



جامعة ال البيت

كلية الاقتصاد والعلوم الاداريه

قسم التمويل و المصارف

أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الاسلامية (٢٠١٦-٢٠٠٦)

Effect of efficient portfolio management on the profitability of Islamic banks (2006-2016)

إعداد الطالبة

بسمه مبارك درزي المدارمة

إشراف

أ.د حسين علي الزيود

قدمت هذه الرسالة استكمالاً للحصول على درجة الماجستير في التمويل و المصارف

عماده الدراسات العليا

الفصل الدراسي الثاني

٢٠١٨/٢٠١٧

التفويض

أنا الطالبة: بسمه مبارك درزي المدارمه؛ أفوض جامعة آل البيت بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الاسم: بسمه مبارك درزي المدارمه

التوقيع:

التاريخ:

إقرار والتزام بأنظمة وتعليمات جامعة آل البيت

أنا الطالبة: بسمه مبارك درزي المدارمه

الرقم الجامعي: ١٥٧٠٥٠٣٠٠٧

التخصص: التمويل والمصارف

الكلية: كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

أقرُّ بأنني قد التزمتُ بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول، والمتعلقة بإعداد رسائل الماجستير والدكتوراه، إذ قمت شخصياً بإعداد رسالتي الموسومة بـ:

"اثر كفاءه اداره المحفظه الاستثماريه على ربحيه البنوك الاسلاميه"

وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلمية المتعارف عليها في كتابة الرسائل والأطاريح العلمية، كما أنني أعلم بأن رسالتي هذه غير منقولة أو مستلة من رسائل أو كتب أو أبحاث أو أية منشورات علمية تم نشرها أو تخزينها في أي وسيلة إعلامية، وتأسيساً على ما تقدم، فإنني أتحمّل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك، بما فيه حق مجلس العمداء في جامعة آل البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها، وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها، دون أن يكون لي أي حق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالبة:

التاريخ:

الإهداء

إلى من علمني كيف يكون الصبر طريقاً للنجاح....

إلى والدي الحبيب

إلى من بدعائها وبتوفيق الله لي وصلت إلى ما أنا عليه

والدتي الحبيبة الغالية أطال الله في عمرها

إلى الذي كبرت معهم وسرت على دروبهم

أخواني الأحباء

إلى جميع أصدقائي وزملائي الذين وقفوا إلى جانبي

وإلى كل من قدم لي العون والمساعدة في إنجاز هذه الرسالة

إليكم جميعاً أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع

الشكر والتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى الذي منحني العلم والمعرفة والقدرة ويسرني على إتمام هذا الجهد المتواضع.

وفي هذا المقام فإنه ليسرني أن أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور حسين علي الزيود عميد كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية في جامعة آل البيت الذي واكب هذا الجهد منذ كان فكرة حتى أصبح حقيقة رأت النور برعايتهم المباركة وتوجيهاتهم الرشيدة.

وأتقدم بجزيل الشكر ووافر الامتنان إلى أساتذتي الأكارم أعضاء لجنة المناقشة على ما بذلوه من جهد في قراءة هذه الرسالة وإثرائها بلمساتهم القيّمة كل من حضرة الدكتور محمود علي جرادات وحضرة الدكتور بسام عشوي العون، وحضرة المحكم الخارجي الدكتور اسماعيل يونس يامن، جزاهم الله عني خير الجزاء في الدنيا والآخرة.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والامتنان إلى إدارة هذا الصرح العلمي الكبير، جامعة آل البيت.

قائمة المحتويات

ب	التفويض
د	الإهداء
هـ	الشكر والتقدير
و	قائمة المحتويات
ح	قائمة الجداول
ط	الملخص باللغة العربية
ي	ABSTRACT
١	الفصل الأول : الإطار العام
١	المقدمة:
١	أهمية الدراسة:
٢	مشكلة الدراسة:
٢	أهداف الدراسة:
٢	فرضيات الدراسة:
٣	التعريفات الإجرائية :
٥	الفصل الثاني : الإطار النظري
٥	المحافظ الاستثمارية :
٥	أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية :
٥	استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية :
٧	سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية:
٨	كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية :
٩	مؤشرات قياس كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية :
١٢	أثر كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية على ربحية البنوك :
١٤	نظريات المحفظة الاستثمارية :
١٧	ربحية البنوك الإسلامية:

١٧.....	مفهوم الربحية :
١٨.....	نسب مؤشرات الربحية :
١٩.....	مفهوم البنوك الإسلامية:
٢٠.....	أسس وغايات سياسات التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية:
٢١.....	الغايات الاستثمارية للبنوك الإسلامية:
٢٣.....	مزايا الاستثمار في البنوك الإسلامية:
٢٤.....	أنواع الاستثمار في البنوك الإسلامية:
٢٧.....	البنوك الإسلامية في الأردن :
٢٧.....	الدراسات السابقة.....
٣٠.....	ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :
٣١.....	الفصل الثالث : منهجية الدراسة.....
٣١.....	أسلوب الدراسة:
٣١.....	مجتمع الدراسة:
٣١.....	عينه الدراسه:
٣١.....	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسه:
٣٥.....	نماذج الدراسة :
٣٦.....	الفصل الرابع : تحليل البيانات واختبار الفرضيات.....
٣٦.....	اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:
٣٧.....	نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد:
٣٩.....	فرضيات الدراسة :
٤٢.....	الفصل الخامس : النتائج والتوصيات.....
٤٢.....	النتائج:
٤٣.....	التوصيات.....
٤٤.....	قائمة المراجع.....
٤٤.....	المراجع العربية :
٤٧.....	المراجع الأجنبية:

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	رقم الصفحة
	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	٦٠
	اختبار فيليبس بيرون (PP) واختبار ديكي فولر المطور (ADF)	٦٦
	نتائج اختبار سكون البواقي	٦٦
	نتيجة اختبار (Jarque-Bera) حول أتباع بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي	٦٧
	نتائج اختبار الارتباط الذاتي	٦٨
	نتائج اختبار تجانس التباين	٦٩
	نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة	٧٠
	نتائج تحليل الانحدار المتعدد	٧٣
	نتائج تحليل الانحدار المتعدد	٧٥

آثر كفاءه اداره المحفظه الاستثماريه على ربحيه البنوك الاسلاميه

إعداد الطالبة

بسمه مبارك درزي المدارمة

إشراف

أ.د. حسين علي الزيود

الملخص باللغة العربية

هدفت هذه الدراسة إلى قياس آثر كفاءه اداره المحفظه الاستثماريه على ربحيه البنوك الاسلاميه كهدف رئيسي، وذلك من خلال تقييم كفاءه البنوك الإسلاميه في الاردن، وقياس ربحيه البنوك الاسلاميه في الأردن وتقييم أداء المحافظ الاستثماريه للبنوك الاسلاميه في الاردن، اعتمدت الباحثة في اجراء هذه الدراسة. على المنهج الوصفي والتحليلي بهدف الإحاطه بكافه الجوانب الموضوعيه و النظرية ذات العلاقة بالدراسة الحاليه.

تكونت عينه الدراسة من كافه البنوك الاسلاميه العامله في الاردن من عام (٢٠٠٦-٢٠١٦) والبالغ عددها (٢) بنكين مدرجات في بورصه عمان المالي، وبعد إجراء التحليل الإحصائي أظهرت النتائج إن :

عدم وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) للعائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار، عدم وجود وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظه الاستثماريه على العائد على الاستثمار و العائد على حقوق الملكية، وجود وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظه الاستثماريه على العائد على الاستثمار و العائد على حقوق الملكية، وجود أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر شارب مجتمعه ممثله العائد الخالي من المخاطر، عائد المحفظه الاستثماريه، مخاطر المحفظه الاستثماريه (عل كل من العائد على الاستثمار و العائد على حقوق الملكية، كما خرجت الدراسة بمجموعه من التوصيات منها: أن تتبنى البنوك الاسلاميه سياسه متزنه في إداره محافظها الاستثماريه للتمكن من الحفاظ على مؤشرات العائد.

الكلمات المفتاحيه: كفاءه اداره المحفظه الاستثماريه، ربحيه البنوك الاسلاميه.

Impact of efficient management of the investment portfolio on the profitability of Islamic banks

Student preparation

Basmam ubark durzi almadarma

Supervision

Prof.hussainalyud

ABSTRACT

The aim of this study was to measure the impact of the efficiency of managing the investment portfolio on the profitability of Islamic banks as a main objective.

This was done by evaluating the efficiency of Islamic banks in Jordan, measuring the profitability of Islamic banks in Jordan, and evaluating the performance of investment portfolios of Islamic banks in Jordan.

The descriptive and analytical approach in order to cover all the substantive and theoretical aspects related to the current study.

The sample of all banks Islamic operating in Jordan from 2006 to 2016 was 2banks listed on the Amman Stock Exchange. After the statistical analysis.

the results showed:

the is no statical significant effect at ($\alpha \leq 0.05$) of risk free return on the of risk free return on the return On the ROE and ROI, the is no statical signficanteffect at

($\alpha \leq 0.05$) (RP)On the ROE and ROI,the statical significant effect at ($\alpha \leq 0.05$)

of portfolio on the return on investmen) On the ROE and ROI,the is no statical

significant effect at ($\alpha \leq 0.05$) of all item sharpe On the ROE and ROI.

The study also came out with a set of recommendations, including: that Islamic banks adopt a balanced policy in managing their investment portfolios in order to be able to maintain the indicators of return.

Keywords: efficient management of investment portfolio, profitability Islamic banks.

الفصل الأول : الإطار العام

المقدمة:

تؤدي البنوك الإسلامية دور كبير في تمويل المشاريع ، مما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد والنمو الاقتصادي، إذ أن جهود النمو الاقتصادي يترمي إلى تأدية أقصى استثمار ممكن للموارد المالية والإمكانيات المتاحة لدى البنوك على المدى البعيد، ومن هنا فإن البنوك الإسلامية تشكل وسيلة بالغة الأهمية في تأدية النمو المستدام، كما تمثل أهم أدوات تنفيذ السياسات الاقتصادية الرامية إلى إبراز التطورات الكبيرة، ومن هذا المنطلق فإن البنوك الإسلامية هي خير من يقوم بتوجيه التمويل للتنمية على المستويين الاقتصادي والاجتماعي وذلك بأدواتها الفعالة ذات الكفاءة العالية.

وتلعب استثمارات البنوك الإسلامية دوراً هاماً في تحقيق النمو الاقتصادي وتنمية الذي ينعكس إيجابياً على الاستقرار الكلي للدولة، ومن هذا المنطلق نشأت فكرة المحفظة الاستثمارية التي تعتبر إحدى الأدوات الهامة في المجال الاستثماري والتي تعظم العائد وتخفف حجم التكاليف المالية وحجم المخاطرة.

وتسعى البنوك الإسلامية من خلال سياستها الاستثمار المالي بالاوراق الماليه، إلى تشغيل أموالها في المحافظ الاستثمارية لتعظيم ربحيتها ودعم مركزها المالي والتنافسي في السوق المالي، حيث تعتبر إدارة المحفظة الاستثمارية أداة هامة في مراقبة تحركات السوق المالي والصعود والهبوط، ومن هنا فإنه من الضروري أن يتم الاهتمام بقياس كفاءة أداء المحافظ الاستثمارية للبنوك الإسلامية من خلال دراسة الجوانب والأساليب التي تمكن من الوصول إلى تحقيق محفظة استثمارية مثلى للبنوك الإسلامية، وهذا ما تسعى إليه الدراسة الحالية والتي تحاول الكشف عن أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية في الأردن. وبالغ عددها بنكين إسلامية.

وتناولت الدراسة الفصل الأول الإطار العام للدراسة، أما الفصل الثاني تناول مفهوم المحافظ الاستثمارية وأهميتها واستراتيجيتها وسياسات إداره المحافظ الاستثمارية وكفاءه إداره المحافظ الاستثمارية، ومؤشراتها وأثر كفاءه إداره المحافظ الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية وربحية البنوك الإسلامية ونسب مؤشرات الربحية ومفهومها والاستثمار فيها والبنوك الإسلامية في الأردن والدراسات السابقة، أما الفصل الثالث تناول منهجية الدراسة و أسلوبها ومصادر جمع البيانات، والحدود الزمني، والتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، كما تناول الفصل الرابع تحليل البيانات واختبار الفرضيات، وتناول الفصل الخامس النتائج و التوصيات وقائه المراجع.

أهمية الدراسة:

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من أنها تبحث موضوع أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية، ويظهر بأن البنوك الإسلامية أصبحت ذات أهمية كبيرة، حيث أن هناك الكثير من دول الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا عملت على تحويل البنوك التجارية بالكامل فيها إلى النظام الإسلامي. ومن هنا فإن أهمية الدراسة التطبيقية تبرز في أنها تهتم بقياس أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية.

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكله هذه الدراسه في الغموض الذي يحيط معرفه أثر لكفاءه أداره المحفظه الاستثماريه على ربحيه البنوك الاسلاميه، وذلك من خلال الكشف الوسائل والأساليب التي تعتمدھا البنوك الإسلامية في الأردن في إدارة محافظها الاستثمارية، وانعكاس إدارة المحفظة على ربحية البنوك الإسلامية في الأردن.

وعليه قامت الباحثة بتحديد مشكلة الدراسة بالتساؤل الرئيسي الآتي:

ما أثر قياس إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر شارب على ربحية البنوك الإسلامية في الأردن المتمثلة بالعائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ؟

وينبثق عن التساؤل الأسئلة الفرعية الآتية:

هل يوجد أثر للعائد الخالي من المخاطرة (R_f) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوقية الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية الأردنية؟

هل يوجد أثر لعائد المحفظة الاستثمارية (R_p) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية الأردنية؟

هل يوجد أثر لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δ_p) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية الأردنية؟

هل يوجد أثر لعناصر مؤشر شارب مجتمعة (العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة ومخاطر المحفظة معا) على العائد على الاستثمار؟

أهداف الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية كهدف رئيسي، ومن الأهداف المحورية لهذه الدراسة ما يأتي:

تقييم كفاءة البنوك الإسلامية في الأردن؟

قياس ربحية البنوك الإسلامية في الأردن؟

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية للبنوك الإسلامية في الأردن؟

فرضيات الدراسة:

من خلال مشكلة الدراسة والاطلاع على ادبيات الدراسات السابقة فقد تمكنت للباحثة صياغة الفرضيات التالية:

H01 الفرضية الرئيسية الاولى:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لقياس إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر شارب على ربحية البنوك الإسلامية في الأردن.

وينبثق عن الفرضية الرئيسية الأولى الفرضيات الفرعية الآتية:

H0₁₋₁ الفرضية العدمية الفرعية الأولى:

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 الإسلامية في الأردن.

H0₁₋₂ الفرضية العدمية الفرعية الثانية:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δ_p) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية في الأردن.

H0₁₋₃ الفرضية العدمية الفرعية الثالثة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر مؤشر Sharp مجتمعه (العائد الخالي من المخاطرة (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (R_p) ومخاطر المحفظة الاستثمارية (δ_p) على العائد على الاستثمار (ROI) في البنوك الإسلامية في الأردن.

H0₁₋₄ الفرضية العدمية الفرعية الرابعة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية (Q_p) على كل من العائد على الاستثمار (ROI) والعائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية في الأردن.

H0₁₋₅ الفرضية العدمية الفرعية الخامسة:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر مؤشر sharp مجتمعه (العائد الخالي من المخاطرة (R^f) وعائد المحفظة الاستثمارية (R_p) ومخاطر المحفظة الاستثمارية (δ_p) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية في الأردن.

التعريفات الإجرائية :

المحفظة الاستثمارية: وهي تجميع للاستثمارات تقوم بها البنوك الإسلامية في الأردن، وذلك من خلال ما تملكه من أسهم يتم استثمارها في شركات أو مؤسسات ربحية مختلفه .

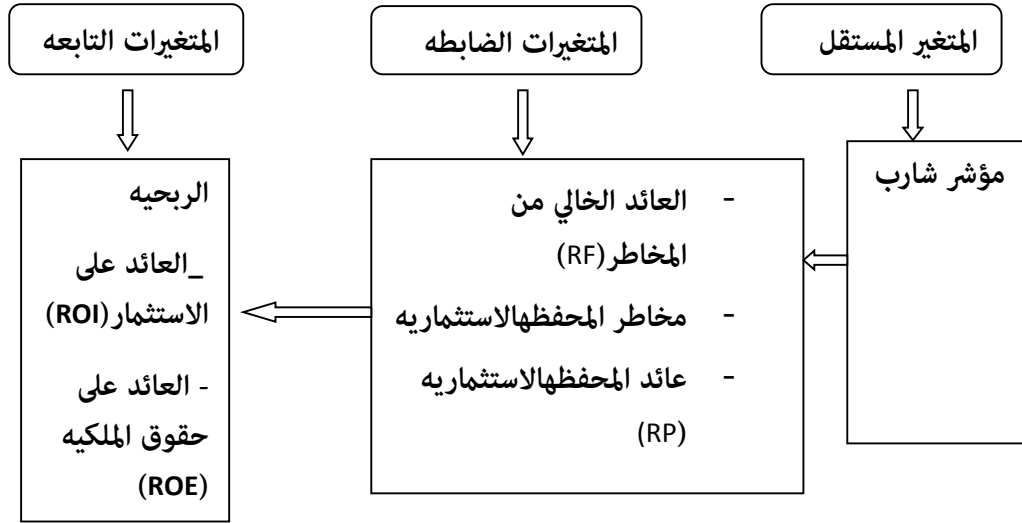
كفاءة إدارتها: المحفظة الاستثمارية : الهدف تحقيق اعلى أيراد في ضل مخاطر نوع ما مقبول هو يتجاوز العائد الخالي من المخاطر وتعتبر من مهام مدير المحفظة .

العائد على حقوق الملكية: يقصد بالنسبه عن العائد الذي تحققه البنوك الإسلامية استثمار أموالهم وهي تعتبر عن صافي: صافي الربح / حقوق الملكية.

العائد على الاستثمار: إحدى مقاييس الي يجب النظر اليها بعين الاعتبار في عمليه التحليل للأرباح، ويعبر عنه باجمالي العائد من الاستثمار / إجمال تكاليف الاستثمار.

ربحية البنوك الإسلامية: عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها البنوك الإسلامية والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح، وتعتبر الربحية هدفاً لمؤسسه ومقياساً للحكم على كفايتها على مستوى الكليه، أو الوحدات الجزئية .

البنوك الاسلاميه :المؤسسه الماليه والوسيط بين وحدات العجز و الفائض ،الذي يتفق مع الشريعه الاسلاميه وهي تحريم للفائده، التي تقوم بقبول الودائع واستقطابها على أساس المضاربه واستثمارها في المربحه والمشاركه والمضاربه والتأجير المنتهي بالتملك والصكوك الأسلاميه وغيرها .



الشكل (١)

نموذج الدراسه

الفصل الثاني : الإطار النظري

المحافظ الاستثمارية :

تعتبر المحفظة الاستثمارية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي تتكون من العديد من أصول، وعادةً ما تخضع إدارة المحفظة إلى مدير لها، ويمكن أن يكون المدير هو المالك الأصلي لهذه المحفظة أو الموكل بإدارتها، وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها، وتنوع الغايات منها، فهناك محافظ استثمارية خاصة بقطاع البنوك ومحافظ خاصة بالقطاع الصناعي، كذلك يمكن أن تكون جميع أصولها مالية كأسهم أو السندات، والأذونات الخزينة.

وتجدر الإشارة بأن مدير المحفظة الاستثمارية هو صاحب القرار الاستراتيجي الأول بتحديد تركيب وتشكيل أصول المحفظة، بحيث يحدد الوزن النسبي لكل أصل من الأصول المنسوبة لرأس المال الكلي للمحفظة، وبذلك فإن القرار الاستراتيجي الناجح يعود لمهارة المدير في الوصول إلى تكوين المحفظة المثلى، والتي من خلالها يتمكن من تحديد مزايا التنوع وتحقيق الأهداف التي ترمي إلى تعظيم العائد المتوقع للمحفظة مع تخفيض نسبة المخاطرة المرجحة إلى حدها الأدنى (صالح، ٢٠١٣، ص ٥٧).

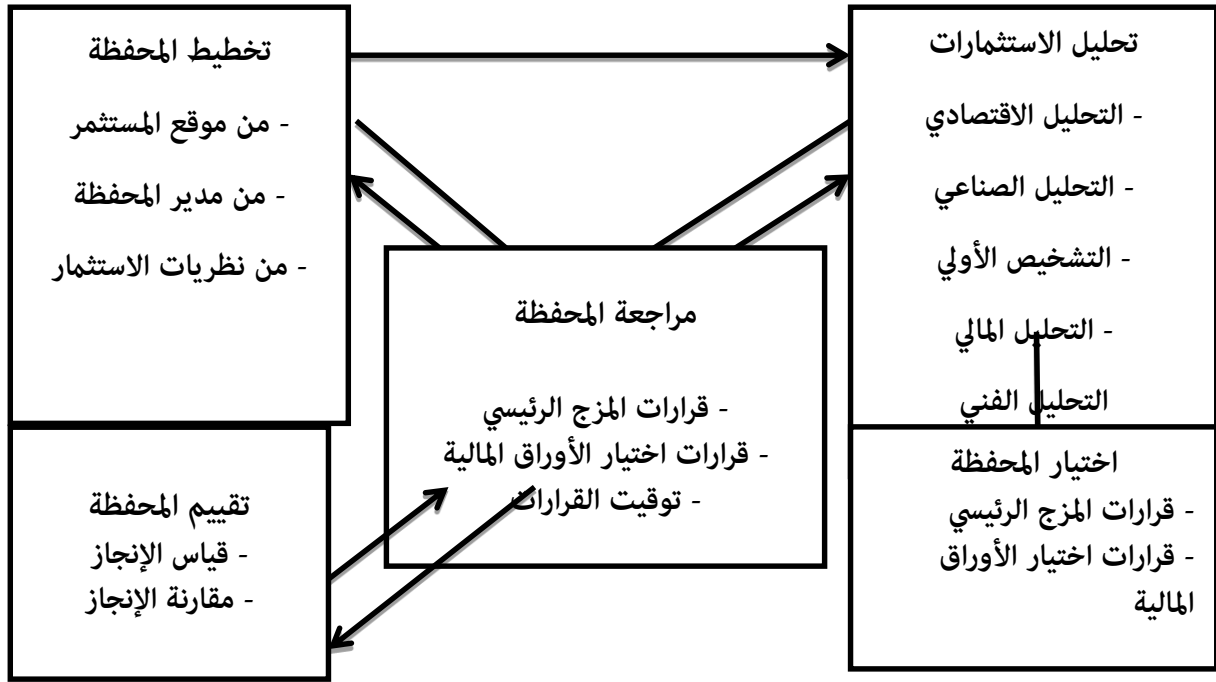
أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية :

عُرفت المحفظة الاستثمارية بأنها: "مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة (آل شبيب، ٢٠١٠)، وتخضع المحفظة لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة. كما عرفها (Stephen, 2007: 329) بأنها: "أداة تشتمل على مجموعة أصول استثمارية يمتلكها المستثمر بغض النظر إن كانت أصول مالية أو حقيقة تخضع لإدارة شخص يسمى مدير المحفظة.

ونظراً لفاعلية المحفظة الاستثمارية التي أكسبتها أهمية بالغة في حشد الأموال ضمن محافظ استثمارية لاكتساب الخبرات ولتجنب الوقوع في المخاطر التي يمكن أن تعرض الأموال للخسارة (جابر، ٢٠٠٥، ص ٢٣). كما أنه من غايات المحفظة الاستثمارية الحفاظ على رأس المال وتنميته وتحقيق مستوى مقبول من السيولة التي قد تحقق تدفق نقدي ثابت، أو تعظيم نسبة الربح للمستثمر في المحفظة الاستثمارية (الداغر، ٢٠٠٥). إذ يعتمد بناء المحفظة الاستثمارية على توفير أدوات استثمارية متعددة العوائد، من خلال بناء توليفة متنوعة من الأدوات التي تتسم بالجدوى الاقتصادية المرتفعة، وإيجاد إدارة تتميز بكفاءة أداء عالية بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري يمتاز بالاستقرار وتعددية الفرص الاستثمارية (الشديفات، ٢٠٠٦).

استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية :

تعتبر المحافظ الاستثمارية أحد أشكال توظيف الأموال بأصول متعددة، لذا تبرز الحاجة إلى وجود إطار عام يحكم خطوات القرار الاستثماري، ومن أهم الأطر التي تحكم عملية اتخاذ القرار الاستثماري النموذج العالمي لإدارة المحافظ، والشكل (٢) يبين ذلك:



الشكل (٢) النموذج العالمي لإدارة المحافظ

ويمكن بيان أركان هذا النموذج من خلال ما يأتي:

تخطيط المحفظة: Portfolio Planning: ويقصد بالتخطيط هو تحديد غايات المحفظة ووسائل الوصول إلى المستثمر، وبواسطة التخطيط يتم دراسة موقع المستثمر موقع مدير المحفظة وسياسة الاستثمار أو النظريات الاستثمارية الملائمة لتحقيق الهدف من المحفظة، والتي يمكن إنجازها بما يأتي.

تحديد موقع المستثمر: وذلك من خلال دراسة الجوانب المتعلقة بالمستثمر كتحديد رأس المال الذي يتولى المستثمر استثماره، ورغبة المستثمر واحتياجاته وغاياته في تحقيق الربحية، وتحديد سرعة الربحية التي يرغب في تحقيقها (سريعة، متوسطة) وهذا مرتبط بدرجة تقبله للمخاطر، يتلوهما يتم تحديد مجالات الاستثمار (أسهم، سندات، استثمار طويل، قصير الأجل) (المومني، ٢٠٠٩: ٤٥).

تحديد موقع مدير المحفظة: وذلك من خلال دراسة تطلعات ورغبات مدير المحفظة من حيث الكفاءة المتمثلة في (خبرته وقدرته على التحليل والمتابعة والرقابة) ومدى إمكانيته من اتخاذ القرارات الصحيحة وتبني الاستراتيجيات التي تتلائم مع غايات ورغبات المستثمرين.

وضع سياسة الاستثمار: وهي قدرة الخطة الاستثمارية الموضوعية على مساعدة المستثمر في صياغة هدفه الاستثماري والقيود التي من الممكن أن تواجه الخطة الاستثمارية الموضوعية، إضافة إلى مدى تضمينها معايير التقييم الاستثمارية مما يمكن الحكم على أداء مدير المحفظة، من خلال السياسة الاستثمارية التي تسهل عليه إعداد قائمة بالأدوات المالية المتاحة في السوق المالي، والتي يجب التي حجم رأس مال وغايات المستثمر ودرجة المخاطر المقبولة والعائد الذي يرضي المستثمر، وبالتالي الاعتماد على استراتيجية استثمارية تحقق هدف المستثمر (Frank, 2006: 43-44).

تحليل الاستثمارات: ويقصد بها تحليل البيانات المالية والأوراق التي يرغب بشرائها وتحويلها إلى معلومات يستفيد منها المستثمر في التعرف على تحركات الأسهم ومن ثم مقارنة الأوراق المالية بناء على نتائج التحليل، وبالتالي يتمكن المستثمر من إدارة المحفظة المالية باختيار الملائم من الأوراق وإضافتها للمحفظة.

التحليل الاقتصادي: ويتمثل هذا النوع من التحليل بدراسة المؤشرات الاقتصادية كالسياسة المالية النقدية والتضخم وحجم الناتج، مما يمكن المدير من تحليل تأثير المتغيرات على الربحية وأسعار الأسهم.

التحليل الصناعي: ويتمثل هذا النوع من التحليل بدراسة القطاعات المكونة للبورصة لاختيار قطاع معين للاستثمار به، ويشتمل هذا النوع من التحليل على دراسة الإنتاج الذي تنتجه الصناعة، ويتم تصنيف الشركات بشكل عام إلى صناعات متنامية.

جمع المعلومات من الجهات المختصة كوزارة الصناعة والتجارة وجمعية البنوك أو دليل الشركات في الأردن.

وعند تحليل الشركة ضمن القطاعات لا بد من أخذ الاعتبارات التالية وهي:

تحليل المبيعات السابقة من خلال دراسة نمو حجم المبيعات من عام لآخر وذلك في سبيل التنبؤ بالمبيعات في المستقبل.

دراسة حجم الطلب والعرض ومن خلاله يتم تحديد الأسعار وبالتالي يمكن تحديد معدل العائد .

ج- التشخيص الأولي: وتشير هذه المرحلة إلى تحديد العدد الملائم للأوراق المالية وذلك بعد الحصول على المعلومات التي تم استخلاصها من التحليل السابقة.

د- التحليل المالي: ويشير إلى تفسير القوائم المالية ويتم التحليل المالي على القوائم المالية للشركة بعدة أنواع كالتحليل الراسي للتعرف على التركيب رأسي للميزانية العمومية ولقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية، والتحليل الأفقي لدراسة التغيرات التي تحدث بينود القوائم المالية من فترة مالية من فترة إلى أخرى.

هـ- التحليل الفني: يقصد بالتحليل الفني تتبع حركة أسعار الأوراق المالية التاريخية صعودا ونزولا، ذلك من أجل نمط لتغيرات اسعار الأوراق المالية لسنوات قادمة. (Bodi, 2006) :

سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية:

إن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته التي ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها والسياسات المتعارف عليها رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ فهي تختلف من سياسة إلى أخرى حسب غايات وغايات المحفظة ضمن الربح السريع مع تحمل المخاطرة العالية أو الربح القليل مع الأمان والاستقرار أو حل وسط ما بين السياسة الأولى والسياسة الثانية

ويمكن حصر السياسات المتبعة في المحافظ الاستثمارية على النحو الآتي:

السياسة الهجومية (المخاطرة)

السياسة الدفاعية المتحفظة)

السياسة المتوازنة (الهجومية)

إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار أدوات الاستثمار من جانب وأسعار الفائدة من جانب آخر (مطر وتيم، ٢٠٠٥، ص ١٨٣-١٨٤)، فتقوم إدارة المحافظ بتقسيم رأس المال إلى قسمين قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية والقسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتغير بتقلبات السوق ويمكن رأس المال ما بين الدفاعي والهجومى ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لا بد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم وفي حالة الكساد والركود في الأسواق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية. (المومني، ٢٠٠٩، ص ٢٤-٢٥).

المخصص للهجوم وفي حالة الكساد والركود في الأسواق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية. (المومني، ٢٠٠٩، ص ٢٤-٢٥).

كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية :

تقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع وكذلك الانجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الانجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، وفي تقييم أداء ادارة المحافظ الاستثمارية لابد من أخذ المبادئ التالية بعين الاعتبار: (مطر وتيم، ٢٠٠٥، ص ١٨٤).

أن قياس قيمة صافي أصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول.

ان تتم مقارنة الاداء الفعلي الموقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل (بيتا) للمحفظة بعين الاعتبار

يجب ان يكون العائد على الاستثمار المعتمد اساسا لتقييم أداء المحفظة هو عائدها الاجمالي والذي يشمل دخل أو ايراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة.

يجب احتساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات.

يجب أن تتم عملية التقييم أو لقياس في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطر معا

كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها

من المفيد ان تتم مقارنة اداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل بأحد الارقام القياسية أو المؤشرات المتعارف عليها.

مؤشرات قياس كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية :

نموذج شارب ١٩٦٤:

قام (ويليام شارب) بإعداد مقياسا مركبا بهدف قياس أداء محفظة الأوراق المالية إذ يعتمد (نموذج شارب ١٩٦٤) على المعادلة التالية:

$$R_v = (R_p - R_f) / U_p$$

حيث أن:

R_v : قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم.

R_p : متوسط عائد المحفظة.

R_f : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

U_p : مخاطر المحفظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

أن أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة يتم من خلال تحديد الواقع للعائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية للاستثمار في هذه المحفظة؛ إذ أنه كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة أفضل رغم شيوع تطبيق هذا النموذج إلا أنه يتضمن بعض العيوب من أهمها (الحناوي، ٢٠٠٦):

إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية وحيث أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنوع وإذا ما توفر التنوع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال معامل بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري (Fernandez, 2006).

نظرية ثلاثي العوامل:

يقدم النموذج على افتراض أن خط سوق المال يجب أن يحتوي على ثلاثة عوامل أساسية، العامل الأول هو معامل بيتا للسهم والذي يقيس خطر السوق للسهم حيث أنه يفترض أن هناك علاقة طردية مهمة ما بين معامل بيتا والعائد المطلوب، أما العامل الثاني فهو حجم الشركة والذي يقاس بواسطة القيمة السوقية لحقوق الملكية حيث يفترض أن الشركات الصغيرة تمتلك خطر أكبر من الشركات الكبيرة لذا فإن الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب أكبر من عائد الشركات الكبيرة أما العامل الثالث فهو القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية لحقوق الملكية ويرمز لها اختصارا B/M حيث يفترض النموذج أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية فإن المستثمر يكون متفائلا حول مستقبل السهم والعكس صحيح فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية فإن المستثمر يكون متشائما حول مستقبل السهم، لذا فإن الشركات التي تمتلك معدل مرتفع لـ B/M يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك معدل منخفض لـ B/M (Ota, 2002).

الصيغة الرياضية للنموذج:

$$R_i = R_f + \beta_1 (R_m - R_f) + \beta_2 (B/ML - BMS) + \beta_3 (SS - SL)$$

R_i : العائد المطلوب للسهم

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر.

R_m : عائد محفظة السوق.

B/ML : عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل مرتفع للقيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية.

B/MS : عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل مرتفع للقيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية.

S_s : عائد محفظة الشركات الصغيرة.

S_L : عائد محفظة الشركات الكبيرة.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = معاملات بيتا للعوامل السابقة.

يتبين مما سبق أن هناك علاقة طردية بين عائد السوق وبين معدل B/M من جهة وعائد السهم المطلوب من جهة أخرى، وعلاقة عكسية بين حجم الشركات وعائد السهم المطلوب. ويعد هذا النموذج من نماذج تسعير الأصول التجريبية القياسية، وهو من الافتراضات والفرص التي تكون متاحة للمستثمر، ويدور هذا النموذج حول أنه كيف ينبغي قياس المخاطر وبيان العلاقة بين المخاطرة والعائد المتوقع، وقد تم تصميم هذا النموذج من أجل التقاط العلاقات بين متوسط العائد وحجم القيمة السوقية وسعر الأسهم والعلاقة بين متوسط العائد ونسب السعر، ومعادلة الانحدار للنموذج هي (Ota, 2002):

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i(R_{Mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + e_{it}$$

في هذه المعادل هريت هو العائد على الأمن أو المحفظها لمحميه وفريق الإدارة الأقليمي هو العائد على محفظه السوق أو قيمه الوزن، b_{mt} هو العائد على محفظه متنوعه من أسهم الصغيره ناقص العائد على محفظه متنوعه من أسهم الكبيره، HML_t هو الفرق بين العائد على المحفظه متنوعه من ارتفاع وانخفاض الأسهم.

نظرية خماسي العوامل فاما وفرنش :

قام فاما وفرنش بدمج متغيرات الاستثمار والعوامل والعائد على حقوق المساهمين خماسي العوامل، وهذا النموذج يعمل على تحفيز العوامل الجديدة من نظرية التقييم، والنموذج الخماسي يتفوق على النموذج الثلاثي في مجموعة من الحقائق تشكلت على حجم السوق والاستثمار والربحية، وهذا يمتد إلى مجموعة من المحافظ لتتضمن صافي الحصة، والزخم والتقلب وبيتا، وهذه المجموعة تعرف بأنها مجموعة فرعية صغيرة. وعندما نقيم مقارنة بين نموذج ثلاثي العوامل وخماسي العوامل نجد أن كلا منهما يقوم على النظرية التجريبية التي تختص في حجم الاستثمار، والعائد على حقوق المساهمين، أما خماسي العوامل فالنظرية التجريبية تعد ضعيفة في هذا النموذج، وان الاستثمار و الربحيه هي القوى الأساسية في تسعير الأصول القائم على الاستثمار (Fama and Kenneth, 2013).

إلا أنه هناك مخاوف من نموذج خماسي العوامل وهذه المخاوف هي ما يلي (Black, Fischer, et al, 1972):

اشتقاق العلاقات بين الاستثمار، الربحية، والاستمرار فقط مع معدل العائد الداخلي (على الربحية المتوقعة)، من خلال اعتماده على تقدير المعدل الداخلي للعوائد من خلال استخدام طريقة التقويم القائمة على المحاسبة، وهذه التقديرات لمعدل العائد الداخلي غالباً ما تكون سلبية.

يؤمن هذا النموذج بأن عامل القيمة يجب أن يكون عاملاً مستقلاً لاستناداً لنظرية التقييم، ولكن الحاجة تكون زائدة عن ذلك في وصف متوسط العائدات في البيانات.

تحفيز كل من العلاقة السلبية بين الاستثمار المتوقع ومعدل العائد الداخلي في نظرية التقييم، وهذه النظرية تبين أن العلاقة بين الاستثمارات المتوقعة والعائد المتوقع من المرجح أن تكون إيجابية، وترجع هذه الرؤية إلى كوكرين (1999)

يعمل هذا النموذج على استخدام الاستثمار الماضي بديلاً عن الاستثمار المتوقع، وهذا الممارسة بحد ذاتها تعتبر إشكالية، في حين أن الربحية للاستثمار الماضي تختلف عن الربحية المستقبلية ولا يوجد توقع للربحية في المستقبل.

لا يزال النموذج الخماسي يتفوق على النموذج الثلاثي مما أكسب النموذج الخماسي نقاط أكثر ومتوسط عوائد كبيرة، حيث أن العوائد الصغرى والعوائد المرجحة على قدم المساواة.

إن معادلة النموذج الخماسي على النحو التالي:

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i MKT_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + r_i RMW_t + c_i CMA_t + e_{it}$$

MKT، الشركات الصغرى والمتوسطه، و HML هي عوامل تشكل النموذج الثلاثي، RMW هو الفرق بين العائدات على محافظ متنوعه من الاسهم الاستثمار المنخفضه والعاليه (Fama and Kenneth, 2013).

نظرية رباعي العوامل :

على الرغم من البناء الكامل للنموذج الثلاثي كان النموذج الرباعي يخضع لمزيد من التحسين، فنموذج فاما الفرنسي يتنبأ بأنه ينبغي أن يكون هناك عوائد عالية وليس انخفاض في معدل العائد، كما تفعل أسهم القيمة الصغيرة على "شرح" عوائداً لمحافظ الاستثمارية مما يعطي ثمناً باهظاً، والأسهم الفردية التي تفعل بشكل جيد لفترة طويلة تكون أرصدتها ضعيفة لفترة طويلة، وعامل الإسناد هو الأداء.

نظرية روس APT 1972 (نظرية التسعير بالمراجعة):

تعتبر هذه النظرية بديلاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجعة في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدد من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج CAPM ولكن تلك النظرية لم تحدد تلك العوامل (الحنواي وآخرون، 2002).

افتراضات النظرية وصيغتها الرياضية (هندي، ٢٠٠٣):

إن معتقدات المستثمرين متماثلة.

إن المستثمر يهيمه تعظيم المنفعة إلى أقصى حد.

إن الأسواق المالية مثالية.

إن العائد ينتج عن نموذج العامل.

طبقا للافتراضات السابقة فإن الصيغة الرياضية هي:

$$RI = RF + (R1 - RF) \beta_1 + (R2 - RF) \beta_2 + \dots + (RM - RF) \beta_m$$

RI: معدل العائد المتوقع أو المطلوب للسهم.

Rf: معدل العائد الخالي من الخطر.

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_m$: درجة حساسية السهم لعوامل الخطر

$R1, R2, \dots, RM$ = معدل العائد لعوامل الخطر.

أثر كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية على ربحية البنوك :

من المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي هو وجود نظام مالي فعال ومتطور، فالنظام المالي يشجع على الادخار والاستثمار من خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقرضين، والنظام المالي أيضا يشجع ويحث على التوجيه الأمثل للاموال المتوفرة من أجل الاستثمار، ويقدم أيضا مجموعة من الخدمات المالية الأخرى مثل تحويلا لأموال، والضمانات، التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها العصر الحالي (Hassanein, 2003).

إن الأسواق المالية أيضا تلعب دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي، فوجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية يؤدي إلى منح الكثير من المزايا لاقتصاد الدولة، إذ انها تخفض تاليف التمويل بالملكيه والدين، وتوفر السيولة للاستثمارات الجديدة، كذلك تخفض من درجه الخطر المالي، وتوفر الأدوات الماليه التي تساعد على توين الادخار وتساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي (AlMaoad, 2005).

تعتبر الأسهم الأداة المالية المتداولة في السوق المالية، وتتأثر قيمتها السوقية إيجابيا أو سلبيا بسبب التغير في بعض المتغيرات مثل المعلومات المحاسبية والمؤشرات المالية، التي تدل على أداء الشركة ونتائج أعمالها، إضافة إلى العوامل غير المحاسبية مثل الظروف السائدة داخل الشركة، والظروف التنظيمية داخل الأسواق المالية، والظروف الاقتصادية السائدة في الدولة بشكل عام، مثل درجة النمو الاقتصادي والتضخم وسعر الفائدة (Al-Khazali and pyun, 2004).

العوامل الخمسة التي تؤثر في طبيعته اختيار الاسهم:

مكررالربحية: ويعني المدة الزمنية التي يحتاج المستثمر لاستعادة رأس المال بحيث لو اكتفينا بالحصول على العائد من السهم دون نمو للربحية، ولكن هذا العامل لا يكفي بمفرده لأنه يجب أن ننظر إلى مقدار نمو الربحية ونوع الربحية المتحققة وهل هذه الربحية متكررة أم غير متكررة، وكلما قلتمكررالربحية يعني قله عدد السنوات التي نسترجع من خلالها رأس المال وكان ذلك محفزا للسهم بشرط عدم وجود ما ينبئ عن نقص في الربحية المتوقعه وهذا غالبا ما يتماشى مع الوضع الاقتصادي، والتنبؤ بمستقبل الشركة ومشاريعها وعليه نتوقع أن يهبطه مكرر الربحية لمعظم الشركات لو استمرت الاسعار على ما هي عليه بما يتوافق مع نمو الربحية المتوقع.

العامل الثاني (نمو الربحية): ويعتبر هذا العامل من أهم العوامل التي تعتمد عليها أدوات المحلل المالي؛ إذ أن نمو الربحية المتزايد يجعل الشركة ذات ربحية مكررة.

العامل الثالث (السيولة): هذا العامل يخذل المستثمرين حيث أنه يصعب على أي محلل أن يتوقع نسبه السيولة، إذ ان المعلومات الخاصه بالسيولة تختصر على اصحاب القرار والمحافظ الكبرى، ولكن أن السيولة غالبا ما يتوافق مع قرارات المفاجئه أو غير المتوقعه أو انها خاضعه لأمزجه أصحاب المحافظ المؤثره أو مدراء تلك المحافظ في السوق، ومن المستبعد أن يسرب معلومات إلا بعد ماتنتهي المحافظ التصريف كما لا يمكن أن نحدد اتجاه السيولة المستقبلي إلا اذا ما كانت الارتفاع لأسباب أخرى مثل أنخفاض مكرر الربحية أو زياده نمو الربحية .

سعر السهم في السوق الماليه: مثله مثل بقيه أسعار السلع الاخرى يتحدد بقوى العرض والطلب في السوق نفسها حيث أن قيمه السهم تتوقف على اعلى يرغب المشترون في دفعه كقيمه للسهم وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد لدفعه مقابل سهم معين يتوقف بشكل بير على مكاسب الشركة التي تحققها في السنه وهذا يشمل فقط ليس ما حققته الشركة خلال هذا العام فحسب و انما ما حققته في الاعوام السابقه وما تحققه في الاعوام القادمه وما ستحققه الشركة من مكاسب له دورا بارز في تحديد قيمه سعر السهم في المستقبل (Martín & Lozano, 2006).

العوامل التي تؤثر على الربحية: تتسم اسعار الاوراق الماليه بشئ من الحساسيه، حيث تتأثر بعوامل عديده فضلا عن عاملي العرض و الطلب الطبيعيين اللذين يؤثران في اسعارها تأثيرا مباشرا فهناك عوامل اخرى لها اثرها في تلك الاسعار، تؤدي الى رفعها أو انخفاضاها وفقا للاحوال، ومن امثلها ما يروج من اشاعات عن زياده رؤوس أموال بعض الشركات، وما يذاع عن ربحيه الشركات زياده او نقصا، وما ينشر من اخبار ومعلومات تؤثر على اعمال المنشاتا لمصدره للاوراق الماليه (كتوقع فرض رسوم إضافه على انتاجها أو خفض للرسوم الجمركيه على ما يرد لها من خامات او سلع وسيطه ومايشاع عن حالتها الماليه بصفه عامه) كذلك تتأثر اسعار الاوراق الماليه في البورصه بما ينشر من اخبار سياسيه محليه او دوليه، وما يتوقع من حروب او سلام وكذلك بكل ما شأنه ان يوحي بالقلق او الاستقرار مما يؤثر تأثيرا بالغا على اسعارها هبوطا او ارتفاعا، يوجد عوامل تؤثر على اسعار الاسهم المتداوله ومنها (الشواورة، ٢٠٠٨):

الربحية: غايه يتطلع لها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون عندما يتعاملون مع المنظمه، واداه مهمه لقياس كفاءه الاداره في استخدام الموارد المتاحة بحوزتها، بهدف تحقيق أفضل عائد .

رأس المال: يعتبر رأس المال ديناً للشركاء على الشركة في حاله تصفيته وتوزيعه عليهم كلاً نسبة في رأس المال بعد سداد كافة ديون الشركة وفق الترتيب المنصوص عليه بأحكام المادة (٢٥٦) من قانون الشركات، ويترتب رأس المال من جانب المطلوبات من الميزانية و يختلف رأس المال بعد سداد كافة ديون الشركة، لانه عند تأسيس الشركة تكون المطلوبات مساوية الموجودات.

ج- المديونية: قدره المنشأ على سداد كافة ديونها سواء قصيره او طويله الاجل من خلال الاصول التي بحوزتها وسواء كانت اصول متداوله ام اصول ثابتة .

د- تقرير المدقق: وثيقه مكتوبه صادره عن شخص مهني يكون اهلاً لبدء رأي فني محايد عن مدى دقه البيانات والمعلومات، وعن ما اذا كان هذه القوائم التي اعدتها المنشأ تعطي صورته كامله تتصف بعدل والصدق عن المركز المالي و القوائم الماليه التي نصت عليها قواعد المهنة عن السنه الماليه محل التدقيق.

هـ- الربح الموزع: هو حصه الربح التي سيتم توزيعها على المساهمين وهي تختلف عن المكافاه الرئيسييه للمساهمين حيث يتم طرح المبلغ الذي سيتم توزيعه من صافي الربح (Al-Khazali and pyun, 2004).

نظريات المحفظه الاستثمارية Investment Portfolio Theories :

هنالك العديد من النظريات التي ركزت على المحافظ الاستثمارية وإدارتها وكان لكل منها أسلوب ووجهة نظر خاصة به ومن أبرز هذه النظريات ما يأتي:

نظرية محفظه ماركويتز Markowitz portfolio theory :

بدا تركيز الاهتمام بالمخاطر في الخمسينات وبدايه الستينات، وقد ساعد على جهود هاري ماركويتز والتي اسفرت عن نظريه المحفظه التي تقوم على الفروض التاليه:

- ان المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن .

- ان المستثمر يهدف الى تعظيم المنفعه المتوقعه لفته واحده.

- النظر الى المخاطر على اساسها كونها التقلب في العائد.

- أن القرار الاستثماري يقوم على متغيرين اساسين هما العائد و المخاطره .

- ان المستثمر يبغض المخاطره (هندي ٢٠١٠:ص ٨٢-٨٣).

- ان جوهر هذه النظرية هو توضيح أثر المخاطر والارتباط والتنوع على العائد المنتظر من المحفظه ويمثل عائد المحفظه المجموع عوائد الاصول الماليه المشكله للمحفظه مرجحه باوزانها النسبيه واستندت هذه النظرية على مبادئ

تدئته المخاطر عند مستوى معين من المردوديه.

تدئته المخاطر وتعظيم المردوديه (Harry M 2010).

كما سبق وأن أشرنا إلى أن هذه النظرية أثر التنويع على العائد حيث يسمح بالوصول إلى مستوى أقل من المخاطر عند نفس المستوى من المردودية، وبما ان التنويع متاح ولجميع المستثمرين فإن السوق لن يدفع علاوة المخاطر التي يتحملها المستثمرون لعدم تنويع أوراقهم.

نظرية المحفظة المثلى :

من الصعب إعطاء مفهوم مطلق للمحفظة المثلى كما يصعب الوقوف نموذج عام يحدد مواصفات يقبلها جميع المستثمرين، وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعنى كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين لا لآخر، لأن الميول والاتجاهات تختلف بين المستثمرين ذاتهم.

ولكن إذا اردنا أن نعرف المحفظة المثلى بشكل عام: هي تلك المحفظة التي يتم اختيار الأسهم التي في جعبتها وفقا لقواعد معينة (جابر، ٢٠٠٥: ص ٢٩٤)

في حين نجد أن محمود محمد الداغر عرفها على أنها تلك المحفظة من بين مجموع المحافظ الكفئة التي تتلائم مع دالة المنفعة أي التبادل ما بين العائد/ المخاطر لأن لكل مستثمر دالة مختلفة عن الآخر، ولا بد من مراعاة ذلك عند اختيار المحفظة (الداغر، ٢٠٠٥: ص ٢٥٥)

وتشير المحفظة الكفئة إلى تشكيلة الأصول المالية التي تسعى إلى تقليل المخاطر إلى أدنى المستويات بالمقابل قبول مستوى معين من الداخل أو تعظيم العائد مع قبول مستوى معين من المخاطر. (Charfi,2008: 32).

أما محمد مطر وفايز تيم فقد عرفها على أنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق غايات المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها(مطر، ص ٢٠٥)

وحسب سامي حطاب فالمحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية وبطريقة تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق غايات المستثمر.

ويتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى على أساس ثلاث مبادئ أساسية هي:

اختيار المحفظة ذات أقل مخاطرة عند تساوي العائد

اختيار المحفظة ذات أعلى عائد عند تساوي درجة المخاطرة

اختيار المحفظة ذات أعلى وأقل مخاطرة(حطاب، ٢٠٠٧)

نظرية إدارة المحفظة نشطة theory of active portfolio management :

تقوم نظرية المحفظة على استخدام المستثمر لسياسة التنويع في أصول المحفظة، وذلك لاختيار محفظة أو مجموعة من الأصول تحقق أعلى مستوى متدن من المخاطر وتستند النظرية في تحليلها المفروض الاستثمارية بناء على معيارين هما العائد المتوقع والمخاطر، فكلما زاد حجم المخاطر المرتبطة باستثمار ما لا بد أن يرافقه عوائد إضافية على افتراض ان المستثمرون هم عقلانيون(S. O Akinwale,2007: 193)

فالعائد والمخاطر في ظل نظرية المحفظة مفهومان مترابطان فالمستثمر يهدف من بناء محفظته ليس لتعظيم العائد لكن الأهم من ذلك هو تخفيض المخاطر فلا بد من تعريف المخاطر يمكن تعريف لمخاطر انها عدم انتظام أو تقب العائد (Variability) وتعرف أيضا أنها حالة عدم التيقن أو التأكد بالتنبؤ لعوائد الاستثمار في المستقبل أكثر خطورة أقل جاذبية للمستثمر(Stepen,93) . وبشكل أكثر تحديدا عرفها (Garman & Forgue) (Thomas,2003:281) و (Madura) و (Jeff,1841) (&) المخاطر بأنها حالة تنشأ احتمال الاختلاف بين العائد الفعلي وتسمى هذه الاختلافات في مجال الاستثمار بالخسارة المالية التي تنشأ من عدم التيقن (التأكد)

فنجد أن التلازم بين العائد والمخاطر يقتضي بعدم صياغة غايات المستثمر بصورة العائد فقط، كون المستثمر بعامل في ظروف عدم التأكد وبالتالي يمكن تعريف المخاطر بأنها ظاهرة مقترنة بالاستثمار في الاوراق المالية المرتبطة بالتوقعات المستقبلية.

أما في ظل المحفظة قام ماركويتز بالربط والمخاطر حيث وضع النموذج كيف يمكن للمستثمر بناء محافظتهم على أساس المفاضلة بين العائد والمخاطر، واختيار التوليفه الت تعظم العائد لمستوى معين من المخاطر كمحدد أساسي لاختيار المحفظة المثلى(Saban,562)

يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الأسهم إلى طريقتين وهما الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة لمحفظة الأسهم، وتمثل الإدارة الساكنة لمحفظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ طويل المدى، وعادة ما يتم محاولة مجارة مؤشر أسهم معين حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولأن الهدف يكون بهذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على ذلك تعبير Indexing ويجب الانتباه عند استخدام هذه الإستراتيجية إلى أن مجارة المؤشر تتطلب إعادة استثمار الربحية الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر.

أما بالنسبة للإدارة النشطة للمحفظة فإن هدفها هو التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، لذا فإن من يدير محفظة أسهم وفق هذه الإستراتيجية يلجأ باستمرار إلى إن اختبار احد الإستراتيجيين يعتمد على طبيعة سوق وطبيعة المستثمر ومدى إيمانه بكفاءة تسعير الأسهم في السوق، فإذا كانت الأسهم مسعره بقييم عادلة (من وجهة نظر كلف إضافية تتمثل بعمولات البيع والشراء وبدل الإدارة والمتابعة.

أما إذا كان اعتقاد المستثمر بأن الأسعار ليست مقيمة بقيمتها أسهم بأقل من قيمتها العادلة وبيعها أن يحقق عائد أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعمولات التي سيتكبدها نتيجة إتباعه هذه السياسة.

إدارة المحافظ الساكنة :

يمكن من خلال إستراتيجية الإدارة الساكنة إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الاستراتيجية وهي كما يلي:
أسلوب يتطلب من المستثمر إعادة استثمار الربحية الموزعة على استثماراته في نفس مكونات المحفظة مع الاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغير في مكوناته المؤشر ذلك ليقوم بعكس هذا التغير على مكونات محفظته.

ويعاني هذا الأسلوب في تنفيذ الإستراتيجية الساكنة من عيبين جوهريين وهما: أن المستثمر يكون بحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (نفس عدد الشركات التي تدخل في عينه المؤشر).

أسلوب المعاينة: نظرا للعيوب التي تكتنف أسلوب المحاكاة الكاملة فإن بعض المستثمرين قد يفضلون إتباع أسلوب العينة في محاكاة المؤشر وذلك اعتمادا على المبادئ الإحصائية التي تقر هذا الأسلوب وتقول بإمكانية الاعتماد على نتائجه وهنا فإن المستثمر يقوم باختيار عينة من الأسهم الممثلة في المؤشر وبالطبع فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد محفظته مطابقة تماما لعائد المؤشر

أسلوب الانتقاء : ووفقا لهذا الأسلوب فإن المستثمر يقوم باختيار مجموعة من الاستثمارات الإستراتيجية ليتم شراؤها والاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمدا على ما توفره هذه الاستثمارات من وربحية موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يستهدف عائدا معقولا يناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة احتفاظه بهذه الاستثمارات

ويقع ضمن هذا الأسلوب الاستثمار في صندوق للاستثمار المشترك يكون بمواصفات معينة معلومة للمستثمر وتتلائم مع غاياته واحتياجاته الاستثمارية.

أسلوب توقيت السوق Time the market: ووفقا لهذا الأسلوب فإن المستثمر ينقل الأموال بين الأسهم والسندات والأذون اعتمادا على تنبؤاته لاتجاهات السوق.

أسلوب البحث عن الأسهم Stock Picking: ويقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر والبيع على السعر الأعلى.

ربحية البنوك الإسلامية:

مفهوم الربحية :

يعرف (Chakraborty, 2014) الربحية من وجهه نظر محاسبيه بانها زياده الايرادات الكليه خلال مده معينه ،اما من الناحيه الاقتصاديه فقد عرف (Trujillo, 2013) الربحية بانها الزيادة في الثروه والتي تتضمن زياده الايرادات المتحققه عن تكاليفها مضافا اليها تكاليف الفرص البديله ،اي يعني الربح الاقتصادي اقل من الربح المحاسبي بسبب وجود التكاليف المضافه.

والربحية هي مؤشر يعمل على كشف جودة الشركة وجودة إدارتها، وهي تسمح للشركة بالاحتفاظ بشكل مخاطرة معينة وتوفر الوقاية ضد المشكلات القصيرة الأجل (حماد، ٢٠٠٥، ٤٧٧).

أن تحقق الربحية من أهم الأهداف الأساسية للمؤسسات والمنظمات؛ إذ أنها تعد أمراً ضرورياً لبقائها واستمرارها في دينا الأعمال، كما أنها الغاية التي يتطلع إليها المستثمرون عند البدء في أي مشروع (Afiriyie&Akotey, 2013)، كما أنها إحدى المؤشرات التي يهتم بها الدائنون عند تعاملهم مع المنظمات؛ إذ أنهم ينظرون إلى الربحية كأداة هامة لقياس كفاءة إدارة هذه المنظمات في استغلال مواردها، لذا فإن الإدارة المالية تهتم بتحقيق الربحية في المنظمة من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر(Kumar,2015).

نسب مؤشرات الربحية :

مؤشرات الربحية هي المؤشرات التي تقيس كفاءة وفاعلية إدارة المنظمة في توليد الأرباح عن طريق استخدام أصولها بكفاءة، وتعتبر من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون وغيرها (Kumar,2015) وتتمثل المؤشرات الربحية في:

معدل العائد على الأستثمار:

ويعبر هذا المقياس عن العلاقة بين الأرباح المحاسبية وحجم الأموال المتاحة للاستخدام من قبل إدارة المنظمة وبغض النظر عن الطريقة التي تم بها تمويل أصول المنظمة، ويساعد هذا

المقياس على قياس قدرة الإدارة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة لها والخاضعة لسيطرتها وهو بذلك يعكس أثر الأنشطة التشغيلية والاستثمارية بالمنظمة ولا يعكس أثر الأنشطة التمويلية في الربحية (Paul,2014).

يعد هذه النسبة مقياس لكفاءة الادارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، ومؤشر على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع اصولها، ويشار إليها بالعائد على الاستثمار، وتعتمد بشكل كبير على حجم الأصول المستخدمة في الانتاج، نوع الصناعة، ومعرفة حجم الأرباح الناتجة عن استثمار الأصول، وتستخدم للمقارنة بين الشركات في القطاعات المماثلة، وحيث أن أصول الشركة تتشكل من مجموع المطلوبات ورأس المال، وأن هذه الأموال تستخدم في تمويل نشاطات الشركة، لذلك فإن نسبة العائد على الأصول تعطي فكرة عن مدى فعالية الشركة في تحويل تلك الأموال المستثمرة إلى أرباح (الشيخ، ٢٠٠٨).

يستخدم العائد على مجموع الأصول لمعرفة العائد على العمليات التشغيلية قبل الفوائد والضرائب. ويشير إلى الأرباح الناجمة عن كل دينار من الأصول وفقا لقيمتها الدفترية، وهو ما يعرف أيضا بالقوة الإيرادية الأساسية (Culp,2001).

وتساعد القوة الإيرادية على تقييم الاستثمار في أسهم الشركة، وتحقيق المزيد من القوة الإيرادية يعتبر استثماراً جيداً على المدى المتوسط والطويل (Culp,2001).

ويمكن بيان أسباب الارتفاع أو الانخفاض في القوة الإيرادية من خلال استخدام معادلة دبونت، التي تربط بين نسبتي هامش الربح ومعدل دوران مجموع الأصول في طريقة لتحليل أكبر قدر من نود قائمتي الدخل والميزانية العمومية، وذلك لمعرفة أوجه القصور أو أوجه التفوق.

$$= \frac{\text{ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الصافي المبيعات}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط مجموع الاصول}}$$

ويتم تحليل بنود المبيعات من كميات وأسعار بيع، وكذلك بنود الأرباح من الإيرادات وتكاليف، ويتم تحليل بشكل مباشر في عملية الانتاج من أصول ثابتة ومتداولة للوصول إلى الأسباب التي تزيد من العائد على الأصول (الشيخ، ٢٠٠٨).

معدل العائد على حقوق الملكية:

ويهتم بقياس العائد على المبلغ المستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، حيث أن هذا المقياس يأخذ أثر الأنشطة التشغيلية والتمويلية معاً، وهو يتأثر بدرجة الرفع المالي وحجم الديون في هيكل رأس المال، بالإضافة إلى معدل العائد على الأصول، ويتم حساب العائد على حق الملكية بقسمة الأرباح الصافية بعد الضريبة على حقوق المساهمين والتي تشمل كل من رأس المال المدفوع وعلوات الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة، ويقوم هذا المؤشر بقياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموالهم الموظفة في رأس مال المنظمة، فارتفاع نتيجة هذا المؤشر تدل على كفاءة قرارات الاستثمار والتشغيل في المنظمة (Kumar,2015).

تستخدم العائد على حقوق الملكية لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين، وبالتالي معدل الربح الصافي الذي يجنيه المستثمرون من استثمار أموالهم، كمردود على مخاطر تهم في توظيف أموالهم. وتدلل هذه النسبة على مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين وتعرف هذه نسبة باسم العائد على القيمة الصافية (Graham,2000).

وهناك عدد من الصيغ التي يمكن للمستثمرين استخدامها:

يمكن احتساب العائد على متوسط حقوق المساهمين، من خلال قسمة حقوق المساهمين بالأسهم العائد في بداية ونهاية الفترة، وذلك اعطاء صورة أكثر دقة عن ربحية الشركة، وخصوصاً في الحالات التي تكون فيها قيمة حقوق المساهمين تغيرات إلى حد كبير خلال السنة المالية

يستطيع المستثمرين في بداية الفترة استخدام حقوق المساهمين لاحتساب العائد على حقوق المساهمين، وثم إعادة احتساب العائد باستخدام حقوق المساهمين في نهاية الفترة، من خلال الفرق بين العائد على حقوق المساهمين بداية الفترة ونهايتها يستطيع المحلل المالي تحديد التغير في ربحية الشركة خلال الفترة.

ومن وجهة نظر المستثمرين، فإن العائد المناسب يوازي معدل العائد الخالي من المخاطر مضافاً إليه بدل المخاطرة، وهو يختلف من نشاط لآخر ومن بيئة استثمارية لأخرى، ويمكن احتساب العائد الإسمي الخالي من المخاطر كما يلي:

$$= (١ + \text{معدل العائد الخالي من المخاطر}) \times (١ + \text{معدل التضخم}) - ١$$

مفهوم البنوك الإسلامية:

تعتبر البنوك الإسلامية "مؤسسات مالية استثمارية ذات رسالة تنموية وإنسانية واجتماعية، ويستهدف إلى تجميع الأموال وتأدية الاستخدام الأفضل لموارده بموجب القواعد وأحكام الشريعة الإسلامية لبناء مجتمع متكافل إسلامي". (العبادي، ٢٠٠٦)

وقد عرّف قانون البنوك الأردني رقم (٢٨) لسنة (٢٠٠٠) البنوك الإسلامية بأنها "الإعمال القائمة على غير أساس الفائدة، في مجال قبول الودائع والخدمات المصرفية الأخرى، وفي مجال التمويل والاستثمار، بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها"، وقد نصت المادة (٣) فقرة (ب) من القانون ذاته على أنه "يخضع البنك الإسلامي لأحكام الخاصة بالبنوك الإسلامية الواردة في هذا المجال كما تسري عليه أحكام هذا القانون والقوانين الأخرى ذات العلاقة بالقدر الذي لا يتعارض فيه مع تلك الأحكام.

وقد نصت المادة (٥٢) من قانون البنوك رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٠ على ان الأعمال المصرفية الإسلامية التي يجوز للبنك الإسلامي ممارستها هي كما يلي :

قبول الودائع النقدية في حسابات مختلفة سواء في حسابات ائتمان او حسابات استثمار مشترك او حسابات استثمار مخصص .

إصدار سندات مقارضة مشتركة او سندات مقارضة مخصصة او إنشاء محافظ استثمارية او صناديق استثمارية.

أعمال التمويل والاستثمار القائمة على غير أساس الفائدة.

نصت المادة (٥٤) من قانون البنوك رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٠ مراعاة أي أوامر يصدرها البنك المركزي يجوز للبنك الإسلامي في سبيل تحقيق غاياته ان يقوم بأي من الأعمال والأنشطة التالية :

ممارسة الأعمال المصرفية الأخرى القائمة على غير أساس الفائدة بجميع أوجهها المعروفة، أو المستحدثة سواء لحسابه، أو لحساب غيره في داخل المملكة وخارجها شريطة التزامه بما تنقيد به البنوك الأخرى في هذا الخصوص.

القيام بدور الوصي المختار لإدارة التركات وتنفيذ الوصايا وفقا للأحكام الشرعية والقوانين المرعية وبالتعاون المشترك مع الجهة الدينية ذات الاختصاص.

ج. القيام بدور الوكيل الأمين في مجال الخدمات الاجتماعية الهادفة إلى توثيق أو اصر الترابط والتراحم بين الجماعات والأفراد بما في ذلك تقديم القروض الحسنة لغايات إنتاجية في أي مجال وإنشاء وإدارة الصناديق المخصصة للغايات الاجتماعية المعتمدة.

د. أي أعمال وأنشطة تمكنه من تأدية غاياته .

أسس وغايات سياسات التمويل والاستثمار في البنوك الإسلامية:

الاستثمار في الإسلام يشير إلى كل نشاط فردي أو جماعي والذي يتم من خلاله التعرف على الثروات والموارد التي خلقها الله في هذه الأرض، والحصول عليها، وتوظيفها في المجالات التي تؤدي إلى زيادتها وموائها أو الانتفاع بها والمحافظة عليها، وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ويعتبر الاستثمار في الإسلام مشروعاً لعدم مخالفته لأحكام الشريعة، أو خروجه عن ضوابطها ومقاصدها. وللاستثمار الإسلامي طبيعة خاصة ومتميزة، حيث أن استثمار المال وتنميته هو واجب شرعي، ويستدل على ذلك من حديث الرسول عليه الصلاة والسلام: "من ولي يتيماً فليترج له في ماله ولا يتركه حتى تأكله الصدقة" رواه الترمذي.

وينطلق مفهوم الاستثمار في الإسلام من مجموعة من القواعد تتمثل بما يلي:

يحترم الإسلام الملكية الفردية للأموال.

يطالب الإسلام أصحاب الأموال بتنميتها.

يطالب الإسلام أصحاب رؤوس الأموال بتوجيهها لما يخدمهم ويخدم مجتمعاتهم.

يطالب الإسلام أصحاب الأموال لدى استثمارهم لأموالهم عدم الإضرار بالغير.

يدعو الإسلام إلى استثمار الأموال ضمن القنوات التي أباحها الشريعة الإسلامية.

تهدف البنوك الإسلامية إلى تأدية عدد من الأسس والغايات من خلال سياسات الاستثمار التي تتبعها، من خلال : (سمحان وآخرون، ٢٠١٢)

تقديم خدمات ومنتجات مصرفية إسلامية قادرة على الاستجابة لاحتياجات العملاء ضمن حدود الشريعة الإسلامية، وتوظيف الأموال في استثمارات عالية الكفاءة وبأقل المخاطر، وتطوير وسائل جذب الأموال والمدخرات وتوجيه هذه الأموال إلى المشاركة في الاستثمار بالأسلوب المصرفي غير الربوي، والاستجابة إلى كل الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة في مناخ الاستثمار سلبي أو ايجاباً من حيث التوسع أو عدمه في منح أنواع التمويل المختلفة وفقاً للأوضاع السائدة وما يجري عليها من تغيرات بعد معرفة فئات السوق المستهدفة، ومعايير المخاطر المقبولة فيها والتي سيوجه البنك من خلالها استثمارات مختلفة والالتزام بالقيم الإسلامية، إذ يقوم البنك بتكريس جهوده لتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية تحت إشراف هيئة الرقابة الشرعية في البنك، حيث يقوم بتقديم المساعدة لإدارة البنك في وضع القواعد والتعليمات التي تتفق مع رؤية البنك المستقبلية وقيمه وسياساته وغاياته واستراتيجياته في التمويل والاستثمار، ويقوم بتقديم المساعدة والنصح والإرشاد لموظفي التمويل والاستثمار في البنك في أداء أعمالهم في مجال التمويل والاستثمار وغايات وأنواع التمويل التي تتلائم مع طبيعة المشروع الممول من أجل بناء ومتابعة وإدارة محفظة استثمارية جيدة قائمة على دراسة معمقة، و تقديم المساعدة لإدارة البنك في وضع نماذج عمل إجرائية للمساعدة في ضبط الأمور وتنظيمها من أجل خلق بيئة عمل تمويلية واستثمارية متجانسة، والقيام بعمليات التمويل والاستثمار وفق أسس موحدة و تقديم المساعدة لإدارة البنك في رقابة الاستثمارات، وتحديد مستويات الرقابة المطلوبة وتقديم المساعدة لإدارة البنك في إنشاء نظام تصنيف لمخاطر العملاء ومخاطر المحفظة الاستثمارية.

الغايات الاستثمارية للبنوك الإسلامية:

وضع الباحثون مجموعة من المعايير التي تحكم استثمار الأموال من أهمها: (عبادة، ٢٠٠٨ وعفيفي، ٢٠٠٣).

معيار العقيدة: حيث ينطلق استثمار المال وفقاً للضوابط الشرعية وأن المال مال الله والإنسان مستخلف فيه ، ويجب استخدامه بعيداً عن الربا.

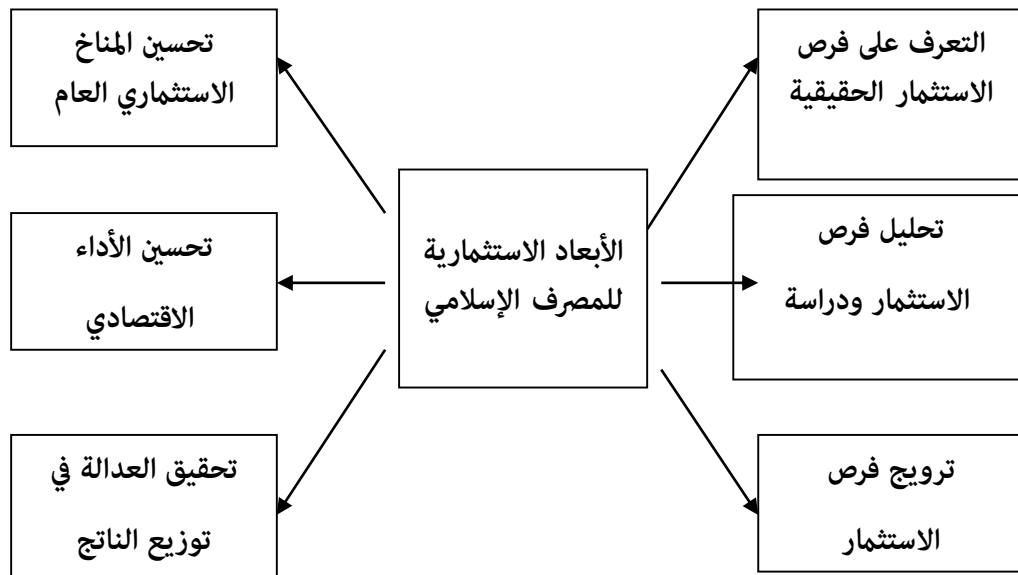
المعيار الأخلاقي: حيث يلتزم الفرد المسلم بمجموعة من القيم الأخلاقية عند استثمار الأموال من أهمها عدم الغش وعدم أكل أموال الناس بالباطل.

معيار التنمية: حيث يهدف التشغيل الكامل لرأس المال إلى تأدية التنمية الاجتماعية والاقتصادية، وعلى أن يتم مراعاة أولويات الاستثمار وهي الضروريات والحاجيات والتحسينات.

معيار ربط الكسب بالجهد: ويعتبر من القواعد الشرعية التي تحكم المعاملات في الإسلام حيث لا يوجد كسب بدون جهد ولا جهد بدون كسب.

معيار الغنم بالغرم: وهو الربح مقابل الخسارة ويستمد هذا المعيار من القاعدة الشرعية "الخروج بالضمان" والتي تشير إلى إن كل من ضمن أصل شي ما فله ما ينتج عنه من ربح أو خسارة.

ويتركز الهدف الاستثماري للبنوك الاسلامي بتطوير وسائل استقطاب الأموال والمدخرات ثم العمل على توجيهها نحو المشاركة في الاستثمار بأسلوب مصرفي بدون فائدة (الخالدي، ٢٠٠٦). من هنا فإن للدور الاستثماري للبنوك الإسلامية أبعاداً متكاملة يمكن أن يتم توضيحها من خلال الشكل التالي:



الشكل (٣)

الأبعاد الاستثمارية للبنوك الإسلامية

المصدر : موسوعة البنوك الإسلامية ج٤٢٠١٠.

وبناء على ما سبق فإن معالم الغايات الاستثمارية للبنوك الإسلامية تتحدد من خلال ما يلي:
تأدية النمو: عن طريق نمو الموارد الخارجية المتمثلة في الودائع وكذلك رأس المال نفسه والربحية المحتجزة والاحتياطات. (ارشيد، ٢٠٠٧)

تأدية مستوى توظيف وتشغيل مرتفع لعوامل الإنتاج المتاحة في المجتمع، والقضاء على البطالة السافرة والمقنعة، والعوامل غير المستغلة من عناصر الإنتاج، والقضاء على جميع صور سوء الاستخدام لجميع هذه العوامل.

تسويق المشاريع سواء كانت لحساب الغير، أو لحساب المصرف الإسلامي نفسه، أو بالمشاركة مع ذوي الخبرة والمعرفة والدراية والقدرة الفنية ممن يملكون سمعة حسنة في هذا المضمار.

توفير الخدمات الاستشارية الاقتصادية والفنية والمالية والإدارية المختلفة، بالإضافة إلى تقديم خدمات دراسة الجدوى الاقتصادية من مختلف الجوانب.

العمل على ترشيد القرارات الاستثمارية للمستثمرين والحفاظ على أموالهم من الضياع، أو الاستثمار في مشروعات غير مربحة، بالإضافة إلى تحسين الأداء الاقتصادي لمختلف المؤسسات، سواء المؤسسات التي يشرف عليها البنك، أو المؤسسات الأخرى. بالإضافة إلى العمل على تأدية مستوى مناسب من استقرار أسعار السلع والخدمات المتاحة في الأسواق بشكل يتواءم مع مستوى دخول أفراد المجتمع، ومن ثم القضاء على أهم صور الاحتكار والاستغلال التي تنهب أموال الفقراء من خلال استخدام سياسة سعرية غير عادلة، وعلى ضوء ذلك يكون تطبيق الأسعار التوازنية العادلة أحد الغايات الاستثمارية للبنوك الإسلامية (أحمد، ٢٠٠٦).

تقليل التفاوت في توزيع الدخل من خلال التركيز على توفير التمويل لغير القادرين.

الحد من التضخم عن طريق الحد من قلة العرض الكلي بالنسبة للطلب الكلي نتيجة ضعف القدرات الإنتاجية ومن ثم زيادة الأسعار.

تأدية الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة بشكل مباشر أو غير مباشر.

مزايا الاستثمار في البنوك الإسلامية:

للاستثمار في البنوك الإسلامية العديد من الميزات والتي من أهمها (عبد الحليم، ٢٠٠٤، وعرار، ٢٠١١)

التعدد والتنوع بما يوفر أساليب تتلائم مع كافة الاحتياجات. حيث يساعد التعدد على جلب المدخرات بغض النظر عن حجمها سواء كانت صغيرة أم كانت كبيرة إلى حيز الاستثمار والتشغيل بدلا من ادخارها أو الاسراف في الاستهلاك، وهذا بدوره يساعد على تأدية النمو الاقتصادي وعدم استخدام أسعار الفائدة، تتصف صيغ التمويل الإسلامي بأنها تتفق مع احكام الشريعة الإسلامية مما يحقق لكل من صاحب المال ورجل الاعمال العائد المعنوي المتمثل برضا الله سبحانه وتعالى بعكس التمويل بالصيغ الربوية وتمسك البنوك الإسلامية بالمفهوم الحقيقي للنقود على انها وسيلة للاستثمار وليست سلعة وربط المشاريع الاستثمارية بالاحتياجات الحقيقية للمجتمع عملا بأولويات الاستثمار في الشريعة" الضروريات والحاجيات والتحسينات".

كما يتميز الاستثمار بالبنوك الإسلامية من خلال الالتزام بإحكام الشريعة الإسلامية من حيث الإباحة أو المنع في مختلف الأنشطة الاستثمارية للبنك. حيث تراعي صيغ التمويل الإسلامي والقواعد الشرعية التي تحكم استثمار رأس المال وتمويل المشاريع الاقتصادية كمبدأ الغنم بالغرم (أي تحقق المكاسب بتحمل الخسائر) ومبدأ المشاركة والتعاون لزيادة رأس المال المستثمر فضلاً عن التوازن بين النواحي المادية والمعنوية على حد سواء وتضمن جميع الأساليب استخدام التمويل في الاقتصاد الحقيقي أي توجيهها لإنتاج وتوزيع السلع والخدمات وتأدية العدالة بين طرفي المعاملة الاستثمارية والتحفيز على الاستثمار .

أنواع الاستثمار في البنوك الإسلامية:

يمكن تصنيف الاستثمار في البنوك الإسلامية إلى نوعين كما يلي:

الاستثمارات المباشرة: يأخذ الاستثمار المباشر عدة أشكال من أهمها: توظيف أموال البنك في مشروعات ذات جدوى اقتصادية مثل: (درغال، ٢٠٠٧)

شراء أصول أو سلع معينة (عقارات، سيارات، آليات، وغيرها) وتأجيرها والحصول على مردود التأجير أو بيعها والحصول على مردود البيع.

الاستثمار غير المباشر: يقوم البنك في هذا النوع من الاستثمار بالاشتراك مع أشخاص طبيعيين أو معنويين بتأسيس مشروع جديد أو الاشتراك في مشروع قائم له شكل قانوني معين، ويتحدد دور البنك في هذه المشاريع وفقاً لقيمة مساهمته ومدى مشاركته في الإدارة الفعلية، وهو شكل شائع لدى معظم البنوك الإسلامية. (زيتون، ٢٠١٠)

ويشتمل الاستثمار غير المباشر على أكثر من صيغة، من أهمها: عقد المضاربة: مشاركة عقود البيع، عقد الاستصناع، والتأجير والمزارعة والمساقاة وغيرها. (العريزي، ٢٠٠٨)

أدوات الاستثمار في البنوك الإسلامية الإسلامي:

يتخذ الاستثمار في البنوك الإسلامية أشكالاً وصوراً متعددة وتعتبر كل منها بديلاً مناسباً عن العمليات التي تجريها البنوك التجارية الربوية، وقد تم استقرار التعامل بأدوات التمويل والاستثمار لدى البنوك الإسلامية على أساس ما يلي: (عريقات، ٢٠١٠)

تأدية هامش ربح: من أدوات التمويل المعروفة والمستخدمة هي البيوع بشكل أساسي ومنها المرابحة والبيع الأجل والإجارة، ومنها السلم والاستصناع.

ومن أهم هذه التوظيفات ما يلي:

أولاً- الاستثمار في المضاربة:

يمكن تعريف المضاربة بأنها "أن يتعامل صاحب المال مع المضارب وذلك بأن يعطي المالك شيئاً من ماله للعامل كرأس مال ليتاجر به العامل، فيأخذ العامل من الربحية حسب ما يتفقان عليه، وتحتاج هذه المعاملة إلى إيجاب المالك، وقبول العامل". (خلف، ٢٠٠٦).

والمضاربة في البنوك الإسلامية تعني دخول المصرف في صفقة محددة مع متعامل أو أكثر، بحيث يقدم المصرف المال اللازم ويقدم المتعامل جهده، ويصبح الطرفان شريكين في الغنم والغرم. ويكون المصرف صاحب رأس المال، ويكون المتعامل الشريك المضارب. وفي حالة تحقق الربح يتم توزيعه حسب النسب المتفق عليها، أما في حالة تحقق خسارة، يتحمل المصرف خسارة في رأسماله، ويتحمل المتعامل خسارة في عمله (عريقات وآخرون، ٢٠١٠).

ثانياً- الاستثمار بالمشاركة:

المشاركة هي عقد بين طرفين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال للقيام بأعمال وأنشطة محددة ومعروفة بهدف تأدية الربح الذي يجب أن يكون مشتركاً بينهما ولا يشترط المساواة في حصص الأموال بين الشركاء، فالخسارة تكون حسب حصة كل شريك في رأس المال أما الربحية لا يشترط تساوي النسب بين الشركاء". (نعمة ونجم، ٢٠١٠)

والمشاركة تعني اشتراك اثنان أو أكثر بأموال مشتركة بينهم في أعمال زراعية أو تجارية أو صناعية أو خدمية و يكون توزيع الربحية بينهم حسب نسبة معلومة من الربح أما الخسارة فهي فقط بنسب حصص رأس المال. وقد تكون المشاركة بين البنك وعملائه في عملية واحدة فقط تنتهي بانتهاء المشروع

أما المشاركة في البنك الإسلامي فهي ان يقوم البنك الإسلامي في المساهمة في رأس مال مؤسسة عقارية او تجارية او مصنع او مزرعة او أي مشروع تجاري آخر مع شريك او اكثر وعندها كل شريك نصيبه من الربح بموجب الاتفاق الوارد في العقد مع وعد المصرف الإسلامي بالتنازل عن حقوقه بطريقة بيع أسهمه إلى هؤلاء الشركاء على ان يلتزم هؤلاء الشركاء ايضاً بشراء تلك الأسهم والحلول محله في الملكية سواء بدفعة واحدة أم بدفعات متجددة وحسبما تقتضيه الشروط المتفق عليها. (ظاهر وسعادة، ٢٠٠٠)

وتختلف عقود المشاركة عن عقود المضاربة في أن رأس المال يتم تقديمه من جميع المشتركين في الشراكة بينما يقتصر الأمر بالمضاربة على طرف واحد فقط. (العجلوني، ٢٠١٢)

والمشاركة في المصرف الاسلامي تعرف "بأن البنك يقدم حصة في إجمالي التمويل اللازم لتنفيذ عملية سواء كانت صفقة أو مشروع مقابل أن يقدم الشريك الآخر طالب التمويل من البنك الحصة المكملة بالإضافة إلى قيام الشريك في الغالب بإدارة المشاركة والإشراف عليها فتكون حصته مشتملة على حصة في المال بالإضافة إلى حصة العمل والخبرة والإدارة". (الزعابي، ٢٠٠٨)

ثالثاً- الاجارة: الاجارة هي تمويل متوسط الأجل يتضمن شراء الاصول ثم نقل حق استخدامها إلى المستفيد خلال فترة زمنية محددة ويحتفظ خلالها البنك بملكية هذه الأصول. (الهيبي، ١٩٩٨) وتتلخص هذه العملية بأن يتقدم المستفيد إلى البنك يطلب إليه أن يؤجر له معدات معينة مع توضيح مواصفاتها المطلوبة ، ويقوم البنك بشراء هذه المعدات لحسابه ، ثم يوقع عقد إيجار بينه وبين المستفيد، على أن يستعيد البنك من المستأجر ثمن السلعة مضافاً إليها الأجرة مقسطة على فترة التأجيل.

رابعاً- المرابحة: عرفت المرابحة بأنها: "عملية مركبة من وعد الشراء وبيع المرابحة، لأن المصرف لا يعرض أن يبيع شيئاً ولكنه يتلقى أمراً بالشراء وهو لا يبيع حتى يملك ما هو مطلوب ويعرضه على المشتري حتى يرى ما إذا كان مطابقاً لما وصف. (العجلوني، ٢٠١٣).

المرابحة للآمر بالشراء فهي أحد أنواع المربحة المستحدثة التي تستخدمها البنوك الإسلامية وهي ان يطلب شخص من شخص اخر ان يشتري له سلعة معينة مع وعد بان يشتريها منه بربح معين وهذا النوع من البيوع من اكثر صيغ التمويل التي تستخدمها البنوك الإسلامية وتشكل جانب كبير من تمويلاتها الممنوحة لعملائها. وهي عملية مركبة من وعد الشراء وبيع المربحة، لأن المصرف لا يعرض أن يبيع شيئاً ولكنه يتلقى أمراً بالشراء وهو لا يبيع حتى يملك ما هو مطلوب ويعرضه على المشتري حتى يرى ما إذا كان مطابقاً لما وصف" (العجلوني، ٢٠١٣)

وتقوم المربحة للآمر بالشراء على ثلاث أطراف هما: (عريقات وعقل، ٢٠١٠)

الآمر بالشراء: وهو المشتري الثاني الذي يرغب في شراء السلعة.

المأمور بالشراء: وهو المشتري الأول وهو البنك الإسلامي.

البائع الأول: وهو مالك السلعة التي يريد بيعها.

خامساً- بيع السلم: يعرف بيع السلم "بأنه عقد على موصوف في الذمة ببذل يعطى عاجلاً أي أن البضاعة المشتراة دين في الذمة ليست موجودة أمام المشتري ومع ذلك فإنه يدفع الثمن عاجلاً للبائع (عريقات وآخرون، ٢٠١٠).

ويقصد بذلك بيع سلعة يتم تسليمها بتاريخ آجل بسعر مدفوع مسبقاً ويلتزم البائع بتسليم السلعة وفق مواصفات معينة بتاريخ محدد، ويطبق عادة في الزراعة. يعتبر بيع السلم أحد أوجه الاستثمار التي تقوم بها البنوك الإسلامية ويحقق لهاربحاً جيداً فضلاً عن كونه يعود بالنفع على عملاء البنك من ناحية زيادة إنتاجهم وتوفير النواحي المالية لهم، ولقد أخذت البنوك الإسلامية هذا النوع من العقود كأساس لممارسة بعض أنشطتها التجارية معتمدة على الشروط التي أوردتها الفقهاء في هذا النوع من البيوع.

سادساً- الاستصناع: والاستصناع هو الطلب الذي يتم من أجل القيام بصنعة محددة الجنس والصفات سواءً تم ذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة على أن تكون الموارد من عند الصانع، مقابل مبلغ معين عند التسليم أو عند أجل معين، ويقبل الصانع بذلك (عريقات وآخرون، ٢٠١٠). ويتمثل الاستصناع بقيام المصرف بتمويل مشروع معين تمويلًا كاملاً عن طريق التعاقد مع الصانع على تسليمه المشروع كاملاً بمبلغ محدد بمواصفات محددة وفي تاريخ معين ومن ثم يقوم المصرف بالتعاقد مع مقاول أو أكثر لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة ويمثل الفرق بين ما يدفعه المصرف للمقاول وبين ما يسجله على حساب الصانع الربح الذي يتقاضاه المصرف وقد بدأ الاستصناع يأخذ دوراً كبيراً في استثمارات البنوك الإسلامية، إذ قامت البنوك بتمويل المباني السكنية والاستثمارية بنظام الاستصناع، وساهمت بذلك في حل مشكلات معاصرة كثيرة، إذا وفرت للمستصنع المواد الخام إضافة إلى العمل نفسه، وساهمت البنوك في صناعات أخرى عديدة وأبرمت عقود استصناع مع عملائها، غير أن أبرزها حجماً في المعاملات هو المجال العقاري. (عريقات وآخرون، ٢٠١٠).

البنوك الإسلامية في الأردن :

أولاً : البنك الاسلامي الأردني :

تأسس البنك الاسلامي الأردني عام ١٩٧٨ حيث يعتبر اول بنك اسلامي يؤسس في الأردن وتم استبدال قانون البنك الخاص الذي كان البنك يعمل بموجبه بقانون جديد حوى فصل خاص للبنوك الإسلامية والقضايا الخاصة به، يقوم البنك بأعمال وخدمات مصرفيه واستثماريه وقمويليه وفق احكام الشريعة الإسلامية ويمتلك البنك مجموعه مميزه من الاعمال يقدم من خلالها خدمات ومنتجات شامله تتراوح ما بين المرابحة والمشاركة ولمضاربه والإجارة المنتهية بالتمليك والبيع بالتقسيط وكذلك الاستثمار في العقارات من خلال شراء الاراضي والعقارات المشغولة المطورة لأغراض البيع لاحقاً او التأجير للزبائن. ويتمتع البنك بسجل اداء ناجح وقام بتوزيع ربحية على المساهمين منها ١٢٩% اسهم مجانيه و ٥٧% ربحية نقديه.

ثانياً: بنك الأردن دبي الاسلامي :

تأسس بنك الأردن دبي الاسلامي في عمان وسجل بصفته شركة مساهمه عامه بسجل الشركات في تاريخ ١٩٦٣/٦/٢٣ باسم بنك الإئماء الصناعي حيث تأسس بموجب القانون رقم ٥ بسنه ١٩٧٢ والذي تم الغاؤه بموجب قانون الغاء بنك الإئماء الصناعي رقم ٢٦ لعام ٢٠٠٨ وحل محله بنك الأردن دبي الاسلامي حلولا قانونيا و واقعيا. باشر بنك الأردن دبي الاسلامي اعماله بتاريخ ٢٠١٠/١/١٧ وفق احكام الشريعة الإسلامية وتعليمات البنك المركزي وقانون البنك الأردني. بنك الأردن دبي الاسلامي مصرف اسلامي متكامل ويجمع القيم الإسلامية الراسخة مع احدث واعلى مستويات الخدمات المصرفية وهو مؤسسه مصرفيه رائده تقدم لمتعاملها منتجات ذات جوده عالية. يسعى البنك لتطبيق قيم التنوع والحدائة بالإضافة ليكون رائدا في عكس قيم العدالة والشفافية وفق احكام الشريعة الإسلامية حيث يوجد واحد وعشرون فرعا منتشرة في جميع انحاء المملكة.

الدراسات السابقة

الدراسات العربية:

دراسة (حسن،1999) بعنوان تنشيط سوق المال في مصر عن تطوير الادوات الماليه.

هدفت الدراسة إلى استخدام نموذج جنسن لقياس أداء محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار المصرية خلال الفترة من ١٩٩٥ وحتى ١٩٩٨، وذلك لتلافي مشكلة أن عوائد صناديق الاستثمار قد تكون سالبة في فترات معينة وعندها لا يمكن استخدام مؤشر شارب حيث أنه عندئذ سيعطي قيمة سالبة، وتوصلت الدراسة إلى أن أخذ عنصر الخطر في الحسبان عند قياس أداء الصناديق يؤدي إلى اختلاف نتائج التقييم، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن صناديق الاستثمار لم تستطع أن تحقق عائداً أفضل من عائد السوق في فترات كساده وأمكن لبعضها تحقيق عوائد أفضل من السوق في فترات رواجه.

دراسه (عبد الحافظ، ٢٠١٠) تقييم أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في ظل الاتجاه الصعودي والهبوطي للسوق.

هدفت الدراسة إلى قياس أداء محافظ الأوراق المالية بغرض تقييم كفاءة مديري الاستثمار بصناديق الاستثمار المثريّة في الفترة من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠٠٩ عن طريق قياس القدرة على تنويع محافظ الصناديق والقدرة على اختيار الأوراق المالية والتوقيت السوقي السليم، وتوصلت الدراسة إلى انخفاض كفاءة مديري الاستثمار بالصناديق، حيث انخفضت درجة التنويع بمحافظ الصناديق عن درجة التنويع في محفظة السوق، وحققت الصناديق عوائد سالبة من الاختيار والتوقيت، كما قامت الدراسة بقياس أداء محافظ الأوراق المالية بالصناديق ومقارنته بأداء محفظة السوق عن طريق مقياس شارب وترينور وجنسن، وتوصلت إلى انخفاض أداء محافظ الصناديق مقارنة بأداء محفظة السوق.

دراسة الحمدوني (٢٠١١) بعنوان:

تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي

ركز البحث على تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة وفقا للمؤشرات شارب، ترينور وجنسن، وقد غطى البحث فترة ٢٠٠٩، والغرض اختبار فرضية البحث تم اختيار ١١٦ شركة مساهمة كعينة يتم تداول اسمهما في سوق عمان المالي بواقع ١٣ شركة تمثل و ١٠ شركات تمثل قطاع التأمين و ٥٧ شركة تمثل قطاع الخدمات ومثلت ٣٦ شركة قطاع الصناعي، وكشف البحث عن أن معظم أسباب التقلبات في أسعار أسهم الشركات ناتجة عن عوامل أخرى تؤثر في السوق وأن العوامل التي تخص الشركات ترتبط بالسوق بشكل ضعيف في القطاعات الأربعة، فضلا عن ذلك فإن انخفاض معدلات العوائد الشهرية قد انعكس على محفظة السوق وظهرت قيمة سالبة ولم تعزز الشركات العوائد المتحققة بعوائد اضافية لا نظامية تغطي انخفاض عوائد السوق.

دراسة خرباش (٢٠١٢) بعنوان:

"أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة على بورصتي عمان والسعودية لفترة ٢٠١٠

هدف البحث إلى معرفة أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية، ودراسة إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما هدف البحث أيضا إلى إبراز أهمية التنويع الدولي في تدني مخاطر سعر الصرف الذي من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول الماليزية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد. وعلى هذا الأساس تم اختيار عينة الدراسة مكن أسهم أفضل الشركات المدرجة في كل من بورصة عمان والسعودية خلال سنة ٢٠١٠. وقد خلصت الدراسة إلى أن كلا من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة وكذا معاملات الارتباط فيما بينها، بالإضافة إلى استراتيجية التنويع الدولي، تساهم في تدني المخاطر النظامية (مخاطر سعر الصرف) إلى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العوائد.

دراسة برادعي (٢٠١٣) بعنوان:

تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حاليا في التقييم الفعلي والفعال المحفظة

جاءت هذه الدراسة للكشف عن مدى مهارة مديري هذه المحافظ الاستثمارية وإلقاء الضوء على أنواع المقاييس والمؤشرات المستخدمة في قياسها، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أداء مدراء المحافظ الاستثمارية وفقا لمؤشرات شارب، وترينور، وجنسن، وفاما، وهل تمثل تقييما فعليا لأداء مدراء المحافظ وبيان الفروق الجوهرية فيما بين هذه المؤشرات، وقد توصل البحث إلى عدة استنتاجات أهمها أن أكثر العوامل تأثيرا على أداء المحفظة الاستثمارية هو التنوع بعد تحديد المستثمر للمخاطر التي يستطيع تحملها والعوائد المنشودة في ظل الاهداف التي تسعى لتحقيقها، يليه أهمية العامل المتمثل بأن على مدير المحفظة أن يكون مؤهلا ولو بدرجة مقبولة للوقوف على تأثيرات التطورات المالية والاقتصادية المحيطة بالمحفظة الاستثمارية سواء كانت محلية أم اقليمية أم عالمية، كما توصل البحث إلى أن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة في المفاضلة بين المحافظ الاستثمارية هو أفضل من استخدام العائد والمخاطرة كل على حدة، كما أظهرت نتائج التحليل أن هناك تباينا في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا للمؤشرات المعتمدة وذلك بسبب تركيز كل مؤشر على جانب معين من المخاطرة.

الدراسات باللغة الإنجليزية :

دراسة (Matallin& Nieto, 2012) بعنوان:

Mutual Funds as an Alternative to Direct Stock Investment: A Co integration Approach

هدفت الدراسة إلى قياس أداء محافظ الأوراق المالية لصناديق استثمار الأسهم الإسبانية في مقابل بديل الاستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية وذلك باستخدام مؤشر واحد في بورصة أسبانيا كمقياس مرجعي، وقد تكونت عينة تلك الدراسة من ٦٣٦ صندوق استثمار خلال الفترة من إبريل ٢٠٠٨ إلى مارس ٢٠١٠، وتوصلت الدراسة إلى أن ١١ صندوق استثمار فقط هي التي تفوقت على المؤشر.

دراسة(Nugroho,&Rachmat, 2013)بعنوان:

Portfolio determination and Markowitz efficient in five Indonesian industrial sector"

هدفت الدراسة إلى بناء ومحفظة مثلى وفعالة من الشركات المدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٢)، حيث قامت الدراسة بتكوين (٣) محافظ الاولى تحتوي على أكبر (٥) شركات من حيث العائدات السوقية والمحفظة الثانية تشمل على أقل من (٥) شركات من حيث المخاطرة الكلية، والثالثة تحتوي على أفضل (٥) شركات من حيث العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ونسبة الربحية، ثم قامت الدراسة بتقييم أداء تلك المحافظ من خلال نماذج (Sharp, Treynor, Jensen)، وتوصلت الدراسة إلى أن المحفظة الاولى أداءها أفضل من محفظة السوق والمحافظ الاخرى وفقا لنموذجي (Sharp Jensen)، والمحفظة الثالثة هي الأفضل وفقا لنموذج (Treynor)، وأوصت الدراسة المستثمرين في اندونيسيا في ضرورة الاعتماد على عائدات الاسهم السوقية عند اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة.

"Sharpe Single Index Model and its Application in Portfolio Construction : an Empirical Study"

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج Sharp في تكوين محفظة استثمارية مثلى في الشركات المدرجة في سوق Sensex للأوراق المالية في الهند خلال الفترة من (٢٠١٠-٢٠١٣) ، واشتملت عينة الدراسة على (٣٠) شركة، مستخدمة البيانات الشهرية والاساليب الاحصائية التالية (الارتباط والتباين واختيار T)، حيث تم بناء محفظة استثمارية مثلى من (٤) شركات وهي التي كان معامل بيتا لها اكبر واحد ونسبة sharp لها اكبر من معدل القطع (وهو بمثابة الحد الفاصل الذي يتم من خلاله اختيار الاسهم التي سوف تتكون منها المحفظة)، حيث يشير معدل القطع إلى متوسط نسبة Sharp للشركات التي معامل بيتا لها اكبر من واحد، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك فروقا ذات دلالة احصائية عند (٥%) بين حجم المخاطر الكلية بين المحفظة المثلى وفقا لنموذج sharp وبين المحفظة المثلى وفقا لنموذج Markowitz، حيث بلغت على التوالي (١.٣٨% ، ٢.٢١%)، كما توصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة احصائية عند (٥%) بين متوسط عائد المحفظة المثلى وفقا لنموذج sharp وبين المحفظة المثلى وفقا لنموذج Markowitz، مما أوصت الدراسة بضرورة إعادة مثل تلك الدراسة على عينة أكبر ولفترة زمنية أكبر.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أنها تتناول قطاع البنوك الإسلامية في الأردن، وفي حدود علم الباحثة هي الدراسة الأولى التي تتعرض لقياس أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية، في حين تناولت الدراسات السابقة البنوك التجارية، كما تتميز هذه الدراسة في أنها دراسة تقييمية لكفاءة البنوك الإسلامية، وتقييمية لأداء المحافظ الاستثمارية لها، كما تهتم هذه الدراسة بقياس ربحية البنوك الإسلامية في الأردن خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٦)، تم قياس كفاءة اداره المحفظه بنموذج شارب كما هو الحال في دراسته البرادعي(٢٠١٣)، كما انها تختلف عن دراسته العمري (٢٠٠٦) التي درست أثر كفاءه اداره المحفظه الاستثماريه في البنوك التجاريه على موقفها التنافسي اذ قامت الباحث بالمسح الشامل لمجتمع الدرسته، مما يدل على قله الدراسات التي ناقشت هذا الموضوع .

الفصل الثالث : منهجية الدراسة

قامت الباحثة من خلال هذا الفصل التطرق إلى التعريف بالمنهج الأمثل الذي سيخدم الدراسة، بالإضافة إلى التعريف بالمتغيرات التي يتم اختيارها وسبب اختيارها مع الإشارة إلى مصادرها، وتوضيح الاختبارات الإحصائية التي تخدم متطلبات الدراسة والتي تم إدراجها، وأخيراً تبيان النتائج المتحصل عليها والاستنتاجات لتستخلص في الأخير مجموعة من التوصيات.

أسلوب الدراسة:

اعتمدت الباحثة لإعداد هذه الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي، بهدف الإحاطة بكافة الجوانب الموضوعية والنظرية ذات العلاقة بالدراسة الحالية.

مجتمع الدراسة:

تكون مجتمع الدراسة من جميع البنوك الإسلامية القائمة في الأردن والبالغ عددها بنوك

عينه الدراسة:

البنوك الاسلاميه المدرجه في بورصه عمان وعددها ٢.

مصادر جمع المعلومات:

تم الرجوع في جمع بيانات الدراسة الحالية إلى مصدرين رئيسيين هما:

المصادر الثانوية: التي تتعلق بتغطية الإطار النظري للدراسة، والتي تم جمعها إلى الكتب والدوريات والمجلات العلمية المحكمة والرسائل الجامعية الدراسات السابقة بموضوع الدراسة.

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم استخدام التحليل الحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسات المستخلصه من البيانات الماليا المنشوره لعسنه الدر اسه .

تشير النتائج في الجدول (١) الى ما يأتي :

ان قسم المتغيرات المستقله في مجملها اكثر تشتتا حول اوساطها الحسابيه من قيم المتغيرات التابعه، وذلك بدلاله كل من انحرافتها المعياريه، وكذلك اتساع المدى الممثل للقيمه العليا و القيمه الدنيا، ومن ثم مؤشري الاتواء و التفرطح.

ومن المتغيرات المستقله كان مؤشر شارب ومخاطر المحفظه الاكثر تشتتا، بالمقارنه مع المتغيرين المستقلين الاخرين عائد المحفظه و العائد الخالي من المخاطر .

وبالنسبه للمتغيرات التابعه فمع الانخفاض النسبي للتشتت في قيمتها بشكل عام، الا ان العائد على الاستثمار كان اقل تشتتاً م المؤشر الاخر العائد على حقوق المملكه .

جدول (١)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

متغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	ادني قيمة	أعلى قيمة	الالتواء	التفرطح
مؤشر Sharp	0.2013	0.1202	1.1389	-4.0671	3.877	-0.995	5.231
(RF)	0.0502	0.0513	0.0133	0.0246	0.078	0.642	-1.662
(RP)	0.1537	0.1349	0.2258	-0.3572	0.825	0.612	1.125
($\delta\rho$)	1.4320	0.2573	2.6997	0.0278	11.989	3.513	9.523
(ROI)	0.0145	0.0153	0.0065	0.0032	0.0310	-0.726	0.654
(ROE)	0.0172	0.0165	0.0287	0.0201	0.1479	-0.421	0.165

* المصدر: من إعداد الباحثة - مخرجات برمجية E-Views

الاختبارات المستخدمة:

نظراً للتطور الملموس والمتلاحق في مجال الاقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية، فقد اهتمت الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية باستقرار أو عدم استقرار تلك السلاسل، وخاصة بعدما نشر Nelson & Plosser (1982) دراستهما التي أكدا فيها أن معظم السلاسل الزمنية المالية للولايات المتحدة الأمريكية تحتوي على جذر الوحدة (Unit Root) أي أن معظم السلاسل الزمنية غير مستقرة (Non-Stationary)، وبالتالي فإن تطبيق الأساليب القياسية.

التقليدية على بيانات غير مستقرة إحصائياً سيؤدي إلى إظهار نتائج غير دقيقة أو زائفة، لذلك ستقوم الدراسة الحالية بتطبيق اختبارات جذر الوحدة مثل اختبار ديكي فولر (Dickey-Fuller) وفليبسيرون (Phillips Peron)، للتأكد فيما إذا كانت هذه البيانات للمتغيرات المدروسة مستقرة أم غير مستقرة.

وعند التثبت من وجود جذر الوحدة (Unit Root) في السلاسل الزمنية فيمكن الكشف عن ما إذا كان لديها اتجاه (Trend) أم لا، والمتوفرة ضمن أشكال اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller)، مع تحديد عدد سنوات الإبطاء لمعرفة هل يحتوي اتجاه أم لا، بحيث يتم إدخاله في حالات إجراء عمليات الانحدار المختلفة، لأن وجود اتجاه في البيانات للمتغيرات الداخلة في نموذج اقتصادي سيؤدي إلى ظهور أثر ذلك الاتجاه في معاملات المتغيرات الأخرى، وإذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى نأخذ الفرق الأول ويعاد اختبار الاستقرار مرة أخرى، فإذا لم تكن مستقرة نأخذ الفرق الثاني وهكذا، إلى أن تصبح السلسلة الزمنية الواحدة تتصف بالاستقرار، وعادة لا يتحقق استقرار السلاسل الزمنية إلا بفترات إبطاء أعلى من الدرجة الأولى، لذلك فإن اختبار ديكي فولر لفترة الإبطاء الأولى قد لا تكون مناسباً لإظهار استقرار السلاسل الزمنية، لذلك ستستخدم هذه الدراسة أحد أشكال الاختبار الذي يوفر فترة إبطاء أعلى مثل (Augmented Dickey-Fuller) و (Phillips & Perron).

اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

غالباً ما تتسم البيانات الاقتصادية بوجود تغيرات هيكلية تؤثر على درجة استقرار السلاسل الزمنية، لذا يعد تحديد درجة الاستقرار مهماً قبل اختبار العلاقات بين المتغيرات، حيث يتطلب ذلك عدم استقرار البيانات وتكاملها من نفس الدرجة (السحباني، ٢٠٠٧)، فإذا كانت سلسلة الفروق الأولى من سلسلة المتغير العشوائي مستقرة، فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من المرتبة الأولى (Integrated of Order 1) أي (1)I.

أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية (الفروق الأولى للفروق الأولى) فإن السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي (2)I وهكذا، إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر، وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة، أي $I(0)$ ، بشكل عام فإن السلسلة (X_t) تكون متكاملة من الدرجة (d) إذا كانت ساكنة عند مستوى الفروق (d)، لذا فإنها تحتوي على عدد (d) جذر وحدة (Seddighi et al., 2000).

وقد وضحت عدد من الدراسات منها دراسة Nelson and Polsser (1982) أن أغلب السلاسل الزمنية تحتوي جذر الوحدة، وكذلك بينت الدراسات التي قامت بها Stock and Watson (1989) أن مستويات تلك السلاسل الزمنية غير مستقرة. وهذا معناه أن متوسط وتباين المتغير غير مستقرين عن الزمن بوجود جذور الوحدة في أي سلسلة زمنية، والتي من شأنه أن يؤدي إلى وجود ارتباط زائف ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي (العبدلي، ٢٠٠٥). ويوجد هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها للتأكد من وجود أو عدم وجود جذر الوحدة، أي لتحديد مدى استقرار السلسلة الزمنية منها طريقة Phillips (PP) (Perron 1988) واختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller) (ADF) وقد يختلف (PP) عن (ADF) بكونه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في سلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير العلمي (Nonparametric Correction) ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفر واتجاه خطي للزمن. ويستخدم لاختبار استقرار المتغيرات المستعملة عبر الزمن التقليدية على بيانات غير مستقرة إحصائياً سيؤدي إلى إظهار نتائج غير دقيقة أو زائفة، لذلك ستقوم الدراسة الحالية بتطبيق اختبارات جذر الوحدة مثل اختبار ديكي فولر (Dickey-Fuller) وفيليبس بيرون (Phillips Peron)، للتأكد فيما إذا كانت هذه البيانات للمتغيرات المدروسة مستقرة أم غير مستقرة.

وعند التثبت من وجود جذر الوحدة (Unit Root) في السلاسل الزمنية فيمكن الكشف عن ما إذا كان لديها اتجاه (Trend) أم لا، والمتوفرة ضمن أشكال اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller)، مع تحديد عدد سنوات الإبطاء لمعرفة هل يحتوي اتجاه أم لا، بحيث يتم إدخاله في حالات إجراء عمليات الانحدار المختلفة، لأن وجود اتجاه في البيانات للمتغيرات الداخلة في نموذج اقتصادي سيؤدي إلى ظهور أثر ذلك الاتجاه في معاملات المتغيرات الأخرى، وإذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى نأخذ الفرق الأول وبعاد اختبار الاستقرار مرة أخرى، فإذا لم تكن مستقرة نأخذ الفرق الثاني وهكذا، إلى أن تصبح السلسلة الزمنية الواحدة تتصف بالاستقرار، وعادة لا يتحقق استقرار السلاسل الزمنية إلا بفترات إبطاء أعلى من الدرجة الأولى، لذلك فإن اختبار ديكي فولر لفترة الإبطاء الأولى قد لا تكون مناسباً لإظهار استقرار السلاسل الزمنية، لذلك ستستخدم هذه الدراسة أحد أشكال الاختبار الذي يوفر فترة إبطاء أعلى مثل (Augmented Dickey-Fuller) و (Phillips & Perron).

اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

غالباً ما تتسم البيانات الاقتصادية بوجود تغيرات هيكلية تؤثر على درجة استقرار السلاسل الزمنية، لذا يعد تحديد درجة الاستقرار مهماً قبل اختبار العلاقات بين المتغيرات، حيث يتطلب ذلك عدم استقرار البيانات وتكاملها من نفس الدرجة (السحباني، ٢٠٠٧)، فإذا كانت سلسلة الفروق الأولى من سلسلة المتغير العشوائي مستقرة، فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من المرتبة الأولى (Integrated of Order 1) أي (١).

أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية (الفروق الأولى للفروق الأولى) فإن السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي (2) وهكذا، إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر، وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة، أي $I(0)$ ، بشكل عام فإن السلسلة (X_t) تكون متكاملة من الدرجة (d) إذا كانت ساكنة عند مستوى الفروق (d)، لذا فإنها تحتوي على عدد (d) جذر وحدة (Seddighi et al., 2000).

وقد وضحت عدد من الدراسات منها دراسة Nelson and Polsser (1982) أن أغلب السلاسل الزمنية تحتوي جذر الوحدة، وكذلك بينت الدراسات التي قامت بها Stock and Watson (1989) أن مستويات تلك السلاسل الزمنية غير مستقرة. وهذا معناه أن متوسط وتباين المتغير غير مستقرين عن الزمن بوجود جذور الوحدة في أي سلسلة زمنية، والتي من شأنه أن يؤدي إلى وجود ارتباط زائف ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي (العبدلي، ٢٠٠٥). ويوجد هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها للتأكد من وجود أو عدم وجود جذر الوحدة، أي لتحديد مدى استقرار السلسلة الزمنية منها طريقة Phillips (PP) (Perron, 1988) واختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller) (ADF) وقد يختلف (PP) عن (ADF) بكونه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في سلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير العلمي (Nonparametric Correction) ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفر واتجاه خطي للزمن. ويستخدم لاختبار استقرار المتغيرات المستعملة عبر الزمن (Gujarati & Porter, 2009)، والاختبارات التقليدية، لاستقرار السلاسل الزمنية على غرار اختبار ديكي فولر وفيليبس بيرون تختبر فرضية وجود جذر الوحدة (وبالتالي عدم استقرار السلسلة الزمنية) كفرضية عدمية.

طرق علاج عدم الاستقرار في بيانات السلسلة الزمنية:

ولتجنب الآثار التي تنعكس على عدم استقرار وسكون السلسلة الزمنية يجب معالجة استقرارها عن طريق إحدى المعالجات المعروفة مثل طريقة الفروق وطريقة التحويل اللوغريتمي وغيرها.

ومن أهم طرق تحقيق استقرار السلسلة الزمنية هي طريقة الفروق وتقوم هذه الطريقة على مبدأ طرح القيم بعضها من البعض الآخر وغالباً نتيجة هذه العملية الحصول على بيانات قيمتها اصغر من البيانات الأصلية وهذا يعنى تقليل التبادل، وهذه الطريقة تكون صالحة لمجموعة من البيانات على خلاف الطرق الأخرى التي تضع قيوداً على البيانات فمثل التحويل اللوغريتمي استخدامه يشترط عدم وجود قيم سالبة في البيانات، عموماً طريقة الفروق من أكثر الطرق استخداماً في البيانات بشكل عام وفي بيانات السلاسل الزمنية بشكل خاص (فندل، ٢٠٠٥).

تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):

يعتبر نموذج تحليل الانحدار المتعدد من أكثر أدوات التحليل الإحصائي استخداماً، ويهتم نموذج الانحدار المتعدد بتقدير الأثر بين متغير كمي، وهو المتغير التابع، وعدة متغيرات كمية أخرى، وهي المتغيرات المستقلة. وينتج عن هذا النموذج معادلة إحصائية خطية يمكن استخدامها لتفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة أو تقدير قيمة المتغير التابع عند معرفة قيمة المتغيرات المستقلة.

ويهتم تحليل الانحدار الخطي المتعدد بدراسة وتحليل أثر عدة متغيرات مستقلة على متغير تابع. وعند استخدام أكثر من متغير مستقل لتفسير التباين في المتغير التابع فنحن نحاول زيادة درجة التفسير، ولذلك كلما كانت المتغيرات المستقلة المستخدمة في قياس الانحدار المتعدد ذات ارتباط قوي مع المتغير التابع، كلما زادت درجة التفسير، والعكس صحيح. لذا عند اختيار المتغيرات المستقلة يجب أن تتوفر لدينا درجة كافية من المعرفة مما يوحي بوجود ذلك الارتباط، كما يجب ملاحظة أن كل متغير مستقل وإن كان ضمن مجموعة المتغيرات إلا أنه يعمل بصورة غير تامة، بمعنى أن لا يقدم التفسير بشكل دقيق لوجود عوامل كثيرة يمكن أن تلعب دور في ذلك منها علاقة متغير مستقل بآخر، وارتباط ذلك بدرجة التفسير، لذا في حالة وجود تلك العلاقة فإن ما يفسره ذلك المتغير يحدث نتيجة لكونه متغير مستخدم في المعادلة بالإضافة لوجود عامل آخر ساهم في ذلك التفسير، ويتمثل في علاقة ذلك المتغير مع متغير مستقل أو أكثر من متغير.

نماذج الدراسة :

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 R_F + \beta_2 R_P + \beta_3 \delta_P + \epsilon \dots \dots \dots (1)$$

$$ROI = \beta_0 + \beta_1 R_F + \beta_2 R_P + \beta_3 \delta_P + \epsilon \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

ROE: العائد على حقوق الملكية

ROI: العائد على الاستثمار

R_F: العائد الخالي من المخاطر

R_P: عائد المحفظة

δ_P: مخاطر المحفظة الاستثمارية

ε: الخطأ العشوائي

الفصل الرابع : تحليل البيانات واختبار الفرضيات

يتضمن هذا الفصل عرضاً لتحليل البيانات الخاصة باثر كفاءة ادارته المحفظها الاستثمارية على ربحه البنوك الاسلامية، واختبار الفرضيات الخاصة بها

اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

ومن أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام كل من اختبار ديكي فولر وفيليبسبيرون وذلك للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية حيث أن عدم استقرارية السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج انحدار مزيفة غير حقيقية، وبالتالي تم إجراء الاختبارين لمتغيرات الدراسة عند المستوى وتبين من خلال النتائج في الجدول (٢) إن بعض المتغيرات مستقرة وبعضها غير مستقرة عند المستوى، وبالتالي لابد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات ومن ثم إعادة الاختبار، وبعد اخذ الفرق الأول تبين من خلال الاختبارين (ديكي فولر وفيليبسبيرون) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت اقل من ٥% لكلا الاختبارين ، وبالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة اي أن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة أصبحت مستقرة وهذا يشير إلى أن تأثير كافة الصدمات المؤقتة سوف يتلاشى مع الزمن في المدى الطويل خاصة أن اختبار فيلبس بيرون يأخذ بعين الاعتبار الأخطاء العشوائية واشمل من اختبار (ديكي فولر) وبالتالي البيانات أصبحت جاهزة للتحليل.

جدول رقم (٢)

اختبار فيليبس بيرون (PP) واختبار ديكي فولر المطور (ADF)

المتغير	ADF	PP	النتيجة
r _f	المستوى	0.001	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.000	مستقرة
r _p	المستوى	0.0031	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.000	مستقرة
Sharp	المستوى	0.7681	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.0302	مستقرة
Roe	المستوى	0.4665	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.0286	مستقرة
roi	المستوى	0.9131	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.0019	مستقرة
Δp	المستوى	0.8008	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.0255	مستقرة

*المصدر: من إعداد الباحثة - مخرجات برمجية E-Views

وللتأكد ما إذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو لا قامت الباحثة باختبار درجة تكامل البواقي ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول (٣)

نتائج اختبار سكون البواقي

المستوى			المتغيرات
PP	ADF	التباطؤ	
***.0.0000	***.0.0000	3	Z=resid

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول (٣) تبين أن البواقي تتسم بالسكون.

نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):

قبل إجراء الانحدار لا بد من إجراء الاختبارات القبلية من أجل الحصول على نتائج حقيقة وليس نتائج مزيفة مثل اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات، بحيث إذا كانت البيانات غير موزعة طبيعياً فإن نتائج التحليل تكون غير دقيقة ولا يمكن الاعتماد عليها، إضافة إلى اختبار الارتباط الذاتي واختبار تجانس التباين.

-اختبار التوزيع الطبيعي:

تم استخدام اختبار (Jarque-Bera test) لاختبار مدى أتباع البيانات للتوزيع الطبيعي حيث تتبع البيانات التوزيع الطبيعي عندما تكون القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (٥%) ويوضح الجدول (٤) نتائج الاختبار:

جدول رقم (٤) نتيجة اختبار (Jarque-Bera) حول أتباع بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي

Variable	Jarque-Bera	Probability	النتيجة
ROE	2.313115	0.414567	طبيعي
ROI	3.045675	0.418126	طبيعي

إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج EViews

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة مستوى الدلالة لكل المتغيرات المدروسة أكبر من القيمة ٠.٠٥، أي أنه عند مستوى الثقة ٩٥% لا توجد فروق دالة إحصائية في توزيع قيم المتغيرات التابعة عن التوزيع الطبيعي، وبالتالي تقبل فرضية العدم والتي تقول أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي وترفض الفرضية البديلة التي تقول أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

اختبار الارتباط الذاتي :

تم استخدام اختبار Breusch-Godfrey للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء ويتضح من النتائج في جدول (٥) ومن خلال قيمة الاحتمالية والتي كانت أكبر من ٥% عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء حيث يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء .

جدول (٥) نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
0.0556	Prob. F(2,14)	3.326198	F-statistic
0.0638	Prob. Chi-Square(2)	6.254875	Obs*R-squared
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID			
Method: Least Squares			
Date: 4/13/18 Time: 20:15			

اختبار تجانس التباين للأخطاء :

تم استخدام اختبار Breusch-Pagan-Godfrey ، حيث يتبين من النتائج في الجدول رقم (٦) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت أكبر من ٥% إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على تجانس التباين

للأخطاء. جدول (٦) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
0.1578	Prob. F(2,14)	2.003018	F-statistic
0.1454	Prob. Chi-Square(2)	3.856802	Obs*R-squared
0.3280	Prob. Chi-Square(2)	2.229325	Scaled explained SS
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID^2			
Method: Least Squares			
Date: 4/13/18 Time: 20:15			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

اختبار الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة :

تم حساب معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة حيث يتبين من النتائج في الجدول رقم (٧) عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة وبالتالي أصبحت البيانات جاهزة للتحليل.

جدول (٧)

نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة

متغيرات	مؤشر Sh arp	(RF)	(RP)	(δp)	(ROI)	(ROE)
مؤشر Sharp	1					
(RF)	-0.531	1				
(RP)	0.738	-0.493	1			
(δp)	-0.062	0.231	0.135	1		
(ROI)	-0.092	-0.195	-0.083	-0.530	1	
(ROE)	-0.054	-0.253	-0.083	-0.412	0.987	1

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.

فرضيات الدراسة :

النموذج الأول :

الفرضية الرئيسية الأولى : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لكفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر SHARP على ربحه البنوك الإسلامية في الأردن مقاسا بالعائد على حقوق الملكية .

النموذج الثاني: الفرضية الرئيسية الثانية : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لكفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية ممثلة بمؤشر SHARP على ربحه البنوك الإسلامية في الأردن مقاسا بالعائد على الاستثمار .

ويتفرع من الفرضية الرئيسية التالية :

H₀₁ : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للعائد الخالي من المخاطر (Rf) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية في الأردن .

H₀₂ : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية (RP) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية في الأردن .

H₀₃ : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية عند المستوى ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية (δp) على العائد على حقوق الملكية (ROE) في البنوك الإسلامية في الأردن.

نتائج الانحدار المتعدد النموذج الأول :

بين الجدول رقم (٨) نتائج الانحدار المتعدد المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية).

- ومن خلال قيمة $R^2=0.24$ يتبين إن 0.24 من التغيرات في العائد على حقوق الملكية تعود إلى لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على حقوق الملكية وقبول الفرضية البديلة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على حقوق الملكية .
- عدم وجود أثر للعائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للعائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) العائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية.
- عدم وجود أثر عائد المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية .
- وجود أثر سلبي ومعنوي مخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية ، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية .

جدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المتغير	قيمة β	مستوى المعنوية
العائد الخالي من المخاطر R_f	-0.253	0.21
عائد المحفظة R_p	-0.127	0.54
مخاطر المحفظة δp	-0.312	0.02
R^2 معامل التحديد	0.24	
قيمة F	3.89	
مستوى الدلالة	0.04	

المصدر: من إعداد الباحثة - مخرجات برمجية E-Views.

نتائج الانحدار المتعدد النموذج الثاني:

بين الجدول رقم (٩) نتائج الانحدار المتعدد المتغير التابع (العائد على الاستثمار)

- ومن خلال قيمة $R^2=0.29$ يتبين إن 0.29 من التغيرات في العائد على الاستثمار تعود إلى لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على الاستثمار وقبول الفرضية البديلة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على الاستثمار .
- عدم وجود أثر للعائد الخالي من المخاطر على العائد على الاستثمار وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للعائد الخالي من المخاطر على العائد على الاستثمار ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للعائد الخالي من المخاطر على العائد على الاستثمار .
- عدم وجود أثر عائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار .
- وجود أثر سلبي ومعنوي مخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار ، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار .

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد

المتغير	قيمة β	مستوى المعنوية
العائد الخالي من المخاطر R_f	-0.143	0.54
عائد المحفظة R_p	-0.094	0.72
مخاطر المحفظة δp	-0.562	0.003
R^2 معامل التحديد	0.29	
قيمة F	5.72	
مستوى الدلالة	0.012	

المصدر: من إعداد الباحثة - مخرجات برمجية E-Views.

الفصل الخامس : النتائج والتوصيات

يتضمن هذا الفصل عرضاً لنتائج أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية، والتوصيات وكما يأتي:

النتائج:

تبين من خلال النتائج ما يلي :

إن معظم المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، حيث إن قيمة المعنوية لكلا الاختبارين أكبر من 5% ، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة (عدم استقرار السلسلة الزمنية) ، وبالتالي لا بد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات ومن ثم إعادة الاختبار، وبعد اخذ الفرق الأول تبين من خلال الاختبارين (ديكي فولر وفيليبس بيرون) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت اقل من 5% لكلا الاختبارين ، وبالتالي السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة أصبحت مستقرة.

من خلال قيمة $R^2=0.24$ يتبين إن 0.24 من التغيرات في العائد على حقوق الملكية تعود إلى لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على حقوق الملكية وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على حقوق الملكية .

عدم وجود أثر للعائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ للعائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ للعائد الخالي من المخاطر على العائد على حقوق الملكية .

عدم وجود أثر عائد المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية .

وجود أثر سلبي ومعنوي مخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية ، وقبول الفرضية الفرعية الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على حقوق الملكية .

النموذج الثاني :

من خلال قيمة $R^2=0.29$ يتبين إن 0.29 من التغيرات في العائد على الاستثمار تعود إلى لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على الاستثمار وقبول الفرضية البديلة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعناصر SHARPE (العائد الخالي من المخاطر (RF) وعائد المحفظة الاستثمارية (RP) و مخاطر المحفظة الاستثمارية (δp)) على العائد على الاستثمار.

عدم وجود أثر للعائد الخالي من المخاطر على العائد على الاستثمار وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ للعائد الخالي من المخاطر على العائد على الاستثمار ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ للعائد الخالي من المخاطر على العائد على الاستثمار.

عدم وجود أثر عائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لعائد المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار.

وجود أثر سلبي ومعنوي مخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ لمخاطر المحفظة الاستثمارية على العائد على الاستثمار.

التوصيات

في ضوء النتائج السابقة توصي الباحثة بما يأتي:

أن تتبنى البنوك الإسلامية سياسة متزنة في إدارة محافظها الاستثمارية للتمكن من الحفاظ على مؤشرات العائد.

أن تتبنى البنوك الإسلامية أسلوب التنويع للتقليل من حجم المخاطرة التي تتعرض لها.

أن تتابع البنوك الإسلامية المؤثرات الداخلية والخارجية والتغيرات المالية والاقتصادية للحفاظ على المحفظة الاستثمارية

قائمة المراجع

المراجع العربية :

- إرشيد، محمود،(٢٠٠٧).الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية ، دار النفائس، عمان، الأردن.
- برادعي، آلاء مصطفى (٢٠١٣). تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حالياً في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحافظة . (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة دمشق، سوريا.
- حسن ، ياسر إسماعيل ، "تنشيط سوق المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية : دراسة تطبيقية" رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، ١٩٩٩ .
- حماد، طارق عبد العال. (٢٠٠٥). حوكمة الشركات - المفاهيم والمبادئ والتجارب - تطبيقات الحوكمة في المصارف الدار الجامعية.
- الحمدوني، إلياس خضير (٢٠١١). (تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي))، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، ٤. (٧) . ٣١٠ - ٣٣٤.
- الحناوي، محمد صالح. (٢٠٠٦). تحليل وتقييم الأسهم والسندات. الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- الحنيطي، هناء،(٢٠١٥). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، (دراسة حالة)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، جامعة العلوم الإسلامية، المجلد(٤٢)، العدد(٢)، ص، ص ٥٥٣-٥٦٥، عمان، الأردن.
- خرباش، منية (٢٠١٢). أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية- دراسة حالة على بورصتي عمان وسعودية لفترة ٢٠١٠-٢٠١٠ . (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة-.
- خلف فليح حسين (٢٠٠٦).البنوك الإسلامية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن.
- خلف، فليح حسين(٢٠٠٨) المالية العامة، الطبعة الأولى، عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن.
- خير الدين، معطى الله، رفيق شرياق،(٢٠١٢م).الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة مالقة، الجزائر.
- درغال، رشيد،(٢٠٠٧).دور المصارف في تعبئة الموارد المالية للتنمية دراسة مقارنة بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي جامعة الحاج لخضر الجزائر.
- الرفيق، محمد يحيى،(٢٠١٠). أثر التمويل المصرفي الإسلامي على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والتنمية في الجمهورية اليمنية " دراسة تحليلية قياسية "، بحث منشور، مجلة جامعة صنعاء، اليمن.

زيتون، منذر، (٢٠١٠). تقييم جودة أداء وسائل الاستثمار (المرابحة، المضاربة، المشاركة، الإيجارة المنتهية بالتملك) في البنوك الإسلامية الأردنية/دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن.

سمحان، حسين ومبارك، موسى، (٢٠٠٩). محاسبة المصارف الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

سمحان، حسين، (٢٠١٣م). أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن. الشاورة، فيصل، (٢٠٠٨). "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن.

الشيخ، فهمي مصطفى (٢٠٠٨). التحليل المالي، ط ١، رام الله: فلسطين.

طايل، السيد، (٢٠٠٦). القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر.

ظاهر، أحمد وسعادة، يوسف، (٢٠٠٠). محاسبة المنشآت المالية، مركز طارق للخدمات الجامعية، عمان، الأردن.

عبادة، ابراهيم، (٢٠٠٧). مؤشرات الاداء في البنوك الإسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.

عبد الحافظ، السيد البدوي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار المفتوحة في ظل الاتجاه السعودي والهبطي للسوق"، ملحق مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، ١٩٩٩.

العجلوني، محمد محمود، (٢٠٠٨). المصارف الإسلامية: أحكامها وتطبيقاتها، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

العجلوني، محمد محمود، (٢٠١٣م). البنوك الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

عرار، حسان محمود، (١٤٣٢ هـ). الاستثمار وضوابطه في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية.

عريقات، حربي وعقل سعيد، (٢٠١٠). إدارة المصارف الإسلامية مدخل حديث، دار وائل للنشر والتوزيع عمان الأردن.

العزيمي، محمد رامز، (٢٠٠٨). مشروع بناء بنك إسلامي لا يقوم على الحيل الربوية والمخالفات الشرعية، دون ناشر.

عفيفي، احمد مصطفى، (٢٠٠٣). استثمار المال في الإسلام، مكتبة وهبة، القاهرة، مصر.

العيادي، أحمد، (٢٠٠٦)، الخدمات المصرفية الإسلامية، (د . ن) عمان، الأردن.

محمد، عبد الحليم، (٢٠٠٤). أساليب التمويل الإسلامية للمشروعات الصغيرة، مركز صالح كامل، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر.

مطر ، محمد؛ تيم، فايز، (٢٠٠٥). " إدارة المحافظ الإستثمارية "، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن ،

مقداد، محمد إبراهيم وحلس، سالم عبدالله، (٢٠٠٥). دور البنوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية في فلسطين بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية ١٠ مايو ٢٠٠٥ م - في الفترة من- ١٠٨ مايو.

المومني، غازي فلاح، (٢٠٠٩). ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. عمان : دار المناهج للنشر والتوزيع.

نعمة، نغم حسين، نجم، رغد محمد، (٢٠١٠).المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي الواقع والتحديات، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد الثاني، المجلد ١٢.

النواجحة، فؤاد عبد الحميد. (٢٠١٤). قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تحليلية مقارنة. رسالة ماجستير منشورة، الجماعة الإسلامية، غزة.

يوسف، دانة بسام محمد، (٢٠٠٨). "تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي"، درجة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن.

Al-Khazali.O.M, and pyun, C.S,(2004), Stock prices and inflation : New Evidence from the pacific – basin countries, Review of Quantitative Finance and Accounting, No (2), Boston.

AlMoad, Mahmoud, (2005), factors affecting the stock prices at the amman stock exchange application for securities, unpublished master thesis, university of sudan for science and technology, faculty of graduate studies.

Black, Fischer, Michael C. Jensen, Myron Scholes, 1972, The capital asset pricing model: Some empirical tests, in Studies in the Theory of Capital Markets. Jensen MC, ed. New York: Praeger. 79-121.

Brigham, Eugene F, Eehardt, Michael c, (2005)," Financial Management Theory and Practice ", Lachina publishing services, The United States of America.

Chakraborty, K(2014), "Linkage between Efficiency of Assets anagement and Profitability during the Post- Liberalization Era: A Study on Select Companies of Indian Public Sector ", The Journal of Institute of public Enterprise, Vol 37,No,3&4.

Chatterjee, Sayan ; Lubatkin, Michael H., 1999; Schuize, William, Toward a strategic theory of risk premium ; moving beyond CAPM (capital asset pricing model) Academy of Management Review, July.

Conway L.Lackman, 1996, Exchange Risk: Acapital Asset Pricing Model Framework· Journal Of Financial And Strategic Decisions, Volume 9 Number 1, Spring .

Culp, C.L, 2001, The risk management process: Business Strategy and Tactics, (N.Y: John Witey & Sons,Inc) ,pp.26-29.

Eugene F. Fama and Kenneth R. French. 2013. A Five-Factor Asset Pricing Model. First draft.

Fairfield, Patricia M., Scott Whisenant, and Terry Lombardi Yohn, 2003, Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing, The Accounting Review 78, 353–371.

Fama EF and French, 1992, The cross- section of expected stock returns Journal of Finance: 47.

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French.The Cross Section of Expected Stock Returns.The Journal of Finance, June2009.

Fernandez, Pablo, (2006)," valuing companies by cash flow discounting ten methods and nine theories ", university of Navarra, warking paper wp· no 451.

Fulop, Andras; Li, Junye; Yu, Jun. (2015).Self-Exciting Jumps, Learning, and Asset Pricing Implications.Review of Financial Studies. Mar2015, Vol. 28 Issue 3, p876-912. 37p.

Graham, E. and B. Coyle,2000, Corporate Credit Analysis: Credit Risk Management, Published by Lessons Professional Publishing.

H.Afiriyie,D.O.Akotey (2013) : "credit risk management and profitability of rural banks in the brong Ahafo region of Ghana " ,European journal of business and management ,vol 5,No24,(2013). Jordan pp. (46-52.)

Hassanein, Ahmed said QUTB, (2003), The information content of accounting information: a vision to support the proposed interpretative ability in the stock market, the scientific journal of the trade and finance, faculty of commerce, tanta university, no (2)

John Graham, Cambell R. Harvey, 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics: 60.

KeweiHou, Chen Xue,Lu Zhang, 2014. A Comparison of New Factor Models.The Ohio State University and CAFR.

Kumar, V.(2015). Evolution of Marketing as a Discipline: What Has Happened and What to Look Out For, Journal of Marketing Vol. 79 (January 2015), 1 -9

Martín C. Lozano B. 2006. Estimating and evaluating the Fama-French &Carhart models. Universidad de Castilla La Mancha Universidad Complutense de Madrid Universidad del País Vasco Universidad de Valencia

Martin Lally, Tony van Zijl, 2003, Capital gain tax and the capital asset pricing model, Accounting and Finance 43.

Matallin, J., and Nieto, L., " Mutual Funds as an Alternative to Direct Stock Investment: A Co integration Approach", The Journal of Applied Financial Economics, pp. 2002.

Nick Durack, Robert B.Durand, Ross A. Maller, 2004, Abest choice among asset capital models? The conditional Capital Asset Pricing Model in Australia,Accounting and Finance 44.

Ota, kogi (2002) "ATest of The Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan" ,The International Journal of Accounting 37, p 157-182.

Paul A. Pavlou (2014), "Marketing in Computer Mediated Environments: Research Synthesis and New Directions', Journal of Marketing, 78 (January), 20-40

Prior, Diego, JosepRialp, (2011)," The Empirical Application of The Ohlson Model to Determine The Price of Stocks in Latin American Financial Markets", Tecnologico de Monterrey, Available.

Ranchmat, , Doddy and Anggoro Budi Nugroho (2013), Portfolio determination and Markowitz efficient frontier in five Indonesian industrial sector . journal of business and management , vol2,no 1, P:116-131.

Sen, Kapil , dishafattaeat (2014), Sharp single index model and its application portfolio construction : an empirical study . Global journal of finance and management , ISSN 0975-6477, volume 6, pp.511-516.

Trujillo-Ponce A., 2013. What determines the profitability of banks? Evidence from Spain. Accounting and Finance, Vol.53, No. 2, pp. 561–586

Trujillo-Ponce A., 2013. What determines the profitability of banks? Evidence from Spain. Accounting and Finance, Vol.53, No. 2, pp. 561–586.