الإشارة إلى أن تعظيم المنفعة لا يعتبر مرادفا لتعظيم الثروة، فتعظيم الثروة يعنى أساسا بتعظيم العائد من الاستثمار، وتعظيم المنفعة أمر مختلف فالمنفعة هي محصلة العائد والمخاطر وليست محصلة العائد فقط، ومن المعلوم أن تعظيم الثروة الناجم عن تعظيم العائد ينعكس إيجابيا على المنفعة غير أن هذه الأخيرة تتأثر عكسيا بالمخاطر التي يتعرض لها العائد، وبناء عليه فإنه لو كان التأثير السلبي للمخاطر يفوق التأثير الإيجابي للعائد فإن المنفعة المتوقعة سوف تقل عن الثروة المتوقعة المترتبة عليه[19].

إن المستثمر العقلاني لابد أن يكون لديه فكرة عن العائد أو المخاطرة المتوقعة، وعلى افتراض أن المستثمر قادر على تحديد احتمالات مختلف العوائد الممكنة الناتجة عن الاستثمار المعني، وبالتالي يمكنه تحديد توزيع احتمالات لمختلف هذه العوائد وهذا يعني أنه توجد علاقة تسمح بتصنيف توزيع الاحتمالات لمختلف العوائد والتي تسمى بدالة المنفعة[20].

وبما أن المخاطرة تعتبر متغير له أهمية بالنسبة للمستثمر فإن هدف المستثمر لابد أن يتركز على تعظيم المنفعة لكن في ظل قيد المخاطر التي يمكن للمستثمر أن يتحملها أو يتغلب عليها، وحتى نبرز مفهوم هذه العلاقة لابد من التعرض لمختلف أنواع المستثمرين.

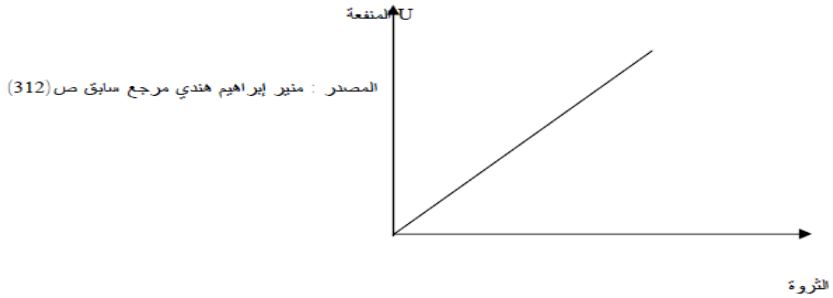
❖ **المستثمر الذي يبحث عن المخاطر**: وهو المستثمر الذي يبحث عن استثمارات تحقق له عوائد كبيرة بغض النظر عن المخاطر التي يواجهها فتكون المنفعة التي يحصل عليها المستثمر والناتجة عن كل وحدة إضافية من الثروة هي في ازدياد مضطرد، وبالتالي يكون هدفه هو الحصول على أكبر قدر من المنفعة بغض النظر عن حجم المخاطر التي تواجهه، ويمكن تمثيل دالة المنفعة الخاصة بهذا المستثمر من خلال المنحنى التالي:



المصدر : منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق،ص(310).

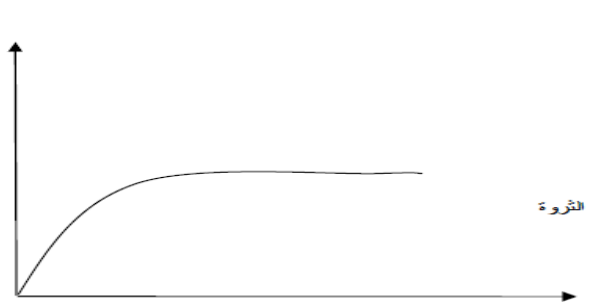
من الشكل يتضح بأن المنفعة التي يحصل عليها المستثمر من استثماراته أكبر بكثير من الزيادة التي يضيفها الاستثمار إلى ثروته .

❖ **المستثمر الذي لا يبالي بالمخاطر**: تكون دالة المنفعة الخاصة بهذا المستثمر عبارة عن دالة خطية، وهذا يعني أنه على استعداد لقبول المزيد من المخاطر إذا كان يقابلها زيادة متساوية في العائد، وتكون المنفعة التي يجنيها هذا المستثمر من استثمارات مساوية للزيادة التي يضيفها الاستثمار إلى ثروته، ويمكن تمثيل هذه الحالة في الشكل التالي.



المصدر : منير إبراهيم هندي مرجع سابق ص(312)

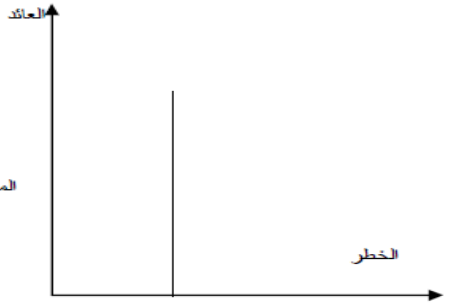
❖ **المستثمر الذي يبغض المخاطر**: يطلق الاقتصاديون على المستثمر الذي يحصل على منفعة تتزايد بمعدل متناقص نتيجة إضافة وحدة واحدة من الثروة بالمستثمر الرشيد، وهذا لأنه يطلب المزيد من العائد في مقابل زيادة معينة في المخاطر، وتكون منفعته الحدية متناقصة أي ميل دالة المنفعة متناقص باعتبار أن المنفعة الحدية هي المشتقة الأولى لدالة المنفعة الكلية، والمستثمر الذي يبغض المخاطر فهذا المستثمر يطلب قدرا متزايدا من العائد في مقابل زيادة وحدة واحدة من المخاطر، وبالتالي فهو يحصل على منفعة تتزايد بمعدل متناقص وهذا نتيجة إضافة وحدة إضافية من الثروة، وهذا يعني أنه يرفض تحمل المزيد من المخاطر، ولكنه يعني أنه يقبل تحمل المزيد من المخاطر إذا كان يصاحبها زيادة وحدة كل منهما زيادة في الثروة (العائد) بمعدل يفوق الزيادة التي صاحبت وحدة المخاطرة السابقة، ويمكن تمثيل هذه الحالة في الشكل التالي:



المصدر : منير إبراهيم هندي مرجع سابق، (ص313).

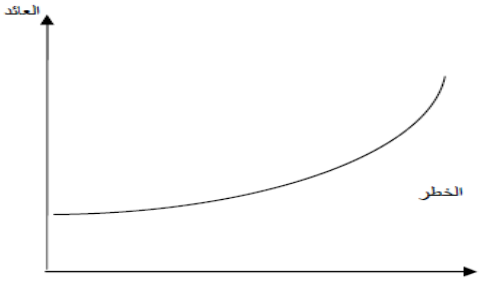
2.5. **تعريف منحنى السواء**: يرتبط اختيار أفضل توليفة من الأوراق المالية (محفظة الأوراق المالية) بمفهوم منحنيات السواء، ويعرف منحنى السواء على أنه المحل الهندسي لجميع التوليفات الممكنة من الأوراق المالية التي لها نفس الجاذبية بالنسبة للمستثمر[21]، وتتباين هذه التوليفات على المنحنى من حيث نسبة الموارد المالية المخصصة لكل ورقة مالية تتكون منها التوليفة، كما يعتبر المنحنى علاقة بين العائد والخطر الذي يفضله المستثمر وهذا ما يؤكد أن منحنى السواء يتغير شكله بتغير المستثمر كما يلي:

❖ **المستثمر الذي يتجنب الخطر تماما**: بما أن المستثمر يبغض المخاطرة تماما مما يؤدي إلى عدم القدرة على تحمل أي مخاطرة، وبالتالي يبقى الخطر ثابت، في حين يزيد العائد.



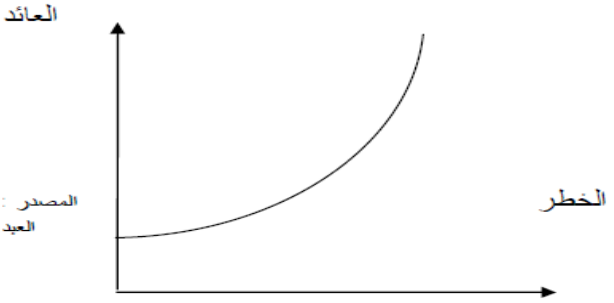
المصدر : محمد صالح حناوي ، نهال فريد مصطفى : جلال إبراهيم . مرجع سابق،(ص 230).

❖ **المستثمر الذي يحب المخاطرة**: وهذا ما يجعله يبحث عن العائد المرتفع بغض النظر عن الخطر المرتفع.



المصدر : محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق،ص(213).

❖ **المستثمر المتحفظ**: هذا النوع من المستثمر يكره المخاطرة وبالتالي فهو يبحث عن أي زيادة في درجة المخاطرة التي تصاحبها زيادة في العائد بمعدل أكبر، كما هو ممثل في المنحنى التالي:



المصدر : محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق،ص(213).

1.2.5.**فرضيات منحنيات السواء**: تنطوي منحنيات السواء على فرضيتين هما:

- **فرضية عدم التشبع**: يقصد بها أن المستثمر لا يضره أبدا أن يحصل على المزيد من العائد، ولو كان أمام بديلين فإنه يختار البديل الذي يحقق له عائدا أكبر من الآخر، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

- **فرضية كراهية المخاطرة**: إن المستثمر يبغض المخاطر ويعني هذا لو أتيحت له المفاضلة بين استثمارين متساويين من حيث العائد، فسوف يختار أقلها مخاطرة.

6. مفهوم الربحية في البنوك التجارية:

إن للربحية مفهوما واسعا وله عدة مجالات، وان قياسها يعتبر مسالة دقيقه ولا يكون ذا دلاله إلا إذا نسب إلى فترة مرجعيه معينه، وهذا المفهوم يطبق على كل عمل اقتصادي تستعمل فيه الإمكانيات المادية والبشرية والمالية ويعبر عنها بالعلاقة بين النتيجة والإمكانيات المستعملة أي بما يعرف بمقياس الانتاجية[22].

كذلك للربحية مفهوما تشغيليا بمعنى أن الربحية تتحقق عندما تكون الايرادات المحققة اكبر من النفقات أو التكاليف المستنفدة.

وبذلك فإن الربحية هي التجسيد الفعلي للنتائج المحققة من طرف البنك والتي تهم جهات متعددة وفئات مختلفة (أملاك المساهمين، المقرضين، الموردون، العمال...وغيرهم) وهذا ما جعل مفهومها أكثر نسبية يتحدد ويرتبط بالأهداف التي تسعى إلى تحقيقها كل جهة من هذه الجهات[23].

إن الربحية هي الهدف الأساسي لجميع البنوك للبقاء والاستمرارية، ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين:

- **قرار الاستثمار**: الذي يقوم على استخدام فائض الاموال المتاحة للبنك في فرص استثمارية تحقق عائدا أعلى من التكلفة المرجحة لتلك الاموال (WACC)، وتعتمد البنوك التجارية في تمويل استثماراتها عادة من مصدرين رئيسيين أي اما عن طريق التمويل الداخلي من خلال الملاك سواء عن طريق اصدار الاسهم، أو باستخدام الاحتياطيات الاختيارية والأرباح المحتجزة، وأما عن طريق التمويل الخارجي من خلال الاقتراض من بنوك اخرى أو من غيرها من مؤسسات التمويل في أسواق المال الاجنبية، وهذا ويتوقف اختيار ايا من هذين المصدرين الخارجي أو الداخلي عادة على عدة عوامل أهمها تكلفة التمويل، وكذلك ملاءمة مصدر التمويل، ثم عنصر المخاطرة[24].

- **قرار التمويل**: وهو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للبنك لتمويل الاستثمار في موجوداتها بشكل يمكن ادارة البنك من الحصول على اكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الاستفادة من الاقتراض الثابت الكلفة، ولكن دون تعرضها للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض[25].

وتقيس الربحية مدى قدرة المنشأة على تحقيق العائد المناسب على الاموال المستثمرة في أنشطتها، وفي تحليل ربحية المنشأة يتوجب مراعاة العنصرين الاساسيين اللذان يحددان تلك الربحية وهما[26]:

- ✓ قدرة المنشأة على الرقابة على التكاليف؛
- ✓ كفاءة إدارة المنشأة في استخدام الاصول على توليد المبيعات.

7. المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الربحية:

لعل أهم المؤشرات المالية وأكثرها استخداما في تقييم ربحية المنشآت التجارية بما فيها البنوك هي النسب المالية التي يتم اشتقاقها عادة من القوائم المالية المنشورة لتلك المنشآت أي قائمة الدخل، وقائمة المركز المالي وفي بعض الاحيان قائمة التدفقات النقدية.

ومن النسب المالية المتعارف عليها في هذا المجال ما يلي[27]:

1.7. **هامش مجمل الربح** Gross profit margin: وتقيس قدرة ادارة المنشأة على الرقابة على المصروفات التشغيلية في سعيها لتوليد الأرباح وتبين قيمة الربح المحقق من كل دينار من المبيعات وذلك بعد خصم تكلفة البضاعة المباعة وتساوي:

$$\text{هامش مجمل الربح} = \frac{\text{مجمل الربح}}{\text{المبيعات}}$$

2.7. **هامش الربح التشغيلي** Operating profit margin: وتبين قيمة الربح المحقق من كل دينار من المبيعات وذلك بعد خصم تكلفة البضاعة المباعة ومصروفات التشغيل وتساوي:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{الربح التشغيلي EBIT}}{\text{المبيعات}}$$

3.7. **هامش صافي الربح** Net profit margin: وتبين قيمة الربح المحقق من كل دينار من المبيعات بعد خصم جميع المصروفات بما فيها مصروف ضريبة الدخل وتساوي:

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

4.7. **العائد التشغيلي على الاصول** operating return on assets: ويعتبر بمثابة مقياس أو مؤشر اجمالي يلخص الاداء التشغيلي للمنشأة وذلك بمراعاة العنصرين الاساسيين للربحية هما: مدى نجاح المنشأة في الرقابة على المصروفات من جهة، ثم مدى كفاءة الادارة في مجال استخدام الاصول لتوليد المبيعات من جهة اخرى، ويساوي:

$$\text{العائد التشغيلي على الاصول} = \frac{\text{الربح التشغيلي EBIT}}{\text{مجموع الاصول}}$$

5.7. **العائد على الاصول** return on assets: وتبين قيمة العائد المحقق من كل دينار مستثمر في موجودات المنشأة وذلك بغض النظر عن مصدر تمويلها داخليا كان أم خارجيا، ويساوي:

$$\text{العائد على الاصول} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الاصول}}$$

6.7. **العائد على حقوق الملكية** return on equity: وتبين قيمة العائد المحقق من كل دينار يستثمره حملة الاسهم العادية في أنشطة المنشأة، ويساوي:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الاسهم الممتازة}}{\text{مجموع حقوق المساهمين العاديين}}$$

حيث أن المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الربحية في هذه الدراسة هي العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية.

ثانيا: الدراسات السابقة:

1. **دراسة** Beckhart , 1940، **بعنوان** "Monetary Policy And Commercial Bank Portfolios" [28]: هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر التغيرات الحاصلة في السياسات النقدية على سياسة الائتمان لدى البنوك والذي تنعكس بشكل عام على سياسة الاستثمار العامة لدى البنك، حيث ترى الدراسة بأنه إذا كانت السياسة النقدية مشجعه على التوسع في العمليات الائتمانية من خلال زيادة هامش سعر الفائدة فإن البنك سيقوم بتوجيه موارده النقدية وبشكل أوسع في العمليات الائتمانية، وأما إذا كانت السياسة النقدية غير مشجعه على التوسع في العمليات الائتمانية فإن البنك سيقوم بتوجيه موارده النقدية في محافظ استثمارية مدرة للدخل بشكل أكبر وتلبي احتياجات السيولة النقدية المتتالية للبنك ويتحقق ذلك من خلال توفر كفاءات في إدارات الاستثمار بحيث تكون قادرة على توظيف تلك الموارد النقدية بشكل مناسب .

2. **دراسة** Treynor , 1973 ، **بعنوان** "How to use security analysis to improve portfolio selection" [29]: حيث ترى هذه الدراسة بأن تحليل الاوراق المالية من حيث آجال استحقاقها وإعادة توزيعها من فترة إلى اخرى تسهم في الاستفادة من التغيرات التي قد تحدث في اسعارها السوقية، وذلك لأن على القائمين على ادارة المحفظة دراسة التغيرات السوقية وإعادة توزيع الاوراق المالية بما يتماشى مع تحركات السوق، وقد توصلت الدراسة إلى أن التطور الذي يحصل لمكونات المحفظة يتأتى من خلال دراسة الاوراق المالية وتوزيعها ومن ثم توجيهها بشكل فعال، وهناك ايضا أهمية كبيرة للتنويع وبشكل متوازن ومنطقي مع معطيات السوق.

3. **دراسة سليمان** (2003)، **بعنوان** : "**استثمار البنوك التجارية للفائض النقدي حالة لبعض البنوك التجارية الاردنية**" [30]: تعرض الدراسة الدور الذي يجب أن تلعبه البنوك في استثمار الفائض النقدي لديها لمواجهة مصاريفها وتكاليفها وتحقيق تدفقات نقدية تغطي احتياجاتها الدورية وبالتالي تحقيق موقف تنافسي افضل، ومن بين أوجه الاستثمار التي عرضتها الدراسة الاستثمار في الاوراق المالية لما لها من دور في تحقيق عائد جيد وإمكانية استخدامها في مواجهة السيولة الدورية للبنك وتحقيق عائد أفضل مما يعزز من الموقف التنافسي. وقد قامت الدراسة باستخدام النسب المالية

للبنوك الاردنية لمعرفة الموقف التنافسي لتلك البنوك. حيث كشفت عن أن البنوك التي تقوم باستثمار فائضها النقدي بشكل جيد ولا تقوم بتكديس الاموال في خزائنها قد حققت عوائد أفضل من تلك غير المستثمر لأموالها وأيضا قد توفر لديها نسب سيولة دورية مناسبة تغطي احتياجاتها. كما حققت تلك البنوك موقفا تنافسيا أفضل من غيرها وقد أظهرت الدراسة أن البنوك التي استثمرت في الاوراق المالية قد حققت عوائد متفاوتة حسب إداراتها وأن بعض الادارات في تلك البنوك قد حققت مكاسب تشغيلية إضافية عززت الموقف التنافسي للبنك ومنها البنك الاسلامي والبنك العربي.

4. **دراسة بوزيد** (2007)، **بعنوان** "**إدارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري _دراسة حالة على بنك** BNP PARIBAS"[20]: هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية، ومدى قدرتها على أدائه بفعالية، أي مدى قدرتها على تحقيق أعلى العوائد وأدنى المخاطر معتمدة في ذلك على سياسة التنويع الكفء، وقد توصلت الدراسة الى أن الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة توظيف متجانس لمجموعة من البدائل الاستثمارية الأكثر فاعلية تقوم على فكرة المزج بين مجموعة من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية وبدقة لتحقيق مجموعة من الاهداف والغايات، ولتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة العديد من الاعتبارات العامة والإدارية الفنية، ككفاءة أسواق رأس المال، اتجاهات أسعار الفائدة على القروض، معدل التضخم، والقوى الشرائية للنقود، الحالة الاقتصادية العامة للدولة، حجم الادخار الوطني، ظروف الصناعة والشركات المصدرة للأوراق المالية في الماضي والحاضر اللازمة لتقييم البدائل الاستثمارية المتاحة، اما بالنسبة لبنك Bnp paribas الذي هو محل الدراسة، فإنه يقوم بإدارة محفظته المالية والمنوعة (تنويعا جغرافيا، قطاعيا، تنويع في الاوراق المالية ...) إدارة فعالة، كما يقوم بإدارة محفظة عملائه معتمدا في ذلك على سياسة التنويع، سواء فيما يتعلق بتنويع العملاء (أفراد أو مؤسسات)، أو التنويع الجغرافي (فرنسا، بريطانيا العظمى، الولايات المتحدة الأمريكية، آسيا...)، وهو في بحث مستمر عن الهيئات العالمية الرائدة في مجال إدارة المحفظة المالية، كما يعتمد على عدة طرق ووسائل علمية للتنبؤ بالمخاطر خلال نموذج داخلي خاص بالبنك حتى يتمكن من إدارتها إدارة فعالة، كما انه يقوم بدور فعال في إدارة المحفظة المالية وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها، حيث يتم حساب عائد محفظة البنك من خلال جمع عوائد البنك المرجحة بأوزانها، وتقييم خطرها عن طريق الانحراف المعياري وأثبتت النتيجة أن خطر المحفظة المالية أقل من خطر أوراقها المالية كل على انفراد وذلك بسبب التنويع.

5. **دراسة موسى، و ابو عرابي** (2009)، **بعنوان** : "**مدى استخدام البنوك لسياسة التنويع للحد من المخاطر دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الاردنية**"[21]: هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى تطبيق قطاع البنوك للأسس العملية والنظرية في تكوين محافظ

الاستثمار وتقديم مجموعة من التوصيات لتعظيم الاستفادة من موضوع الدراسة حيث أوصت البنك بأن يقوم بتكوين المحفظة التنويع في أدواته بحيث يكون عائد الاداة مناسب لدرجة مخاطرة هذه الاداة أي تكون هناك موازنة بين العائد والمخاطرة كما اوصت البنوك بإتباع سياسة متوازنة عند تكوين المحفظة بحيث تحافظ على عنصري العائد والأمان في نفس الوقت معا.

6. **دراسة الصعيدي (2011)، بعنوان : "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية"**: تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على معدل العائد السوقي لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال فترة (2006م – 2009م) ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري والبيانات السنوية لعائدات الأسهم والقوائم المالية، كما تم استخدام الأساليب الإحصائية (الارتباط والانحدار) بالإضافة لأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات/السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل العائد السوقي للسهم، وإن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات التالية كل على حده (معدل النجاح،التوزيعات/السعر، جودة الأرباح، القيمة الدفترية للسهم) تمتلك عائدات أكبر من المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لتلك المتغيرات، وأيضا تمتلك عائدات أكبر من عائد محفظة السوق (مؤشر القدس) ووجود عوامل عديدة تؤثر على معدل العائد السوقي للسهم وليست عامل واحد وهذه النتيجة تعتبر دليل يعارض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) .

ومن أهم التوصيات التي توصلت الدراسة إليها ضرورة قيام الشركات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة التوزيع، كما توصي الدراسة المستثمرين في البورصة الفلسطينية ببناء محافظهم الاستثمارية وفقا لمتغيرات الدراسة التالية: (SU, D/P, EQ).

7. **دراسة** Rachmat, and Nugroho, 2013 **بعنوان** : "Portfolio determination and Markowitz efficient in five Indonesian industrial sector"[34]: هدفت الدراسة إلى بناء محفظة مثلى وفعالة من الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة (2011-2012)، حيث قامت الدراسة بتكوين (3) محافظ الأولى تحتوي على اكبر (5) شركات من حيث العائدات السوقية والمحفظة الثانية تشمل على اقل من (5) شركات من حيث المخاطرة الكلية، والثالثة تحتوي على أفضل (5) شركات من حيث العائد على حقوق الملكية والعائد على الاصول ونسبة الربحية، ثم قامت الدراسة بتقييم أداء تلك المحافظ من خلال نماذج (sharp, Treynor, Jensen)، وتوصلت

الدراسة إلى أن المحفظة الأولى أداءها أفضل من محفظة السوق والمحافظ الاخرى وفقا لنموذجي (sharp, Jensen) والمحفظة الثالثة هي الافضل وفقا لنموذج (Treynor)، وأوصت الدراسة المستثمرين في اندونيسيا بضرورة الاعتماد على عائدات الاسهم السوقية عند اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة.

8. **دراسة الجبوري** (2014) ، **بعنوان** : " **التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية** "[٢٠]: يتناول هذا البحث التمويل السلوكي من خلال السلوك غير العقلاني لمدراء التمويل في المنشآت في اتخاذ القرارات المالية من خلال تحليل مواقفهم من تفضيل أو النفور من المخاطرة، وكان الهدف الرئيسي من البحث يتحدد بتوضيح واختبار دور التمويل السلوكي من خلال انماط السلوك في المواقف المختلفة ومن خلال التفضيلات التي يتخذها المدراء والمستثمرين ازاء المخاطرة والتباين بين السلوك العقلاني والرشيد والسلوك غير العقلاني وانعكاس ذلك على القرارات التي يتخذها المدراء على مستوى الاستثمار والتمويل.

ويستند البحث على مشكلة تبرز من خلال مراجعة العديد من الادبيات الحديثة في الادارة المالية يبدو أن متغيرات البحث المتمثلة (بالتمويل السلوكي والقرارات المالية) مازالت قيد الجدل والبناء الفكري على مستوى النظرية والتطبيق ولم يتوصل الباحثين الى مستوى نضج من المعرفة، في هذه المفاهيم بما يساعد على تحديد تأثيرها على تحقيق اهداف المنشأة واستيعاب الطروحات الفكرية التي جاءت بها. واعتمد البحث على فرضية رئيسة هي عدم وجود علاقة ارتباط وتأثير بين انماط التمويل السلوك (المتمثلة بتفضيلات المخاطرة) والقرارات المالية المتمثلة (بقرارات الاستثمار وقرارات التمويل).

وتألفت عينة البحث من مجموعة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. كما قدم البحث تفسيرا وتوضيحا للمتغيرات واستخدم الباحث مجموعة من الادوات الاحصائية في تحليل البيانات ومعالجتها من خلال برنامج (SPSS) وتوصل الباحث إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها وجود علاقة ارتباط وتأثير بين متغيرات البحث كما قدم الباحث مجموعة من التوصيات منها زيادة التواصل والتفاعل بين ادارة المنشآت والمراكز البحثية والأكاديمية لزيادة فهم العوامل السلوكية لتحسين اتخاذ القرارات.

❖ **ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:**

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة والقليلة التي نشرت حول جاذبية محافظ الاستثمار في البنوك التجارية في الاردن لاحظ الباحث بأن الدراسات السابقة قامت على منهج التحليل الوصفي وليس المنهج الاختباري وهو ما يميز الدراسة الحالية الذي سيسلك فيها الباحث المنهج الوصفي التحليلي من خلال دراسة اختبارية مبنية على بيانات فعلية مرتكزة على القوائم المالية لقياس جاذبية محافظ الاستثمار للبنوك التجارية الاردنية وليس على ألاستبيانات اذ قام الباحث بالمسح الشامل لمجتمع الدراسة، مما يدل على قلة الدراسات التي ناقشت هذا الموضوع وبالتالي هذا

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بإضافة بأنها ستتناول الجانب الاستثماري للبنك مدموجا مع النشاطات المصرفية الاخرى بالإضافة إلى استخدام الاساليب الاحصائية في عملية التحليل مما يعكس اضافة على المكتبات والدوريات لأهمية هذه الدراسة.

ثالثا: الاطار العملي:

1. **منهج الدراسة:**

ستقوم هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي للبحث العلمي وذلك من خلال دراسة اختبارية يعتمد فيها الباحث على بيانات فعلية مستخلصة من القوائم المالية للبنوك التجارية على مدار الفترة من 2012 – 2014، وقد اعتمد الباحث على نوعين من مصادر المعلومات هي:

- ✓ في الجانب النظري مصادر ثانوية ممثلة بالدوريات والأبحاث والرسائل العلمية التي كتبت في جوانب الدراسة حيث تم الانتفاع بها في تحديد مفاهيم الدراسة ومشكلتها وصياغة فرضياتها؛
- ✓ وفي الجانب العملي مصادر أولية تتمثل في القوائم المالية المنشورة للعينة المبحوثة خلال الفترة مابين 2012-2014 وذلك لاستخلاص المعلومات الخاصة بجاذبية محافظ الاستثمار للبنوك المبحوثة وكذلك لمؤشري الربحية فيها.

2. **مجتمع الدراسة:** سيتكون من جميع البنوك التجارية الاردنية المدرجة في بورصة عمان، ويبلغ عددها (13) بنكاً.

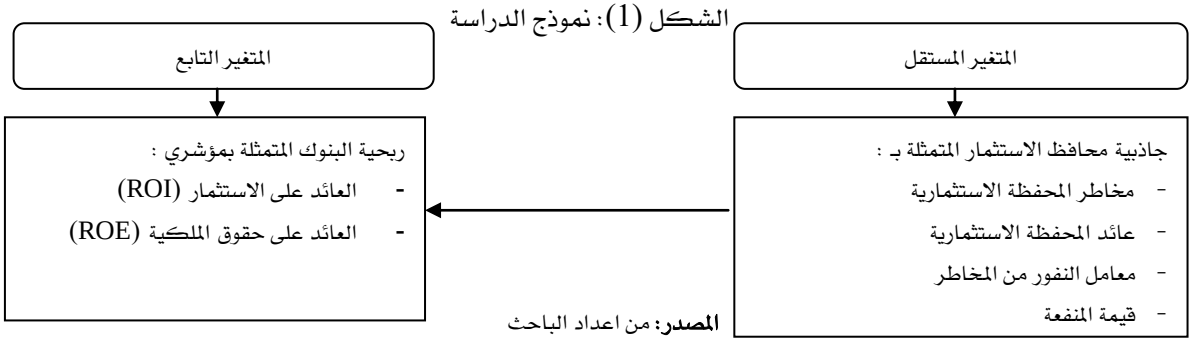
3. **عينة الدراسة:** تتكون عينة الدراسة من جميع البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان، ويبلغ عددها (13) بنكا، أي من كل مجتمع الدراسة.

الجدول (1): قائمة البنوك المشمولة ضمن عينة الدراسة

الرقم	اسم البنك
1	البنك العربى
2	بنك المؤسسة العربية المصرفية (الاردن)
3	بنك الاردن
4	بنك القاهرة عمان
5	بنك المال الاردنى
6	البنك التجارى الاردنى
7	البنك الاردنى الكويتى
8	البنك الاهلى الاردنى
9	بنك الاسكان للتجارة والتمويل
10	بنك الاستثمار العربى الاردنى
11	بنك الاستثمارى
12	بنك سوسيته جنرال (الاردن)
13	بنك الاتحاد

4. **متغيرات الدراسة:**

الشكل (1): نموذج الدراسة



المصدر: من اعداد الباحث

5. **المعالجات الاحصائية :**

سوف تستخدم الدراسة برنامج التحليل الاحصائي (SPSS) في معالجة البيانات للإجابة عن اسئلة الدراسة واختبار فرضياتها وفقا للمعالجات الاحصائية التالية:

- ✓ الاحصاء الوصفي لاستخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة؛
- ✓ تحليل الانحدار البسيط (simple regression analysis) لاختبار صلاحية فرضيات الدراسة وتأثير المتغير المستقل على المتغير التابع؛
- ✓ تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) لاختبار صلاحية فرضيات الدراسة وتأثير المتغير المستقل وأبعاده على المتغير التابع وأبعاده؛
- ✓ معامل ارتباط بيرسون لاختبار طبيعة العلاقة بين المتغير المستقل والتابع؛
- ✓ اختبار التوزيع الطبيعي لاختبار البيانات ما اذا كانت موزعة طبيعيا متمثلة بمؤشري الالتواء Skewness والتفرطح Kurtosis؛
- ✓ اختبار التداخل الخطي لتأكد من ملاءمة البيانات لنموذج الدراسة وعدم وجود ارتباط عال بين المتغيرات المستقلة (عدم وجود تداخل خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة).

6. **التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:** تم استخدام أدوات التحليل الاحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة المستخلصة من البيانات المالية المنشورة لعينة الدراسة خلال الفترة من (2012-2014) حيث تم من خلالها اشتقاق المؤشرات الوصفية التالية:

- ✓ **الوسط الحسابي** mean: والذي يمثل الوسط الحسابي لقيم المتغير على مدار السنوات الثلاث؛
- ✓ **الوسيط** median: والذي يمثل القيمة الوسيطة أي القيمة التي تقع في وسط قيم المتغير؛
- ✓ **الانحراف المعياري** (SD): والذي يمثل مدى تشتت قيم المتغير حول وسطها الحسابي وكلما ارتفع هذا المؤشر يكون دليلا لزيادة تشتت القيم حول وسطها الحسابي.

- ✓ **القيمتان الادنى والاعلى للمتغير** maximum , minimum : ويؤشرا إلى مدى التذبذب الحادث في قيم المتغير وكلما زاد هذا المدى اعتبر دليلا على زيادة التذبذب في هذه القيم والعكس بالعكس.
- ✓ **الالتواء** Skewness ، **والتفرطح** Kurtosis : وهما مؤشران اضافيان لتأكيد مدى التذبذب في قيم المتغيرات وكلما ارتفع كل منهما زاد التذبذب وهما أيضا مؤشران لاختبار التوزيع الطبيعي.

وفي الجدول التالي (2) عرض لتلك البيانات:

جدول (2): التحليل الوصفي للمتغير المستقل والمتغيرات الضابطة والمتغيرات التابعة

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	ادنى قيمة	اعلى قيمة	Skewness الالتواء	Kurtisis التفرطح
معامل النفور من المخاطر Risk Aversion	29.6013	2.4456	159.1372	-250.0181	873.1623	3.938	21.588
قيمة المنفة Utility value	-0.4684	-0.0879	1.4166	-6.9235	2.8031	-2.341	11.201
عائد المحفظة (R_P)	0.1297	0.1012	0.2474	-0.4321	0.8175	0.502	1.052
مخاطر المحفظة (δp)	1.2311	0.2382	2.7754	0.0346	11.5708	3.079	8.837
العائد على الاستثمار (ROI)	0.0138	0.0141	0.0043	0.0024	0.0205	-0.858	0.732
العائد على حقوق الملكية (ROE)	0.0969	0.0930	0.0313	0.0199	0.1544	-0.331	0.173

تشير بيانات الجدول (2) إلى ما يلي:

- ✓ إن قيم المتغيرات المستقلة في مجملها أكثر تشتتا حول أوساطها الحسابية من قيم المتغيرات التابعة، وذلك بدلالة كل من: انحرافاتها المعيارية، وكذلك اتساع المدى الممثل للقيمة العليا والقيمة الدنيا، ومن ثم مؤشري الالتواء والتفرطح؛
- ✓ ومن بين المتغيرات المستقلة كان معامل النفور من المخاطر risk aversion ومخاطر المحفظة δp الاكثر تشتتا بالمقارنة مع المتغيرين المستقلين الاخرين عائد المحفظة R_P ، وقيمة المحفظة utility value؛
- ✓ وبالنسبة للمتغيرات التابعة فمع الانخفاض النسبي للتشتت في قيمتهما بشكل عام، إلا أن العائد على الاستثمار (ROI) كان الاقل تشتتا من المؤشر الاخر ROE.

وبخصوص اختبار وجود التوزيع الطبيعي تستخدم مؤشرات الالتواء Skewness والتفرطح Kurtosis كمقياس مناسب وحسب رأي Hair et.al 2003 لتكون البيانات موزعة طبيعيا يجب أن يكون المدى للالتواء بين (-1،+1) والمدى المناسب للتفرطح بين (-3،+3).

كما أن الباحثين يعتبرون اختبار التوزيع الطبيعي ضروري للعينات الصغيرة وليس للعينات الكبيرة وذلك حسب نظرية الحد المركزية، إذ تعتبر العينات الكبيرة التي تزيد عدد المشاهدات فيها عن 30 مشاهدة[36].

ويتبين من الجدول (2) أن قيم الالتواء تتراوح بين (3.938،2.341-) حيث أن جميع القيم تقع ضمن مدى الالتواء (-1،+1) ما عدا مخاطر المحفظة وكذلك قيمة المنفعة ومعامل النفور من المخاطر وذلك لأنها أكثر تشتتا

بالمقارنة مع المتغيرات الاخرى، بينما قيم التفرطح تتراوح بين (0.173 21.588) حيث أن جميع القيم تقع ضمن مدى التفرطح (-3و+3) ما عدا مخاطر المحفظة وكذلك قيمة المنفعة ومعامل النفور من المخاطر.

7. **العلاقة الارتباطية بين متغيرات الدراسة :**

لتحقيق هذا الغرض استخدم الباحث بتحليل ارتباط pearson فكانت النتائج الموضحة في الجدول التالي (3):

جدول (3): مصفوفة العلاقة الارتباطية بين المتغير المستقل والمتغيرات الضابطة والمتغيرات التابعة

المتغيرات	معامل النفور من المخاطر Risk Aversion	قيمة المنفعة Utility Value	عائد المحفظة الاستثمارية	مخاطر المحفظة الاستثمارية	العائد على الاستثمار	العائد على حقوق الملكية
معامل النفور من المخاطر Risk Aversion	1					
قيمة المنفعة Utility Value	-0.849**	1				
عائد المحفظة الاستثمارية	0.349*	-0.603**	1			
مخاطر المحفظة الاستثمارية	-0.072	0.039	0.109	1		
العائد على الاستثمار	-0.135	0.111	-0.071	-0.493**	1	
العائد على حقوق الملكية	-0.167	0.157	-0.070	-0.402*	0.893**	1

*معنوي عند مستوى 0.05

**معنوي عند مستوى 0.01

بمطالعة بيانات الجدول أعلاه يتضح ما يلي:

❖ بخصوص معامل النفور من المخاطر Risk Aversion توجد علاقة ارتباط معنوية عكسية (سالبة) بينه وبين قيمة المنفعة Utility Value، وعلاقة ارتباط معنوية طردية (موجبة) بينه وبين عائد المحفظة الاستثمارية. إذ بلغت قيمة معامل الارتباط (R) بالنسبة لهما 0.849-، 0.349 على التوالي. وتفسير ذلك هو أن ارتفاع معامل النفور من المخاطر يؤدي إلى انخفاض قيمة المنفعة utility value والعكس بالعكس أما بالنسبة لعائد المحفظة الاستثمارية فيؤدي ارتفاعه إلى ارتفاع معامل النفور من المخاطر والعكس بالعكس.

❖ بالنسبة لقيمة المنفعة utility value توجد له علاقة ارتباط معنوية سالبة مع عائد المحفظة الاستثمارية حيث:

R= (0.603-) بمعنى أن الزيادة التي تحدث في عائد المحفظة الاستثمارية ينعكس سلبا على قيمة المنفعة والعكس بالعكس.

❖ وبالنسبة لعائد المحفظة الاستثمارية توجد بينه كما ذكرنا علاقة ارتباط معنوية موجبة مع معامل النفور من المخاطر حيث R = (0.349)، وعلاقة ارتباطية معنوية سالبة مع قيمة المنفعة utility value حيث R = (0.603-).

❖ وبخصوص العائد على الاستثمار توجد له علاقة ارتباط معنوية وسالبة مع مخاطرة المحافظ الاستثمارية وذلك حيث R = (0.493-)، كما أن العائد على حقوق الملكية هو الآخر يوجد بينه وبين مخاطرة المحافظ الاستثمارية علاقة عكسية (سالبة) حيث R = (0.402-)، ولكن توجد علاقة طردية موجبة بين العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية حيث R = (0.893).

8. **تحليل اختبار عدم وجود التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة:**

قبل البدء في تطبيق تحليل الانحدار لاختبار فرضيات الدراسة قام الباحث بإجراء بعض الاختبارات وذلك من أجل ضمان ملاءمة البيانات لافتراضات تحليل الانحدار، اذ تم التأكد من عدم وجود ارتباط عال بين المتغيرات المستقلة (MULTICOLLINEARITY) وهي عائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة بإجراء اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) وكذلك اختبار التباين المسموح به (Tolerance) لكل متغير من متغيرات الدراسة مع مراعاة عدم تجاوز معامل تضخم التباين المسموح به للقيمة (10) وأن تكون قيمة التباين المسموح به أكبر من (0.05)[37].

جدول رقم (4): نتائج معاملات تضخم التباين المسموح به والتباين المسموح به للمتغيرات المستقلة

المتغير	التباين المسموح به (Tolerance)	معامل تضخم التباين المسموح به (VIF)
معامل النفور من المخاطر	0.232	4.220
قيمة المنفعة	0.171	5.842
عائد المحفظة الاستثمارية	0.529	1.890
مخاطر المحفظة الاستثمارية	0.971	1.030

ونلاحظ من بيانات الجدول رقم (4) أن قيم معامل تضخم التباين المسموح به لجميع المتغيرات قد تراوحت بين (1.030-5.842) اقل من 10، كما أن قيم التباين المسموح به قد كانت أكبر من 0.05 لجميع المتغيرات حيث تراوحت بين (0.171-0.971) وتعد هذه النسب مقبولة للقول بأنه لا يوجد هناك ارتباط عال بين عناصر المتغير المستقل.

وبعد التأكد من ملاءمة البيانات لنموذج الدراسة وعدم وجود تداخل خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة، سيعرض هذا الجزء من الدراسة اختبار الفرضيات.

9. **اختبار الفرضيات:** استخدم الباحث اختبار الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وذلك بموجب قاعدة القرار التالية: ترفض الفرضية العدمية وتقبل الفرضية البديلة إذا كان مستوى الدلالة (sig) يساوي أو أقل من 0.05 والعكس بالعكس وفي الجداول التالية عرض لنتائجها:

الفرضية العدمية الرئيسة H0: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لجاذبية محافظ الاستثمار على ربحية البنوك التجارية الاردنية.

ويتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

❖ **الفرضية الفرعية الأولى** h01: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية (R_P) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

الجدول (5): اختبار الفرضية الفرعية الاولى (أثر العائد المحفظة الاستثمارية على كل من ROI وROE)

المتغير	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	-0.071	0.005	38	-0.071	-0.001	-0.435	0.666	قبول
ROE	-0.070	0.005	38	-0.070	-0.009	-0.427	0.627	قبول

ذو دلالة احصائية ($\alpha \leq 0.05$)

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة (sig) المرتبطة بكل من المتغيرين ROI، ROE وهي على التوالي 0.666، 0.672 أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05. ذلك ما يوجب قبول الفرضية (h01) وبمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل (R_P) على كل من المتغيرين التابعين ROI ، ROE.

- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرين ROI ، ROE وهما على التوالي: (0.071- ، 0.070-) يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لعائد المحفظة الاستثمارية على كل منهما. ومن جانب آخر فإن الاشارة السالبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل R_p وكل من المتغيرين السابقين ROI، ROE سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في عائد المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر معاكس على كليهما.

- كذلك ومما يؤكد ضعف علاقة عائد المحفظة على العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية هو انخفاض R^2 لكل منهما وهما على التوالي (0.005، 0.005) ومما يشير إلى تدني قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في كل من ROI، ROE .

❖ **الفرضية الفرعية الثانية** h02: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

الجدول (6): اختبار الفرضية الفرعية الثانية (أثر مخاطر المحفظة الاستثمارية على كل من ROI وROE)

المتغير	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	-0.493	0.243	38	-0.493	-0.001	-3.446	0.001	رفض
ROE	-0.402	0.162	38	-0.402	-0.005	-2.674	0.011	رفض

ذو دلالة احصائية ($\alpha \leq 0.05$)

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة (sig) المرتبطة بكل من المتغيرين ROI ، ROE وهي على التوالي 0.001، 0.011 أقل من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05. ذلك ما يوجب رفض الفرضية (h02) وبمعنى أنه: يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل (مخاطر المحفظة) على كل من المتغيرين التابعين ROI ، ROE.

- كما أن الارتفاع النسبي لمؤشر Beta للمتغيرين ROI، ROE وهما على التوالي (0.493- ، 0.402-) يؤكد ما ورد أعلاه من وجود أثر ذو دلالة احصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية على كل منهما، ومن جانب آخر فإن الاشارة السالبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل δp وكل من المتغيرين السابقين ROI، ROE سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في مخاطر المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر معاكس على كليهما.

- كذلك ومما يؤكد قوة علاقة مخاطر المحفظة على العائد على الاستثمار مقارنة بالمتغيرات الاخرى، والعائد على حقوق الملكية هو ارتفاع R^2 لكل منهما وهما على التوالي (0.243، 0.162) ومما يشير إلى قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في كل من ROI، ROE.

❖ **الفرضية الفرعية الثالثة** h03: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمعامل النفور من المخاطر (Risk Aversion) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

الجدول (7): اختبار الفرضية الفرعية الثالثة (أثر مخاطر معامل النفور من المخاطر على كل من ROI وROE)

المتغير	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	-0.135	0.018	38	-0.135	-3.625E-6	-0.829	0.413	قبول
ROE	-0.167	0.028	38	-0.167	-3.291E-5	-1.031	0.309	قبول

ذو دلالة احصائية ($\alpha \leq 0.05$)

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة (sig) المرتبطة بكل من المتغيرين ROI ، ROE وهي على التوالي 0.413، 0.309 أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05. ذلك ما يوجب قبول الفرضية (h03) وبمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل معامل النفور من المخاطر على كل من المتغيرين التابعين ROI، ROE .

- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرين ROI، ROE وهما على التوالي: (0.135-، 0.167-) يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لمعامل النفور من المخاطر على كل منهما: ومن جانب آخر فإن

الاشارة السالبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل risk aversion وكل من المتغيرين السابقين ROI، ROE سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في معامل النفور من المخاطر سيكون له أثر معاكس على كليهما.

- كذلك ومما يؤكد ضعف علاقة معامل النفور من المخاطر على العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية هو انخفاض R^2 لكل منهما وهما على التوالي: (0.018، 0.028) ومما يشير إلى تدني قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في كل من ROI، ROE.

❖ **الفرضية الفرعية الرابعة** h04: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لقيمة المنفعة (Utility Value) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك التجارية الاردنية.

الجدول (8): اختبار الفرضية الفرعية الرابعة (أثر قيمة المنفعة على كل من ROI وROE)

المتغير	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	درجة الحرية	Beta	B	قيمة T المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
ROI	0.111	0.012	38	0.111	0.000336	0.682	0.500	قبول
ROE	0.157	0.025	38	0.157	0.003	0.967	0.340	قبول

ذو دلالة احصائية ($\alpha \leq 0.05$)

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار البسيط ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة (sig) المرتبطة بكل من المتغيرين ROI ، ROE وهي على التوالي 0.500 ، 0.340 أكبر من مستوى الدلالة المرجعية للاختبار وهي 0.05، ذلك ما يوجب قبول الفرضية (h04) وبمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل قيمة المنفعة على كل من المتغيرين التابعين ROI ، ROE.

- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرين ROI، ROE وهما على التوالي: (0.111، 0.157) يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لقيمة المنفعة على كل منهما، ومن جانب آخر فإن الاشارة الموجبة لمؤشري Beta في الحالتين يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل utility value وكل من المتغيرين السابقين ROI ، ROE موجبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في قيمة المنفعة سيكون له أثر مماثل وبنفس الاتجاه على كليهما.

- كذلك ومما يؤكد ضعف علاقة قيمة المنفعة على العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية هو انخفاض R^2 لكل منهما وهما على التوالي (0.012، 0.025) ومما يشير إلى تدني قدرة هذا المتغير على تفسير التغير المرافق في كل من ROI، ROE.

❖ **الفرضية الفرعية الخامسة** h05: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (عائد المحفظة ومخاطر المحفظة ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة معا) على العائد على الاستثمار.

الجدول (9): اختبار الفرضية الفرعية الخامسة (أثرRpو δp و risk aversion و utility value على العائد على الاستثمار)

المتغيرات	قيمة (Beta)	قيمة (T) المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
معامل النفور من المخاطر	-0.185	-0.617	0.541	قبول
قيمة المنفعة	0.006	0.018	0. 986	قبول
عائد المحفظة الاستثمارية	-0.053	-0. 264	0. 793	قبول
مخاطر المحفظة الاستثمارية	-0. 512	-3.456	0. 001	رفض
معامل الارتباط (R)	0.524			
معامل التحديد (R^2)	0.275			
قيمة المحسوبة (F)	3.216			
مستوى الدلالة Sig	0.024			رفض
نتيجة الاختبار	رفض الفرضيه العدمية.			

ذو دلالة احصائية ($\alpha \leq 0.05$)

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار المتعدد ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة (sig) المرتبطة بكل من المتغيرات معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية وهي على التوالي: (0.541، 0.986، 0.793، 0.001) أكبر من مستوى الدلالة المرجعية وهي 0.05 لكل من معامل النفور من المخاطر وقيمة النفعية وعائد المحفظة الاستثمارية وأقل بالنسبة لمخاطر المحفظة الاستثمارية. ذلك بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغيرات المستقلة معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار، ويوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل مخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار.

- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرات معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية وهي على التوالي: (0.185-، 0.006، 0.053-، 0.512-) يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لكل من معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية ووجود أثر ذو دلالة احصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية على ROI. ومن جانب آخر فإن الاشارة السالبة لمؤشر Beta يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ROI سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في معامل النفور من المخاطر وعائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر معاكس على ROI.

- كذلك يوجد اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معا) على العائد على الاستثمار، حيث

بلغ مستوى الدلالة (0.024)، كما بينت قيمة R^2 البالغة (0.275) وهذا يعني أن 0.275 من التغير الحاصل في عناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة تعود على التغير في العائد على الاستثمار وهذا يشير الى تدني قدرة هذه المتغيرات مجتمعة على تفسير التغير المرافق في المتغير التابع، وتعتبر العلاقة متوسطة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع كون قيمة R = 52.4%.

❖ **الفرضية الفرعية السادسة** h06: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (عائد المحفظة ومخاطر المحفظة ومعامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة معا) على العائد على حقوق الملكية.

الجدول (10): اختبار الفرضية الفرعية السادسة (أثرR_Pو δp و risk aversion وutility value على العائد على حقوق الملكية)

المتغيرات	قيمة (Beta)	قيمة (T) المحسوبة	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
معامل النفور من المخاطر	-0.125	-0.397	0.694	قبول
قيمة المنفعة	0.126	0.340	0.736	قبول
عائد المحفظة الاستثمارية	-0.096	-0.456	0.851	قبول
مخاطر المحفظة الاستثمارية	-0.427	-2.751	0.009	رفض
معامل الارتباط (R)	0.453			
معامل التحديد (R^2)	0.206			
قيمة المحسوبة (F)	2.200			
مستوى الدلالة Sig	0.09			رفض
نتيجة الاختبار	رفض الفرضيه العدمية.			

ذو دلالة احصائية ($\alpha \leq 0.05$)

توضح بيانات الجدول أعلاه بخصوص نتائج تحليل الانحدار المتعدد ما يلي:

- إن قيم مستوى الدلالة (sig) المرتبطة بكل من المتغيرات معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية وهي على التوالي: (0.694، 0.736، 0.851، 0.009) أكبر من مستوى الدلالة المرجعية وهي 0.05 لكل من معامل النفور من المخاطر وقيمة النفعية وعائد المحفظة الاستثمارية وأقل بالنسبة لمخاطر المحفظة الاستثمارية. ذلك بمعنى أنه: لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغيرات المستقلة معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار، ويوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل مخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية.

- كما أن الانخفاض النسبي لمؤشر Beta للمتغيرات معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية وهي على التوالي: (0.125- ، 0.126، 0.096-، 0.427-) يؤكد ما ورد أعلاه من عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية لكل من معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة

الاستثمارية ووجود أثر ذو دلالة احصائية لمخاطر المحفظة الاستثمارية على ROE. ومن جانب آخر فإن الاشارة السالبة لمؤشر Beta يشير إلى أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ROI سالبة وبمعنى أن أي تغير يحدث في معامل النفور من المخاطر وعائد المحفظة الاستثمارية ومخاطر المحفظة الاستثمارية سيكون له أثر معاكس على ROI.

- كذلك يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معا) على العائد على حقوق الملكية. حيث بلغ مستوى الدلالة (0.09)، كما بينت قيمة R^2 البالغة (0.206) وهذا يعني أن 0.206 من التغير الحاصل في عناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة تعود على التغير في العائد على حقوق الملكية وهذا يشير إلى تدني قدرة هذه المتغيرات مجتمعة على تفسير التغير المرافق في المتغير التابع، وتعتبر العلاقة متوسطة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع كون قيمة R = 45.3%.

10. **تصنيف محافظ الاستثمار بموجب قيمة المنفعة** utility value:

لتحقيق هذا الغرض قام الباحث بخطوتين:

أولهما: قياس معامل النفور من المخاطر لكل بنك من البنوك المشمولة في عينة الدراسة بموجب المعادلة التالية:

$$A = \frac{Rp - RF}{y*(\delta p)^2}$$

وذلك حيث:

R_F : تمثل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة؛

R_P: يمثل عائد المحفظة الاستثمارية للبنك؛

δp: يمثل مخاطرة المحفظة الاستثمارية أي الانحراف المعياري للعوائد المحققة منها على مدار الفترة عن وسطها الحسابي.

y: وزن الاصول الخطرة.

وبتحليل البيانات الخاصة بكل من هذه المتغيرات على مدار الفترة من (2012-2014) كانت النتائج الموضحة في الجدول التالي (11) حيث: احتل معامل النفور من المخاطر لبنك سوسيته جنرال (الاردن) المركز الاول وبمتوسط 342.6996 موجبا، تلاه في ذلك معامل النفور من المخاطر للبنك العربي وبمتوسط 70.1656 موجبا، ثم بنك المال الاردني بمتوسط 56.1978 موجبا.

جدول (11): متوسط معامل النفور من المخاطر للمحافظ الاستثمارية للبنوك التجارية والانحراف المعياري لها

اسم البنك	معامل النفور من المخاطر			متوسط مؤشر Sharp	الانحراف المعيارى
	2012	2013	2014		
البنك العربي	-0.0264	0.0373	210.4859	70.1656	121.5209
بنك المؤسسة العربية المصرفية (الاردن)	-186.9416	173.3425	53.8227	13.4078	183.5107
بنك الاردن	0.0035	0.0139	-57.6903	-19.2242	33.3125
بنك القاهرة عمان	-35.0178	30.2009	-16.3665	-7.0611	33.5903
بنك المال الاردني	2.2789	81.6375	84.6769	56.1978	46.7198
البنك التجاري الاردنى	-0.0058	0.0329	20.8306	6.9525	12.0187
البنك الاردني الكويتي	-8.9634	7.7436	9.5558	2.7786	10.2092
البنك الاهلي الاردني	-4.6115	-5.4996	15.7497	1.8795	12.0202
بنك الاسكان للتجارة والتمويل	1.5730	2.4456	-122.2648	-39.4154	71.7510
بنك الاستثمار العربي الاردني	-10.7891	51.9838	66.9625	36.0524	41.2515
بنك الاستثماري	-250.0180	16.5328	14.7357	-72.9165	153.3770
بنك سوسيته جنرال (الاردن)	70.4627	873.1623	84.4738	342.6996	459.4475
بنك الاتحاد	-57.4619	17.6848	19.6775	-6.6998	43.9725

وفي الخطوة الثانية: قام الباحث في الجدول (12) باستخدام معامل النفور من المخاطر لحساب قيمة المنفعة من أجل تصنيف محافظ البنوك كل على حده.

وبناءا على تلك المقارنة كان تصنيف محافظ البنوك التجارية كما في الجدول التالي (12).

جدول (12): تصنيف محافظ البنوك التجارية الاردنية حسب قيمة المنفعة خلال فترة الدراسة

البنك	قيمة المنفعة utility value			متوسط قيمة المنفعة	ترتيب البنوك حسب قيمة المنفعة
	2012	2013	2014		
البنك العربي	0.0881	0.0109	-0.0256	0.0244	5
بنك المؤسسة العربية المصرفية (الاردن)	2.8030	-1.8589	-0.3937	0.1834	2
بنك الاردن	-0.0006	-0.0664	0.1049	0.0125	6
بنك القاهرة عمان	0.3499	-0.4935	0.3280	0.0614	3
بنك المال الاردني	-0.0261	-2.3159	-0.6937	-1.0119	12
البنك التجاري الاردني	0.2602	-1.3969	-1.4554	-0.8640	10
البنك الاردني الكويتي	0.0543	-0.0878	-0.2501	-0.0945	8
البنك الاهلي الاردني	0.7695	1.2012	-0.9766	0.3313	1
بنك الاسكان للتجارة والتمويل	-0.0654	-0.2513	0.4849	0.0560	4
بنك الاستثمار العربي الاردني	0.1941	-0.6469	-0.7964	-0.4164	9
بنك الاستثماري	0.2932	-0.1260	-0.1369	0.0101	7
بنك سوسيته جنرال (الاردن)	-1.6423	-6.9234	-1.6964	-3.4207	13
بنك الاتحاد	0.1756	-1.7124	-1.3464	-0.9610	11

وبتحليل البيانات الخاصة بكل من هذه المتغيرات على مدار الفترة من (2012-2014) كانت النتائج الموضحة في الجدول (12) حيث: احتلت قيمة المنفعة للبنك الاهلي المركز الاول وبمتوسط 0.3313 موجبا، تلاه في ذلك قيمة المنفعة لبنك المؤسسة العربية المصرفية (الاردن) وبمتوسط 0.1834 موجبا، ثم بنك القاهرة عمان بمتوسط 0.0614 موجبا.

نتائج الدراسة:

في ضوء التحليل الذي تم في الفصل الرابع فإن هذا الفصل يتناول عرضا لمجمل الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث، كإجابة عن الاسئلة التي تم طرحها سابقا والتي مثلت مشكلتها والفرضيات التي بنيت عليها.

فقد كشفت نتائج الاختبارات والمؤشرات المالية المستخدمة في دراسة أثر جاذبية محفظة الاستثمار على ربحية البنوك التجارية عما يلي:

- ✓ إن قيم المتغيرات المستقلة في مجملها أكثر تشتتا حول أوساطها الحسابية من قيم المتغيرات التابعة، وذلك بدلالة كل من: انحرافاتها المعيارية، وكذلك اتساع المدى الممثل للقيمة العليا والقيمة الدنيا، ومن ثم مؤشري الالتواء والتفرطح؛
- ✓ ومن بين المتغيرات المستقلة كان معامل النفور من المخاطر risk aversion ومخاطر المحفظة δp الأكثر تشتتا بالمقارنة مع المتغيرين المستقلين الاخرين عائد المحفظة R_P، وقيمة المحفظة utility value؛
- ✓ وبالنسبة للمتغيرات التابعة فمع الانخفاض النسبي للتشتت في قيمتهما بشكل عام، إلا أن العائد على الاستثمار (ROI) كان الاقل تشتتا من المؤشر الاخر ROE؛
- ✓ إن قيم الالتواء تتراوح بين (3.938، 2.341-) حيث أن جميع القيم تقع ضمن مدى الالتواء (-1،+1) ما عدا مخاطر المحفظة وكذلك قيمة المنفعة ومعامل النفور من المخاطر وذلك لأنها أكثر تشتتا بالمقارنة مع المتغيرات الاخرى، بينما قيم التفرطح تتراوح بين (21.588، 0.173) حيث أن جميع القيم تقع ضمن مدى التفرطح (-3 و+3) ما عدا مخاطر المحفظة وكذلك قيمة المنفعة ومعامل النفور من المخاطر؛
- ✓ كشفت الدراسة عن عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل (R_P) على كل من المتغيرين التابعين ROI، ROE . ويعود السبب في ذلك حسب رأي الباحث إلى أن فترة الدراسة كانت فترة ركود اقتصادي؛
- ✓ كما أنه يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل (مخاطر المحفظة) على كل من المتغيرين التابعين ROI، ROE ويعود السبب في ذلك حسب رأي الباحث إلى أن فترة الدراسة كانت فترة ركود اقتصادي؛
- ✓ كما كشفت الدراسة عن عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل معامل النفور من المخاطر على كل من المتغيرين التابعين ROI، ROE؛

- ✓ كما أنه لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمتغير المستقل قيمة المنفعة على كل من المتغيرين التابعين ROE ،ROI؛
- ✓ كذلك يوجد أثر ذو دلالة احصائية لعناصر جاذبية محافظ الاستثمار مجتمعة (معامل النفور من المخاطر وقيمة المنفعة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معا) على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية؛
- ✓ احتل معامل النفور من المخاطر لبنك سوسيته جنرال (الاردن) المركز الاول وبمتوسط 342.6996 موجبا، تلاه في ذلك معامل النفور من المخاطر للبنك العربي وبمتوسط 70.1656 موجبا، ثم بنك المال الاردني بمتوسط 56.1978 موجبا؛
- ✓ كما احتلت قيمة المنفعة للبنك الاهلي المركز الاول وبمتوسط 0.3313 موجبا، تلاه في ذلك قيمة المنفعة لبنك المؤسسة العربية المصرفية (الاردن) وبمتوسط 0.1834 موجبا، ثم بنك القاهرة عمان بمتوسط 0.0614 موجبا.

توصيات الدراسة:

- ✓ على البنوك اتباع سياسة متوازنة عند تكوين المحفظة الاستثمارية بحيث تحافظ على عنصري العائد والمخاطرة في نفس الوقت والعمل على تنويع المحفظة بشكل جيد لتقليل المخاطر التي تتعرض لها؛
- ✓ يجب أن يكون مدير المحفظة الاستثمارية مؤهلا لدرجة مقبولة للوقوف على تأثيرات التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية المحيطة بالمحفظة الاستثمارية؛
- ✓ ضرورة قيام الجهات المختصة في بورصة عمان بإعداد قاعدة بيانات تحتوي على عائدات المحافظ الاستثمارية لأهميتها في اعداد الدراسات ومساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار استثمار بشكل رشيد؛
- ✓ ضرورة تقييم المستثمرين لاستثماراتهم عند تكوين محافظهم الاستثمارية باستخدام العائد والمخاطرة معا؛
- ✓ اجراء دراسات أخرى لجوانب تتناول أبعاد أخرى لم تشملها الدراسة وإعادة الدراسة على عينة أكبر ولفترة زمنية أكبر.

الهوامش والإحالات:

[1] مطر محمد، و تيم فايز، (2005)، ادارة المحافظ الاستثمارية، ط1، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

[2] مطر محمد، (2016)، الاسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ص 40.

[3] Gitman, L.J & Zutter, C.J. (2012) . *Principles of managerial finance* ,(13th ed.) , Pearson .

[4] Gitman, L.J & Zutter, C.J. (2012) . *Principles of managerial finance* ,(13th ed.) , Pearson .

[5] مطر محمد، و تيم فايز، مرجع سابق، ص 81.

[6] بخالد عائشة، (2010)، التنويع كأداة لتدنئة المخاطر غير النظامية في حافظة الاوراق المالية (دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007)، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 16.

[7] JACQUES HAMON . (2005) , bourse et gestion de portfolio , 2th edition , ED Economica , paris , p 103

[8] الداغر محمود محمد، (2005)، الاسواق المالية (مؤسسات – اوراق – بورصات)، ط1، الاردن، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع.

[9] العلي اسعد حميد ، (2010)، الادارة المالية الاسس العلمية والتطبيقية، ط1 ، الاردن، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ص 229 – 230.

[10] ربايعة عبد الرؤوف، حطاب سامي، (2006)، التحليل المالي وتقييم الاسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية) ، هيئة الاوراق والسلع، ابو ظبي، ص 31.

[11] الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ، ص 99 - 100.

[12] العلي اسعد حميد، مرجع سابق، ص 230.

[13] بخالد عائشة، مرجع سابق، ص 26 -27 .

[14] موسى منصوري الحاج، (2008)، أثر مخاطر سعر الفائدة على اداء محفظة الاوراق المالية حالة سوق دبي المالي، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة ورقلة، الجزائر.

[15] مرعى درويش، (2000)، ادارة البورصات والاوراق المالية، القاهرة : الفاروق الحديثة.

[16] حطاب سامي، (2007)، (المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الاسهم وصناديق الاستثمار)، بدعوة من هيئة الاوراق المالية والسلع، أبو ظبي .

[17] George , A , Christy , John , C . Clendenin . (1982) . Introduction to investments , (8th) edition , McGraw-Hill.

[18] هندي منير ابراهيم، (1999)، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الاسكندرية: منشأة المعارف، ص 309.

[19] المرجع السابق، ص 310-311.

[20] ناجي جمال، (1998)، ادارة محفظة الاوراق المالية، لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، ص 66-67.

[21] (أحمد ، 1997 ، ص 43)

[22] مصيطفى عبد اللطيف، مراد عبد القادر، (2013)، (اثر إستراتيجية البحث والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 20، (2)،ص 27-44 .

[23] المرجع السابق.

[24] المحجان فهد محمد سعد، (2012)، تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان، الأردن.

[25] المرجع السابق.

[26] مطر محمد، (2016)، الاسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ص 40.

[27] Gibson, H Charles, (2013). Financial reporting &analysis . the Western College publishing.

[28] Beckhart , H . (1940) . Monetary policy and commercial bank portfolios . USA , The American Economic Review , Vol 30 ,pp 17-26.

[29] Treynor , Jack and Fisher Black . (1973) . How to use security analysis to improve portfolio selection .Journal of Business, vol 46 ,pp

[30] سلمان صفاء، (2003)، (استثمار البنوك التجارية للفائض النقدي "حالة بعض البنوك التجارية الاردنية")، مجلة العلوم الادارية، العدد 95، ص 123 – 163 .

[31] وزيد سارة، (2007)، إدارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري _ دراسة حالة على بنك BNP PARIBAS _ ، (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة منتوري – قسنطينة، الجزائر.

[32] موسى شقيري نوري، ابو عرابي مروان، (2009)، (مدى استخدام البنوك لسياسة التوزيع للحد من المخاطر دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الاردنية)، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة.

[33] الصعيدي اسماعيل جميل، (2011)، العوامل المؤثر على عائد السهم السوقي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية، (رسالة مجستير غير منشورة)، جامعة الازهر بغزة، فلسطين.

[34] Rachmat, Doddy and Anggoro Budi Nugroho (2013), Portfolio determination and Markowitz efficient frontier in five Indonesian industrial sector . *journal of business and management* , vol 2 , no 1 , p:116-131 .

[35] الجبوري مهدي عطية موحي، (2014)، (التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية)، مجلة جامعة بابل، المجلد 22، العدد 4.

[36] Anderson , R . (2003) , Founding family owner ship and firm performance , Evidence from the S & P 500 . *Journal of finance* . 58,(3),1301-1328 .

[37] Field , A . (2001). *Discovering statistics using spss* 2nd Ed sage .