

**أثر تغيير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM)  
(دراسة تطبيقية)**

أ. إبراهيم محمد الزعلوك  
أستاذ مساعد مكلف بالروس  
قسم المحاسبة

الدكتور قاسم نايف علوان  
أستاذ إدارة الأعمال  
رئيس قسم إدارة الأعمال  
كلية الاقتصاد - جامعة التمحي  
سرت - ليبيا

ملخص:	Abstract:
يقدم هذا البحث دراسة تطبيقية في عينة من المشاريع الاستثمارية العاملة في ليبيا، والتي يهدف من خلالها إلى معرفة مدى تأثير تغيير العائد المتوقع على العائد المطلوب من الاستثمار في ظل استخدام نموذج (CAPM).	This study focuses on investment enterprise in Libya. The Aim Of Work is to Explore The effect of The actual return on the required return the study utilizes (CAP)Model.

مقدمة

يتوقف القرار الاستثماري السليم على عملية تقييم المشاريع الاستثمارية على عنصرين مهمين هما العائد والمخاطر، وهذا ما يهتم به نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث أنه قدم مقياساً للمخاطر المنتظمة المحيطة بالأصول، كما يزود المستثمر بالحد الأدنى من العائد الذي ينبغي أن يحققه الاقتراح الاستثماري حتى يعوضه عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها بتوزيع الاستثمار. ومن هنا ظهرت فكرة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للجمع بين المخاطر المنتظمة ومعدل العائد المطلوب، فموجب هذا أصبح من الضروري احتساب العائد والمخاطر لكل شركة لكي يتم تقييمها وأفضل من استخدم هذين العاملين هو نموذج (CAPM) والذي يتكون من ثلاث معالم رئيسية هي معدل عائد السوق ( $R_M$ ) ومعامل بيتا للشركة  $\beta$  بالإضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطر ( $R_F$ )، ويتم في ضوء المعالم الثلاث احتساب معدل العائد المطلوب على الشركة، وبالتالي فإن أي تغيير في معالم النموذج سيتبعه تغيير في معدل العائد المطلوب .

ومن هنا برزت الخلفية العلمية للموضوع حيث أن معدل العائد المتوقع يمثل عائد السوق في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ولأهمية هذا المعدل فقد وجد من المناسب دراسة اثر هذا التغيير في معدل العائد المطلوب. ووصولاً إلى الأهداف التي سعى الباحثان إلى تحقيقها فقد تم تقسيم البحث إلى ما يأتي:

1 - الدراسات السابقة ومنهجية البحث

يتضمن هذا الجزء من البحث على الآتي :

### 1-1: الدراسات السابقة:

نظراً لأهمية الدراسات السابقة في تعزيز النواحي النظرية والتطبيقية لهذا البحث وجد من الضروري الرجوع إلى العديد من الدراسات التطبيقية ذات الصلة بموضوع البحث، والتي لها علاقة مباشرة والتي يمكن تناول أهمها بالآتي:

أ- دراسة وونك وتان (Wong and Tan 1991)<sup>1</sup>: استهدفت إلى تقييم عائد ومخاطر الأوراق المالية في سوق سنغافورة ولتحقيق ذلك استخدمنا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وذلك باستخدام المعلومات والبيانات المنشورة عن أسهم الشركات المسجلة بالسوق . وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها : أن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كان ضعيفاً، ولا يوجد علاقة قوية بين المخاطر الكلية والمخاطر غير النظامية وعائد الأسهم في السوق .

ب-دراسة إبراهيم (1994)<sup>2</sup> : وقد تناولت هذه الدراسة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بين النظرية والتطبيق. وقد تم تطبيق هذه الدراسة على أسواق الأسهم المصرية . وقد خلصت الدراسة إلى توافق النتائج النظرية الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية مع البيانات الفعلية المأخوذة من واقع سوق الأسهم المصرية ، مما يعني أن السوق يقوم بتعويض المستثمر عن المخاطر المنتظمة دون الاهتمام بالمخاطر الخاصة التي يمكن للمستثمر تلافيها عن طريق التنويع. كما أيدت نتائج الدراسة أن العلاقة بين متوسط معدل العائد على السهم ليست فقط علاقة خطية بل أيضاً موجبه كما يقترح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

ج- دراسة غرابيه (1997)<sup>3</sup> : استهدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى انطباق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على سوق عمان المالي. ولتحقيق ذلك قام الباحث بأخذ عينة مكونة من ( 50 ) شركة مسجلة في سوق عمان. وقد أظهرت النتائج عدم انطباق نموذج (CAPM) في سوق عمان للأوراق المالية، ويرجع ذلك إلى ذلك بجملة من الأسباب أهمها: أن قيم بيتا لمؤشر السوق كانت اقل من الواحد الصحيح، وكذلك كان العائد الخالي من المخاطر أعلى من العائد على الاستثمار إضافة إلى أن سوق عمان المالي غير كفوء.

د- دراسة حنا(2000)<sup>4</sup> : تناولت هذه الدراسة إلى توضيح اثر التغير في معدل العائد الخالي من المخاطر على معدل العائد المطلوب بإطار نموذج CAPM ولغرض تحقيق هذا الهدف قام الباحث باختيار عينة من الشركات المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية . وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها :أن معدل العائد الخالي من المخاطر وحدة لا يكفي للمفاضلة بين الاستثمارات المالية والأساس الأفضل هو الذي يتم في ضوء المخاطر والعائد، وان هناك تناسباً بين معدل العائد المتوقع والمخاطر النظامية للاستثمار، فالاستثمارات المرتفعة المخاطر هي التي حققت عائداً مرتفعاً والذي يرافقه ارتفاع في معدل العائد المطلوب .

هـ- دراسة منسي (2001) <sup>5</sup> : استهدفت إلى تقييم التسعير السوقي ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصرية . ولتحقيق ذلك حاول الباحث تقييم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بشكله الأساسي مع محاولة تطوير أسلوب للتسعير يعتمد على خصم التوزيعات النقدية المتوقعة للسهم . وتوصلت الدراسة إلى عدم كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية من خلال عدم معنوية علاقة الارتباط بين عائد غالبية شركات الدراسة ومتوسط عائد السوق، وكذلك عدم معنوية معامل بيتا لعائد الورقة المالية مع السوق المالي كما انعكس عدم معنوية وجود علاقة معنوية موجبة بين العائد النقدي الموزع والسعر السوقي للأسهم في غالبية شركات الدراسة .

## 2-1: منهجية البحث

### 1-2-1: مشكلة البحث:

تتعلق مشكلة البحث بتأثير التغيير الحاصل في معدل العائد المتوقع على العائد المطلوب من الاستثمارات الرأسمالية القائمة. ومن هنا يمكن صياغة مشكلة البحث في السؤالين التاليين :

- أ- هل يؤثر تغيير العائد المتوقع على تغيير العائد المطلوب في نفس الاتجاه بالنسبة للشركات عينة الدراسة ؟
- ب- هل تتغير المخاطر المنتظمة في نفس اتجاه التغيير في معدل العائد المطلوب بالنسبة للشركات عينة الدراسة ؟

### 1-2-2: أهمية البحث

يمكن تحديد أهمية البحث بالاتي :

- أ- يكتسب البحث أهميته من خلال أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) واستخدامه في عملية تقييم المشاريع الرأسمالية لما تنطوي عليها عملية التقييم من مخاطر استثماريه كبيره تؤثر في اتخاذ قرارات الاستثمار.
- ب- يعتبر استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في تقييم المشاريع الرأسمالية ذات المخاطر المتباينة من الموضوعات الحديثة على حد علم الباحثان وعلى الأقل في بيئة المشاريع الاستثمارية في الجماهيرية، مما يكسبها أهمية كبيره في أثراء المكتبة العلمية للجامعات الوطنية بشكل خاص والمكتبة العلمية للجامعات العربية بشكل عام.
- ت- ج-فتح آفاق جديدة للباحثين والمهتمين بموضوع تقييم المشاريع الاستثمارية على إيجاد نماذج وأساليب حديثه للتقييم يمكن تطويعها بما يتلاءم مع بيئة مشاريعنا في الجماهيرية وما تتعرض له من مخاطر تؤثر على تحديد العائد المطلوب تحقيقه من هذه المشاريع .

### 1-2-3: فرضيه البحث:

لغرض الإحاطة بمشكلة البحث الموضحة سابقاً فقد تم اعتماد فرضيتين وهما :  
أ- يترتب على تغيير معدل العائد المتوقع تغيير ملحوظ في معدل العائد المطلوب من الاستثمارات لعينة البحث .

ب- هناك علاقة طردية بين التغيير في معدل العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة للشركات عينة البحث.

#### 4-2-1: أهداف البحث:

يشكل موضوع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مشكلة بالمعرفة المالية، وإن هذه المشكلة يتوقع أن تكون لنتائجها شأن حيوي في هذا المجال ويهدف هذا البحث إلى تحقيق ما يلي :

أ- كشف الأثر الذي سيحدثه تغير حساب معدل العائد المتوقع على العائد المطلوب للشركات عينة البحث.

ب- تحليل العائد والمخاطر للشركات عينة البحث باستخدام نموذج (CAPM) .

#### 5-2-1: مجتمع وعينة البحث:

يعتبر مجتمع البحث عبارة عن جميع الشركات العامة في ( بنغازي، مصراتة، سرت ). وقد تم اختيار أثنى عشرة شركة بطريقة العينة العشوائية مقسمة بين ثلاثة قطاعات اقتصادية هي (الصناعة، الزراعة، الخدمات) بواقع أربع شركات لكل قطاع كما مبين في الجدول رقم (1).

#### 6-2-1: مصادر جمع البيانات :

اعتمد الباحثان في جمع البيانات التي يتكون منها البحث على المصادر الآتية:

أ- الجانب النظري ويشمل على :

الكتب والبحوث العلمية التي لها علاقة بموضوع البحث .

ب- الجانب العملي ويتضمن المصادر الآتية :

1- الميزانيات العمومية والحسابات الختامية للشركات عينة البحث لفترة الدراسة .

2- النشرات الاقتصادية لمصرف ليبيا المركزي لفترة الدراسة

#### 7-2-1: الأساليب الإحصائية المستخدمة في البحث :

لغرض قياس عوائد الاستثمار والمخاطر المتعلقة بالبحث تم استخدام الأساليب

الإحصائية التالية:

أ- معدل العائد الخالي من المخاطرة تم احتساب العائد الخالي من المخاطر (RF) بالاعتماد على معدلات الفائدة على ودائع التوفير، والتي حددها مصرف ليبيا المركزي للمصارف الخارجية والذي يساوي ( 5% ) والتي اتسمت ببياناتها بالثبات وعدم تغييرها طيلة فترة الدراسة ( 1999-2003)<sup>6</sup>

ب- معدل عائد السوق يتم احتسابه من حاصل قسمة مجموع العوائد المتحققة لعينة البحث على عددها، وفق الصيغة التالية :

$$R_M = \frac{\sum R_j}{N}$$

أما متوسط عائد السوق : فيتم احتسابه بحاصل قسمة مجموع عوائد السوق على مدة البحث وفق الصيغة التالية :

$$\bar{R}_M = \frac{\sum R_M}{n}$$

حيث أن :

$$R_M = \text{عائد السوق}$$

$$\sum R_j = \text{مجموع العائد المتوقع للشركات عينة البحث}$$

$$\bar{R}_M = \text{متوسط عائد السوق}$$

$$N = \text{عدد الشركات عينة البحث (12).}$$

$$n = \text{عدد سنوات البحث (5).}$$

ج- معامل بيتا هو المقياس الإحصائي للمخاطر المنتظمة في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويحسب بالصيغة التالية :

$$\beta = \frac{R_{im} \delta_i}{\delta_{RM}}$$

حيث أن :

$\beta$  : معامل بيتا

$(\delta_{RM})$  : الانحراف المعياري للسوق .

$R_{im}$  : معامل الارتباط بين عائد الشركة وعائد السوق .

$\delta_i$  : الانحراف المعياري للشركة <sup>7</sup>.

2 - الإطار النظري للبحث

1-2 العائد:

1-1-2 مفهوم العائد:

العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائماً إلى استثمار أمواله وذلك بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه <sup>8</sup> وعرف أيضاً بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة <sup>9</sup>.

2-1-2 تصنيف وقياس العوائد:

يمكن تصنيف عوائد الاستثمار إلى الآتي :

أ- العائد الفعلي ( العائد المتوقع ) :

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار. ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو مزيجاً منهما <sup>10</sup>. ويقصد بالعوائد الإيرادية مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم <sup>11</sup>. أما العوائد الرأسمالية فهي التي تنتج عن بيع الأصل للمستثمر <sup>12</sup>. وتحظى العوائد الرأسمالية اهتمام بعض المستثمرين لأنها توفر لهم مصادر دخل جاريه بخلاف الدخل الناتج من هذه الاستثمارات وأيضاً لا تخضع

للضرائب إلا في حالة تحققها حيث لا يدفع المستثمر الضرائب عن الاستثمار الذي ارتفعت قيمته السوقية إلا في حالة البيع<sup>13</sup>. ويمكن حسابه كما يلي<sup>14</sup>:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}} \times 100\%$$

ب-العائد المطلوب:

وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار<sup>15</sup>. فهو يمثل أدنى عائد يعرضه المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة وسوف يقبل المستثمر في الاستثمار بنوع من أنواع الاستثمارات المقترحة أمامه فإذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المتوقع من الأصل فإنه يرفضها ويبحث عن فرص استثمارية أخرى تحقق عائد أعلى من المطلوب<sup>16</sup>. ويمكن حسابه وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{المعدل الخالي من المخاطر} + \text{علاوة المخاطر}$$

ويمكن التعبير عنه بالرموز وفق الآتي :

$$ER = R_F + (R_M - R_F) B_i$$

حيث أن :

ER : العائد المطلوب من الاستثمار

R<sub>F</sub> : العائد الخالي من المخاطر

R<sub>M</sub> : عائد السوق

β : معامل بيتا

2-2: المخاطر:

2-2-2 : مفهوم المخاطر

يمكن تحديد معنى المخاطر بأنها حالات تظهر في الأحداث التي يمكن التنبؤ بها في المستقبل بدرجة معينة من الاحتمالات<sup>17</sup>. وتعني المخاطر في الاستثمار احتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما احتمال توقع خسائر رأسمالية وهي من المبادئ المعروفة في الاستثمار بحيث تكون مرافقة للعائد<sup>18</sup>.

2-2-3: تصنيف وقياس المخاطر.

تقسم المخاطر إلى نوعين هما:

أ- المخاطر غير المنتظمة:

هي عبارة عن المخاطر التي تؤثر على شركة معينة أو صناعة معينة أو تنفرد بها ورقة مالية معينة ولا تؤثر على نظام السوق ككل<sup>19</sup>. وتكون هذه المخاطر مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل وبالتالي فهي المخاطر التي يمكن التقليل

منها عن طريق تنويع الاستثمارات<sup>20</sup>. إن هذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق لذلك سميت بالمخاطر اللاسوقية. أي أن معامل ارتباطها بمحفظة السوق يساوي صفر. ولقد وجد من المناسب لهذا البحث الأخذ بالمخاطر المنتظمة كونها تندرج مع نموذج (CAPM)، لأنها احد معالم النموذج .

#### ب- المخاطر المنتظمة:

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق (Market Risk)،<sup>21</sup>. وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات على اختلاف أنواعها وأنشطتها<sup>22</sup>.

يتضح مما سبق بأن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون استثناء وبالتالي فهي مخاطر عامة شاملة على جميع الاستثمارات<sup>23</sup>. أما المقياس المناسب لهذه المخاطر فهو معامل بيتا ( $\beta$ ) وهو من أكفأ المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) فهو يقيس مدى تأثير عائد الشركة بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق والذي يمكن الحصول عليه من خلال سوق الأوراق المالية<sup>24</sup>. ويقصد بعائد السوق هو المتوسط الحسابي لعوائد جميع الشركات الموجودة في السوق فإن كان معامل بيتا الأصل الاستثماري يساوي (1) صحيح، فهذا يعني تغير عائد الشركة يكون مطابق مع التغيرات التي تطرأ على عائد السوق وفي هذه الحالة تتطابق مخاطر الشركة مع مخاطر السوق، أما إذا كان معامل بيتا الأصل أكثر من (1) فإن التغير في عائد الشركة أكبر من التغير في عائد السوق وتكون مخاطر الشركة أكبر من مخاطرة السوق، وإذا كان بيتا السهم أقل من (1) فعندها تكون مخاطرة الشركة أقل من مخاطرة السوق<sup>25</sup>. ويمكن قياس معامل بيتا عن طريق المعادلة الآتية :

$$\beta = \frac{R_{im} \delta_i}{\delta R_m}$$

### 3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: (CAPM) Capital Asset Pricing Model

#### 1-3: مفهوم نموذج (CAPM) وأهميته:

لقد خطت نظريات التمويل والاستثمار خطوات كبيرة خلال العقود الماضية، نحو كيفية التعامل مع المخاطر Risk عند اختيار الاستثمارات المناسبة. ففي خلال هذه الفترة الزمنية أجريت العديد من الدراسات (إبراهيم، 1994)، (غرايبة، 1997) (هويدي، 2000)، (حنا، 2000)، (مذسي، 2001) للتوصل إلى نماذج كمية تحدد المقياس الملائم لمخاطر أي أصل استثماري Capital Asset Pricing Model. وقد كان ماركويتز (Markowitz, 1952) أول من ناقش مفهوم المخاطر Risk وارتباطها بتقلبات العائد، واقترح كنتيجة لهذه العلاقة وسيلة لقياس المخاطر تمثلت بالانحراف المعياري. وبعدها نادى في عام 1959 بضرورة ربط المخاطر بالعائد بحيث يتم اختيار الاستثمارات ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي عوائدها .

وقد طورت فكرة ماركو تيز من قبل شارب ( Sharpe, 1964 , 1963 ) حيث أضاف افتراضه بإمكانية المستثمر الافتراض بمعدل عائد يساوي المعدل الخالي من المخاطر و هي الادونات الحكومية وشهادات الإيداع. وبعدها طورت الفكرة من قبل عدد من الباحثين (Lintner 1965)، ( Mossin , 1966 )، (Hamada ,1972)، حتى توصلوا بالنهاية إلى نموذج يعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ( Capital Asset Pricing Model (CAPM) والذي يمكن استخدامه ليس في سوق الأوراق المالية فقط، وإنما في تقييم جميع الأصول الاستثمارية على اختلاف أنواعها<sup>26، 27، 28</sup>. وأصبح يعرف هذا النموذج بأنه نظريه للموازنة بين العائد و المخاطر<sup>29</sup>. ولقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في آن واحد وبذلك أصبح تقييم الاستثمارات أكثر موضوعية باعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلاً من التقديرات الشخصية للمستثمرين<sup>30</sup>.

ونتيجة لارتباط العائد بالمخاطر برزت أهمية نموذج (CAPM) في تقييم الأصول الاستثمارية، وذلك من خلال مقياسه للمخاطر المنتظمة (مخاطر عامة) التي تتعرض لها الأصول الاستثمارية بشكل عام<sup>31</sup>. كما تبرز أهمية النموذج بالنسبة للمستثمر من خلال تحديد الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر<sup>32</sup>.

مما تقدم تتضح أهمية نموذج (CAPM) في قياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم استثمار معين حيث قدم مقياساً للمخاطر المنتظمة المحيطة بالأصول أو الأوراق المالية التي تتضمنها محفظه الاستثمار<sup>33</sup>.

### 2-3: معالم نموذج (CAPM):

تعتبر معالم النموذج عن المكونات الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية والتي تتمثل في ثلاثة عناصر رئيسية ( معدل العائد الخالي من المخاطر، عائد محفظة السوق، معامل بيتا ) والتي سيتم تناولها بشيء من التفصيل كما يأتي :

#### أ- معدل العائد الخالي من المخاطرة: (Risk Free Rate (R<sub>F</sub>)

إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطر وفقاً لتحليل ماركو تيز هو أن المستثمر الذي يشتري استثماراً في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للاستثمار<sup>34</sup>.

ويمثل العائد الخالي من المخاطر (R<sub>F</sub>) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضره نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة<sup>35</sup>. حيث يعتبر عائد هذه الأوراق المالية عائداً مؤكداً حيث أن إصدارها يتم من قبل جهات يصعب أن تعجز في سداد ما عليها من التزامات لحامل الأوراق المالية، وينطبق هذا الوصف على الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إذا كان تاريخ استحقاقها ينتهي بانتهاء الفترة المحددة للاستثمار، ففي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر أن يحصل في نهاية المدة على العائد الذي يتوقعه في أول المدة<sup>36</sup>. ويكون هذا العائد خالياً من المخاطر التالية :

#### 1- مخاطر عدم القدرة على السداد أو مخاطر النكول: Credit or Default Risk



لا تخضع السندات التي تصدرها الدولة لمثل هذا النوع من المخاطر، حيث تعد الدولة هي المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات حيث أن آخر مرحله لمواجهة ذلك وهو أن تقوم بطبع المزيد من الأوراق المالية لسداد ما عليها من التزامات<sup>37</sup>.

## 2- مخاطر التضخم ( Inflation Risk )

وهي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي لتأخذ بنظر الاعتبار التغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود<sup>38</sup>.

## 3- علاوة السيولة:

وهي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة قياسا بتكلفة الشراء، إذا فهي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق. فإذا كان الأصل الاستثماري منخفض السيولة فإن المستثمرين يضيفون علاوة (علاوة السيولة) جديدة على السعر لتعويض ذلك<sup>39</sup>.

## ب- معدل عائد محفظه السوق : (Market Return (R<sub>M</sub>))

تعرف محفظة السوق بأنها المحفظة التي تتميز بالتنوع إلى أقصى حد خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالحد الأقصى للتنوع أن يتم استغلال جميع الفرص المتاحة للتخلص من المخاطر (غير المنتظمة)، وأن المخاطر المتاحة لاستثماراتها هي مخاطر السوق، وتتضمن محفظة السوق الاستثمار في جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق<sup>40</sup>. ويقصد بعائد محفظة السوق (عائد السوق R<sub>M</sub>) في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويثار التساؤل هنا بشأن تقدير عائد السوق إذا لم توجد سوق للأوراق المالية؟ وللتغلب على هذه المشكلة يمكن للمحلل المالي أن يقوم باستخدام البيانات التاريخية المتوفرة لعدد من السنوات (الميزانيات العمومية) للشركات المراد تقييمها<sup>41</sup>. ويمكن التعبير عن عائد السوق رياضياً كالاتي :

$$R_M = \frac{\sum R_j}{N}$$

$$\bar{R}_M = \frac{\sum R_M}{n}$$

## ج - معامل بيتا: ( β ) Coefficient Of Beta :

يعتبر معامل بيتا احد المكونات الرئيسية لتطوير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لاستخدامه في تقييم المشاريع الاستثمارية حيث انه يعبر عن المخاطر المنتظمة<sup>42</sup>. ويعتبر معامل بيتا من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) فهو يقيس مدى تأثير عائد السهم بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق<sup>43</sup>. وتختلف الأسهم في مخاطرتها وفي قيمة معامل بيتا. فالأسهم التي تمتلك معامل (β) اكبر من واحد (β > 1) تسمى بالأسهم الهجومية أو المجازفة (Aggressive Stock) أي ينطوي عائده على مخاطر اكبر من مخاطر محفظة السوق، أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد الصحيح (β < 1) يطلق على السهم بأنه دفاعي أو محافظ (Defensive Stock) أي ينطوي عائده على مخاطر أقل من

مخاطر عائد محفظة السوق، والأسهم التي لها معامل بيتا مساوياً للواحد ( $\beta=1$ ) فهي التي تكون درجة تقلب هذه العوائد بنفس درجة تقلب عائد محفظة السوق (RM) <sup>44</sup>. ويمكن احتساب قيمة معامل بيتا للمخاطر المنتظمة وفق المعادلة الرياضية التالية :

$$\beta = \frac{R_{im} \delta_i}{\delta_{Rm}}$$

حيث يتضح من القانون السابق بأن بيتا هي مقياس للمخاطر المنتظمة والمعبر عنها ببسط المعادلة، وهو الارتباط بين عائد السوق وعائد الشركة مضروباً في الانحراف المعياري لعائد الشركة ( المخاطر الكلية ) ومن ثم يتم نسبتها إلى مخاطر السوق وذلك عن طريق قسمتها على مخاطر السوق .

3-2: معادلة النموذج :

يمكن التعبير عن عناصر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بالصيغة الرياضية التالية :

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر  
ويمكن التعبير عنه بالرموز وفق الآتي <sup>45</sup> :

$$ER = R_F + (R_M - R_F) B_i$$

ويتضح من خلال المعادلة بأن معدل العائد المطلوب يتكون من جزئيين هما : معدل

العائد الخالي من المخاطر ( Risk Free Rate ) والذي يرمز له بالرمز ( $R_F$ ) والذي يتكون بدوره من جزئيين هما العائد الحقيقي (Real Return) وهو العائد الخالي من توقعات التضخم، والجزء الثاني هو علاوة التضخم (Inflation Premium) والذي يساوي معدل التضخم المتوقع <sup>46</sup>. وهذه العلاوة تمثل توقعات المستثمرين بالنسبة للتغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للذقود وبالتالي سوف يتغير معدل العائد الخالي من المخاطر بنفس اتجاه ومقدار التغير الذي يحصل في علاوة التضخم.

أما الجزء الثاني الذي يتكون منه معدل العائد المطلوب هو علاوة المخاطر ( Risk Premium ) وهو ذلك الجزء من العائد المطلوب زيادته على العائد الخالي من المخاطرة أي  $(R_M - R_F) \beta J$  ويرجع ذلك إلى المخاطر المنتظمة وخاصة جزئها الذي يعرف بعلاوة السوق ( $R_M - R_F$ ) وهي العائد الإضافي المتوقع نتيجة احتفاظ المستثمر بمحفظة السوق <sup>47</sup>. أما معامل بيتا ( $\beta J$ ) فيتم عن طريقه التعبير عن المخاطر حيث يمكن الحصول عليه من خلال سوق الأوراق المالية <sup>48, 49</sup>.

#### 4 - مناقشة نتائج التحليل التطبيقي للبحث

##### 1-4: تحليل نتائج معدل العائد المتوقع

يتبين من الجدول رقم (1) بأن متوسط عائد السوق للشركات عينة البحث هو 5.234% خلال سنوات الدراسة، أما متوسط العائد لكل سنة فهو يختلف من سنة لأخرى كما هو موضح بالجدول حيث نلاحظ بأنه خلال فترة الدراسة بلغ أكبر عائد متحقق خلال سنة 1999 إذ بلغ 12.901% وهو يفوق متوسط عائد السوق مما يدل

على فترة ازدهار الاقتصاد في هذه السنة، أما باقي السنوات فقد حققت أرباحاً ولكنها أقل من متوسط عائد السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطر وهذا يدل على فترات الركود الاقتصادي الذي تعرضت لها عينة البحث.

أما الجدول رقم (2) فهو يوضح العائد المتوقع بعد استبعاد عدد من الشركات إذا نلاحظ من الجدول بأن متوسط عائد السوق ارتفع من 5.234% إلى 10.9558% وهذا ما ذهبنا إلى دراسته لبيان إثره على معدل العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة المتعلقة بالشركات عينة البحث.

#### 2-4 : تحليل نتائج المخاطر

يتبين من نتائج تحليل المخاطر الواردة في الجدولين رقم (3)، رقم (4) بأن المخاطر الكلية للشركات لم تتأثر بالتغير في معدل عائد السوق بل اتسمت بالتبات كما هو موضح في الجدولين وهذا يعني بأن التغير في عائد السوق لم يؤدي إلى تغير في المخاطر الكلية للشركات عينة البحث .

أما ما يتعلق بالمخاطر المنتظمة ( معامل بيتا ) الظاهرة في الجدول (3) فقد ظهر أعلى معامل بيتا في مجمع خليج سرت للمؤتمرات حيث بلغت 0.462387143 وهذا يتناسب مع الارتفاع في معدل العائد المتوقع لهذا المجمع والبالغ 17.165% وهو أعلى عائد على مستوى السوق وهذا ما يفسر ارتفاع المخاطر عن بقية الشركات، كما بلغت المخاطر المنتظمة في شركة الصناعات الكهربائية 0.264473943، وهذا ما يفسر لنا العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر حيث كان عائد هذه الشركة أقل من عائد المجمع حيث بلغ عاينها 11.675% وهذا ما يفسر انخفاض المخاطر عن مخاطر المجمع، أما بالنسبة لشركة استثمار أموال المنتجين، وفندق المهاري فقد بلغت المخاطر المنتظمة فيها، 0.011207603، 0.013121975 على التوالي، ومع قلة المخاطر المنتظمة هنا إلا أنها تسير في نفس اتجاه حركة عائد السوق أي تزداد عوائد هذه الشركات كلما ازداد عائد السوق بمعنى أنها ترتبط بعلاقة طردية بالسوق .

أما بالنسبة لجمعية نهر الحياة فقد كانت بيتا سالبة وهذا يعني أن حركة عائد هذه الشركة تسير عكس اتجاه حركة السوق.

أما درجات المخاطر المنتظمة الظاهرة في الجدول رقم (4) والتي ظهرت بعد زيادة معدل عائد السوق إلى 10.9558%. فقد كانت نتائجها مرتفعة قياساً بمعدلاتها الظاهرة في الجدول رقم (3) فظهرت في مجمع خليج سرت للمؤتمرات 0.6035045469 بعدما أن كانت 0.462387143 وهكذا بالنسبة لباقي الشركات عينة البحث. وهذا يعني أن ارتفاع معدل عائد السوق أدى إلى ارتفاع المخاطر المنتظمة وهذه المخاطر تتعلق بالسوق ولم يؤثر على المخاطر الكلية وسبب ذلك أن عوائد الشركات لم تتغير، بل الذي تغير هو عائد السوق وأدى هذا التغير فقط إلى تغيير في مخاطر السوق.

#### 3-4: تحليل معدل العائد المطلوب :

تبين النتائج الظاهرة في الجدول رقم (3) والجدول رقم (4) ارتفاع معدل العائد المطلوب بعد زيادة معدل عائد السوق إلى 10.9558% بالنسبة لجميع الشركات عينة البحث عدا جمعية نهر الحياة حيث نلاحظ انخفاض معدل العائد المطلوب بعد زيادة عائد السوق وسبب ذلك ناتج من العلاقة العكسية التي تربط هذه الجمعية بحركة السوق.

وتفسير هذا الارتفاع والانخفاض يعود إلى العلاقة الطردية مع معامل بيتا (مخاطر السوق)، وحيث أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعوض المستثمر فقط عن المخاطر المنتظمة ولا يهتم بالمخاطر الكلية فننتج عن ذلك تغيير معدل العائد المطلوب حتى يتجسم مع التغيير في المخاطر. وبالتالي فإن التغيير في معدل عائد السوق يؤدي إلى التغيير في معدل العائد المطلوب في نفس اتجاه التغيير. ويتبين أيضا بأن المخاطر الكلية لا تتأثر بعائد السوق لأن هذا العائد يتعلق فقط بمخاطر السوق أما المخاطر الكلية فتتأثر بالتغيير في عوائد الشركات.

#### 4-4: نتائج تحليل المعنوية:

أظهرت نتائج تحليل معامل الارتباط الظاهرة في الجدول رقم (3) بأن اقوي معامل ارتباط ظهر في شركة الصناعات الكهربائية حيث بلغ 0.9713042، وأيضا كان مرتفعا في مجمع خليج سرت للمؤتمرات، وفندق المهاري إذ بلغ في الأولى 0.8717842، 0.7601209 في الثانية وهذا يعني أن حركة عوائد هذه الشركات مرتبطة بحركة عائد السوق أي تسير في نفس الاتجاه بمعنى أنها علاقة طردية بين حركة عائد السوق وحركة عوائد هذه الشركات وهذا ما تبينه أيضا النتائج الواردة في الجدول رقم (4) حيث نلاحظ بأن معامل الارتباط في شركة الصناعات الكهربائية ازداد إلى الموجب التام وهي يعني أن حركة عائد هذه الشركة مساوية تماما لحركة عائد السوق أما بالنسبة لجمعية نهر الحياة فقد كان معامل الارتباط سالبا وضعيفا في الجدولين .

إن تحليل معامل الارتباط هو مؤشر أولي للعلاقة بين عائد الشركة وعائد السوق. إلا أن شدة مدى التأثير يتوقف على حساب معامل التحديد ( $R^2$ ) والذي يعد المقياس الإحصائي لقياس مدى تأثير المتغير ( $R_r$ ) بالمتغير المستقل ( $R_M$ ). فقد أظهرت نتائج التحليل الظاهرة في الجدولين (3)،(4) أن هناك تأثير قوي ومعنوي لعائد السوق على أغلب عوائد الشركات فيما عدا جمعية نهر الحياة وشركة استثمار أموال المنتجين .

جدول رقم (3) يوضح نتائج تحليل المخاطر الكلية ( $\delta$ )، معامل بيتا ( $\beta$ )، معامل الارتباط ( $R$ )،

معدل العائد المطلوب (ER)، معامل التحديد ( $R^2$ ) باستخدام معدل عائد السوق 5.234%

الشركات	المخاطر الكلية	معامل بيتا	معامل الارتباط	معدل العائد المطلوب	معامل التحديد
شركة الصناعات الكهربائية	0.14198940981	0.264473943	0.9713042	0.05060665	0.94
مجمع خليج سرت	0.282150211	0.462387143	0.8717842	0.05108198	0.75
شركة استثمار أموال المنتجين	0.031233087	0.011207603	0.1908892	0.05002622	0.036
فندق المهاري	0.091833298	0.013121975	0.7601209	0.05030723	0.57
جمعية نهر الحياة	0.10226148	(0.0825861)	(0.429614)	0.04980674	0.17

جدول رقم (4) يوضح نتائج تحليل المخاطر الكلية ( $\delta$ )، معامل بيتا ( $\beta$ )، معامل الارتباط ( $R$ )، معدل العائد المطلوب ( $ER$ )، معامل التحديد ( $R^2$ ) باستخدام معدل عائد السوق 10.9558%

الشركات	المخاطر الكلية	معامل بيتا	معامل الارتباط	معدل العائد المطلوب	معامل التحديد
شركة الصناعات الكهربائية	0.14198940981	0.326911446	1	0.06947019	1
مجمع خليج سرت	0.282150211	0.6035045469	0.929021991	0.08594352	0.86
شركة استثمار أموال المنتجين	0.031233087	0.0411449624	0.572173298	0.05245051	0.32
فندق المهاري	0.091833298	0.1541161447	0.728909789	0.05917884	0.53
جمعية نهر الحياة	0.10226148	(0.041558580)	(0.176512089)	0.04752485	0.03

5- الاستنتاجات والتوصيات

#### 5-1: الاستنتاجات:

يتضمن هذا الجزء من البحث أهم الاستنتاجات التي تم التوصل إليها خلال البحث بجزئية النظري والعملي وهي على النحو التالي :

أ- أثبتت النتائج الواردة في الجدولين رقم (3)، (4) انه يترتب على تغيير العائد المتوقع تغيير ملحوظ في معدل العائد المطلوب على الاستثمار وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى للبحث .

ب- تبين من خلال نتائج البحث أن هناك توافقاً بين معدل العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة للشركات عينة البحث، فالشركات التي حققت عائداً مرتفعاً رافقه مخاطر مرتفعة ومن ثم ارتفاع العائد المطلوب وهذا أدى إلى أن يطلب المستثمر عائداً أكبر ليعوضه عن المخاطر المنتظمة، أما المخاطر غير المنتظمة فيتم التخلص منها عن طريق تنويع الاستثمارات، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية للبحث والتي تنص

على " هناك علاقة طردية بين التغيير في معدل العائد المتوقع والمخاطر المنتظمة للشركات عينة البحث ". .

ج- يشكل نتائج تحليل عائد ومخاطر الاستثمار الأساس الذي يعتمد عليه المستثمر في المستقبل لاختيار أفضل الاستثمارات، حيث أصبح بالإمكان قياس المخاطر المستقبلية لكل شركة ومن خلالها يمكن تحديد العائد المطلوب، ويتم اختيار الشركات التي يكون عائدها المتوقع أعلى من العائد المطلوب من الاستثمار فيها .

د- تبين من خلال نتائج البحث الموضحة في الجدولين رقم (3)،(4) أن العامل الأهم الذي يفسر اختلاف العائد المطلوب للشركات عن بعضها البعض هو المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الشركات حيث يرتفع بار تفاعها و ينخفض بانخفاضها وبالتالي فالمخاطر المنتظمة هي التي تتحكم بحجم العائد المطلوب، والذي ينبغي على المستثمر الرشيد أن لا يقلل الاستثمار في الشركات التي يكون عائدها المتوقع أقل من العائد المطلوب، وهذا ما يفسر عدم كفاءة الطرق التقليدية والحديثة في عملية تقييم المشاريع الاستثمارية، لأنها لا تهتم بقياس العائد المطلوب اعتماداً على تباين مخاطر الاستثمار.

هـ- يتساوى معدل العائد المطلوب مع متوسط عائد السوق إذا كانت بيتا تساوي واحد أما إذا كانت بيتا أكبر من واحد فإن معدل العائد المطلوب يكون أكبر من متوسط عائد السوق، ويكون أقل من متوسط عائد السوق إذا كانت بيتا أقل من واحد .

## 2-5: التوصيات:

يمكن توضيح أهم التوصيات التي توصل إليها الباحثان وهي:

أ- يوصي الباحثان بإعداد دراسات أخرى باستخدام نموذج التسعير المرجح ( نموذج العوامل المتعددة)، لأنه يأخذ بنظر الاعتبار العديد من العوامل ( حجم الشركة، العامل الصناعي، سياسة توزيع الأرباح، وغيرها ) عند احتساب العائد المطلوب، وذلك للتحقق من مدى إمكانية الاستفادة منه في تقييم الاستثمارات وهي تعتبر دراسة مكتملة للدراسة الحالية في دقة احتساب العائد المطلوب للشركات عينة البحث.

ب- يوصي الباحثان الجهات ذات العلاقة والمسئولة عن تقييم المشاريع ودراسات الجدوى في وحدات القطاع العام باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ( CAPM) لما يحققه من دقة في احتساب العائد المطلوب للاستثمارات ذات المخاطر المتباينة.

ج- نظراً لحدثة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) على الأقل في بيئة الشركات الليبية على حد علم الباحثان، وما يتضمنه من مفاهيم مختلفة مازال يدور على اجتهادات متعددة من قبل الباحثين والمتخصصين في الفكر المحاسبي. عليه يوصي الباحثان بتطبيقه في بيئات أعمال أخرى للتأكد من إمكانية تعزيز النتائج التي جاءت بها هذه الدراسة.

د- ضرورة تعزيز الاستفادة من أساليب التحليل الإحصائي من قبل الباحثين والمهتمين بمجال التمويل والاستثمار وتقييم المشاريع لما تميزت به هذه الأساليب والأدوات من قدره في تحليل ومعالجة العديد من المشاكل المتعلقة بالمجالات

أثر تغيير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM)..... د. قاسم نايف علوان و أ. إبراهيم محمد الزعلوك  
المختلفة لعمليات التمويل والاستثمار وتقييم المشاريع الاستثمارية وترك الأرباح  
التقليدية التي لا تستخدم هذه الأدوات الإحصائية في عمليات التقييم.

- 1- Wong ,A., and tan , M., ( 1991), " An Assessment of risk and return in the Singapore stock market " applied financial economics , Vol . 1, No.1 .
- 2- إبراهيم، السيد البدوي، (1994)، "النتائج الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بين النظرية والتطبيق"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني .
- 3- غرايبة، هشام، (1997)، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 13، العدد 3.
- 4- حنا، هند، (2000)، "اثر تغيير معدل العائد الخالي من المخاطرة على معدل العائد المطلوب بإطار نموذج (CAPM) دراسة تطبيقية على سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، بغداد، العدد الثاني، كانون أول .
- 5- منسي، عبد العاطي لاشين، (2001)، "تقييم التسعير السوقي ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصرية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول .
- 6- مصرف ليبيا المركزي، (2003)، التقرير السنوي السابع والأربعون .
- 7- صبح، محمود، (2000)، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، كلية التجارة، جامعة ص، ص53
- 8- مصطفى، نهال فريد، وآخرون، (2004)، الاستثمار في الأسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر .
- 9- صبح، محمود، مصدر سابق ذكره، ص 54.
- 10- صبح، محمود، (2000)، الإدارة المالية طويلة الأجل، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 11- رمضان، زياد، (2002)، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، ص 22 .
- 12- خريوش، حسني علي، وآخرون، (1999)، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، جامعة العلوم التطبيقية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ص 115.
- 13- صبح، محمود، مرجع سابق ذكره، ص 80 .
- 14- الذجار، فريد، (1999)، البورصات والهندسة المالية، كلية التجارة بدها، جامعة الزقازيق، مؤسسة شباب الجامعة، ص 147 .
- 15- رمضان، مرجع سابق ذكره، ص 316.
- 16- حناوي، محمد صالح وآخرون، (2003)، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، ص 185.
- 17- عبد الكريم، عبد العزيز مصطفى، (2002)، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، بغداد، دار الحامد للنشر، ص 232.
- 18- صافي، وليد، والبكري، انس، (2002)، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ص 173.
- 19- عبدرية، محمد محمود، (2000)، طريقك إلى البورصة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، ص 27.
- 20- رمضان، مصدر سابق ذكره، ص 33 .
- 21- صبح، مصدر سابق ذكره، ص 52 .
- 22- خريوش وآخرون، مصدر سابق ذكره، ص 121 .
- 23- المؤمني، غازي فلاح، (2000)، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، عمان، دار زهران للنشر والتوزيع ص 79.
- 24- عثمان، سعيد عبد العزيز، (2003)، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ص 183.
- 25- رمضان، مصدر سابق ذكره، ص 345.



- 26- Brigham , Engen F. , (2002) , *Financial Management : Theory and Practice* , 10<sup>th</sup> . ed ., London , Lehigh Press inc., pp. 270-272.
- 27- Keown , Arthur J.,et.al., 2003, *Foundations Of Finance : The Logic and Practice Of Financial Management* ,4<sup>th</sup>.ed., Newjersey , Prentice – Hall – Inc. pp.205-207.
- 28- Keown , Arthur J.,et.al., (2005) *Financial Management, Principles and Applications*, 10<sup>th</sup> .ed ., Newjersey , Prentice – Hall – inc. pp. 295-299.
- 29- غرابية، مصدر سابق ذكره، ص 65-70.
- 30- هندي، منير إبراهيم، (2003)، *الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث، ص 343-345.
- 31- ويستون، فرد، يوجين برجام، (1993)، *التمويل الإداري*، تعريب، عبد الرحمن دعالة، وعبدالفتاح السيد النعماني، الجزء الثاني، الرياض، دار المريخ للنشر والتوزيع، ص 66 .
- 32- هندي، منير إبراهيم، (2004)، *الفكر الحديث في الاستثمار*، الاسكندرية، دار المعارف للنشر، ص 256 .
- 33- ويستون وبرجام، مصدر سابق ذكره، ص 61 .
- 44- هندي، مصدر سابق ذكره، ص 140 .
- 35- نفس المصدر السابق، ص 74 .
- 36- نفس المصدر السابق، ص 140-141 .
- 37- عبد اللطيف، أحمد سعد، (1998)، *بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة*، ص 108.
- 38- الشماع، خليل محمد، (2000)، *الإدارة المالية*، ط 3، عمان، دار زهران للنشر والتوزيع، ص 63.
- 39- حنا، مصدر سابق ذكره، ص 44.
- 40- صبح، مصدر سابق ذكره، ص 97 .
- 41- هندي، مصدر سابق ذكره، ص 417 .
- 42- حناوي وآخرون، مصدر سابق ذكره، ص 183 .
- 43- عثمان، مصدر سابق ذكره، ص 184 .
- 44- هندي، مصدر سابق ذكره، ص 66.
- 45- ويسون وبرجام، مصدر سابق ذكره، ص 61 .
- 46- صبح، مصدر سابق ذكره، ص 56.
- 47- نفس المصدر السابق، ص 57 .
- 48 - عثمان، مصدر سابق ذكره، ص 183.
- 49- حناوي وآخرون، مصدر سابق ذكره، ص 183.

#### مصادر البحث

#### أولاً: الوثائق والنشرات الرسمية :

- 1- الشركة العامة للأسلاك، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف.
- 2- جمعية نهر الحياة، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف.
- 3- مصرف ليبيا المركزي، (2003)، *التقرير السنوي السابع والأربعون* .
- 4- مصنع مصراته للدائن والاسفنج الصناعي، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف.
- 5- مجمع خليج سرت للمؤتمرات، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف.
- 6- مصنع اعلاف سرت، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف .

- 7- شركة القرصايبية للاستصلاح الزراعي وتعمير الأراضي، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف.
- 8- شركة الخليج للصيد البحري، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف.
- 9- شركة سرت لتوفير مستلزمات الانتاج، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف .
- 10- شركة استثمار أموال المنتجين، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف .
- 11- شركة الصناعات الكهربائية والمنزلية، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف .
- 12- فندق المهاري، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف .
- 13- فندق قوز التيك، الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للفترة الزمنية من 1999-2003 ف .

#### ثانياً: الكتب العربية

- 1- الشماع، خليل محمد، ( 2000)، الإدارة المالية، ط 3، عمان، دار زهران للنشر والتوزيع .
- 2- هندي، منير إبراهيم، (2003)، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، كلية التجارة، جامعة طنطا، المكتب العربي الحديث.
- 3- هندي، منير إبراهيم، (2004)، الفكر الحديث في الاستثمار، الإسكندرية، دار المعارف للنشر .
- 4- ويستون، فرد، يوجين برجام، (1993)، التمويل الإداري، تعريب، عبد الرحمن دعالة، وعبد الفتاح السيد النعماني، الجزء الثاني، الرياض، دار المريخ للنشر والتوزيع .
- 5- حناوي، محمد صالح، وآخرون، ( 2003 )، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 6- حناوي، محمد صالح وآخرون، (2003)، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 7- مصطفى، نهال فريد، وآخرون، (2004)، الاستثمار في الاسهم والسندات، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر .
- 8- عبد اللطيف، أحمد سعد، (1998)، بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة .
- 9- عثمان، سعيد عبد العزيز، (2003)، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 10- صبح، محمود، (2000)، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .
- 11- صبح، محمود، ( 2000 )، الإدارة المالية طويلة الأجل، كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية للنشر والتوزيع .

#### ثالثاً: الدوريات العربية :

- 1- ابراهيم، السيد البيدي، (1994)، "النتائج الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بين النظرية والتطبيق"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني .
- 2- حنا، هند، (2000)، "أثر تغيير معدل العائد الخالي من المخاطرة على معدل العائد المطلوب بأطار نموذج (CAPM) دراسة تطبيقية على سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، بغداد، العدد الثاني، كانون أول .
- 3- منسي، عبد العاطي لاشين، (2001)، "تقييم التسعير السوقي ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصري"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول.

أثر تغيير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج (CAPM)..... د. قاسم نايف علوان و أ. إبراهيم محمد الزعلوك  
4- غرايبة، هشام، (1997)، "نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، دراسة تطبيقية على سوق عمان  
المالي"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 13، العدد 3.

رابعاً: المصادر الأجنبية :

- 1- Brigham , Engen F. , (2002) , *Financial Management : Theory and Practice* , 10<sup>th</sup> . ed ., London , Lehigh Press inc.,
- 2- Keown , Arthur J.,et.al., 2003, *Foundations Of Finance : The Logic and Practice Of Financial Management* ,4<sup>th</sup>.ed., Newjersey , Prentice – Hall – Inc.
- 3- Keown , Arthur J.,et.al., (2005) *Financial Management, Principles and Applications*, 10<sup>th</sup>.ed ., Newjersey , Prentice – Hall – inc.
- 4- Revsince , Lawrence , et.al., 2002 , *Financial Reporting and Analysis* , 2<sup>nd</sup> . ed ., London , Prentice – Hall – inc.
- 5- Wong ,A., and tan , M., ( 1991)," *An Assessment of risk and return in the Singa pore stock market* " applied financial economics , vol . 1,No.1 .