

جمهورية العراق

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البصرة / كلية الادارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية



أثر مؤشر سوق الاوراق المالية في تحديد عائد ومخاطر محفظة الاوراق
المالية الدولية للمدة 2017-2021

رسالة تقدم بها

عبدالله محمد محسن الايزرجاوي

الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد – جامعة البصرة

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف

الأستاذ الدكتور

منتظر فاضل سعد البطاط

قرار لجنة المناقشة

نشهد نحن اعضاء لجنة المناقشة ، اطلعنا على الرسالة الموسومة بـ(أثر مؤشر سوق الأوراق المالية في تحديد عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية للمدة 2017- 2021)

وناقشنا الطالب (عبدالله محمد محسن الايزرجاوي) في محتوياتها ، وفيما له علاقة بها ونعتقد أنها جديرة بالقبول لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية بتقدير (جيد جداً)



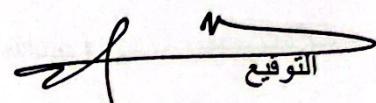
التوقيع

الدرجة العلمية : الاستاذ

الاسم : أ.د سامي عبد محمد

رئيسا

التاريخ : ٢٠٢٢/١١/١



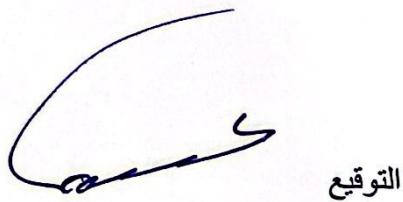
التوقيع

الدرجة العلمية : الاستاذ

الاسم : أ.د منتصر فاضل سعد

عضويا ومشرفا :

التاريخ : ٢٠٢٢/١١/١



التوقيع

الدرجة العلمية : الاستاذ المساعد

الاسم : أ.م.د علي حميد هندي

عضويا :

التاريخ : ٢٠٢٢/١١/١



التوقيع

الدرجة العلمية : الاستاذ المساعد

الاسم : أ.م.د أحمد جبر سالم

عضويا :

التاريخ : ٢٠٢٢/١٠/٣١

تم التصديق عليها من قبل مجلس كلية الادارة والاقتصاد بتاريخ ٢٠٢٢/١١/١



التوقيع

أ. د. عبد الحسين توقيع شلبي

عميد كلية الادارة والاقتصاد / جامعة البصرة

٢٠٢٢/١١/١

اقرار المشرف

أشهد ان أعداد هذه الرسالة الموسومة بـ(أثر مؤشر سوق الأوراق المالية في تحديد عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية للمدة 2017-2021)

لطالب الماجستير (عبدالله محمد محسن الابزرجاوي) قد جرى تحت اشرافه في كلية الادارة والاقتصاد وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية .

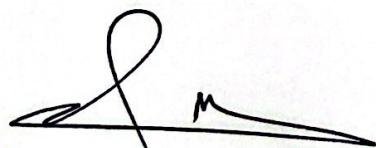


الاستاذ الدكتور

منتظر فاضل سعد

توصية رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

بناء على توصية المشرف ارشح هذه الرسالة للمناقشة



أ.د منتصر فاضل سعد البطاط

رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية

اقرار المقوم الاحصائى

أشهد ان الرسالة الموسومة بـ (أثر مؤشر سوق الأوراق المالية في تحديد عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية للمدة 2017-2021)

لطالب الماجستير (عبدالله محمد محسن الايزر جاوي) قد انيطت بي مهمة تقويمها احصائيا ، وهي الان مستوفية الشروط .


المقوم الاحصائي

أ.م. د رisan عبد الامام زعلان
كلية الادارة والاقتصاد / قسم الاحصاء

اقرار المقوم اللغوي

أشهد ان الرسالة الموسومة بـ (أثر مؤشر سوق الأوراق المالية في تحديد عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية للمدة 2017-2021)

لطالب الماجستير (عبدالله محمد محسن الايزر جاوي) قد انيطت بي مهمة تقويمها لغويًا ، وهي الان
مستوفية شروط السلامة اللغوية .

المقوم اللغوي

ا. د صباح عبد الكريم مهدي

كلية الادارة والاقتصاد / قسم الاقتصاد

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ثُرَا فِي رُحْلَتِنَا الْكِتَابَ الَّذِينَ أَصْطَفَيْنَا مِنْ عِبَادِنَا
فَمِنْهُمْ ظَالِمُونَ لِنَفْسِهِ وَمِنْهُمْ مُقْتَصِدٌ وَمِنْهُمْ سَابِقُ
بِالْخَيْرَاتِ بِإِذْنِ اللَّهِ ذَلِكَ هُوَ الْفَضْلُ الْكَيْرُ

صدق الله العلي العظيم

سورة فاطر

الإهداء

الى مصدر العطاء الذي لا ينضب .. الى الذين علماني الكفاح .. الى منبت الخير والعطاء .. الى رمز الوفاء .. الى من يعطيان بدون مقابل

..

امي وابي حفظهما الله ...

الى من علمني حروفا من ذهب وكلمات من درر وعبارات من اسمي وأجل عبارات في العلم ...

الى من صاغ من علمه حروفا ومن فكره منارا ينير لنا مسيرة العلم
والنجاح استاذي ومشرفي

... الاستاذ الدكتور (منتظر فاضل سعد) ...

والى ارواح شهداء العراق من الحشد الشعبي والقوات العراقية
اهدي ثمرة هذا الجهد

الباحث

أ

"الشك والتقدير"

الحمد لله رب العالمين والصلوة والسلام على اشرف الانبياء والمرسلين محمد وعلى آله الطيبين

الطاہرین

أما بعد :

فإنني أشكر الله أوف الشكر أن وفقني واعانني على اتمام هذه الرسالة ، ثم أوجه آيات الشكر والعرفان بالجميل إلى استاذي ومشرفي (أ.د منظر فاضل سعد البطاط) الذي منحني الكثير من وقته ، وكان لرحابة صدره وسمو خلقه وأسلوبه المميز في متابعة الرسالة أكبر الأثر في المساعدة على اتمام هذا العمل ، وسائل الله العلي القدير ان يجازيه خير الجزاء ، وان يكتب صنيعه في موازين حسناته .

ومن الواجب ان اتقدم بجزيل الشكر والتقدير الى عميد كلية الادارة والاقتصاد الاستاذ الدكتور (عبد الحسين توفيق شلبي) ، ويسعدني ان اتقدم بجزيل الشكر والتقدير الى رئيس القسم السابق الاستاذ المساعد الدكتور (عقيل عبد محمد) واتقدم بخالص الشكر والتقدير الى جميع اساتذتي الكرام وكل الحب والاحترام لهم وخاص بالذكر الاستاذ والمربى الفاضل (الدكتور عبد الرضا فرج بدراوي)

ويحتم علي واجب الوفاء ان اتقدم بشكري وامتناني الى استاذتي الغالية (فایزة حسن) ولها مني كل الاحترام والتقدير والشكر لما قدمته من مساعدة واهتمام حفظها الله ورعاها.

ومن الواجب ان اقدم الشكر والامتنان الى الاخوة والاخوات والزملاء المحترمين في مرحلة الدراسات العليا حفظهم الله ، واخيرا اتقدم بالشكر والتقدير لكل من اسهموا في انجاز هذا العمل بشكل مباشر او غير مباشر لكم مني كل التقدير والاحترام وجزاكم الله خير الجزاء والحمد لله رب العالمين اولا واخيرا .

"المستخلص"

ان التسامي والتداخل الحاصل بين الاقتصادات الدولية او العالمية وبوجه الخصوص عندما تم بناء النظام الاقتصادي الجديد والذي يختلف من حيث الخصائص والسمات عن الوضاع الاقتصادية التي كانت سائدة في الفترات السابقة ، وهذا ما ادى الى وجود نظام عملی وتجاري جديد يقود الى عملية التحرر المالي والتطور التقني ، فان زيادة حركة رؤوس الاموال وما رافقها من تخفيف التشريعات فضلا عن التطورات التكنولوجية والمعلوماتية أدت الى تسهيل عملية الدخول والخروج من والى الاسواق المالية بحرية تامة ، فهذه العوامل أسهمت في بروز ظاهرة العولمة التي اصبحت سمة اساسية للنظام الاقتصادي الجديد ، فالعولمة تحتوي على اثار منها الايجابية وتكون في اتساع قاعدة الفرص الاستثمارية امام المستثمر المحلي ، اما السلبية فتأتي من ان الاسواق المالية الدولية أصبحت اكثر تكاملا وهذا ربما يقلل من جدوی محفظة الاوراق المالية الدولية ، اذ يهدف هذا البحث الى دراسة مدى مساهمة المحفظة الدولية في خفض المخاطر المالية وتحسين عائدتها وكذلك اظهار مدى فاعلية المحفظة الدولية في حالة ترابط الاسواق المالية وعلى هذا الاساس تم تكوين عينة الدراسة من مجموعة من مؤشرات الاسواق المالية خلال المدة 2021-2017 ، ولمعالجة اشكالية الموضوع واختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على استخدام نموذج الانحدار الذي يستخدم اسلوب الدمج بين السلسل الزمنية والبيانات المقطعة (Panel Model) بعد ان تم اختبار ثلاثة نماذج وهي نموذج الانحدار التجميعي (Pooled data PRM) ونموذج (FEM) Effects Model ونموذج التأثيرات الثابتة Regression Model ونموذج التأثيرات العشوائية REM (، وقد لخصت الدراسة الى ان محفظة الاوراق المالية الدولية تخفض من المخاطر المالية وكذلك بينت الدراسة أن فعالية المحفظة المالية الدولية تتوقف على درجة الترابط بين الاسواق المالية حيث انه كلما كان الترابط بين الاسواق المالية سالباً او موجباً ضعيفاً تكون جدوی المحفظة المالية اكبر من الاسواق المالية ذات الترابط الموجب .

"محتويات الدراسة"

الصفحة	الموضوع
أ	الاهداء
ب	الشكر والتقدير
ج	المستخلص
د	قائمة المحتويات
هـ	قائمة الجداول
و	قائمة الاشكال
1	المقدمة
2	الفصل الاول : منهجية الدراسة والدراسات السابقة
8-3	المبحث الاول : منهجية الدراسة
14-9	المبحث الثاني : الدراسات السابقة
15	الفصل الثاني : الاطار النظري لمحفظة الاوراق المالية
37-16	المبحث الاول : المنظور العام لمحفظة الاوراق المالية الدولية
55-38	المبحث الثاني : عائد ومخاطر محفظة الاوراق المالية
71-56	المبحث الثالث : التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقتها بالمخاطر
72	الفصل الثالث : الجانب العملي وتطبيق متغيرات الدراسة على العينة المختارة
79-73	المبحث الاول : الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات
107-80	المبحث الثاني : اختبار وتحليل فرضيات الدراسة
108	الاستنتاجات
109	التوصيات
110	المصادر

"قائمة الجداول"

الصفحة	الموضوع	ت
5	الاسواق المالية قيد الدراسة ومؤشراتها	1
75	اسعار الاغلاق الشهرية لجميع مؤشرات أسواق الاسهم	2
77	معدلات العوائد الشهرية لجميع مؤشرات أسواق الاسهم	3
79	الانحراف المعياري لجميع مؤشرات أسواق الاسهم	4
80	معامل ارتباط بيرسون	5
81	نتائج تقدير اثر المحفظة الدولية في عائد المحفظة	6
83	نتائج تقدير اثر المحفظة الدولية في المخاطر المالية	7
87	نتائج اختبار استقراريه متغيرات الدراسة	8
91	نتائج الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة	9
93	نتائج اثر مؤشر سوق العراق للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	10
95	نتائج اثر مؤشر سوق دبي للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	11
97	نتائج اثر مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	12
98	نتائج اثر مؤشر سوق المغرب للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	13
100	نتائج اثر مؤشر سوق ارسو بولندا للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	14
102	نتائج اثر مؤشر سوق الولايات المتحدة للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	15
103	نتائج اثر مؤشر سوق كندا للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	16
105	نتائج اثر مؤشر سوق البرازيل للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	17
106	نتائج اثر مؤشر سوق طوكيو للأوراق المالية في العائد والمخاطر المالية	18

"قائمة الاشكال"

الصفحة	الموضوع	ت
31	خط سوق رأس المال	1
32	خط سوق الاوراق المالية	2
54	التوازن بين العائد ومخاطر الاوراق المالية	3
63	العلاقة بين العائد المتوقع والانحراف المعياري	4
63	حالة الارتباط الموجب التام	5
65	حالة الارتباط السلبي التام	6
66	مكاسب التنويع الدولي	7
71	أثر التنويع الدولي على الحد الكفؤ	8
88	اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة	9
89	تحديد فترة التأخير المثلث باستخدام نموذج VAR	10
90	تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج	11

المقدمة :

تعد المحفظة المالية الدولية من المواضيع المهمة التي حظيت باهتمام الكثير من الباحثين عامة والمستثمرين خاصة لأنها تعد من أهم التطورات التي شهدتها العالم الاستثماري ، فهي تهدف إلى تحقيق التوظيف الأمثل للأصول التي تتم إدارتها وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة ، وكذلك المحافظة على رأس المال المكون لها وتحقيق الاستقرار في عملية التدفق النقدي والعائد على وفق حاجات الأفراد وطبيعة المستثمر وتكوين المحفظة وأن أهم ما يميز المحفظة المالية هي قدرتها على تقليل المخاطر المالية التي قد يتعرض لها المستثمر وذلك من خلال إدارة المحفظة بشكل محترف او من قبل متخصصين ، وتعد المحفظة المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية ، أذ يسعى المستثمر وهو بصدده تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المنوعة لتنويعها يضمن له التخفيف من المخاطر ، وان تعدد الخيارات بين مختلف الأوراق المالية ادى الى نتاج الكثير من النظريات والنماذج وعلى رأسها نظرية ماركويتز التي تعتمد على الاختيار بين المحفظة البديلة ليتم تعريف محفظة مثالية وبعد ان تعريف هذه الاخرية يستند الى ثلاثة عوامل رئيسة وهي العائد ، الخطر ، والتلويع وهذا ما ادى الى ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يعد ان عائد المحفظة المالية تابع لخطرها المنتظم بمعنى انه تقوم فكرة المحفظة المالية على الاستثمار في الفرص الاستثمارية ذات الجدوى اذ يتم الاستثمار ضمن المحفظة المالية التي تتكون من مختلف الأدوات المالية طويلة او قصيرة الأجل كالأسهم والسندات والتي ينبغي المفضلة بينها من خلال التلويع ولذا ينبغي القيام بقياس كفاءة المحفظة المالية ودورها في تقليل المخاطر من خلال الاعتماد على عدة مؤشرات تمكن مدير المحفظة المالية من التوصل الى تحقيق الهدف المرجو من انشاء المحفظة.

وبهدف تغطية الدراسة والاحاطة بمختلف الجوانب قسمت الدراسة الى ثلاثة فصول اذ يتكون الفصل الأول من مباحثين : ويشمل البحث الاول منهجية الدراسة ، والبحث الثاني يتضمن العديد من الدراسات السابقة ، أما الفصل الثاني فيتكون من ثلاث مباحث : يضم البحث الاول الاطار العام للمحفظة المالية والبحث الثاني عوائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية والبحث الثالث يتكلم عن التلويع والمحفظة المالية الدولية وعلاقتها بالمخاطر المالية أما الفصل الثالث فيتكون من مباحثين : الاول الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات والبحث الثاني يتضمن اختبار وتحليل مؤشرات الدراسة والية تطبيقها على المحفظة المالية الدولية وذكر أهم الاستنتاجات والتوصيات خلال الدراسة .

"الفصل الأول"

منهجية الدراسة و الدراسات السابقة

المبحث الأول : منهجية الدراسة

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

"المبحث الاول"

منهجية الدراسة

اولا - أهمية الدراسة :-

1- تكتسب هذه الدراسة اهميتها لوقوفها على حل علمي واف للجدل القائم حول ان المحفظة المالية الدولية تقوم بتخفيض المخاطر بشكل اكبر وافضل من المحفظة المحلية ، وكذلك البحث عن استراتيجيات بديلة لتخفيف المخاطر المحلية ، ومن ثم تحسين مبادلة العائد والمخاطرة وبناء المحفظة المثلث في عالم الاستثمار الدولي فضلا عن التوضيح الدقيق لاطار العام للمحفظة المالية والتنوع الدولي الذي قد يخلق افاقا جديدة لتعظيم المكاسب وتدنية المخاطر الى ادنى حد ممكن

2- تكتسب الدراسة اهميتها من اهمية وحداثة موضوعها وذلك لمناقشتها لموضوع غاية في الامانة لل المجتمع الاستثماري في السوق المالية بغية تصويبهم نحو الية الاختيار لمكونات محفظة مالية دولية مثل تسهم في تقليل المخاطرة

3- تقدم هذه الدراسة دليلاً ارشادي لكل مستثمر في المحفظة الاستثمارية في سوق المال عموماً وفي سوق العراق للأوراق المالية خصوصاً وذلك لكون الدراسة اجريت في العراق .

4- تسهم الدراسة للإسهام في ترسیخ الفكر المالي في حقل المحفظة الاستثمارية الحديثة كونه يعد اهم الحقول المعرفية المعاصرة في مجال ادارة الاستثمار ومن ثم فان هذه الدراسة تقدم اضافة معرفية وفكرية للمكتبة العراقية والعربيه عن واحد من اهم المفاهيم الاستثمارية الحديثة .

ثانيا - مشكلة الدراسة :-

تجسد مشكلة الدراسة من موضوع البحث الذي يعد من القضايا المالية المعاصرة ولما له من اثر مهم في اتخاذ القرار الاستثماري في ظل متغيرات السياسة الدولية وما يعترفها من عقبات قد تؤدي الى فشل الاستثمار في المحافظ الدولية ، وفضلا عن ذلك تخوف اغلب المستثمرين وخاصة العراقيين من الاستثمار الدولي وذلك لعدم معرفتهم بالنتائج الايجابية او السلبية لهذه العملية على المستوى الدولي وذلك لما يتعرض له المستثرون الدوليون من مخاطرة تقلب العائد بسبب اختلاف متغيرات الدولة وتسارعها

الفصل الاول منهجية الدراسة المبحث الأول

متمثلة بأسعار الصرف والفائدة الضريبية ومعدلات التضخم وغيرها من العوامل التي تؤثر في العائد المتحقق وهنا بالإمكان طرح تساؤل .

(ما مدى قدرة مؤشرات الأسواق المالية في تحديد عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية؟)

ثالثا - فرضية الدراسة :-

تتضمن فرضية الدراسة عدة حلول أولية قد ثبتت صحتها من عدمه بعد عملية التحليل ويمكن القول انها تخمين معقول لمشكلة الدراسة ، وأن السؤال الذي تم طرحة في مشكلة الدراسة بحاجة الى اجابة اولية عليه ، اذ ان الاجابة عن السؤال تسمى فروضا مع التحليل والجهد المبذول للوصول الى الطريقة الصحيحة والعلمية ، وهي مسلمات البحث العلمي وعلى هذا الأساس تمت صياغة فروض الدراسة إذ تنطلق هذه الدراسة من فرضية رئيسة مفادها "أن لمؤشرات الأسواق المالية دور في تحديد عاد ومخاطر محفظة الأوراق المالية الدولية"

تنبع منها الفرضيات الآتية :

1- توجد علاقة بين مؤشرات الأسواق المالية وعائد المحفظة

2- توجد علاقة بين مؤشرات الأسواق المالية والمخاطر المالية

3- توجد علاقة تأثير بين مؤشرات الأسواق المالية وعائد المحفظة

4- توجد علاقة تأثير بين مؤشرات الأسواق المالية والمخاطر المالية

رابعا - أهداف الدراسة :-

1- بيان فيما إذا كانت هنالك جدوى من المحفظة المالية الدولية في تقليل المخاطرة وفيما اذا كان التمويع الدولي للمحفظة الاستثمارية في عصر العولمة يعد ادارة مفيدة تسمح ببناء محفظة استثمارية لناحية المبادلة بين المخاطر والعائد.

2- محاولة تقييم أداء مؤشرات الأسواق المالية للعينة المختارة وتبیان الافضل بينهم

3- تزويد الجهات ذات العلاقة بإطار نظري وتطبيقي وبالإمكان الاعتماد عليه مستقبلا لإعداد دراسات تخص هذا الجانب من المحفظة المالية.

4- معرفة مدى إمكانية الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كاستراتيجية متعددة لعملية تخفيض المخاطر المالية للمحفظة الدولية

الفصل الاول منهجية الدراسة المبحث الأول

خامسا - مجتمع وعينة الدراسة والية اختيار العينة:

1- مجتمع وعينة الدراسة: تألف مجتمع دراستنا من (9) مؤشرات لأسواق مالية منها أربعة اسواق عربية ، وخمسة اسواق أجنبية . والجدول الآتي يبين مؤشرات عينة الدراسة :

الجدول (1) : الاسواق المالية قيد الدراسة ومؤشراتها (عينة الدراسة)

السوق	العملة الأساسية للمؤشر	المؤشر	الدولي
سوق العراق للأوراق المالية		ISX Main 60	الدينار العراقي
سوق السعودية المالي		TASI	الريال السعودي
سوق المغرب المالي		MASI	الدرهم المغربي
سوق طوكيو المالي (اليابان)		NIKKI 225	اليين الياباني
سوق وارسو المالي (بولندا)		WIG 20	اليورو
سوق وول ستريت المالي ، الولايات المتحدة الأمريكية	S & P 500		الدولار الامريكي
سوق تورonto المالي ، كندا	S & P / TSX		الدولار الكندي
سوق ساو باولو المالي ، البرازيل	Bovespa		الريال البرازيلي
سوق دبي العام	DFMG		الدرهم الاماراتي

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات المواقع الالكترونية التالية

<http://sa.investing.com>

- <http://en.wikipedia.org>

- <http://www.standardandpoors.com>

www.bloomberg.com/markets/stocks

الفصل الأول منهجية الدراسة المبحث الأول

2- آلية اختيار عينة الدراسة : روعي في اختيارنا لمجتمع الدراسة كل من التنوع الجغرافي للأسواق المالية ومدى توافر المعلومات حولها للمرة فتم اتخاذ أسعار الإغلاق الشهرية للمؤشرات الرئيسية لأسهم هذه الأسواق المالية عينة لدراستنا ، وبذلك تم تشكيل عينة شملت تسعة مؤشرات من بينها المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية .

3- متغيرات الدراسة :

مؤشرات الأسواق المالية : متغير مستقل
العائد على المحفظة : متغيرتابع
المخاطر المالية : متغيرتابع
إذ سيتم الاعتماد على أسعار الإغلاق لمؤشرات عينة الدراسة

4- أسلوب الدراسة لجمع البيانات

أ- المنهج الاستقرائي (النظري) : - جمع البيانات و العلاقات المترابطة بطريقة دقيقة من أجل الربط بينها بمجموعة من العلاقات الكلية العامة. و يتميز هذا المنهج بانتقال الباحث فيه من الجزء نحو الكل ، أو من الخاص إلى العام ، حيث ينتقل الباحث في بحثه من الجزء إلى الكل أو من الخاص إلى العام ، فيقوم الباحث في بداية الأمر بتعميم النتائج على الجزء وبعد أن يتتأكد من صحتها يقوم بتعميمها على الكل. ومن خلال المنهج الاستقرائي يقوم الباحث بتعميم الدراسة الخاصة التي قام بها على الدراسة العامة المتعلقة بالموضوع.

ب- المنهج القياسي (العلمي) : - اعتمد الجانب العملي على البيانات الرقمية لمؤشرات الأسواق المالية العامة والمنشورة في الموقع الرسمي للأسوق عينة الدراسة وتم الاعتماد كذلك على الموقع التالية لجمع أسعار الإغلاق الشهرية <http://sa.investing.com>

وسيتم الاعتماد على نموذج الانحدار الذي يستخدم أسلوب الدمج بين السلسل الزمنية والبيانات المقطعة

Panel data

إذ سيتم اختيار الأفضلية بين المعادلات الثلاث للنموذج

1- نموذج الانحدار التجمعي (Model Regression Pooled) (PRM)

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

2- نموذج التأثيرات الثابتة (Model Effects Fixed) (FEM)

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

3- نموذج التأثيرات العشوائية (Model Effects Random) (REM)

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \dots$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

$$Var(v_i) = \sigma_v^2 ; E(v_i) = 0$$

الفصل الأول الدراسات السابقة المبحث الثاني

"المبحث الثاني" الدراسات السابقة

ان الدراسات السابقة تشكل ضرورة معرفية مهمة تسهم في بلورة الجهود البحثية في البحث العلمي ، خاصة عندما تتطرق هذه الجهود من حيث انتهت تلك الدراسات في خطوات استكمالية تمثل اضافات نوعية تتجاوز التكرار غير الضروري لما هو قائم ، لذلك فقد اصبح لزاما تعزيز الدراسة الحالية بما تناولته بعض من الدراسات التطبيقية السابقة من قضايا ومسائل تتعلق بالتحليل والاختبار بهدف الاستفادة منها في اثراء الجانب العملي وتعزيز النواحي المعرفية من جهة وبلورة ابعاد مشكلة الدراسة من جهة اخرى ، وبذلك فان الدراسات الحالية تستعرض عددا من الاسهامات العلمية الرصينة الاجنبية منها والعربيه ،

اولا- الدراسات المحلية

1- الخفاجي (2006)

تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفوعة في اسواق الاسهم الناشئة دراسة تطبيقية	عنوان الدراسة
بحث ماجستير	نوع الدراسة
علي جيزان عبد علي الخفاجي	اسم الباحث
شملت عينة الدراسة 17 سوق ناشئاً واستندت إلى عوائد شهرية بالدولار الأمريكي ومنها (الارجنتين ، البرازيل ، شيلي ، كولومبيا ، المكسيك ، فنزويلا ، الهند ، اندونيسيا ، ماليزيا ، الفلبين ، تايوان ، تايلاند ، كوريا ،الأردن ، البرتغال ، تركيا ، زيمبابوي)	عينة الدراسة
الهدف العام هو تطبيق افتراضات نظرية المحفظة الكفوعة في الاطار الدولي والبحث عن افضل بديل (خيار) يمكن ان يحقق مفهوم الكفاءة (المبادلة الافضل بين العائد والمخاطرة) من خلال تجسيد الاطر النظرية لمفهوم التنويع الدولي الكفوء ، وعليه فان الزاوية المعرفية التي يسعى البحث لتسليط الضوء عليها هي قياس اثر التنويع الدولي في مخاطرة المحفظة الكلية	الهدف من الدراسة
ان ابرز ما توصلت اليه الدراسة هو : لما كان الاستثمار في محفظة اسهم متعددة تنوعة تنوعاً دولياً يؤدي الى تعامل المستثمر مع العملات المختلفة وتؤدي ايضاً الى تحمله مخاطرة تقلب اسعار صرف العملات الاجنبية فمن الضروري استخدام وسائل التحوط ضد هذا النوع من المخاطرة وذلك عبر استخدام عقود مستقبليات العملة او العقود الآجلة .	النتائج التي توصلت اليها الدراسة

الفصل الأول الدراسات السابقة المبحث الثاني

2- دراسة (الفريجي, 2008)

عنوان الدراسة	أثر التنويع الدولي على عائد ومخاطر المحفظة الدولية
نوع الدراسة	بحث منشور
اسم الباحث	حيدر نعمة الفريجي
عينة الدراسة	شملت عينة الدراسة ثلاثة مؤشرات مالية وهي مؤشرات (S&P , NIKKI , ft ، وان الدراسة استخدمت البيانات نصف الشهرية لهذه المؤشرات
الهدف من الدراسة	دراسة تطبيقية تهدف الى اختبار امكانية الاستفادة من التنويع الدولي في تخفيض مخاطر المحفظة المالية وتحقيق افضل علاقة ما بين العائد والمخاطر وذلك على وفق منظور المستثمر الامريكي
النتائج التي توصلت اليها الدراسة	توصلت هذه الدراسة الى نتيجة مفادها يمكن الاستفادة من التنويع الدولي في بعض الحالات عندما يكون معامل الارتباط صغيرا او صفريا او سالبا بين عوائد الموجودات الاجنبية ، وبينت كذلك بأنه يزداد عائد المحفظة بزيادة نسبة الاستثمار الموجود ذي العائد الاعلى وينطبق ذلك على المخاطرة

3- دراسة الحسناوي (2018)

عنوان الدراسة	اداء المحفظة الدولية الخطرة المثلى بظل الازمة المالية
نوع الدراسة	بحث منشور
اسم الباحث	أ.د ميثم ربيع هادي الحسناوي
عينة الدراسة	شملت عينة الدراسة (53) مؤشر أسهم سوق دولي ، وتم ادخال سوق العراق للأوراق المالية
الهدف من الدراسة	تهدف هذه الدراسة الى تقييم ما اذا كانت هناك منافع من التنويع الدولي للمحفظة الدولية الخطرة المثلى و هل تعد المنافع اداة كافية لمواجهة التكاليف والمخاطر في الاسواق المالية التي اصبحت اكثر تكاملا في جميع انحاء العالم وعلى مر السنين .
النتائج التي توصلت اليها الدراسة	اظهرت النتائج التحليلية ان اداء المحفظة المثلى الدولية يختلف في اثناء الازمة المالية مقارنة بما قبلها وما بعدها ، واظهرت تفوق المحفظة المثلى الدولية على المحفظة المحلية

الفصل الأول الدراسات السابقة المبحث الثاني

ثانياً- الدراسات العربية

1- (مليك، 2013

أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية	عنوان الدراسة
بحث ماجستير	نوع الدراسة
غالية ملوك	اسم الباحث
مؤشرات اسواق الاسهم لكل من كندا ، فرنسا ، المانيا ، اليابان ، سويسرا ، الولايات المتحدة الامريكية و المملكة المتحدة	عينة الدراسة
يهدف الى دراسة مدى مساهمة التنويع الدولي في الادارة الفعالة للمحفظة المالية من خلال خفض المخاطرة وتحقيق افضل علاقه بين العائد والمخاطر	الهدف من الدراسة
تتلخص النتائج الرئيسية للدراسة في امكانية تحقيق مكافئ من التنويع الدولي للمحفظة المالية وهذه المكافئ اكبر بكثير بالنسبة للمستثمر الامريكي من المستثمر الياباني ، وان التحوط من مخاطر سعر الصرف عموما يسمح للمستثمر الامريكي بالاستفادة من التنويع الدولي اكثرب من المستثمر الياباني ، والتنويع الدولي للاستثمار بالسندات مع التحوط من مخاطر الصرف يقدم مفاضلة احسن بين المخاطرة والعائد من التنويع الدولي للاستثمار بالاسهم سواء مع التحوط أم بدونه من مخاطر الصرف	النتائج التي توصلت اليها الدراسة

2- دراسة (كروش، 2016

التنوع الدولي كاداة لتدئنة المخاطر النظامية في محفظة الاوراق المالية	عنوان الدراسة
بحث منشور	نوع الدراسة
راضية كروش	اسم الباحث
عينة الدراسة مكونة من مجموعة من الشركات الوطنية المدرجة في سوق الكويت فضلا عن الى بعض الشركات الاجنبية المسورة في سوق الكويت للأوراق المالية وكذلك شركات مدرجة ببورصة السعودية للأوراق المالية للعام 2010 فقط	عينة الدراسة
تهدف هذه الدراسة الى معرفة مدى مساهمة التنويع الدولي في خفض المخاطر النظامية في حافظة الاوراق المالية المسورة في كل من سوق الكويت وال سعودية للأوراق المالية	الهدف من الدراسة
بينت هذه الدراسة ان المخاطر النظامية لمحفظة الاوراق المالية المنوعة تتويعا دوليا تنخفض إذ يؤدي التنويع الدولي الى الاستقرار النسبي في عائد المحفظة	النتائج التي توصلت اليها الدراسة

الفصل الأول الدراسات السابقة المبحث الثاني

ثالثاً- الدراسات الاجنبية :

1- دراسة (Solnik, 1974)

<p>عنوان الدراسة</p> <p>Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically ? لماذا لا ننوع دوليا بدلا من التنويع المحلي</p>	<p>عنوان الدراسة</p> <p>بحث منشور</p>
<p>اسم الباحث</p> <p>Bruno H. Solnik</p>	<p>عنوان الدراسة</p> <p>عينة الدراسة</p>
<p>شملت عينة الدراسة الاسواق المحلية الامريكية وغير المحلية الاوربية والتي تشمل على سبع بورصات رائدة لكل من بريطانيا، المانيا، فرنسا، سويسرا، ايطاليا، بلجيكا، هولندا حيث تضمنت العينة اسعار الاغلاق الاسبوعية للمدة (1961-1966)</p>	<p>عنوان الدراسة</p> <p>ان الهدف من هذه الدراسة هو اظهار المزايا الاساسية للتنويع الدولي والتي تحد من المخاطر المحلية عن طريق الاستثمار في محفظة من الموجودات المحلية وغير المحلية</p>
<p>النتائج التي توصلت اليها الدراسة</p> <p>بينت هذه الدراسة ان المخاطر النظامية لمحفظة الوراق المالية المنوعة تنويعا دوليا تنخفض حيث يؤدي التنويع الدولي الى الاستقرار النسبي في عائد المحفظة</p>	<p>النتائج التي توصلت اليها الدراسة</p> <p>(Lessard, 1976)</p>

2- دراسة (Lessard, 1976)

<p>عنوان الدراسة</p> <p>Equity and Industry Relationships in Country World through for Risk Reduction Returns Implications Diversification International</p>	<p>عنوان الدراسة</p> <p>أثر التنويع الدولي في الحد من المخاطرة : علاقة عوائد الاسهم بالعالم ، والدولة والصناعة</p>
<p>نوع الدراسة</p> <p>بحث منشور</p>	<p>نوع الدراسة</p> <p>عينة الدراسة</p>
<p>اسم الباحث</p> <p>Lessard</p>	<p>اسم الباحث</p> <p>عينة الدراسة</p>
<p>شملت عينة الدراسة مجموعة من الاسواق المالية ل (16) دولة ، واستندت الدراسة الى مجموعتين من البيانات الاولى تمثل في نسبة التغيرات الشهرية لاسعار مؤشرات الاسواق عينة الدراسة ، والمجموعة الثانية هي التغيرات في الاسعار الشهرية ل 205 ورقة مالية ل 14 دولة ول 14 سناعة</p>	<p>النتائج التي توصلت اليها الدراسة</p> <p>البحث عن امكانية تحقيق مكاسب من التنويع الدولي في ظل كل من الاسواق المتكاملة والمتجزئة</p>
<p>النتائج التي توصلت اليها الدراسة</p> <p>توصلت الى ان الارتباطات المنخفضة بين عوامل الدول تمثل في المفهوم الاساسي لتحقيق مكاسب من التنويع الدولي إذ يتوقف حجم المكاسب على ما اذا كانت الاسواق متجزئة او متكاملة دوليا وهذا يؤكد الاهمية النسبية للبعد الدولي في الحد من المخاطر</p>	<p>النتائج التي توصلت اليها الدراسة</p> <p>(Lessard, 1976)</p>

الفصل الأول الدراسات السابقة المبحث الثاني

3- دراسة (Hui et al,2007)

The Impacts of Asian Currency Crisis on International Portfolio Diversification	عنوان الدراسة
أثر ازمة العملة الاسيوية على التنويع الدولي للمحفظة	نوع الدراسة
بحث منشور	اسم الباحث
Hui	عينة الدراسة
تتكون من ثلاثة انواع من الاستثمارات : الاسهم ، السندات ، ومزيج من الاسهم والسندات إذ استندت الى اسعار الاغلاق الشهرية لسبعة عشر سوق اسهم رئيسية	الهدف من الدراسة
هدفت الدراسة الى بناء المحفظة الدولية على وفق المدخل التقليدي (ماركويتز)	النتائج التي توصلت اليها الدراسة
توصلت الدراسة الى ان مخاطر الاستثمار يمكن تخفيضها عبر انشاء محفظة دولية على حد سواء قبل وبعد ازمة العملة الاسيوية	النتائج التي توصلت اليها الدراسة

4- دراسة (Gholamreza Mansourfar, Shamsher Mohamad,2010)

A review on international portfolio diversification : The Middle East and North African region", African	عنوان الدراسة
استعراض للتنويع الدولي في المحفظة : الشرق الاوسط وشمال افريقيا	نوع الدراسة
بحث منشور	اسم الباحث
Gholamreza Mansourfar	عينة الدراسة
عينة من الاسواق المالية واعتمدت بالأساس على استعراض ما توصلت اليه الدراسات السابقة	الهدف من الدراسة
اعطاء لمحة عامة عن التنويع الدولي للمحفظة وأثره في خصائص المحفظة الاستثمارية	النتائج التي توصلت اليها الدراسة
اعترفت هذه الدراسة بانخفاض الارتباط بين الاسواق المالية الدولية وسلطت الضوء على المكاسب الكبيرة للتنويع الدولي للمحفظة	النتائج التي توصلت اليها الدراسة

الفصل الأول الدراسات السابقة المبحث الثاني

5- دراسة (Binti Kamalzaman, 2011)

MARKET INTEGRATION AND INTERNATIONAL PORTFOLIO DIVERSIFICATION FROM MALAYSIAN PERSPECTIVE تكامل الاسواق والمحفظة الدولية من المنظور الماليزي	عنوان الدراسة نوع الدراسة اسم الباحث عينة الدراسة الهدف من الدراسة النتائج التي توصلت اليها
بحث منشور	نوع الدراسة
Binti	اسم الباحث
ضمت عينة الدراسة واحدا وعشرين سوقا متقدما وناشئا في العالم واعتمدت على مؤشر (MSCI) واستخدمت اسعار الاغلاق اليومية للمؤشرات	عينة الدراسة
اجراء مقارنة شاملة ومتزامنة للمنافع المحتملة من التنويع الدولي بين الاسواق الماليزية واسواق الدول المتقدمة والناشئة من وجهة نظر المستثمر الماليزي	الهدف من الدراسة
ان هنالك مجالا واسعا للاستفادة من التنويع الدولي الذي من الممكن ان يجيئه المستثمرون في اسواق الاسهم الناشئة خصوصا في مدة بعد الازمة المالية الآسيوية	النتائج التي توصلت اليها

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

ان فكرة هذه الدراسة جاءت نتيجة لتساؤل مهم وهو هل هنالك جدوى من المحفظة الدولية في تخفيض المخاطر المالية؟ وان هذا التساؤل جاء نتيجة لعدم استقرار الوضع الاقتصادي من جهة وتشابك وتداخل تسامي الاقتصادات العالمية فيما بينها من جهة اخرى ، مما زاد من الضبابية حول موضوع جدوى المحفظة المنوعة تنويعا دوليا ، فضلا عن ذلك فقد انطلقت فكرة البحث نتيجة لفراغ الكبير الذي تعانيه المكتبات العربية عامة والعراقية خاصة ، ومن اجل اثراء الميدان العلمي بموضوع المحفظة المالية الدولية لما له من اهمية كبيرة في الحد من المخاطر المحلية و لتحقيق افضل مبادلة بين العائد والمخاطر وبذلك فقد تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بسميات هي :

- 1- تعد هذه الدراسة من الدراسات النادرة والفريدة التي تعنى بدراسة وتحري جدوى المحفظة المالية الدولية في خفض المخاطر المالية
- 2- وضحت استراتيجية نادرا ما ي Sửخدمها المستثمرون الا وهو المحفظة الدولية وتوضيح اثارها في عملية خفض المخاطر المالية

"الفصل الثاني"

الاطار النظري لمحفظة الأوراق المالية

الباب الثاني

المبحث الأول : الاطار العام للمحفظة المالية الدولية

المبحث الثاني : عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية

المبحث الثالث : التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر

"المبحث الاول"

المنظور العام لمحفظة الاوراق المالية الدولية

المطلب الاول : مدخل مفاهيمي للمحفوظة المالية الدولية والتطور التاريخي لها

اولاً : نشأة المحفوظة المالية والتطور التاريخي لها

ان كتابات ماركويتز حول هذا الموضوع حددت بوضوح ولأول مرة نظرية المحفوظة الحديثة اذ امتلأ الكتاب بالأفكار والمقترنات التي توقفت العديد من التطورات اللاحقة في هذا المجال (Elton,Gruber,1997:2) وان تأسيس الشركات المالية والارتفاع الحاصل في الفوائض المالية والتطورات الاقتصادية في عالم الاعمال ادى الى اتساع نطاق عمل المحفظة المالية (ال شبيب ،2009،ص284).

إذ يعد عام 1952 هو عام بداية ظهور المحفوظة عندما قام المحلل الامريكي ماركويتز في وضع الاسس لنظرية المحفوظة الاستثمارية وقد قدم ماركويتز اول فكرة عن المحفوظة ونشر بحث سمي اختيار المحفوظة وبين به كيف يتم بناء محفظة استثمارية والتي تحقق اعلى عائد متوقع مع مستوى معين من المخاطرة (ال شبيب ،2010 ،ص14) ، وعندما قام ماركويتز بنشر مقالته قدم الاساس لنظرية المحفوظة الحديثة كمشكلة رياضية ، وتجرد الاشارة الى ان نظرية المحفوظة المالية لم تقف عند هاري ماركويتز فقط ، إذ اسهم جيمس توبين في ستينيات القرن العشرين إذ قام بإضافة معدل العائد الحالي من المخاطرة الى المحفوظة المالية وطرح خط سوق الاوراق المالية CML ثم جاء بعده ويليام شارب وعدد من الدارسين والمحللين واضافوا مقترن نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM ، وفي السبعينيات ابتكر روز مدخلا سمي بنظرية التسعير المرجح APT وافتراض ان عائد الاوراق المالية تحدده عوامل ومتغيرات اقتصادية (Msngram,2013:59-70)

ثانياً :المدخل المفاهيمي للمحفظة المالية الدولية والنظرية الحديثة

1- مفهوم المحفظة المالية الدولية

للمحفظة المالية مفاهيم متعددة ومتعددة تم تداولها من قبل المصادر والمؤلفات لعدد كبير من الباحثين في المجالات المالية والاقتصادية وقد يصعب حصرها في تعريف دقيق وشامل لذلك سيتم التطرق الى بعض هذه المفاهيم ، اذ عرفت المحفظة المالية بأنها عبارة عن مجموعة من الموجودات التي قد تحتوي على اصول حقيقة مثل سيارة او منزل ... الخ فضلا عن الى الموجودات المالية مثل الاسهم والسنادات (Elton,Gruber,1997:3) ، وكذلك عرفت بانها مجموعة من الاصول المالية او الحقيقة التي يتحكم بها المستثمر بهدف تحقيق عائد عند مستوى معقول من المخاطر (Amenc & Sourd 2003:6). وعرفتها سارة بانها مجموعة من الاصول المالية المنقولة والتي تشكل مزيجا متجانسا من هذه الاوراق إذ يتم اختيارها بعناية لتحقيق اهداف المستثمر وتكون من مختلف الاوراق المالية (الاسهم ، السنادات ، الصكوك ...) وتخالف من إذ القيمة ومعدل العائد. (سارة ، 2007:8) . في حين تعرف "كما ورد في معاجم اللغة بأن كلمة محفظة تعني في الاصل كيسا كبيرا او صغيرا من الجلد تحفظ فيه قطع من النقود والاوراق المهمة الاخرى ، ومن هنا جاءت تسمية المحفظة الاستثمارية لتدل على المعنى نفسه إذ يمكن ان تكون مجموعة من الاوراق المالية المختلفة كالاسهم والسنادات بأنواعها وشهادات الایداع فضلا عن انه يمكن ان تكون في المحفظة ايضا صكوك ملكية الاصول حقيقة كالعقارات او الذهب والفضة " (المؤمني،2013:17) . وعرفت بانها محفظة مشتركة يشترك بها العديد من المستثمرين وحسب رغبتهم وقدراتهم المالية وبمبالغ كبيرة او صغيرة إذ يمكن المستثمر من خلالها شراء حصة من اصولها وتسمى بالوحدة ويتم تقييم هذه الوحدة بشكل دوري ويتم الاستثمار في المحفظة المالية باسم والسنادات والعملات (كافي ،Esfahani 2014:234) . واما (Esfahani) فقد وضح معنى المحفظة الاستثمارية بانها مجموعة المشروعات او الاوراق المالية الخاصة بالمستثمر والتي تستطيع ان تحقق اهدافه ، وان اتخاذ القرار الخاطئ في عملية اختيار المشروعات او الاوراق المالية للمحفظة تكون له عواقب سلبية وهي استهلاك جميع الموارد في مشروعات لا تلائم اهداف المستثمر(Esfahani et.al,2016:52) وقد عرفت بانها عبارة عن توليفة مكونة من عدة اوراق مالية متعددة وبتواريخ استحقاق مختلفة ويحتفظ بها المستثمر لغرض الحصول على اعلى عائد باقل مخاطرة (عبد العالى ، 2018: 192) . إذ ان الهدف الاساسي من الاستثمار هو توظيف تلك الاموال التي يمتلكها المستثموون حسب رغباتهم من إذ العائد والمخاطرة ، وان طريقة الاستثمار في الاموال المتاحة في شكل استثمار جماعي هي الاكثر شيوعا اي تكوين محافظ استثمارية في صناديق الاستثمار ويتم ذلك بجمع الاموال من صغار المستثمرين وشراء اوراق مالية مما

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

يعمل على التنويع في الاوراق المالية وتخفيض تكاليف المعاملات وتم اتاحة الفرصة امام المستثمرين الصغار وتحقيق التنويع الكفوء إذ انه لا يجوز الاستثمار الجماعي الا عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة (Spuchlakova et.al,2015,167).

اما محفظة الاوراق المالية الدولية فهي تعتبر من ادوات الاستثمار الحديثة والتي اخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين خصوصا النوع المؤسسي منها ، ولعل اهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحفظة للمستثمرين هي ميزة التنويع الجيد التي تعطي للمحفظة سمة الامان النسبي (مطر،2009:148). وان المحفظة المالية الدولية تتكون من الاوراق المالية الاجنبية المضافة ، ولها شكل المخاطرة نفسه في محفظة الاسهم المحلية ولكنها تتميز بان لها ادنى معامل بيته اي مقياس المخاطر النظامية مما يعني ان مخاطر المحفظة المالية الدولية تكون اقل من مخاطر المحفظة المحلية (الشاوي،2020:136).

وسبب التنويع الجيد للمحفظة الدولية ما يأتي : (المؤمني،2009:255),(مطر،2009:148)

اولا – ان الاصول تكون منوعة اكثر من الاصول المتوافرة على المستوى المحلي

ثانيا – التنويع الجغرافي إذ ان رأس مال المحفظة يكون موزعا على عدة ادوات استثمارية مختلفة وفي دول مختلفة

ثالثا- تنويع العملات وذلك بسبب خاصية التنويع الجغرافي للأصول المحفظة تتنوع ايضا العملات التي تبعا للدول التي يوجد فيها الاصل المالي

ومما سبق يمكن تعريف المحفظة المالية بأنها استثمار فردي متعدد الأوجه، فهي بمثابة وعاء استثماري يضم مجموعة من العمليات الاستثمارية المتعددة و المتنوعة أي هي الحالة التي يتم توزيع راس المال على عدد من الاستثمارات وتجنب استثمارها في مشروع او شكل واحد تجنبا للمخاطر التي قد تنتج عن وضع كامل راس المال في مشروع واحد والذي بخسارته قد يؤدي الى خسارة كل راس المال أما في المحفظة الاستثمارية فيكون رأس المال موزعا على عدد من الأصول ومن ثم بخسارة أي منها لا يؤدي ذلك الى خسارة كامل رأس المال وعادة ما تكون أي محفظة استثمارية تدار من قبل شخص مسؤول قد يكون مالكها أو المساهم الأكبر فيها، وقد يكون مجرد موظف فقط مسؤول يسمى بمدير المحفظة المالية

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

وان تعريف المحفظة المالية الدولية لا يختلف كثيرا عن المحفظة المالية المحلية الا انها تمتاز بخاصية التنوع على المستوى الدولي بدلا من التنوع المحلي وهذا يضيف لها سمة الامان.

لذلك يجب ان تكون التوليفة التي يختارها المستثمر والتي تتكون من اسهم وسندات وعقارات وغيرها من الاستثمارات تحقق الهدف منها وهي المبادلة الكفؤة بين المخاطرة والعائد لذلك باتت هذه العملية تحسب على وفق العائد الموزون بالمخاطر وان اهم تحد هو طريقة ايجاد استثمارات منوعة لها خصائص مخاطرة وعائد متوقع مختلف ، عملية اختيار شركتين من قطاع واحد يعني اختيار خصائص متشابهة من إذ المخاطرة بمعنى ان الاحتفاظ بالأسهم نفسها لشركتين من القطاع نفسه لا يمنح المستثمر فرصة لتقليل المخاطر او لتقديرات العائد (عاشور،2017،ص62).

2- النظرية الحديثة للمحفظة

ان النظرية الكلاسيكية للمحفظة تقترح ان على المستثمر ان يختار المجموعة المثلثى من الاصول المتوافرة لديه وان هنالك هدفا يسعى المستثمر الى تحقيقه وهو تعظيم العائد المتوقع بما يتفق مع مستوى معين من المخاطرة إذ تسمى نظرية المحفظة بـ(محفظة التباين المتوسط) وان عملية اختيار المحفظة المثلثى من قبل المستثمر تتطلب معرفة جوانب وطبيعة الاستثمار والتي تمثل بالعائد والمخاطرة (Michalikova et.al,2015:1102) إذ ان الاهتمام والتركيز في النظرية الكلاسيكية للمحفظة المالية على معدل العائد المتوقع على الاستثمار. الا ان نظرية المحفظة (Modern theory) الحديثة اضافت بعدها اخر على الاستثمار، وهو المخاطرة إذ شملت المفهومين معا العائد والمخاطرة في الوقت نفسه واكتد نظرية المحفظة الحديثة ان العائد والمخاطرة يرتبطان معا بشكل ايجابي وان هذه العلاقة بمثابة مشكلة لدى المستثمرين الذين يطمحون للحصول على اعلى عائد مقابل ادنى مخاطرة (picooli,et.al,2018:1-2) وبعد هاري ماركويتز من الاوائل الذين اهتموا بعائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية والمدخل الجديد الذي قدمه عن كيفية تشكيل محفظة استثمارية عن طريقة النظر في العائد والمخاطرة للاسهم الفردية باستخدام علاقة الارتباط بين الموجودات (Mangram,2013:59). ويرمز الى نظرية المحفظة (MPT) إذ تعد الاساس لعملية توزيع الاصول ولكن هذه النظرية وضعت الاساس النظري فقط وان اهم التطورات المالية الحديثة التي تعتمد عليها نظرية المحفظة الحديثة هو نموذج CAPM وكذلك فرضية السوق الفعال

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

(Roche,2016:3) . وصاغ ماركويتز مشكلة اختيار المحفظة على ان المستثمر يرغب في تعظيم العائد المتوقع عند مستوى معين من المخاطرة او تدني المخاطرة عند مستوى معين من العائد إذ ادى هذان المبدان الى صياغة الحد الكفوء الذي يمكن المستثمر من خلاله اختيار محفظته الكفوءة حسب العائد والمخاطرة للموجودات الفردية (Ivanova&Dospatliew,2017:294) ، وكانت الرسالة المهمة للنظرية هي انه لا يمكن اختيار الموجودات فقط على اساس الخصائص الفردية للأوراق المالية ، وعوضا عن ذلك ينبغي على المستثمر ان يفكر في كيفية تحرك كل ورقة مالية مع سائر الاوراق المالية الاخرى (sirucek&Kren,2015:1375) ، وقد افضى الاهتمام بهذه التحركات المشتركة الى القدرة على بناء محفظة لها العائد المتوقع نفسه ومخاطرها اقل من المحفظة التي يتم بناؤها مع تجاهل التفاعلات والتحركات بين الاوراق المالية (Pandey,2012:7) ، وينبغي على المستثمر عند بناء محفظة كفوءة ان يقوم بتحديد نسبة كل ورقة مالية تدخل في تشكيل المحفظة المالية مع الاخذ بنظر الاعتبار الشروط لتعظيم العائد ، وان الشروط يقصد بها هنا ان يكون مجموع الاوزان للاوراق المالية في المحفظة المالية مساويا لواحد الصحيح إذ ان كل وزن للورقة المالية لا يمكن ان يكون سالبا ولا يمكن ان يكون اكبر من الواحد الصحيح وان تباين العوائد والعائد المتوقع هما المعياران المعتمدان لاختيار المحفظة (Radovic,et.al,2018:22).

وان نموذج ماركويتز يعتمد بالأساس على الافتراضات التي تتعلق بسلوك المستثمر وهي : (Reilly&Brown,2012:183)

- 1- ان المستثمرين يرون ان كل بديل استثماري على انه التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة خلال مدة الاحفاظ .
- 2- ان المستثمرين يهتمون بمخاطر المحفظة المالية على اساس التقلب الحاصل في العوائد المتوقعة.
- 3- ان المستثمرين يتوجهون للعوائد العالمية على العوائد الاقل لمستوى معين من المخاطرة وكذلك عند مستوى معين من العائد يفضل المستثمر المخاطرة الاقل على المخاطرة الاعلى.
- 4- ان قرارات المستثمر ترتبط بالعائد والمخاطرة.

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

وتسند نظرية المحفظة الى الافتراضات الآتية (العامري ،2013،ص38)

- 1- يتجنب المستثرون المخاطرة بمعنى ان المستثمر رشيد وعقلاني.
- 2- ان توقعات المستثمرين متشابهة بخصوص العائد والمخاطر.
- 3- تماثل مدة الاحتفاظ للمستثمرين.
- 4- امكانية تجزئة الاستثمارات.
- 5- امكانية الاقراض والاقتراض بمعدل عائد خال من المخاطرة .

وان هنالك الكثير من الانتقادات وجهت الى نظرية المحفظة الحديثة اهمها : (Mangram,2013:67)

- أ- ان المستثمر غير عقلاني وان الافتراض الاساسي ينص على عقلانية المستثمر بانهم يتبنون المخاطرة ومن خلال مراقبة سلوكياتهم اتضح ان المستثمرين لا يتبنونها ويتجهون الى الاسواق الساخنة بانتظام .
- ب- المخاطر المالية بعائد مرتفع اذ ان المستثمرين في الاسواق يكونون على استعداد لقبول مخاطرة مرتفعة عند تعويضهم بعائد اكبر وفي الاسواق المالية هنالك بعض الحالات التي تؤدي الى اعتماد استثمارات بدرجة مخاطرة مرتفعة دون زيادة العائد .
- ج - تفترض نظرية المحفظة توافر المعلومات التامة للمستثمرين كافة في الوقت نفسه وفي الواقع ان هذا غير صحيح .
- د- قدرة الاقتراض غير محدودة وبمعدل العائد الحالي من المخاطر RF وفي الحقيقة ان جميع الاسواق العالمية هنالك حد للائتمان وعلاوة على ذلك يكون للحكومة فقط الاقتراض باستمرارية بمعدل عائد خال من المخاطر.
- ه - تفترض نظرية المحفظة الاستثمارية كفاءة السوق بشكل تام لكن في الحقيقة هنالك بعض الحالات التي تؤدي الى عدم صحة ذلك فهنالك انعكاس غير تام للمعلومات من خلال اسعار الاوراق المالية مما يؤدي الى عدم كفاءة السوق.
- و - لا توجد تكاليف وضرائب بل العكس تتحمل مدخلات المحافظ الضرائب وكلف الصفقات.

المطلب الثاني : أهمية واهداف ومكونات المحفظة الدولية

اولاً : اهداف المحفظة المالية الدولية

يحقق تكوين المحفظة المالية الدولية عددا من الاهداف وتمثل في الاستثمار طويل او قصير الاجل وكذا طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية وفي ضوء ذلك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الاهداف ومن هذه الاهداف

1- حماية راس المال المستثمر : ان نمو المحفظة المالية ودخلها يساعد بالحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المالي المستثمر وهنا يتم التخطيط لمكونات المحفظة وتم المفاضلة بين الاصول ذات الدخل الثابت والمتحير سواء اختيار مزيج أم التركيز على نوع واحد (سلام، 2004، ص195) والحفاظ على راس المال الاساسي إذ ان من المهام التي يجب على مدير المحفظة ان يوفق فيها هي المحافظة على راس المال والعمل على ان لا تصل الخسائر اليه باستعمال الاسس السليمة في اختيار مختلف الاوراق المالية في (Hilsted,2012:51).

2- تحقيق امان مستقبلي: وهذا بتشكيل محفظة تتكون من اوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الايام ، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء الى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن (سارة، 2007، ص11).

3- قابلية السيولة والتسيويق : إذ يتم ذلك من خلال الاستثمار في ادوات تميز بالسيولة المرتفعة اي لها القابلية على التحويل الى نقد بسهولة من دون الخسارة وكذلك امكانية تسويقها وتداولها بالسوق المالي بسرعة (صورية وآخرون ،2018، ص19).

4- التنويع : يعد التنويع احد اهم الاهداف للمحفظة المالية إذ يعتبر من اهم الوسائل لتنقیل المخاطر التي يمكن ان تقع على المحفظة الاستثمارية فعملية اختيار السندات لها دخل محدد واسهم ثابتة ولا تتأثر في التغيرات الصغيرة لسوق الاوراق المالية وكذلك اختيار اسهم ذات ربح عال ومن الممكن ان تكون هناك مخاطرة ، بهذه المجموعة تشكل مزيجا يؤدي في النتيجة الى زيادة الارباح وتخفیض المخاطر (المومني،2013،ص21).

5- تعظيم القيمة : يكون الهدف هو تخصيص الموارد وذلك لتعظيم قيمة المحفظة من خلال تحديد المشروعات وذلك لتحقيق اقصى قدر لمجموع القيم او القيمة التجارية لجميع المشروعات النشطة (Cooper,2014:4).

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

6- استقرار التدفق النقدي (تناسق العوائد) : ان هذا الهدف يضمن توفير الاستقرار في العائد عن طريق اعادة استثمار العوائد في محافظ مربحة وجيدة ، إذ تعمل على تحقيق عوائد ثابتة تposure تكلفة الفرصة البديلة (Saed&Mohmmed,2014:7)

ثانياً : أهمية المحفظة المالية الدولية

تتمثل أهمية المحفظة المالية في النقاط الآتية : (الجنابي ، 2019، ص29)

1- حصول تدفقات كبيرة في رأس المال ويتدفق الى مختلف المؤسسات والقطاعات الاقتصادية كالتجارية والصناعية والمالية

2- قدرة المؤسسات الاستثمارية على التوسيع ومن ثم زيادة الخبرة في عملية تقديمها للخدمات والنصائح ولا سيما الاستثمار في الاسهم والسنادات.

3- تحقيق الاستثمارات المالية المتاحة بأدوات استثمارية قصيرة ممثلة بالأسهم العادية او طويلة الاجل ممثلة بالأسهم الممتازة والسنادات (الشبيب ، 2010، ص17).

4- توسيع نشاط صناديق الاستثمار المشتركة ومحافظ المؤسسات المالية كشركات التمويل والمصارف ووحدات الضمان الاجتماعي وتنوع الادوات الاستثمارية المتاحة الدولية وال محلية (اليودة 2018، ص10).

ثالثاً : مكونات المحفظة المالية الدولية :

تصنف اصول المحافظ الى نوعين هما :-

١- الاصول الحقيقية : وهي عبارة عن الموجودات الملموسة مثل العقارات والسلع والمشروعات الاقتصادية والتي تتميز بانها ذات سيولة منخفضة وتتطلب خبرات متنوعة لكونها تتصرف بعدم التجانس بين انواعها (Barasinska,2009,:14).

أ- العقارات : ان المتاجرة بالعقارات تأتي في المرتبة الثانية في عالم الاستثمار إذ يتم الاستثمار بها بطريقتين اما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (مبان او أرض) واما بكل غير مباشر وذلك عندما يقوم بشراء سند عقاري او يقوم بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية (مطر،2009،ص82)

ب- السلع : وهي المنتجات التي تمتلك خصائص استثمارية وتمتلك اسواقا خاصه والتي تشبه اسواق الأوراق المالية ، ومثال ذلك المعادن الثمينة بالذهب والفضية والبن . (الكناني ،2020 ، ص99)

ج- العملات الاجنبية : ان اسواق العملات الاجنبية منتشرة عبر العالم وتستقطب اهتمام الكثير من المستثمرين الا ان التعامل بالعملات الاجنبية يمتاز بمخاطر عالية بسبب تأثره بالظروف الاقتصادية والسياسية وينعكس ذلك على القدرة الشرائية انطلاقا من التضخم واسعار الفائدة ومحاولة التوفيق بين الربحية والسيولة إذ يتميز هذا السوق بكونه حساسا جدا للظروف السياسية والاقتصادية وكذلك هو سوق يفتقر الى الاطار المادي الملمس ويتم التعامل به بواسطة ادوات الاتصال الحديثة . (السيد علي ، 2021،ص8).

د- المشروعات الاقتصادية : ان الاستثمار في المشروعات الاقتصادية من اكثر الادوات الاستثمارية انتشارا ، إذ يقوم على اصول حقيقة كالمبني والمعدات لذلك تعد من الادوات الاستثمارية الحقيقة ويرحق المستثمر في هذه المشروعات عائدًا معقولًا ومستمرا ويوفر هامشًا كبيرًا جدًا من الأمان إذ يحوز المستثمر اصلا له قيمة ذاتية ولذلك تكون المخاطر الرأسمالية منخفضة إلى حد كبير . (مفلح ، 2019 ، ص13).

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

2- الموجودات المالية : المقصود بها الاوراق المالية التي تمنح لحامليها شهادة من خلال ملكية الاوراق والتي تبين لحامليها حقوق الملكية وتخلو له المطالبة بجزء او كل من المطالبة من تلك القيمة ، وتنميذ تلك الاصول بانها تحقق أرباحا عالية وتتفاوت الخطورة التي تترتب عليها وتأثرها بالعوامل الخارجية كالاسهم والسنادات (Barasinska,2009,:14)

1- الاسهم : تشكل الاسهم احد ادوات الاستثمار المالي ولها عدة انواع وخصائص والتي سيتم التطرق اليها من خلال النقاط الآتية

اولا : هناك نوعان مختلفان للأسهم هما :

أ- الاسهم العادية : حقوق ملكية ليس لصاحبها الاولوية في الحصول على الارباح عند توزيعها والحصول على نصيبيه من الشركة في حالة الافلاس ولها عدة انواع (الرضي ،2018، ص16)

ب- الاسهم الممتازة : وهي الاسهم التي تعطي صاحبها الاولوية في الحصول على نصيبيه من الارباح عند توزيعها وغالبا ما يكون هناك حق للمساهمين يسمى بالحق الوقائي ويعمل على حماية المساهمين الحالين ويعني ضعف قيمة اسهمهم (Brigham & ehrhard,2014:313)

2- السنادات

يعرف السند بأنه وثيقة عقد طويل الأجل بقيمة معينة لتمويل مشروع، تتضمن تعهداً من بنك أو شركة ما بسداد المبلغ في مدة متفق عليها مع وجود فائدة تترتب على الطرف الحامل لها، ويمكن تفسير السند أيضاً بأنه دين في ذمة الجهة المصدرة له مثل الشركة، والحامل لهذا السند هو الدائن لذلك الجهة، إذ إنّ السند قابل للتداول، ويحمل أجلاً معيناً لاستحقاق القيمة تختلف مدته حسب الاتفاق الذي كُتب فيه، كما توجد بعض التفاصيل المهمة الموجودة على ورقة السند يقوم المقرض بموجبه على سداد مدفووعات الفائدة مع اصل الدين بتاريخ محدد لحامله إذ يتم اصدار هذه السنادات من قبل الشركات والهيئات الحكومية التي تكون بحاجة الى المزيد من رأس المال ، فضلاً عن ذلك فان سنادات الشركات معرضة بشكل كبير الى خطير التخلف عن السداد إذ انه عندما يواجه مصدر السند اي مشكلات تكون وقتها غير قادرة على الایفاء ومن ثم يتتحمل حامل السند الخسائر وان مستوى المخاطر لسنادات الشركات مختلف ويتبع ذلك حسب قدرتها وجدارتها الانتمانية . (الجعفري ، 2021، ص26)

المطلب الثالث : انواع المحفظة المالية والسياسات المتبعة وضوابط وقيود تكوينها

اولاً : انواع المحفظة المالية

تنوع المحفظة الاستثمارية في ضوء مكوناتها التي تتعدد بعد وضع أهداف المستثمرين أو ادارة المحفظة ويسعى المستثمر في المحفظة الاستثمارية الى تحديد الأهداف لكي تقوم ادارة المحفظة بعكس هذه الاهداف بأدوات استثمارية ملائمة لتحقيق هذه الاهداف بشكل واضح ودقيق وحسب الاولويات التي يطمح اليها المستثمر وعليه ستكون لدينا انواع متعددة من المحفظة الاستثمارية وهي :

1- محفظة النمو(الربح) : تتكون هذه المحفظة من الادوات الاستثمارية التي تحقق نموا وارباحا سريعة وذلك بسبب الارتفاع الذي يحصل في عملية المضاربة كالأسهم فالمستثمرون في هذه المحفظة يرغبون في الحصول على اعلى العوائد مقابل مخاطر عالية ، اي ان عملية الشراء للأسهم تكون دقيقة جدا لأنها يجب ان تحقق عائد اعلى من عائد السوق (الغريري ، 2019 ، ص108).

2- محفظة الدخل : تهدف الى تحقيق اعلى دخل للمستثمر مع مستوى مخاطرة مقبول ، وهذا يفترض على مدير المحفظة المالية اختيار الاوراق المالية التي تدر اعلى العوائد لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق اعلى فائدة فضلا عن الاسهم التي توزع ارباحا عالية ، فضلا عن سندات الشركات القوية التي لا تتأثر بتقلبات السوق وتكون مخاراتها منخفضة مقارنة بالادوات الاستثمارية الاخرى كالأسهم ، وكذلك السندات الحكومية المضمونة ذات العائد المضمون (Kelly,2011:87).

3- المحفظة المختلطة : وهي تلك المحفظة التي تقوم بمزج اوراقها او موجوداتها ما بين الاوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة او مخاطرة بسيطة (اسهم لشركات كبيرة وثقيلة – سندات) مع الاوراق المالية التي تحمل مخاطرة عالية (اسهم مضاربة) (الشاوي ، 2020، ص114).

4- المحفظة المتخصصة : هي تلك المحفظة التي تتخصص في استثمار معين ، والذي يميز هذه المحفظة انها لا تتلاءم عادة مع مبدأ المحفظة الاستثمارية الذي هو التنوع فيه قليل ، ونادرًا ما تتشكل وان تشكلت تكون مؤقتة (العارضي، 2016, ص257).

5- المحفظة المتوازنة : تكون خليطا من الاسهم العادية والممتازة وكذلك السندات ، ويطمح المستثمر في مثل هذا النوع من المحافظ بالحصول على الأرباح الرأسمالية فضلا عن التوزيعات النقدية من ارباح الاسهم ومن فوائد السندات مع الاهتمام بالمحافظة على راس المال المستثمر (اليودة،2018،ص12).

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

6- المحفظة الدولية : هي المحفظة التي تضم ادوات مالية من بورصات عالمية مختلفة والغرض منها تقليل المخاطر النظمية ، واهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع ، التي توفر سمة الامان النسبي ، لا نها منوعة تنوعا جيدا من ثلات زوايا (مليك ، 2013، ص5).

أ- تنوع الاصول : وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الاصول المالية .

ب- التنوع الجغرافي : لأن راس مال المحفظة يكون موزعا على اصول مالية في عدة بلدان.

ج- تنوع العملات : اذ بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة تتبع ايضا العملات التي يتم تقييم الاصول من خلالها .

ثانيا : سياسات المحفظة المالية

تختلف السياسات المتبعة في ادارة محافظ الوراق المالية طبقا لأهداف وغايات المحفظة . فمن هذه السياسات الربح السريع مع تحمل المخاطرة العالية او الربح القليل مع الامان والاستقرار او حل وسط ما بين السياسة الاولى والثانية ، ويمكن حصر السياسات المتبعة في ادارة المحافظ فيما يلي :-

1- سياسة المخاطرة او الهجومية (العدوانية): ويمكن تعريفها بانها استراتيجية تعمل على تمويل الموجودات المتداولة من المصادر قصيرة الاجل ، وتهدف الادارة او المستثمر عند اتباعها الى تحقيق ربح عال من خلال استخدام الاستثمارات الرأسمالية الاقل وذلك لمواجهة النقص الذي يحصل في رأس المال العامل(Irene&Ondigo,2018,115). هدفها الحصول على ارباح مرتفعة وسريعة مع تحمل مخاطر كبيرة وتكون محتويات المحفظة من الاسهم النامية ذات الارباح العالية والتي تحتوي مخاطر عالية بسبب تأثيرها الشديد بالتقليبات الاقتصادية المختلفة اذ تتطلب ادارة المحفظة الاستثمارية على وفق هذه السياسة بصورة دقيقة واتخاذ القرارات الحكيمة التي تتطلب الثاني خوفا من الواقع في الخسائر ويفضل استخدام هذه السياسة في حالة ازدهار الشركات ورواجها فهي تحقق ارباحا عالية في حالة الرواج وارباح قليلة في حالة الكساد وتشير الى المستثمر المجازف (الجنابي ، 2018 ، ص30). اذ تقوم على تحصيل ارباح رأسمالية من الفروقات في الاسعار السوقية لمكونات المحفظة وهو الهدف الرئيس الذي يسعى إليه مدير المحافظ لذلك تسمى هذه المحافظ بالمحافظ الرأسمالية او محافظ النمو(محمد ونجيب ،2018،ص19).

2- السياسة الداعية : وهي سياسة يتبعها مدير المحفظة المالية المتحفظون تجاه عنصر المخاطرة وهم يفضلون الامان على حساب العائد فيركزون اهتمامهم على الادوات الاستثمارية ذات الدخل المستقر وت تكون قاعدتها الاساسية من اذونات الخزينة والسنادات الحكومية والسنادات المضمونة طويلة الاجل والاسهم الممتازة والعقارات وبنسب متفاوتة تتراوح من 60-80 % من رأس مال المحفظة وميزة هذا

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

النوع من السياسات انها توفر دخلا ثابتا ومستمرا لمدة طويلة من الزمن (بن عزيزة،2020،ص15) . وقد يختار المستثمرون أو مدير المحفظة هذه السياسة عندما يشعرون بوجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجهات الاقتصاد نحو الكساد او الركود الاقتصادي

3- السياسة المتوازنة (المعتدلة) : تعد هذه السياسة وسيطا بين السياسيتين المذكورتين أعلاه إذ تتم مراعاة الاستقرار النسبي في المحفظة مع عائد مقبول ومستوى مقبول من المخاطرة ويتم ذلك من خلال تنويع المحفظة بأدوات استثمارية مختلفة إذ تسمى المحفظة من هذا النوع بالمحفظة المتوازنة (الشاوي،2020،ص113) اي هي السياسة التي تتوسط بين مسار السياسة المتحفظة والسياسة العدوانية وتكون اكثر استقرارا ومدير المحفظة مؤمن بالحصول على الارباح المعقولة في مستوى مخاطرة معقول .(Watson&head,2007:69)

ثالثاً : ضوابط وقيود تكوين محفظة مالية

هناك العديد من الضوابط والقيود هي :

1- ضوابط وقيود زمنية : اي المدة الزمنية التي يرغب مالك المحفظة بالاستمرار في الاستثمار بها و هي قصيرة – طويلة - متوسطة (STEWART,2019:20).

2-ضوابط وقيود مالية : وهي حجم ونوع الاموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحيازة الاوراق المالية وتكوين التوليفة او المزيج المناسب في الاوراق المالية (صلاح الدين ،2020،ص9).

3- ضوابط وقيود السيولة : وهو القيد الذي يضعه مالك المحفظة المالية على مديرها في شكل امكانية تسليم المحفظة بالكامل او بجزء كبير منها او بشكل فجائي في اجل قصير ، مما يجعل مدير المحفظة بنجز انواعا معينة من الاوراق المالية التي تحقق هذا الهدف (وردة،2020،ص21).

4- ضوابط وقيود ضريبية : من اجل تحقيق التخطيط المالي والاستثمار المناسبين يجب ان يراعي كل من المستثمر ومدير المحفظة القضايا الضريبية إذ يكون مرتبطا بالقوانين والتشريعات التي تمنح اعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة او لنوع معين من الشركات او لمناطق جغرافية معينة او لا نشطة معينة لذا لابد على المستثمر ان يكون على اطلاع بها حتى لا يتفاجأ بتغييرها .(Brentani,2004:2).

المطلب الرابع : نماذج ومؤشرات تقييم اداء المحفظة المالية

ان الاستمرار في الابحاث المالية والدراسات المتعلقة بنظرية المحفظة ادت الى تطوير اسلوب الموازنة بين العائد والمخاطر ومن أهم النماذج ما يأتي :-

1- نماذج المحفظة المالية

اولا : نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية :-

هو نموذج يعتمد على معادلة رياضية بسيطة من ناحية التطبيق إذ تتضمن متغيرا واحدا وهو عائد محفظة السوق ، وان هذا النموذج يعد من الاكتشافات المهمة في الاقتصاد المالي الحديث (مشرفي،2014،ص257) وتم تطوير نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في بداية السبعينات من نظرية المحفظة الحديثة من قبل واضعي النظرية التمويل الاكاديمي (Brentani,2004:27) إذ يعد النموذج اول نموذج كمي في الاقتصاد المالي ويعبر عن العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع ويرمز له بالرمز (CAPM) وتم وضعه من قبل ولIAM شارب في عام 1964 ، وان من المحفزات لتطوير النموذج هو عدم قدرة النماذج المعاصرة على توضيح كامل العوائد ، وكان كل نموذج يقدم تفسيرا معينا من خلال تعديل قائمة من المتغيرات التفسيرية للعائد ، وفضلا عن ذلك فان النموذج أوضح علاوة مخاطرة السوق والتي يقصد بها زيادة عائد السوق على معدل العائد الخالي من المخاطر وان النموذج يشمل اربعة عوامل اضافية هي (القيمة السوقية للشركة،نسبة القيمة الدفترية الى سوق السهم ، حق الملكية ، الربحية والاستثمار (Harshita,2015:295) . وان هذا النموذج جمع بالوقت نفسه بين العائد والمخاطرة ومن ثم فانه قام بتقديم الأساس الكمي لقياس المخاطرة ولم يعتمد على تقييمات المستثمرين الخاصة ومن هنا جاءت اهمية النموذج إذ انه جعل اساس التقييم للقرارات المالية اكثر موضوعية بمعنى ان النموذج قدم قياسا كميا للمخاطرة غير قابل للتلويع لأي استثمار فردي تتضمنه المحفظة لذلك يكون قياس أو تخمين المخاطر النظامية (العامري،2013،ص71)

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

ويوضح كل من (العامري،2013،ص71) و (Sharpe,2008:110) العوائد على وفق CAPM من خلال المعادلة التالية :-

$$R_{it} = R_{ft} + B_i (R_{mt} - R_{ft})$$

إذ ان R_i = معدل العائد للشركة في الوقت t

RF = معدل العائد الخالي من المخاطر في الوقت t

$RM =$ معدل العائد لمؤشر السوق في الوقت t

$Bi = \frac{h}{k} \cdot \frac{L}{d}$ = بيتا للشركة والتي يمكن احتسابه من خلال المعادلة الآتية :

$$\beta_i^P \equiv \frac{\text{cov}(R_i, R_M^{-b})}{\text{cov}(R_M, R_M^{-b})}$$

وان هذا النموذج بنى على عدة افتراضات حول المستثمر وفرص المحفظة يمكن اجمالها بالاتي :
(Van Horne,2009:1) (العامري،2013،ص71)

- 1- يتجنب المستثمرون المخاطرة لذلك فانهم يختارون الاستثمارات ذات المخاطر المنخفضة.
 - 2- يمكن تقسيم الموجودات الفردية (الاوراق المالية) بصورة غير محددة ، وهذا يعني ان المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الاسهم التي يرغبه فيها.
 - 3- هنالك معدل عائد خال من المخاطرة يستطيع المستثمرین من خلاله الاقراض والاقتراض للأموال.
 - 4- تجسس توقعات المستثمرین وهذا يعني ان جميع المستثمرین يتوقعون نفس العائد المتوقع ، الانحراف المعياري والتباين المشترك للاستثمارات.
 - 5- ان كلفة الصفقات تساوي صفراء (اي ان النموذج يستبعد تأثير العمولة والرسوم التي تعطى للوسطاء على الصفقات سواء البيع أم الشراء).
 - 6- توافر عنصر المنافسة الكاملة في السوق المالي ويتمتع السوق بالكفاءة الكاملة وعدم وجود تأثير لأي مستثمر على الاسعار.

وهنالك نوعان من النماذج الاساسية التي تمكنا من اشتقاق نموذج CAPM

النوع الاول : خط سوق رأس المال GML

وهو الخط الذي يستخدمة نموذج CAPM لعملية تحديد معدلات العائد المتوقع للمحافظ الكفؤة اعتماداً على معدل العائد الخالي من المخاطر (الانحراف المعياري) ، ويعد هو النموذج الثاني والذي يبين العلاقة الحاصلة بين العائد والمخاطرة ، ويتضمن مزيجاً من مجموعة من الأصول الخالية من المخاطر مع اصول خطرة إذ يكون المستثمرون راغبين في تحمل مخاطر عالية وذلك من أجل تعظيم علاوة الخطر إذ ان المستثمر سيحصل على عائد عال ويكون أعلى من معدل العائد الخالي من المخاطر لاي محفظة متاحة له (Reilly & Brown,2012:208)

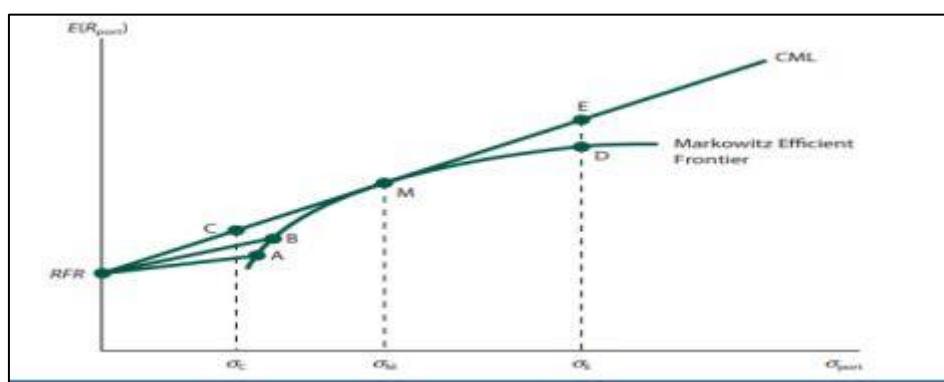
ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة الآتية :

$$R = Rf + \frac{rm - rf}{\sigma_m} \sigma$$

إذ ان R = العائد المتوقع

(σ, rm) = عائد محفظة السوق والانحراف المعياري

الشكل (1) خط سوق رأس المال



Source: (Reilly & Brown , Investment Analysis & Portfolio Management ,P 211, 2012)

ويوضح الشكل المذكور آنفا ان الميل من A الى B يكون مائلا الى الاعلى وهذه دلالة تشير الى ان المستثمر سيتوقع مخاطر عالية تعكس ميل خط سوق رأس المال للمكافأة التي يتوقع المستثمر انه سيحصل عليها مقابل وحدة الخطر .

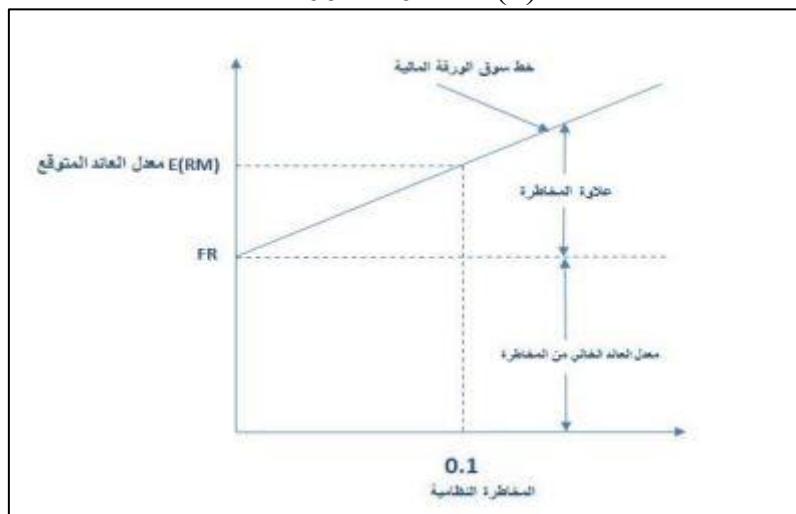
النوع الثاني: خط سوق الاوراق المالية SML

ويمثل خط سوق الاوراق المالية الرسم البياني لنموذج CAPM إذ يوضح ان العائد المتوقع يختلف مع المخاطر النظامية(Kidwell,et.al,2012:325) وان SML عبارة عن العلاقة التي تعمل على اساس مفهوم التنويع الكفوء والمخاطر المنتظمة للوصول الى العائد المتوقع للأوراق المالية(Murugesan,2013:3)

وان هذه المعادلة تدل على ان العائد المطلوب يساوي معدل العائد الحالي من المخاطرة فضلا عن علاوة تحمل المخاطرة المنتظمة ، وان الرسم في SLM يدل على ان العلاقة بين المخاطر والعوائد علاقة غير خطية

وان الميل ل SLM هو عبارة عن متوسط العائد لكل وحدة من المخاطرة في السوق وهذا يدل على ان العلاقة بين بيتا ومعدل العائد المطلوب طردية وعند استخدام SLM في ادارة المحفظة فأنها تمثل تكالفة الفرصة البديلة (Kidwell,et.al,2012:325)

الشكل (2) خط سوق الوراق المالية



Source: Kidwell, David S.& Blackwell, David W.& Whidbee, David A.& Sias, Richard W., " Financial Institutions, Markets, And Money", 11th Edition John Wiley & Sons, Inc., p.326,2012

ومن الشكل المذكور آنفا نستنتج انه عندما تكون المخاطرة النظامية (0) فان SML يكون عند نقطة محددة وثابته على المحور العمودي والذي يمثل معدل العائد الخالي من المخاطر ومن ثم عندما تزداد المخاطرة فان معدل العائد سيزداد كذلك وهذا يوضح ما ذكرناه سابقاً بان العلاقة طردية موجبة وان

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

المستثمر يستطيع التحرك على طول خط SML إذ يستطيع ان يستثمر بنسب متفاوتة من رأس المال وهذا يعني ان خط SLM يقيس العلاقة بين معدل العائد المتوقع للمحفظة المالية والمخاطر المنتظمة ويظهر مما سبق ان هنالك اختلاف بين خط سوق الاوراق المالية SML وخط سوق رأس المال بالرغم من ان كلا الخطين يعمل على قياس العلاقة بين العائد والمخاطرة ولكن خط SLM يقيس العلاقة بين العائد والمخاطرة للاستثمار الفردي او السهم العادي الواحد بينما خط CML يقيس العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة المالية ككل (العامري ،2013،ص87)

ثانيا : نموذج التسعير المرجح ABT

ان هذه النظرية جاءت من قبل (Stephen) عام 1976 ويعود النموذج الاول الذي تم تطويره للقضاء على القصور الموجود في النموذج السالب (CAPM) ويستخدم عوامل متعددة بدلا من مؤشر السوق الواحد لتقدير العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع ، وان الاختلاف في العائد ناتج عن تغيرات في الناتج المحلي الاجمالي والتضخم والمتغيرات الاقتصادية الاخرى (Kisman&Restiyanita,2015:186) ، وان الفرضية الاساسية تبين على ان معدل العائد هو دالة خطية لمجموعة من العوامل لأي استثمار، وان هنالك تجانسا بتوقعات المستثمرين حول العوامل الخطية التي تؤثر في العائد إذ يفترض النموذج ان السوق هو سوق كفوء وبدون اي قيد او شرط (العامري 2013,ص107) وان نموذج CAPM يعمل على ادخال عامل واحد للمخاطرة اما APM فركزت على عملية ادخال العديد من عوامل المخاطرة في التحليل ، بإذ يكون العائد تابعا لأكثر من متغير ، وهذا يؤدي الى ان بعض عوائد الاسهم في المحفظة تكون أكثر حساسية للعامل الاول في إذ تكون الاخرى اكثر حساسية بالنسبة للعامل الثاني (Brigham&Daves,2019:145) ، وان التسعير المرجح كانت لديه افتراضات اكثر دقة وواقعية مقارنة بنموذج CAPM إذ ان النموذج الجديد لم يفترض الاتي (Zubairi & Farooq,2012:4)

- 1- ان محفظة السوق تحتوي على جميع الاصول الخطرة للغاية (وهي عبارة عن متوسط التباين الكفوء)
- 2- ان عوائد الاوراق المالية عادة ما تكون موزعة توزيعا طبيعيا .

وان هنالك عاملين يؤثران في نموذج APT وبالذات في علاوة المخاطرة وهما

- 1- حساسية كل ورقة مالية.
- 2- علاوة المخاطرة التي ترتبط بمعدل العائد المتوقع والتغير في معدل العائد للورقة المالية.

وان معادلة النموذج كالتالي : (Giovanis,2009:3)

$$\overline{R_i} = \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} + \lambda_2 b_{i2} + \dots + \lambda_k b_{ik} + \varepsilon_i$$

إذ ان = العائد على الموجودات

λ_0 = العائد على الموجودات الخالية من المخاطر المنتظمة (معنی ان المخاطر المنتظمة تكون صفراء)

λ_k = علامة المخاطرة التي ترتبط بالعوامل الاقتصادية

b_k = العلاقة بين المخاطرة والموارد : (مدى استجابة الأصل للعامل k)

الخطأ العشوائي

2- مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

من المهم معرفة مؤشر يساعد على عملية ترتيب المحافظ المالية على وفق ادائها الاستثماري إذ سعى الكثير من الباحثين الى تطوير مجموعة مختلفة من النماذج الرياضية الهدافة الى اشتقاء مؤشرات لتقييم اداء المحافظ الاستثمارية ومن اهم النماذج المتداولة في هذا المجال ثلاثة وهي :

أولاً:- نموذج ترينور (Treynor Index): قدم ترينور النموذج في عام 1965 والذي يعتمد على عملية الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير منتظمة وهو يستخدم معامل بيتا ولا يستخدم الانحراف المعياري لأنه يعطي معدل العائد الإضافي لوحدة واحدة من المخاطر الكلية (Brigham&Daves,2019:134) وتعتبر بيتا المحفظة B_p بانها عبارة عن اداة تقيس المخاطر المنتظمة للمحفظة ويتم التعبير عن التغير الذي يحصل في عائد المحفظة استجابة للتغير الحاصل في محفظة السوق ، وكلما كانت قيمة ترينور "Treynor" مرتفعة كان اداء المحفظة جيدا ، بمعنى انه يتم الحصول على عائد عال مقابل كل وحدة واحدة من المخاطرة ، والصيغة الرياضية التالية تستخدم لقياسه (Bodie,et.al,2018:814)

اذ ان

مقاس تربور =TP

RP = المحفظة عائد

RF = العائد الخالي من المخاطرة

βp تمثل بيتا المحفظة

الفصل الثاني المنظور العام للمحفظة المالية الدولية المبحث الاول

ثانياً : نموذج أو مؤشر شارب (Sharpe Index): تمت صياغة هذا النموذج من قبل شارب عام 1966 إذ قدم مؤشراً لقياس أداء المحفظة المالية و يتم ذلك من خلال معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة محددة مقسوماً على الانحراف المعياري للعائد في المدة نفسها وكما في المعادلة الآتية (Stewart,2019:522)

إذ ان : Sp = مؤشر شارب

RP = تمثل معدل العائد على المحفظة

$P_{\text{م}} = \text{معدل عوائد المحفظة}$

RF = العائد الحالى من المخاطرة

و عليه فان ($R_p - R_f$) تمثل مقدار العائد الاضافية والذي يطلق عليه بدل الخطر وبناء عليه فان مؤشر او نموذج شارب يحدد العائد الاضافي والذي تحققه المحفظة الاستثمارية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية بنواعيها المنتظم وغير منتظم

ثالثاً: مؤشر جينسن Jensen's

ويعرف هذا المؤشر باسم الفا ويعمل على ايجاد الفرق بين مقدارين من العائد ويمثل المقدار الاول الفرق بين متوسطات عائد المحفظة و معدل العائد على الاستثمار الحالي من المخاطرة والثاني يكون عبارة عن حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الحالي من المخاطرة(Brentni,2004:48) ويمكن التعبير عن النموذج بالصيغة التالية

Jensen's Alpha = $\alpha_p = (R_p - R_f) - [\beta_p(R_m - R_f)]$8

اذ ان

$$\text{Alpha} = \alpha P$$

$$R_m = \text{متوسط عائد السوق}$$

β_n تمثل بيتا المحفظة

$R_p = R_n - R_f$ تمثل العائد الاضافي

$R_m - R_f$ تمثل علاوة مخاطرة السوق.

وتشير المعادلة (10) الى ان معامل الفا عندما يكون سالبا يعني ان اداء المحفظة غير جيد واما كان معامل الفا موجبا فان اداء المحفظة جيد وعندما يكون صفراما فهذا يدل على ان اداء المحفظة المالية يماثل اداء محفظة السوق

المطلب الخامس : مؤشرات اسواق الاسهم الدولية :

ان مؤشرات الاسواق العالمية اصبحت مهمة جدا في ظل عولمة الاستثمار إذ ان هذه المؤشرات عبارة عن محفظة مكونة من عدد من الاسهم يتوقع ان يكون لها خصائص مشابهة لمجتمعها او ان تكون مماثلة لمجموعة من الشركات المحددة والدول ويفترض ان يتبع المؤشر اداء تلك الشركات او الدول (Hirt&Block,2011:57)، الى ذلك ذهب كل من Clare&Thomas في تعريفهما لمؤشر السوق بأنه يمثل رقما قياسيا لمستوى اسعار الاسهم في السوق المالي ومن ثم يعكس ذلك مباشرة على اسعار التعامل سواء بالزيادة أم النقصان ، وبالاستناد الى عينة من اسهم الشركات التي يتم التداول فيها عندئذ غالبا ما يتم اختيار العينة بشكل يتيح للمؤشر ان يعكس السوق المالي (Clare&Thomas,2015:4) وبهذا تعد مؤشرات اسواق المال اداة مرجعية وملومناتية للكثير من المشاركين في الاسواق المالية فضلا عن الباحثين ، وعادة ما تكون قيمة رقمية مطلقة يعبر عنها بشكل متوسطات أو قد تكون على شكل ارقام قياسية توظف لأهداف عديدة منها (اللاحظات ، المقارنات او التتبع والقياس)، كما وتسهم في تصوير اداء السوق المالي الكلي او لقطاع اقتصادي محدد ، فضلا عن مساهمتها المهمة في تعرف اتجاه السوق العام ، والتي تعكس بشكل مباشر اتجاه النشاط الاقتصادي الكلي للدولة (داغر وصدام ،2012:2018) وتوجد هنالك عدة مؤشرات في الاسواق المالية العالمية تقوم بقياس حالة السوق بصفة عامة الا ان المؤشرين التاليين يعدان من اهم مؤشرات الاسواق المالية :

1- مؤشر (Dow Jones Industrial Average - DJIA)

ويعرف بالمؤشر الصناعي المتوسط إذ يعد من اقدم المؤشرات المالية في الولايات المتحدة الامريكية ، ويحصر فيها 30 سهما من الشركات الصناعية وعلى الرغم من اختيار هذه الاسهم لتكون مماثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الا انها لا تمثل كل أسهم السوق ومع ذلك ما يزال الاستشهاد بهذا المؤشر على نطاق كبير جدا من قبل المستثمرين في السوق الامريكي كمؤشر لأداء السوق (Reily&Brwnk2012:124)، ويتم تحديد المؤشر بموجب الصيغة التي يتم فيها تقسيم مجموع الاسعار الجارية للاسهم الثلاثين عند الاغلاق على مجموعة الاسعار المعدلة بعد التجزئة للاسهم الثلاثين ، وبهذا يتم استخراج رقم المؤشر (Clare&Thomas,2015:6)

2- مؤشر (500 P&S – Poor & S)

وهو المؤشر الذي يوصف للشركات القيادية في الصناعات القائدة ويهتم هذا المؤشر بقياس متوسط اسهم (500) للشركات الامريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الاسعار في سوق رأس المال الامريكي اذ تمثل الشركات الصناعية منها 400 سهم وشركات المنافع العامة مثل الاتصالات والكهرباء والماء 40 سهما وشركات النقل 20 سهما وشركات الخدمات المالية والمصارف والتأمين 40 سهما ، وعندما تعدد هذه المؤشرات اكثر شيوعا خصوصا عند تقييم الاداء العام لسوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الامريكية (Clare&Thomas,2015:6).

وان وجهات النظر تباينت حول تبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الاسهم ، إذ تعتمد وجهة النظر الاولى على النموذج التقليدي لمعرفة او تحديد اسعار الاسهم ، وذلك بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية ، فكلما ارتفعت توقعات الارباح ترتفع اسعار الاسهم ويحدث العكس في حالة الانخفاض ، وهذا من الممكن ان يبعث سوق رأس المال اشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام ، اما وجهة النظر الثانية حول التأثيرات النفسية للتغيرات اسعار الاسهم ، فقد تحدث حالة التفاؤل عندما يشعر الافراد بان الوضع الاقتصادي في حالة الانتعاش ، ويحدث التشاوؤم عند حالات الركود والكساد ، مما تنخفض رغبة المستثمرين في الاستثمار ذات المخاطر العالية كالأسهم (الشكري وتابع الدين،2008:76) ، وعموما فان مؤشرات الاسواق المالية لها اهمية كبيرة في البيئة الاستثمارية والاقتصادية على حد سواء وانها تحظى باهتمام كبير لدى محلية الاوراق المالية ومديري المحافظ الاستثمارية ، فضلا عن الاحصائيين والاقتصاديين الذين يستخدمون ذلك في دراسة نمو الاقتصاد وكذلك عند التحليل والتتبؤ بالدورات الاقتصادية ومن خلال ربطهم مؤشرات الاسواق المالية بالنشاط الاقتصادي للبلد (العامري،2013:154)، وما يهم من كل هذا هو السعي الى فهم وبعمق اكثر علاقة مؤشرات الاسواق المالية بتقلبات النشاطات الاقتصادية العامة للدولة وبذلك قد اثبتت العديد من الدراسات التطبيقية انه بامكان المؤشرات المالية ان تسهم في التعرف على عوامل ومتغيرات الاقتصاد الكلي و يؤثر ذلك في عناصر المحفظة الاستثمارية وهذا ما تمت الإشارة اليه ، وبهذا تعد مؤشرات الاسواق المالية اداة مقارنة مرجعية وتتبع قياسي ، يقيم بمقتضاه اداء مديرى المحافظ المحترفين وعلى ان يؤخذ بالحسبان التباين بين مخاطر المحفظة الاستثمارية ، فضلا عن استخدامهم لأساليب متقدمة في تنويع المحفظة ، ليكون لازما عليه ان يحقق عائدا اعلى من متوسط عائد محفظة السوق (Bodie,2018:46).

"المبحث الثاني"

عائد ومخاطر محفظة الأوراق المالية

المطلب الأول : مفهوم العائد

يختلف المستثرون ومديرو الاستثمار باتجاههم في تفضيل العائد والمخاطرة إذ ان هنالك مستثمراً مجازاً فـ لا يهتم بالخطر ويسعى إلى تحقيق العوائد العالية فقط وهنالك مستثمر متتجنب للمخاطر يرغب في عوائد قليلة مقابل تحمله لمخاطر منخفضة وهنالك المستثمر المعتمد والذي لا يقبل بأي مخاطرة الا اذا كان يقابلها عائد متوقع مقبول يعوضه عن مقدار المخاطرة وتتعدد اشكال العوائد باختلاف انواع الاستثمار حقيقية او مالية ومن ثم قد تختلف طرائق حسابه حسب الاصل المالي المستثمر فيه ، وعموماً ان المستثمر لا يتحمل أي جزء من المخاطرة الا اذا حصل على زيادة مقبولة في العائد ، كما يعد الاستثمار في الأوراق المالية كغيره من الاستثمارات ذا وجهين ، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها المستثمر المالي سواء على شكل فردي أم من خلال محفظة مالية ، والمحفظة المالية تمثل اداة استثمارية مكونة من مجموعة الأوراق المالية يهدف المستثمر عند تكوينها تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق ما يدعى بتنويع الأوراق المالية ، إذ ان هنالك مفهومين مهمين جداً في الادارة المالية لتقدير اداء المحفظة الاستثمارية هما العائد والمخاطرة إذ ان هذين المفهومين يؤثران في عملية صنع القرار بالنسبة لأي مستثمر ، و عرف العائد من قبل (Hsu et.al,2017:3) بأنه عبارة عن النسبة المئوية للتغير الحاصل في سعر الأوراق المالية والتي بدورها تعكس صافي قيمتها الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية ، وأما (الجعفري ، 2021:55) فقد عرف العائد على انه عبارة عن المبلغ الذي يتحقق من الاستثمار ويوضح عن قدرة الأصول في تحقيق دخل من العمليات التشغيلية للشركة، او هو عبارة عن الربح او الخسارة التي تنتج من الاستثمار من خلال اصول الشركة خلال مدة معينة ، إذ ان العائد يوضح مدى مساهمة الموجودات في عملية توليد الارباح ويمثل مؤشراً للربحية الوحيدة الاقتصادية ويعتمد عليه كذلك في عملية قياس مدى كفاءة الادارة في عملية توظيف الموارد لعملية خلق وزيادة الارباح (الصبيحي،2020:181) وكذلك يعرف من وجهاً النظر الاقتصادية بأنه عبارة عن الزيادة الحاصلة في الثروة والتي تكون من مصدرين اولهما الزيادة في الإيرادات والتي تكون اكبر من التكاليف وثانيهما الارباح التي يتم الحصول عليها من غير الزيادة في الاسعار والتي تكمن في ارتفاع قيمة الموجود (فاضل،2021:229) في حين عرفه (Brigham&Ehrhardt,2011:219) بأنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يتم الحصول عليه خلال مدة زمنية معينة ويتم التعبير عنه نسبياً من كلفة الاستثمار أول المدة

ومن خلال المفاهيم السابقة بالإمكان تعريف العائد بأنه عبارة عن الاضافة او الزيادة الحاصلة في راس المال والتي يحصل عليها المستثمر خلال مدة معينة كمكافأة عن تحمل المخاطر الاستثمارية .

ويرى الباحث من خلال المفاهيم السابقة بأن العائد هو الاضافة الى رأس المال المستثمر أو الارباح التي يحصل عليها المستثمر في أصل معين وخلال مدة زمنية معينة كمكافأة عن تحمل مخاطرة الاستثمار وان العائد يرتبط بنتيجة النشاط بمعنى انه قد يكون ربحاً أو خسارة ويعد العائد بمثابة التعويض الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة تحمل المخاطرة التي ترافق العمل وكذلك يتسم العائد بحالة عدم التأكيد لأن تحقق العائد غير مضمون إذ ان العمل قد يتعرض الى خسارة بدل الربح ، واما المخاطر المالية فسيتم الإشارة اليها في المطلب الثالث .

المطلب الثاني : أهمية عائد الاستثمار في المحفظة المالية

اولاً : اهمية عائد الاستثمار

تظهر أهمية حساب عائد الاستثمار بالنسبة للمستثمر في مدى معرفة اختيار انساب المشروعات التي يقوم المستثمر في وضع امواله فيها وما الذي سيجنيه في مختلف المشروعات المتاحة أمامه إذ ان المستثمر عندما يفكر في وضع امواله في اي استثمار معين يأخذ بنظر الاعتبار العائد المتوقع ، كما هو مهم ايضا لإدارة الشركات والمديرين والقائمين عليها من خلال انعكاسه على قيمة المؤسسة في السوق ، وبعد الاخير مقاييس دقيقاً وسريعاً لمسار المؤسسة وتصحيحها في حالة الانحراف ومدى التطور والإنجازات المكتسبة ، كذلك يعد معرفة عوائد الاستثمار مهمة لأصحاب القرار القائمين على ادارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان سياسياً أم اقتصادياً سيتجلى أثره في السوق ، ومن ثم سيعكس السوق للمسؤول عن مدى صحة قراره او مدى تحقيقها لتأثيراتها المستهدفة في حالة الاقتصاد الوطني (عادل، 2014:145).

ويرى الباحث ان معرفة العائد على الاستثمار مهم للمستثمر لمعرفة مقدار المخاطرة التي يرغب في تحملها عند مستوى معين من العائد ، وتتجدر الاشارة الى ان عوائد الاستثمار تأخذ ثلاثة اشكال وكما يلي :

1- مقسوم الارباح :

هي عبارة عن مقدار الارباح الصافية التي يتم توزيعها بين المساهمين في الشركة كمكافأة للاستثمار (Soni, 2015:1). إذ يمكن ان يكون العائد على شكل ارباح موزعة اذا كان الموجود المستثمر يمتلك سهماً ، بمعنى ان حامل السهم يعد شريكاً للحصول على نصيبيه من الارباح الموزعة فيما اذا كانت سنة تحقق ارباح ، وكذلك فان مالك السهم يتحمل المخاطرة والتي تمثل في الخسارة اذا ما تعرض الاستثمار في سنة

الفصل الثاني عائد ومخاطر المحفظة المالية المبحث الثاني

ما الى خسارة ما (Howells&Bain,2007:24). وان الناتج من مقسوم الارباح يعد على انه معدل عائد دوري على الاستثمارات او يمثل النقد المستلم فعلا من قبل المساهمين (حمود ، 2019:39) وكما في المعادلة الآتية

$$\text{ناتج مقسوم الارباح} = \frac{\text{مقسوم الارباح}}{\text{سعر الاغلاق}}$$

..... 9

2- الفوائد :

ان العائد قد يأخذ شكل دفع الفائدة وذلك على فترات متقطعة وهذا يكون اذا كانت الاصول تمثل اموالا مفترضة مثل السندات ، وان دفع الفائدة يكون ثابتا او متغيرا وبكلا الحالتين فانه سوف يدفع للمقرض طالما كان القرض غير مسدد (Howells&Bain,2007:24)

3- الارباح الرأسمالية :

هي عبارة عن الزيادة في قيمة الاستثمار ولا تتوافق هذه الارباح للمستثمرين الا عندما يقومون ببيع استثماراتهم وتأتي هذه الارباح من اعادة بيع الاصول المالية ، اذ ان حامل السهم او السند اذا تمكنا من ان بيع بأكثر مما اشتراه فان الفرق في هذه الحالة يمثل الربح الرأسمالي (حمود،2019:40)

ثانيا : عائد الاستثمار في محفظة الاوراق المالية

يتم تقدير العائد الفعلي الذي حققه المستثمر من مسك المحفظة عن طريق المتوسط الحسابي المرجع بالأوزان النسبية للاستثمار ، فلو ان محفظة مستثمر ما تتكون من عدد من الاستثمارات قدره n فانه يمكن حساب معدل العائد على الاموال المستثمرة في تلك المحفظة باستخدام المعادلة الآتية (عادل ، 2014:146)

$$R_p = \sum P_i R_i = P_1 R_1 + P_2 R_2 + P_3 R_3 + \dots + P_n R_n$$

..... 10

إذ ان :

R_p = تمثل معدل العائد على الاموال المستثمرة في المحفظة.

$P_i=1$ تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة إذ ان

R =معدل العائد الفعلي على الاستثمار الفردي لكل مكون من مكونات المحفظة المالية .

n = تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة

المطلب الثاني : أنواع العائد وطرق حسابه

١- معدل العائد المتحقق (الفعلى)

وهو المعدل السنوي المحقق او الفعلي الذي تتحققه الانشطة التشغيلية للاستثمار والذي يتم حسابه من خلال بيانات كشف الدخل والميزانية العمومية السنوية للمنشأة (علي الضرب ، 2017:24) ويعرف بأنه العائد الذي يتحقق خلال مدة زمنية معينة (Berk et.al , 2012:321) ويوضح معدل العائد الحقيقي انه بظل التضخم فان الدولار في المستقبل سيكون اقل من ناحية القوة الشرائية من دولار اليوم ولهذا فان المعدل الحقيقي للعائد يعمل على قياس المبادلة بين الحاضر والمستقبل في الاستهلاك ويأخذ كذلك التغير في الاسعار بعين الاعتبار (علي الضرب،2017:25). وتكون اهمية معدل العائد المتحقق او الفعلي في انه يستخدم كأحد اهم مقاييس الاداء في تحديد العائد المتوقع والمخاطرة في المستقبل (Alexandri&jelita,2014:58) ويمكن حساب معدل العائد الحقيقي من خلال المعادلة الآتية

$$R_j = \frac{C_t + P_t - (P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

اڏ ان

العائد المتحقق = RJ

$C1$ = التدفق النقدي الناجم عن الاستثمار

P_t = السعر الحالى للسهم

$Pt-1$ = السعر السابق للسهم

- معدل العائد المتوقع

يمثل العائد المتوقع من قبل المستثمر والذي يتتبأ به في ظل ظروف عدم التأكيد ، وفي عالم الاستثمار الذي يستحيل فيه التأكيد من اي شيء لا يستطيع المستثمر ان يعرف معدل العائد الذي سيدره الاستثمار في ورقة مالية معينة ومع هذا فانه يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة (محصول ومحرز 54:2018).إذ عرف معدل العائد المتوقع بأنه المتوسط المرجح من الاحتمالات المتعلقة بالعائد المتوقع في كل سيناريو (Bodie et al,2014:99).

المستثمر الحصول عليه من كل دينار مستثمر في موجودات المنشأة و يعد ذا اهمية للمنشأة وذلك بمقارنته مع العائد المطلوب (العامري ،2010:48)

وان (Berk et al,2014:316) يتفق مع التعريفات السابقة إذ يعرف العائد بأنه متوسط العائد المرجع الذي بالإمكان ان يتتحقق بإذ تكون هنالك عملية مطابقة الاوزان الى الاحتمالات والمعادلة التالية توضح إليه حساب معدل العائد المتوقع

$$E(R) = \sum_{i=1}^m R_i \Pr_i$$

.....12

= العائد المتوقع .

= العائد من المدة .

= احتمالية وقوع الحدث .

= عدد العائدات .

ويحسب على وفق الصيغة الآتية اذا كانت البيانات تاريخية (Berk et al,2014:316)

$$E(R) = \frac{\sum R_j}{N}$$

.....13

إذ ان :

= مجموع العائد المتحقق لفترة زمنية محددة

= الفترة المطلوب حسابها

= العائد المتوقع

3- معدل العائد المطلوب :

يعرف معدل العائد المطلوب بأنه أقل عائدًا بالإمكان أن يقبل به المستثمرؤن مقابل تحملهم للمخاطرة إذ ان هذا العائد يعتمد بالأساس على درجة المخاطرة التي تصاحبه (العامري ، 2010:49) . وعرف بأنه مقدار العائد الذي يطلبه المستثمر عند الاستثمار في اداة مالية معينة تعويضا عن التأخير الحالي لاستهلاك الاموال والمخاطرة المصاحبة له ويعد معدل العائد المطلوب مؤشراً مهما لعموم المستثمرين إذ يعتمد معدل العائد المطلوب الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه على المخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار ، إذ انه كلما ازداد الخطر المصاحب للاستثمار يطلب المستثمر عوائد أعلى كتعويض عن تحمل المخاطرة كما ان معدل العائد المطلوب يمثل لغزاً للمستثمرين خصوصاً مع زيادة (Parrin et al , 2012:201) حدة المنافسة في السوق ، وحتى يكون الاستثمار مرحباً به يجب عند تحديد الاستثمار اختيار الاستثمارات التي تكون عوائدها أكبر من كلفتها الأولية ، وكذلك يجب تقدير التدفق النقدي الداخل والخارج خلال مدة الاستثمار إذ بالإمكان الاعتماد على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في حساب معدل العائد المطلوب (Gunarathna,2014:230)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_M) - R_f)$$

..... 14

إذ ان

$E(R_i)$ =معدل العائد المطلوب على الموجود الرأسمالي

R_f =معدل الفائدة الحالي من المخاطرة

β_i = بيتاً السوق وتمثل المخاطر النظامية

R_M = العائد المتوقع للسوق

$COV(RI,RM)/VAR(RM) = \beta_i$

4- معدل العائد على الاستثمار في المحفظة الدولية :

ان قياس معدل العائد على الاستثمار في المحفظة الدولية يتميز بالتعقيد في اساليب حسابه مقارنة مع معدل العائد على الاستثمار المحقق في المحفظة المالية المحلية ، وذلك لأن قياس عوائد المحفظة الدولية يتطلب حساب اسعار صرف العملات الاجنبية ومعدلات التضخم في البلدان الاجنبية المستثمر فيها ، في حين يمكن اهمال هذين العنصرين عند قياس معدل العائد على الاستثمار في المحفظة المحلية

المطلب الثالث : مفهوم المخاطر وأنواعها

اولاً : مفهوم المخاطرة

تعرف المخاطرة بشكل عام بانها احتمالية ان يختلف العائد المتوقع عن العائد المتحقق الناتج من الاستثمار ، واذا كان الاستثمار يخلو من اي مخاطر فان العائد المتحقق يتساوى مع العائد المتوقع (التميمي،2019:311). إذ انه عندما يقوم المستثمر وبهدف الحصول على عائد مقبول فهو في الواقع يتحمل درجة مخاطر معينة لذلك فان المخاطرة تعد عنصرا مهما يجب اخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ اي قرار استثماري إذ يكون هدف المستثمر الحصول على اكبر عائد ممكن مقابل اقل مخاطرة ممكنة (العارضي،2016:250). ويعبر عن المخاطر بالاختلاف الحاصل في عملية التدفق النقدي الحقيقي عما كان متوقعا (الربيعي والجريجي،2016:150) وان الكتاب والباحثين اختلفوا في اعطاء مفهوم للمخاطرة إذ تركز بعض التعريفات على احتمالية وقوع الحدث وان البعض الاخر يشير الى ان المخاطرة هي عدم التيقن من النتائج سواء كانت ايجابية ام سلبية ، وغيرها من المخاطر الجزئية التي يمكن قياسها كميا ، وكذلك تعرف بانها عشوائية عوائد الاستثمار ، بما في ذلك النتائج الایجابية والسلبية على حد سواء . وعلى وفق هذا الرأي فان قدراء كبيرة من العائد المتوقع يرتبط مع تقلب اكبر النتائج ، او ان المخاطرة تشير الى عدم اليقين من النتائج والعواقب السلبية التي قد تترتب او تتعرض اليها المنشأة (Bessis,2015:1-2). وكذلك عرفت بانها الاحتمالات السلبية التي قد ينتهي عنها الاستثمار إذ تكون العائدات المتوقعة اكبر من العائدات المتحققة(Malz,2011:50).و ايضا عرفت بانها الاثار الناتجة من الانحراف الفعلي عن النتائج المتوقعة والتي تؤدي الى ما يسمى بالخطر ، إذ تؤثر في الشركات او الافراد من الناحية المالية وتنطوي على بعض العواقب السلبية الاخرى(Moles,2013:16) ، وقد عرفت في قاموس الخطر بانها عملية التعرض للخسارة او الضرر المادي والتي تكون ناتجة من القرارات المالية والاقتصادية التي هي دائما ما تكون غير معروفة في الوقت الذي يتم اتخاذ القرارات فيه(Cecchetti&Schoenholtz,2015:105) على انها احتمال حدوث سلسلة من الاصدارات خلال مدة محددة من وعرفها (Haneef,et.al,2012:309)

الزمن مما يؤدي الى التأثير سلبيا في تحقيق هدف المنشأة. ومن التعريفات السابقة يمكن تعريف المخاطرة بانها احتمالية التعرض الى خسارة محتملة والتي تكون ناتجة عن الاختلاف بين العائد الحقيقي والعائد المتوقع.

وبعد استعراض المفاهيم السابقة يتضح للباحث أن جميع التعريفات السابقة منفقة من إذ المضمون وان جميعها يدور حول ظاهرة الاحتمالية او عدم التأكيد من نتائج القرار الاستثماري وهو امر متعلق بتوافر المعلومات ، وتشترك المخاطرة وعدم التأكيد في ان كليهما لا يوجد شيء واضح ومؤكد من حدوث التقديرات الاحتمالية اذ ان المخاطرة تعد حالة من حالات عدم التأكيد وعادة ما يتم ربط المخاطرة بعدم التأكيد سواء كان الارتباط مباشر أم غير مباشر .

وهنالك مجموعة من العوامل التي تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات او المؤسسات وتصنف الى (لطيفة،2012:-)

1 - عوامل خارجية : وتكون من الانواع التالية :-

أ- اخطار الاستراتيجية : مثل المنافسة بين الشركات وتحول المستهلكين الى منتجات المنافسين والتغيرات التي تحصل في الصناعة وطلبات العملاء المستجدة.

ب- أخطار مالية : مثل التقلب في اسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا وتغيرات اسعار صرف العملات والتغيرات التي تحدث في الانتمان المالي.

ج - اخطار البيئة : مثل حدوث احداث طبيعية غير متوقعة وحدوث تغيرات في البيئة المحيطة بالشركة تؤثر في طلبات الموردين

2- العوامل الداخلية : ان العوامل الداخلية تمثل في عدم توافر السيولة والتدفق النقدي في الشركة وضعف الرقابة المحاسبية على العمليات المحاسبية التي تجري في الشركة وكذلك ضعف عمليات البحث والتطوير لمنتجات الشركة.

ثانياً : انواع المخاطر المالية

تم تصنيف المخاطر في معظم الدراسات الى ما يلي :

1- المخاطر النظمية :-

هي نوع من انواع المخاطر التي تتعرض لها المنشأة وتكون نتيجة اسباب متعددة في البيئة الاقتصادية وتأثير في الاسواق المالية وعلى سبيل المثال (التغيرات الحاصلة في سعر الصرف ، سعر الفائدة ، والتطورات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي) ، وهي من المخاطر التي لا يمكن تجنبها من خلال التنويع والتي تصيب الاقتصاد ككل (Hsu et.al, 2017:3). إذ تعود هذه المخاطر لعوامل سوقية وتشمل جميع الشركات في تأثيرها ولا يمكن التخلص منها من خلال عملية التنويع ومثال على تلك المخاطر الحروب والاحاديث السياسية إذ ان هذه المخاطر تؤثر في معظم الاصول وسميت بهذه التسمية لتوضيح ان هنالك خطا منظماً يستطيع ان يؤثر في عدد كبير من الوحدات الاقتصادية سواء كانت صغيرة او كبيرة (حمود ، 2019:46)

وتقادس المخاطر النظمية من خلال المعادلة الآتية (العامري ، 2010، 42:)

$$\text{Systematic Risk} = B^2 \times \sigma^2 RM \quad 14$$

إذ ان

B^2 = مربع معامل بيبيتا

σ^2 RM = تباين معدل العائد لمحفظة السوق

وان من خصائص المخاطر النظمية (علي الضرب ، 2017:35)

- 1- اسبابها تكون نتيجة عوامل مشتركة إذ تشمل عموم النظام الاقتصادي بأكمله.
- 2- تصيب كل الاستثمارات لأنها تؤثر بالمنشآت العاملة جمیعاً.
- 3- لا يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال التنويع.
- 4- يتم قياسها بمعامل بيبيتا .

وتكون درجة المخاطر النظمية مرتفعة في الحالات الآتية (العارضي ، 2016:251)

- 1- الشركات التي تنتج سلعاً صناعية كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات المطاط.
- 2- الشركات التي تتصف اعمالها بالموسمية كشركات الطيران .
- 3- الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الاجمالية وهي الشركات التي تكون درجات الرفع التشغيلي فيها مرتفعة .

2- المخاطر غير نظامية او المخاطر الخاصة :

هي المخاطر التي تكون مستقلة عن النشاط الاقتصادي وتصيب شركة معينة او قطاع معين ، وتكون نتيجة الاخطاء الادارية او الاضراب العالمي في شركة محددة وبذلك يكون هذا النوع من المخاطر مستقلا وليس له علاقة بالسهم (Berk,2012:335) وتعرف بانها المخاطرة التي تؤثر في اصل معين او ربما مجموعة من الاصول ، وذلك لأن هذه المخاطر تكون فردية في نوعها للشركات الفردية او الموجودات ، ما يطلق عليه أحياناً مخاطر فردية من نوعها أو الموجودات المحددة (Jordan,2017:383). وان هذه المخاطر بإمكان الادارة تجنبها وان اثارها في حال حدوثها تكون كبيرة ، وكذلك تسمى بالمخاطر الالكترونية او المخاطر المنفردة والقابلة للتتوسيع اي يمكن ازالتها او الحد منها وتقليلها من خلال استخدام عملية التنويع في الاستثمارات (العارضي ،2016:167). ويمكن قياس المخاطر غير المنتظمة من خلال المعادلة الآتية

CVR j = $\sigma R_j / \hat{R}_j$ |15

إذ ان $\zeta = \text{معامل تباين المخاطرة غير النظامية}$

σ = الانحراف المعياري لمعدل العائد

\hat{R}_j = متوسط معدل العائد

ومن خلال ما سبق يستنتج الباحث ان من خصائص المخاطر غير النظامية بانها من الممكن تجنبها او الحد منها من خلال انشاء محفظة مالية اي من خلال استخدام استراتيجية التنويع وان هذه المخاطر لا تكون مرتبطة بالنشاط الاقتصادي ككل وانما تتفرد بها شركة معينة ويقتصر تاثير هذه المخاطر في الشركة نفسها وان قياس هذه المخاطر غير النظامية يتم من خلال معامل التباين، في حين المخاطر النظامية والتي يكون تأثيرها في الاقتصاد ككل ولا تتحصر اثارها في قطاع معين او عدة قطاعات فقط ومن المستحيل وقاية الاستثمارات المالية من هذه المخاطر عن طريق التنويع ولذلك فان هذا النوع من المخاطر يوصف بالنظامي لأنها تقع على كل المتعاملين في النظام الاقتصادي

وشكل عام فقد صنف (Kanchu& Kumar.2013:147)

المخاطر التي تتعرض لها المنشأة بصورة رئيسة الى مخاطرة مالية ومخاطر غير مالية وتم اعطاء تقسيمات فرعية لكل منها وكما يلى :-

١- المخاطرة المالية :

تواجه الشركات بصورة عامة بغض النظر عن حجم تلك الشركات أو القطاع الذي تتنمي اليه العديد من المخاطر سواء كانت داخلية أو خارجية ، إذ ارتبط مفهوم المخاطر بالتقدم الاجتماعي وتطور الوعي الانساني وبسبب قيام الثورة الصناعية التي ادت الى التحول من المجتمعات التقليدية الى المجتمعات الحديثة إذ ادت إلى ظهور مخاطر جديدة لم تكن معروفة سابقا ، ويمكن تعريف المخاطر المالية على انها احتمالية تعرض العوائد الاقتصادية الى الانخفاض والتي تكون ناتجة عن الخسائر النقدية والتي حدثت نتيجة لعملية مالية معينة (Hanef,et.al,2012:309)، وفي اطار التركيز على المخاطر المالية سيتم التطرق اليها وكما يأتي :

أ- مخاطر السيولة :

ان نقص السيولة المالية في المنشأة يمكن ان تكون له تداعيات خطيرة جدا على سمعة المنشأة وعلى اسعار الاوراق المالية في الاسواق المالية (Vidyashree&Rathod,2015:25). وتعرف مخاطر السيولة بانها المخاطر التي تتعرض لها المنشأة وذلك نتيجة عدم تطابق تواريخ الاستحقاق للموجودات والمطلوبات معنى عدم القدرة على مواجهة متطلبات السيولة بكلفة معقولة (Ariffin,2012:78). لذلك يجب على مديري المحافظ المالية التمتعن في اختيار الاوراق المالية التي تمتلك القابلية لتحويلها الى سيولة بسرعة وبأي وقت ، دون ان يكون على حساب تحقيق خسائر في قيمة اصول المحفظة(محمد،2015:44). وان عملية اتخاذ القرارات غير المدروسة من شأنه ان يؤثر في ارباح الشركة إذ ان الكثير من المنشآت المالية تعرضت للإفلاس نتيجة عدم قدرتها على الوفاء بمتطلبات السيولة وعلى الرغم من تحقيقها الارباح الجيدة (مطر،2009،64). إذ تنشأ مخاطر السيولة في المواقف التي لا يستطيع فيها الطرف المهم بمداوله أصل ما من القيام بذلك بسبب عدم رغبة احد في السوق بهذا الاصل ومن ثم فان مخاطر السيولة تصبح مهمة بشكل خاص للأطراف التي تمتلك او على وشك حيازة احد الاصول لأنه سيؤثر في قدرتها على التداول.

ب- مخاطر الائتمان :

هي احتمالية الخسارة والتي تكون ناتجة بسبب عدم رغبة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته المالية وفقا للشروط المتفق عليها او لتخلفه عمدا عن السداد (Oino,2016:96) إذ ان التصنيف الائتماني يلعب دورا مهما خصوصا في السندات التي تصدرها الشركات بهدف تمويل خططها الاستثمارية وهذه السندات تقل او تزيد درجة مخاطرها بحسب التصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها (محمد،2016:24).

جــ مخاطر معدلات الفائدة :

ان التغيرات التي تحصل في مستويات معدلات الفائدة تكون نتيجة التقلبات في عوائد الاوراق المالية إذ ان هذا الخطر يكون نتيجة تغير اسعار الفائدة في السوق وهذا ما يؤدي الى التأثير في عوائد كل الاوراق المالية وان السبب في ذلك ان قيمه الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخلها ، وان سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية فان جميع الاوراق المالية تمثل الى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى اسعار الفائدة (شيكوش،2015:36). وان هذه المخاطر تنشأ بسبب جهل المستثمر أو عدم معرفته لعائد فترة الانتظار وخاصة للسندات طويلة الاجل ومن ثم عند تغير معدلات الفائدة سوف تتغير قيمة السندات وان السبب في ذلك انه عند ارتفاع معدلات الفائدة فان المستثمرين سيتجهون للاستثمار في الودائع المصرفية وينخفض الطلب على السندات إذ تكون درجة المخاطرة التي تتعرض لها السندات عالية جدا (Cecchetti&Schoenholtz,2015:155).

د- مخاطر انخفاض القوة الشرائية:

ان من الاسباب الرئيسية لانخفاض القوة الشرائية هو معدلات التضخم التي قد يعاني منها بلد معين ، والمقصود ان القوة الشرائية للمستثمر في الوقت الراهن تختلف عن القدرة الشرائية للمستثمر نفسه بعد مرور سنة او اكثر نتيجة ارتفاع معدلات التضخم (الشيب،2009:116) وان الاستثمارات التي تكون فيها معدلات الفائدة ثابتة تكون اكثر عرضه لهذا النوع من المخاطر مثل السندات ، إذ انه اذا ارتفع معدل التضخم فان معدل الخصم سوف يرتفع وهذا ما يؤدي الى ان القيمة الحقيقية للاستثمار ستتحفظ بسبب انخفاض قيمته الحالية (مطر،2009:62).

2- المخاطر غير المالية:

هي المخاطر التي تؤثر في نمو الاعمال التجارية للمنشأة وكذلك على تسويق الخدمات التي يقدمها وذلك بسبب فشل الادارة في تطبيق الخطوات الاستراتيجية الاهداف والتي تؤدي الى عملية النمو وقوة المنافسة وبالإمكان تقسيم المخاطر غير المالية (Goyal&Agrawal,2010:103) الى الاتي :

أ- المخاطر التشغيلية :

تعرف المخاطر التشغيلية على أنها المخاطر التي تكون نتيجة الأخطاء التقنية أو البشرية مثل الفشل في نظام المعلومات او الاختلاس او تكون ناتجة عن طريقة الكوارث الطبيعية والتي تكون عادة غير متوقعة إذ تؤدي الى خسائر مالية مباشرة او غير مباشرة والمقصود بالخسائر المالية المباشرة اي أن الخسائر ترتبط في خسائر الدخل الحالي اما الخسائر المالية غير مباشرة تشير الى الخسائر في الایرادات المحتملة .(Epetimehin,et.al,2015,2)

بـ- المخاطر الاستراتيجية :

هي المخاطر التي تكون ناتئة عن الفشل في تنفيذ الخطة المعدة للعمل والقرارات فيما يتعلق بتخصيص الموارد او نتيجة عدم القدرة على التكيف مع التغيرات في بيئة الاعمال (Goyal&Agrawal,2010:103). او التي تكون نتيجة القرارات غير المدروسة والتي تعكس سوء التوفيق او عدم الرؤية الواضحة على الامد الطويل (الجبوري،2017:24).

جـ - المخاطر السياسية :

ان سبب نشوء المخاطر السياسية تنشأ بسبب التدخلات غير المتوقعة من قبل الحكومة الاجنبية ، ومثال على ذلك الغاء العقود وترخيص الاصدار و تأمين الممتلكات المملوكة للأجانب (الجبوري،2017:24). ويمكن تعريف المخاطر السياسية بانها المخاطر التي تعطل العمليات التي تقوم بها المنشآت من قبل الفعاليات والقوى السياسية سواء كان ذلك في البلد المضيف أو نتيجة التغيرات في البيئة الدولية . (Mawanza,2015:118) .

دـ- المخاطر القانونية : هي المخاطر التي تكون ناتجة بسبب الاجراءات المتخذة من قبل القانون او الانظمة القانونية كالدعوي القضائية والاحكام والقوانين السلبية التي من شأنها ان تعمل على تقليل عوائد المؤسسات المالية وتؤدي الى زيادة النفقات ومن ثم خلق التباين في الارباح (الجبوري،2017:25).

المطلب الرابع : طرائق قياس المخاطر ومصادرها

اولاً : مصادر الخطر :

- ان المخاطر تنشأ بسبب عوامل عديدة منها (اسماء ومدينة ،2018:7) (طيفية،2012:15):
- أ- التغيرات التنظيمية : ان العديد من الدول تفرض القوانين والتشريعات على الشركات والقطاعات المختلفة وهذه تعد قيوداً على عملها واستثماراتها وكذلك على الاستثمارات الاجنبية وتعد هذه القوانين بمثابة عوامل طرد للاستثمارات المحلية والاجنبية.
- ب- عدم استقرار العوامل الخارجية : التغيرات التي تحصل في اسعار الفائدة وعدم استقرار اسعار صرف العملات مثل على ذلك ، ولتفادي هذه التقلبات تلجأ الشركات والمؤسسات للأسوق المالية من خلال ادوات التغطية المستقبلية لتفادي الخسائر المتوقعة من هذه التقلبات.
- ج - اسباب خطر ادارية : ان التزوير والاختلاس وحوادث السرقات التي تحدث في الشركات والمؤسسات المالية التي تؤدي بدورها الى خسائر مادية متمثلة بمحال نقدية او خسائر معنوية متمثلة بالسمعة السيئة التي تلحق بالشركة .
- د- مصادر خطر طبيعية : مثل الكوارث الطبيعية والفيضانات والزلزال تؤثر في البيئة والمجتمع ومن ثم تؤثر في الاستثمارات بصورة عامة .
- ه- مصادر خطر سياسية واجتماعية : مثل حدوث الحروب الداخلية والانقلابات والتغيرات السياسية ومن ثم تؤثر في الوضاع المالية سواء للافراد أم الشركات وتعوق من العملية الاستثمارية .
- ويضيف الباحث النقاط التالية :
- و- التطورات التكنولوجية : ان التطور التكنولوجي يؤدي الى ظهور المنتجات الحديثة التي تؤدي الى الغاء الطلب على المنتجات القديمة لذلك أن الشركات التي لا توافق التطور التكنولوجي تواجه خطر هذه التطورات مما يؤدي الى عدم بقائها في السوق.
- ز- ظهور منافسين جدد : ان ظهور المنافسين الجدد خصوصا الذين يمتلكون قدرة عالية جدا على المنافسة قد يؤدي الى تراجع الحصة السوقية في الشركة او المؤسسة في السوق ومن ثم تدهورها تدريجيا وذلك لكون المنافس الجديد ذا قدرة عالية على البقاء والنمو والتطور
- ح- أخطاء القرارات الادارية : من الممكن ان تؤدي القرارات الادارية الى حدوث ازمات ومشكلات تواجه الشركة ومثال على ذلك انقسام مجلس ادارة الشركة على قرار الاستثمار من عدمه يفوت فرصة ربح الشركة أو اخطاء تتعلق بتحديد التكاليف والعوائد المتوقعة من الاستثمار وغيرها من الاخطاء.

ثانياً : طرائق قياس المخاطر

أ - الانحراف المعياري:

يعرف الانحراف المعياري بأنه مقياس يقيس مدى تشتت القيم او تذبذبها عن مركزها ، بمعنى ان زيادة درجة الانحراف المعياري تعني ان درجة التذبذب كبيرة ويكون العكس صحيحا ومن ثم فان ارتفاع درجة التذبذب يعني ان هنالك درجة كبيرة من المخاطرة والعكس صحيح ويمكن التعبير عنه من خلال المعادلة الآتية (Brigham,2011:225)

$$\text{Standard deviation } \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 p_i}$$

.....16

σ = الانحراف المعياري .

r_i = العائد المحتمل

\hat{r} = القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة .

P_i = احتمالية العائد .

إذ يستخدم الانحراف المعياري لتوضيح درجة التقلب في العوائد المتوقعة للمحفظة بمعنى ان مخاطر المحفظة تزداد كلما زادت درجة التقلبات والعكس صحيح

ب - معامل الاختلاف :

ان الانحراف المعياري يكون مناسبا عندما تم المقارنة بين ورقتين ماليتين تكون لهما القيمة المتوقعة نفسها ولكن في حال عدم تساوي القيمة المتوقعة فان معامل الاختلاف يكون افضل من الانحراف المعياري وذلك لأنه يبين مخاطر الوحدة الواحدة من العائد (الشبيبي، 2010:93) ويحسب معامل الاختلاف بالطريقة التالية :

$$C.V = \frac{S}{X}$$

إذ ان: CV = معامل اختلاف المحفظة

S = الانحراف المعياري للمحفظة

X = المردودية المتوقعة للمحفظة .

ج - معامل پیتا:

ان معامل بيتا يعد من المؤشرات المهمة والتي تستخدم للتنبؤ بالمخاطر السوقية للمحفظة وان اول من طورها هو شارب ، إذ يقيس المخاطر المنتظمة والتي تتعلق باسهم شركة معينة بالنسبة لمخاطر السوق ، ويتم ايجاد هذه المعامل من خلال المعلومات التاريخية السابقة لمحفظة معينة (مفلح،2019:85). ويعد مقياساً لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضوع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير اخر ومثال على ذلك (قياس حساسية عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد السوق) ، واذا كان معامل بيتا مرتفعاً يدل على ارتفاع درجة الحساسية بمعنى ارتفاع مستوى المخاطرة واذا كان منخفضاً يدل على ان المخاطر منخفضة (العائش ، 2012 :77) ويمكن حساب معامل بيتا للورقة المالية المفردة كما يلي :

إذ ان : β = معامل بيتا الاصل الاستثماري (المخاطر المنتظمة المرتبطة بالأصل).

R_M = عائد محفظة السوق .

$$R_i = \text{عائد الورقة المالية.}$$

σ_M^2 = تباين محفظة السوق.

$$\text{التغير المشترك بين عائد محفظة السوق وعائد الورقة المالية} = \text{COV}(R_M, R_i)$$

اما بالنسبة لمعامل بيتا المحفظة والذي يتكون من N اصل مالي يكون من خلال العلاقة التالية :

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i$$

اذ از :

βP = معامل بيتا لمحفظة تتكون من اصل

معاماً، بتا لأصول المكونة لمحفظة

W_i = نسبة الشروط الموزعة على الأصحاب المكونة المحفظة

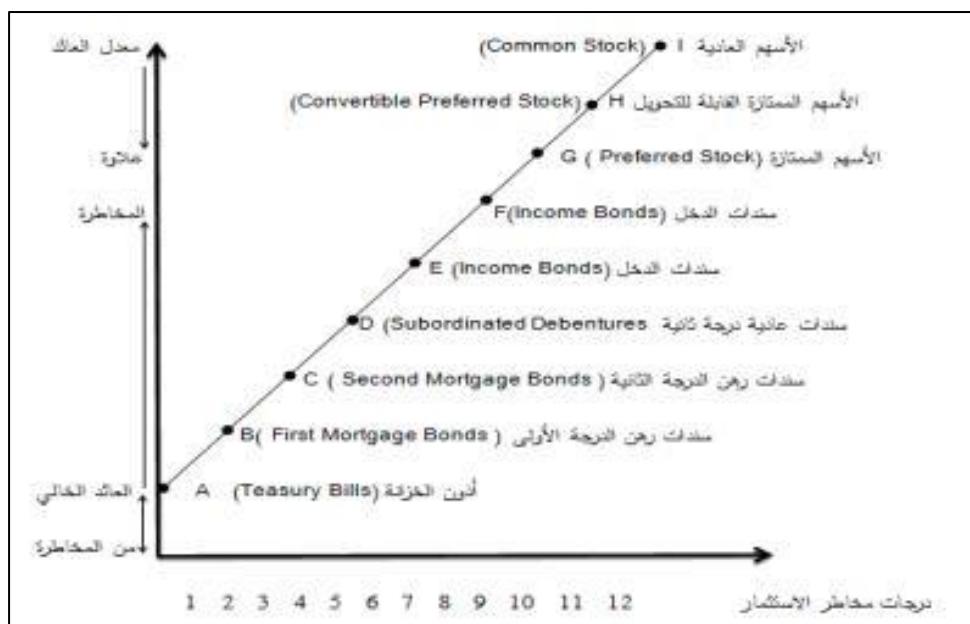
المطلب الخامس : العلاقة بين العائد والمخاطر

هناك ارتباط بين مفهوم العائد والمخاطرة إذ انه لا يمكن تفسير العائد من دون التطرق الى المخاطرة إذ ان المستثمر يجب ان يضع هذين العاملين بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري من خلال سعيه لتحقيق اعلى عائد بادنى مخاطرة (عمران، 2014:38). وهناك علاقة طردية بين المخاطرة والعائد اي انه كلما ارتفع احتمال تحقق العائد هناك احتمال مساو له بارتفاع المخاطرة ، لذلك فعند الاستثمار في مشروع ما لابد لادارة الشركة ان تتوقع انها ستتعرض لمخاطرة مساوية للعائد الذي تتوقع الحصول عليه من هذا الاستثمار ، فإذا كانت التوقعات ستحصل على عائد عال فلا بد ان تتحمل مخاطرة عالية تتناسب مع ذلك

العائد (جاسم ، 48:2019)

بمعنى ان المستثمر في الاسواق المالية عندما يطول بعائد مرتفع لا بد ان يتتحمل مخاطر مرتفعة وتوضح رغبة الاشخاص (أفراداً أو شركات) العلاقة بين المخاطرة والعائد فيما اذا كانوا محبين للمخاطرة سيرغبون في عائد مرتفع او متبنين للمخاطرة ويرغبون في عائد معقول لاستثماراتهم (علي الضرب، 2017:279) . ومن خلال شكل (3)

شكل (3) التوازن بين العائد ومخاطر الوراق المالية



المصدر : محمد ، عوامر (ادارة مخاطر المحفظة المالية باستخدام اسلوب البرمجة التربيعية)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة بوظيف ، 39:2015

من خلال الرسم البياني المذكور انفا يوضح الخط المستقيم العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة لكل نوع من الاوراق المالية اذ يتضح ان اذونات الخزانة اقل عائدا واقل مخاطرة لأنها تكون مضمونة من قبل الحكومة صاحبة الاصدار ، ويتبين كذلك ان الاسهم العاديّة تحقق اعلى عائد بأعلى مخاطرة وبين هذين النوعين توجد انواع مختلفة للأوراق المالية (سندات الدخل والاسهم الممتازة الخ) وهو ما يوفر للمستثمر فرصة للاختيار من بين أنواع الاوراق المالية المختلفة حسب تفضيلاته الخاصة كما يوفر للمستثمر فرصة للتنوع للتقليل من المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر (محمد، 2015:39)

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

"المبحث الثالث"

التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر

المطلب الاول : الخصائص التنويع

أصبح مفهوم المحفوظة المالية الذي يستند اساسا الى التنويع أمرا مفهوما الى العديد من المستثمرين في كل بقاع العالم ، وعبارة "لا تضع كل البيض في سلة واحدة" بإمكانها ان تلخص الفكرة من وراء ذلك ، وان اسم نظرية المحفوظة المالية

وان هنالك خصائص مشتركة في التنويع والتي يمكن استخدامها في عملية تكوين محفظة متنوعة وهي:(Liem,2015:21)

أ- التنويع عبر الصناعات المختلفة : ان الاستثمار في الاسهم المختلفة من الصناعة نفسها لا تقل من المخاطر على الاغلب فالأفضل الاستثمار في اسهم صناعات مختلفة من اجل تقليل حدة المخاطرة التي تتعرض لها صناعة دون اخرى.

ب- التنويع بالمجموعة الصناعية : هنالك بعض الصناعات التي ترتبط مع غيرها من الصناعات لذلك فان اختيار ورقة مالية من الصناعات التي يكون الارتباط بينها قليلا سيعمل على زيادة منافع التنويع .

ج- التنويع عبر المناطق الجغرافية : المحفظة التي فيها اسهم مختارة من البلد نفسه هي اقل تنوعا من محفظة اسهم من مختلف البلدان وذلك يقلل من المخاطر السياسية الخاصة ببلد معين

د- التنويع في تصنيف الموجودات : ان الاستثمار في مجموعة متنوعة من الموجودات سوف ينتج محفظة اكثر تنوعا من الاستثمار في موجودات مفردة للتقليل من المخاطر غير المنتظمة للشركات

ويرى الباحث انه عندما يتعرض المستثمر الى خسارة جراء استثماراته في احدى الدول بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية التي تتعرض لها الدولة بإمكانه ان يحقق ربحا في استثماراته في دولة مختلفة بمعنى ان بإمكانه تعويض الخسارة بمعنى انه يقوم بنشر مخاطرة عن طريق الاستثمار في الاوراق المالية الدولية واختيار معامل ارتباط منخفض .

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

المطلب الثاني : أساليب تنوع المحفظة المالية :

ان ما يميز المحفظة الاستثمارية هو التنويع ، اي عملية اختيار توليفة معينة من الاصول الاستثمارية في تكوين المحفظة الاستثمارية وذلك بهدف عملية تخفيف للمخاطرة التي قد يتعرض لها عائد المحفظة وهنالك العديد من اساليب التنويع المتبرعة من قبل المستثمرين :

1- التنويع الساذج :

ينص هذا النوع من التنويع على عملية تقسيم المخصصات ويقصد بها مخصصات رأس المال بالتساوي بين جميع الاصول وذلك بهدف تقليل المخاطر الكلية للمحفظة بطريقة بسيطة وبديهية دون الاضطرار الى التعمق والتعقيد في القوانين الرياضية المستخدمة لحل مشكلات تحسين العائد (Lhabitant,2017:91). وواحدة من اكثر قواعد الاختيار البسيطة والمطبقة في عملية بناء المحفظة بشكل واسع هي استراتيجية التنويع البسيط التي تتضمن تخصيص اوزان متساوية بين مجموعة اختيارات معينة بغض النظر عن الخصائص الفردية لبدائل الاختيار الاساسية ، لذا غالبا ماتتم الاشارة الى هذه القاعدة على انها استراتيجية الأوزان المتساوية N/1 (Giorgi&Mahmoud,2016:2) ويمكن التعبير عن اسلوب التنويع الساذج بالحكمة القائلة "لاتضع البيض في سلة واحدة" وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تمثل في وضع حد اقصى للبالغ المستثمرة في اصدار واحد ، كأن لا يزيد حجم الاموال المستثمرة في اي اصدار على 5% من مجموع مخصصات المحفظة وهذا لعدم تركيز موارد المستثمر في عدد محدود من الاستثمارات (نريمان ، 2020،ص26)

وفي حالة الاوزان المتساوية يكون تابين المحفظة بالشكل الاتي (Lhabitant,2017:92)

$$\sigma_p^2 = \frac{1}{N} (1 - \bar{\rho}) \bar{\sigma}^2 + \bar{\rho} \bar{\sigma}^2$$

.....20

إذ أن :

$\bar{\rho}$ = الارتباط

$\bar{\sigma}^2$ = الانحراف المعياري

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

إذ تقدم المعادلة السابقة نظرة للفوائد المحتملة للتنويع الساذج ، اذ تشير الى انه يتكون تباين المحفظة من حدين ، يمكن تخفيض الاول عن طريقة زيادة عدد الاصول في المحفظة ، ويعتمد النوع الثاني على متوسط الارتباط بين الاصول وليس عدد الاصول أي انه يمثل الحد الادنى لتباين المحفظة المتوفعة ببساطة لذا يمكن كتابة المعادلة السابقة على الشكل التالي (Lhabitant,2017:92)

$$\sigma_P = \bar{\sigma} \sqrt{\frac{1}{N} + \frac{N-1}{N} \bar{\rho}}$$

.....21

وهذا يعني :

أ- يقل تقلب المحفظة المالية عندما يزداد عدد الاصول في المحفظة المالية

ب- كلما انخفض متوسط الارتباط بين الاصول زادت منافع التنويع التي تكون محتملة

ج- الحد من التقلبات المحفظة هو $\bar{\sigma} \sqrt{\bar{\rho}}$ ويكون عندما تصبح N كبيرة جدا إذ يتم التخلص من جميع المخاطر الشخصية (المخاطر غير النظامية) او (الخطير المتعلق بأصل سهم معين وليس المحفظة المالية بالكامل) (Lhabitant,2017:92)

ويعبّر على اسلوب التنويع الساذج بالاتي :

أ- صعوبة ادارة المحفظة

ب- ارتفاع تكاليف المعاملات

ج- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة(صلاح الدين ،2020،ص21)

2- التنويع الدولي :

يعتمد التنويع الدولي على الاستثمارات في الاوراق المالية الاجنبية من اسهم وسندات وذلك للحد من المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة ولا يمكن التخفيف منها او تجنبها من خلال عملية التنويع المحلي (الستيني،2014،ص28) ويتبع في بناء المحفظة الدولية الاسس نفسها المتبعة في بناء المحفظة المالية المحلية إذ يجب ان يراعي المبادئ الاتية : (مفلح,2019,ص75)

أ- مراعاة تحقيق المزيج الامثل من الادوات الاستثمارية

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

بــ اختيار أدوات المحفظة من الأسواق التي لا يتوافر فيها ارتباط تام وذلك حتى يعطي التنويع الفوائد المرجوة منه مثل اختلاف العملات واختلاف الانظمة السياسية واختلاف انظمة سعر الصرف (مفرح, 2019، ص 75).

ان ما يميز المحافظ الاستثمارية هو التنويع ، اي عملية اختيار توليفة معينة من الأصول الاستثمارية في تكوين المحفظة الاستثمارية وذلك بهدف عملية تخفيض للمخاطرة التي قد يتعرض لها عائد المحفظة وهناك العديد من اساليب التنويع المتبرعة من قبل المستثمرين

وان هناك الكثير من الاسباب المحفزة التي تدفع المستثمرين الى التوجه نحو التنويع الدولي لتشكيل محفظة مالية دولية ومن بين هذه الاسباب : (شيكوش ، 2015: 58)

1- إن عدم الاستقرار في العديد من البيئات المحلية يشجع على التوجه نحو البيئات الدولية والتي تتمتع باستقرار نسبي اكبر.

2- التوسع في التجارة العالمية ، وزيادة حرية حركة الاموال بين مختلف الدول خصوصا تلك التي تكون موقعة على اتفاقية التجارة الحرة.

3- الاستفادة من مزايا التنويع إذ توفر الأسواق الدولية العديد من الفرص الاستثمارية والتي لا تتوفر في الأسواق المحلية.

4-الاصحاح المالي وتطور الانظمة المصرفية سهل من عمليات الاستثمار عبر الانترنت وغيرها من وسائل الاتصال المختلفة.

وان تحسين كفاءة التخصيص العالمي لرأس المال وتعزيز القدرة على تنويع المحافظ الاستثمارية تعد من مزايا عولمة الاستثمار إذ ان مكسب الكفاءة يأتي من ان الاستثمار الدولي يهدف الى تقليل الحالات التي يتم فيها تجاهل الاستثمارات ذات العوائد العالية في بعض الدول وذلك بسبب عدم توافر رأس مال كاف لتنفيذها (السيد ، 2018: 28). ومقابل ذلك يتم تنفيذ الاستثمارات التي تكون عوائدها منخفضة والموجودة في دول اخرى وعكس السبب بمعنى وجود راس مال كاف لتنفيذها ، وهذا يعني ان تدفق راس المال يفرض التقارب ما بين الدول المختلفة بالمعدلات الحدية للعائد وهذا ما سيساهم في تنويع المحفظة الدولية عوائد افضل محلياً ودولياً (Goel&Chaudhary, 2013: 18) . ويشار الى الأسواق الدولية بأنها أسواق ليست متكاملة وإنما متجزئة بسبب العوائق المختلفة امام حركة رؤوس الاموال وبالرغم من ذلك ما زال المستثمرين

الفصل الثاني التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

يقومون ببناء المحافظ الاستثمارية التي تسيطر عليها الموجودات المحلية بشكل كبير جداً، ويبقى المستثمرون وتقضيلهم للاسهم المحلية موضع نقاش وجدل وذلك لأن العديد من الدراسات تشير إلى امكانية تحقيق الأرباح وتخفيف المخاطر عن طريق محفظة مالية منوعة تتويجاً دولياً وهذا التفضيل يؤكد وجود تحيز الوطن (Abid, et al, 2014:46) والجدير بالذكر أن هنالك نزعة للتحرك المشترك بين العائد والمخاطر والتي تسمى بالارتباط ويكون مقياس هذا الارتباط بما يسمى معامل الارتباط (Ehrhardt & Brigham, 2011:233). فالارتباط هو التنااغم بين العوائد وتتراوح قيمة معامل الارتباط ($P = +1, -1$) (الغريرى، 2018، ص42)

المطلب الثالث : فائدة التنويع الدولي

ان فائدة التنويع بشكل عام تستند الى حالات الارتباط بين العائد والمخاطرة وان هناك ثلات حالات للارتباط وكما يلى :

الحالة الاولى : اذا كان معامل الارتباط هو $+1$

في هذه الحالة التي تسمى بحالة الارتباط التام الموجب التي تتحرك فيها عوائد الاسهم باتجاه واحد صعوداً وهبوطاً تكون معادلة المحفظة المالية :

$$\sigma_p = [W_A^2 \sigma_A^2 + (1-W_A)^2 \sigma_B^2 + 2W_A(1-W_A)\sigma_A\sigma_B]^{0.5}$$

و لأن الانحراف المعياري للمحفظة يكون مساوياً للجذر التربيعي الموجب لذلك ستكون المعادلة كالتالي:

$$\sigma_p = W_A \sigma_A + (1-W_A) \sigma_B$$

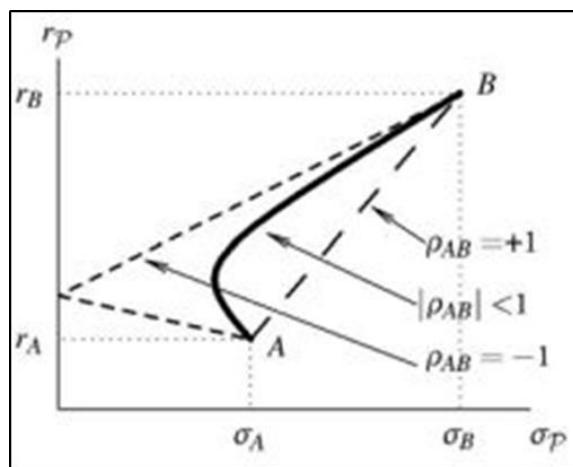
وان العائد المتوقع على المحفظة هو

$$E(r_p) = W_A E_{(rA)} + (1-W_A) E_{(rB)}$$

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

ومن الواضح ان تركيبة المعادلتين تعني أن المحفظة المالية التي تجمع بين الورقتين الماليتين المرتبطتين معا بارتباط موجب تام ستكونان على خط مستقيم بفضاء العائد والمخاطرة (Elton,etal,2014:67)، ويوضح الارتباط التام الموجب أن الانحراف المعياري هو المتسوّط الموزون للانحرافات المعيارية للأصول المكونة للمحفظة (Gitman&Zutter,2012:323) ومن خلال الرسم البياني الآتي :

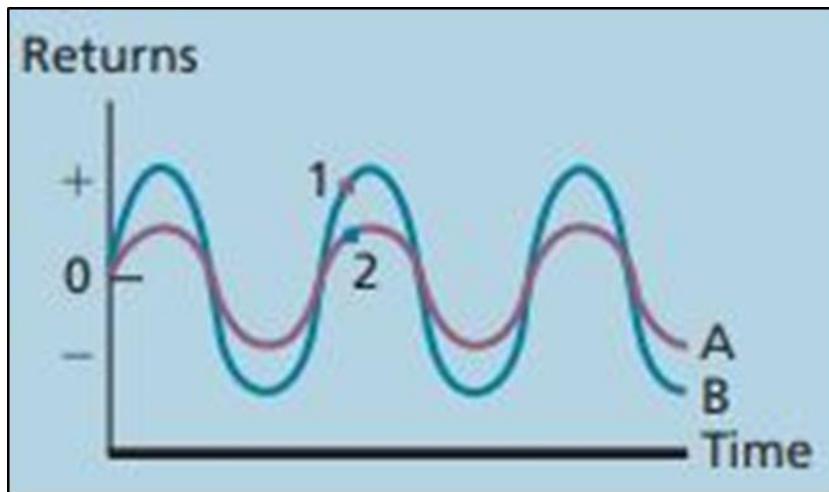
شكل (4) العلاقة بين العائد المتوقع والانحراف المعياري



Source: Maringer ,Dietmar, Portfolio Management With Heuristic Optimization, The Netherlands , 2005;11

إذ يلاحظ انه في حالة الارتباط الموجب التام والذي يتمثل من خلال الرسم البياني المذكور انفا بالخط المستقيم الذي يمر بين الموجودين (A,B) فان التنويع في هذه الحالة لا يقدم فائدة للمستثمرين وهي الحالة الوحيدة التي يكون فيها التنويع عديم المنفعة كما سيتم توضيحه بشكل ادق في الرسم البياني الآتي :

الشكل (5) حالة الارتباط الموجب التام



source: Jordan, Bradford & Miller, Thomas W., & Dolvin, Steven D., (2018), "Fundamentals Of Investments :Valuation And Management,"8th ed., McGraw-Hill Irwin,p.380

الحالة الثانية : الارتباط السلبي (P=-1)

يعنى ان معامل ارتباط العوائد بين سهمين يكون عكسيا وفي هذه الحالة فان الانحراف المعياري سيكون كما في المعادلة التالية :

$$\sigma_p = [W_A^2 \sigma_A^2 + (1-W_A)^2 \sigma_B^2 - 2W_A(1-W_A)\sigma_A\sigma_B]^{0.5} \quad 25$$

ونستطيع تبسيط صيغة الانحراف المعياري، لأن مفهوك الحد مساوياً لأحد الصيغتين التاليتين :

$$[W_A \sigma_A - (1-W_A) \sigma_B]^2 \quad \dots \dots \dots 26$$

۱۹

$$[-W_A \sigma_A + (1-W_A) \sigma_B]^2$$

ومن ثم فإن ($p\sigma$) اما ان تكون

$$\sigma_p = w_A \sigma_A - (1-w_A) \sigma_B$$

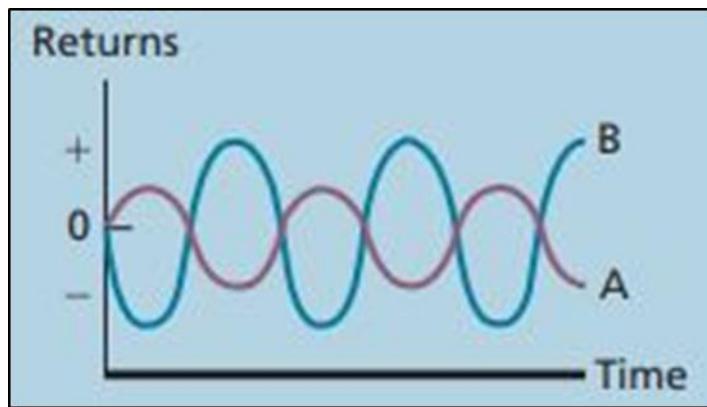
أو تکون

$$\sigma_p = -W_A \sigma_A + (1-W_A) \sigma_B$$

الفصل الثاني التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

وبما انه يؤخذ الجذر التربيعي لنحصل على صيغة p^5 ولان الجذر التربيعي للرقم السالب يكون خياليا فان كلا المعادلتين (10،8) تكون صحيحة عندما يكون الجانب الایمن لها موجبا فقط ، وهذا يعني ان مخاطر المحفظة عندما يكون معامل الارتباط -1 - هو اصغر مما كان معامل الارتباط $+1$ ومن ثم بالإمكان تخفيف المخاطر بدرجة كبيرة جدا من خلال التنويع (المنصوري،2018:11) والرسم البياني التالي يوضح حالة الارتباط السلبي التام :

الشكل (6) حالة الارتباط السلبي التام



source: Jordan, Bradford & Miller, Thomas W, & Dolvin, Steven D., (2018), "

Fundamentals Of Investments :Valuation And Management," ,8th ed., McGraw-Hill

Irwin,p.380

الحالة الثالثة : حالة الارتباط الصفي

وتعني حالة الارتباط الصفرى بأنه لا توجد علاقة بين عوائد الموجودات وتصبح معادلة الانحراف المعياري كما في الاتي (المنصور، 2018:11) :

$$\sigma_p = [W_A^2 \sigma_A^2 + (1-W_A)^2 \sigma_B^2]^{0.5} \quad \dots \dots \dots 30$$

يجعل هذه القيمة مساوية للصفر فان قيمة WA تستخرج كما في الاتي (: (etal,2014:37

$$W_A = \frac{\sigma^2 B - \sigma A \sigma B \rho AB}{\sigma^2 A + \sigma^2 B - 2 \sigma A \sigma B \rho AB} \quad \dots \dots \dots 31$$

ويتضح من هذا كله ان ما يثير اهتمام المستثمرين هو انهم لن يقبلوا على استثمار ما لم يكن معدل العائد مرتفعا لدرجة تعرضا عن المخاطر التي سترافق استثماراتهم ، وفي الاتجاه نفسه بإمكان المستثمر تقادى المخاطرة من خلال عملية التنويع في المحفظة الاستثمارية والتي تعتمد على

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

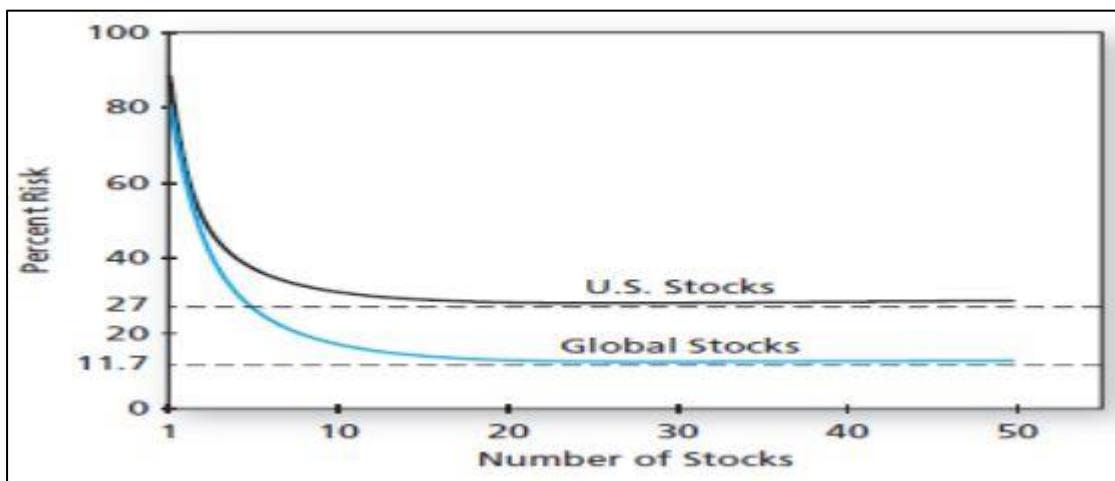
درجة معاملات الارتباط بين مكونات المحفظة المالية التي تؤدي الى انخفاض المخاطر
(Lim,2015:21)

ويرى الباحث ان الحل الافضل للمستثمرين للحصول على عائد عال ومخاطر منخفضة للجوء الى مبدأ التنويع اي انشاء محفظة مالية ذات اصول مالية متنوعة ومختلفة وان تكون ذات ارتباط سالب بمعنى عند انخفاض أحد الاصول الموجودة في المحفظة المالية سيغوص المستثمر ارتفاعاً اصل اخر موجود كذلك في المحفظة نفسها ومن ثم فان المستثمر ضمن الحصول على عائد مقبول وقد لا يتأثر بالنقلبات المفاجئة في المحفظة المالية وان الهدف النهائي لكل مستثمر هو تكوين محفظة كفؤة يمكن من خلالها تحقيق اعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة او تحقيق ادنى مخاطرة عند مستوى معين من العائد إذ ان اساس كل قرار استثماري هو العائد والمخاطرة .

المطلب الرابع : الهدف من التنويع الدولي

ان الهدف من التنويع الدولي ينبغي ان ينصب على تخفيض المخاطر للمحفظة الاستثمارية التي تكون من العديد من الاوراق المالية المدرجة في السوق الاجنبية (Halicki&Uphasus,2015:423) ومن الآثار التي تنجم عن التنويع الدولي انه يؤدي الى تحصيل عوائد اعلى للمستثمرين ويمكن تسميتها بفرضية المخاطرة والتي توضح التفاعل الذي يحدث بين المخاطرة والتنويع والاداء ، ويؤدي التنويع الى خفض المخاطر وهذا ما يعطي حافزاً للمستثمرين في مجالات اكثر مخاطرة ومن ثم الحصول على عائد كبير ، ومن خلال التنويع يمكن تجنب المخاطر التي تلازم الموجود او الاصل (Buchner et.al ,2017:2)

الشكل (7) مكاسب التنويع الدولي



المصدر : السيد مصطفى ،2018،ص28

ونلاحظ انه من خلال الشكل المذكور انفا بان مكاسب التنويع الدولي اكبر من التي بإمكانها ان تتحقق عند اضافة اكبر عدد من الاسهم المحلية للمحفظة إذ ان المخاطر في المحفظة الدولية تعد اقل من نصف مخاطر المحفظة المحلية إذ بلغت المخاطرة 11.7 عند تطبيق التنويع الدولي و 27 عند استخدام المحفظة المحلية والجدير بالأهمية ان الغاية من عملية التنويع الدولي ليست تخفيض المخاطر الكلية فقط دون العائد او تعظيم العائد دون المخاطرة ، وانما يكون الهدف والغاية منه تعظيم العائد المعدل بالمخاطر . (Mansourfar et.al ,2010:4169)

ولا ينبغي الحكم على التنويع الدولي من زاوية واحدة او زاوية العائد فقط لانه ربما يؤدي التنويع الدولي الى عملية زيادة في المخاطرة الكلية لمحفظة المستثمر مقارنة بالمحفظة المحلية ولكن ربما يتزامن ذلك مع زيادة العائد في المحفظة بمعدل اعلى من معدل الزيادة في المخاطرة مما يفضي الى عائد معدل بالمخاطر في المحفظة الدولية اعلى بكثير من نظيره للمحفظة المحلية وهذا يؤكّد فعالية التنويع الدولي (Bodie,2014:91) . وان المستثمر المحترف يعلم بان التنويع على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة يفضي الى مستوى اقل من المخاطر عند مستويات معينة من العائد المتوقع ، وعلى سبيل المثال ان مخاطر المحفظة الامريكية المتنوعة تنويعا كاما لا تشكل سوى 27% من مخاطرة الاسهم المنفردة بمعنى اخر ان حوالي 73% من مخاطرة الاستثمار بالاسهم المنفردة يمكن التخلص منها في المحفظة المتنوعة تنويعا كاما لكن مزايا مثل هكذا تنويع تكون محدودة لأن اغلب الشركات العاملة في دولة واحدة تكون عرضة وبدرجة ما الى التقلبات

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

الاقتصادية الدورية ذاتها ، وعبر التنويع الدولي اي عبر انشاء محفظة مالية منوعة تنويعا دوليا اي عبر التنويع العابر للدول ذات الدورات الاقتصادية غير المترابطة بدرجة تامة ، ينبغي ان يكون المستثمرون قادرين على تخفيض مخاطرهم ، وبعبارة اخرى ان المخاطر التي تعد نظامية في سياق الاقتصاد الامريكي ربما تكون مخاطر غير نظامية في سياق الاقتصاد العالمي على سبيل المثال في الوقت الذي تشكل فيه صدمة اسعار النفط ضررا على الاقتصاد الامريكي ولكن في الوقت نفسه شكلت عاما للاقتصادات خصوصا للدول المصدرة للنفط والعكس صحيح ومن ثم فان تحركات الاسهم المختلفة ستعرض بعضها الاخر جزئيا ضمن المحفظة المنوعة تنويعا دوليا وكذلك فان التحركات في محافظ الاسهم الامريكية وغير الامريكية ستلغي بعضها بعضا

(Shapiro,2014:510)

المطلب الخامس : مزايا المحفظة المالية المنوعة تنويعا دوليا :

1- نشر المخاطرة :

ان المستثمرين يطلبون عوائد أعلى للمشروعات الاستثمارية التي تحتوي على مخاطر عالية وهذا مبدأ اساسي في نظرية المحفظة المالية وعندما لا يكون هنالك ارتباط موجب بين عوائد المحفظة المالية فان المخاطر تنخفض عن طريق الاستثمار في كل جزء محدد من الموجودات الموجودة في المحفظة المالية بمعنى انخفاض المخاطر عبر توزيع الاستثمار على الموجودات المختلفة ، ومن خلال بناء المحفظة المالية على وفق حسابات العوائد المتوقعة والارتباطات بين العوائد بإمكان المستثمر تخفيض المخاطر الى ادنى مستوياتها عند المستوى المرغوب فيه من العائد المتوقع (Plessis&Ward,2009:451). وبثبات العوامل الاخرى كلما انخفضت عواملات الارتباط بين العوائد على الموجودات كلما تعاظمت منافع التنويع للمحفظة الاستثمارية وكلما كان معامل الارتباط بين الاسواق المختلفة اقل من الواحد الصحيح ترك مجالا واسعا للاستفادة من تخفيض المخاطر عبر التنويع الدولي وان ذلك يكون بسبب تباين هيكل الصناعات فيما بين الاسواق ، فضلا ان اقتصاداتها تكون مختلفة والتي لا تتبع بالضرورة دورة الاعمال نفسها ، وان هذه الاسباب تكون كافية لتبرير ضعف الارتباطات مما يمكن المستثمر من امكانية جني الارباح جراء الاستثمار في الدول المختلفة مقارنة بالاستثمار في دولة واحدة (Evans&McMillan,2006:12) . ومن جانب اخر فقد يقوم المستثمر المحلي بضم الاوراق

الفصل الثاني التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

المالية الدولية او الاجنبية الى محفظته وأن السبب في ذلك ان ادخال الاوراق المالية الاجنبية الى المحفظة المحلية سيخفض من مخاطر المحفظة ، وان الانخفاض سيكون اكبر من انخفاض عائد المحفظة ، وعندما يقوم المستثمر بهذه الحركة اي توزيع رأس ماله على الاسهم الدولية المختلفة فهو يأمل تخفيض المخاطر الاستثمارية (Tehrani,2011:16)

ويرى الباحث أن قيام المستثمر بتنويع محفظته تنويعا دوليا ناجحا خصوصا ان مخاطر الاستثمار بالسوق المحلي لا تكون ذات ارتباط مباشر بمخاطر الاسواق المالية الاجنبية بدول اخرى وهنا بإمكان المستثمر ادارة المخاطر بأسلوب ناجح مما يقوم بتحقيق هدف هذا المستثمر وهو تخفيض المخاطر والحصول على عوائد منوعة

2- مكاسب من تسعيير الموجودات الرأسمالية الدولية :

السؤال المطروح هنا هل يتم تسعيير الموجودات المالية الدولية في الاسواق المالية الدولية ام في الاسواق المالية المحلية المتجزئة (Goel&Chaudhary,2013:25) ، فاذا ما تم تسعيير الموجود في اسواق مالية متكاملة دوليا فستكون العوائد المتوقعة على الموجودات منسجمة مع مخاطرها فيما لو تم استخدامها في بناء المحفظة المنوعة تنويعا دوليا كفوءا، مثل محفظة السوق العالمية ، وبالمقابل اذا ما تم تسعيير الموجود في اسواق مالية متجزئة فان عوائدها ستكون على وفق مخاطرها النظمية في سوقها المحلي (Elbannan,2015:222). وهذا يعني انه ان كان المستثمر يستطيع التحايل بطريقة تجعل من الاسواق مجزأة عندها سيكون قادرا على استغلال منافع المحفظة الدولية لذلك فانه من المهم معرفة ما اذا تم التسعيير في اسواق مالية متكاملة ام متجزئة ومن الجدير بالذكر ان هنالك نوعين من النماذج المطروحة لتسعيير المخاطر يتمثل الاول بالنماذج المحلية التي تشتمل على نماذج العامل او المؤشر الواحد وابرزها نموذج (CAPM) ونماذج العوامل او المؤشرات المتعددة ، اما النوع الثاني فيعرف بالنماذج الدولية التي تشتمل على نماذج العامل او المؤشر الواحد الدولي

الفصل الثاني التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

أ- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المحلية :

ان معادلة نموذج تسعير الموجودات المحلي هي

$$R_j = RF + \beta (R_m - RF) \quad \dots \dots \dots 32$$

اڏ ان

R = العائد المتوقع المطلوب على الورقة المالية او المحفظة

$RF =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة

$m = \text{العائد المتوقع لمحفظة السوق}$

β = المخاطر النظامية للورقة المالية او المحفظة

وان من اهم النقاط الرئيسية لنموذج CAPM هو اعتماده على البيانات التاريخية لتقدير العائد المطلوب ومعامل البيتا والعائد المتوقع ، فضلا عن امكانية اعتماد النموذج كآلية لتحديد الاثار المترتبة منه على المحافظ الاستثمارية ويبقى هذا النموذج هو الاطار العام لتكامل العلاقة بين العائد والمخاطرة (Sharpe, 1964:425)

بـ- نموذج تسuir الموجودات الرأسمالية الدولية

ان هذا النموذج نشأ من نموذج CAPM) إذ يعد وليدا منه ولكن ميرتون Merton قام في عام (1973) بتطوير النموذج من المنظور الدولي وفي ضوء الصيغة المحلية لنموذج (CAPM) فإذا كانت الموجودات مسيرة في أسواق مالية متكاملة دولياً فأن عائداتها المتوقعة يكون كالتالي (Goel,2013:25):

$$R_j = RF + \beta^w (Rm^w - RF) \quad \dots \dots \dots 33$$

اذ ان :

$$\beta^w = \text{COV}(R_j, R_m^w) / \text{VAR}(R_m^w)$$

R_m^w = العوائد المتوقعة للأسواق العالمية

الفصل الثاني التنوع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

3- التنوع الدولي يغير من شكل الحد الكفوء :

إن الحد الكفوء يعد الاسلوب الاساسي لبناء المحفظة الكفوءة (مدخل ماركويتز) فالحد الكفوء يبني على العوائد المتوقعة وتقدير مصفوفة التباين والتباين المشترك من العوائد، فتجمع هذه الحدود بين الموجودات النقدية المولدة لخط تخصيص رأس المال ، ومجموعة من المحافظ الكفوءة (Adidin,2004:52) ، إذ ان الاستفادة من التنوع الكفوء ينعكس من خلال تحدب الحد الكفوء وانخفاض التباين المشترك عبر الاسهم وزيادة تحدب الحد الكفوء وزيادة تقليل المخاطرة لأي عائد متوقع مطلوب (Gerard:2007:2) علما أن طروحات ماركويتز عن بناء الحد الكفوء هي نظرية تصلح لتقدير الاداء فقط ، لأن من لديه القدرة على التنبؤ بالعوائد المتتحققة لجميع الاوراق المالية وعلى تقدير مصفوفة التباين المشترك هو المستثمر المالك للبصيرة وهذا بعد نادر الوجود بالواقع العملي لأن ماسواه من المستثمرين والذين يسودون الاسواق هم مادون بذلك (Elbannan,2015:222). فضلا عن هذا ان مدخل ماركويتز يستند بناءه الى الحد الكفوء لتقديرات العوائد التاريخية وليس للعوائد المستقبلية المتوقعة ولأن الاسهم والمقصود هنا مؤشرات الاسهم تعد ادوات عالية التقلب فيصعب بل يستحيل قبول ان العوائد التاريخية تمثل العوائد المتوقعة المستقبلية لأنها بالعادة ستحقق عوائد غير متوقعة وحينها ستكون العوائد التاريخية المتتحققة هي تقديرات مضللة للغاية من العوائد المتوقعة بالمستقبل الا انه يستفاد منها في قياس المخاطرة المتوقعة .(Bodie,2014:913).

ان التنوع الدولي يغير من شكل الحد الكفوء ويحسن ويوسع من مجموعة الفرص الممكنة والكافحة فمجموعه المحافظ التي تمتلك اقل انحرافات معيارية ممكنة عند مستوى معين من العائد المتوقع تمتلك ايضا اقصى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة فتتيح للمستثمر بالوقت ذاته من تخفيض المخاطرة وزيادة العائد المتوقع (Shapiro,2014:515) وان الشكل التالي يوضح اثر المحفظة المالية الدولية في الحد الكفوء

الفصل الثاني التنويع الدولي والمحفظة المالية وعلاقته بالمخاطر.....المبحث الثالث

الشكل (8) اثر التنويع الدولي على الحد الكفوء



Source: Shapiro, Alan C., Multinational, Financial Management, Tenth Edition ,John Wiley & Sons, Inc., 2014.P514

ويتضح من الشكل المذكور انفا بان المحفظة D تحقق اعلى عائد متوقع باقل مستوى من المخاطرة ولتقدير منافع عملية التنويع الدولي للمحفظة المالية المكونة من الموجودات المحلية والاجنبية ، يتطلب من المستثمر تنويع موجوداته عند تشكيله لمحفظة دولية (Shapiro,2014:516) . وبذلك يتطلب اجراء حسابات لازمة لكل من انحرافات الاوراق المالية وعوائدها بين مختلف الاسواق المالية في العالم وايضا حساب معاملات الارتباط لتحركات الاوراق المالية بين تلك الاسواق او التباين والتباين المشترك فيما بينهم ليحصلوا على اقل مستوى ممكن من المخاطرة دون التضحيه بالعائد المتوقع (Yang.2003:479). إذ سيختار المستثمرون العقلانيون المحافظ من خلال النظر في العوائد وكذلك المخاطر ويكون المستثمر على استعداد لتحمل المخاطر الاضافية مقابل حصولهم على اعلى عائد متوقع (Eun,2018:368).

الفصل الثالث

الجذب المعنوي وتحليل مؤشرات الدراسة

على العينة المختارة

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات

المبحث الثاني : عرض وتحليل نتائج النماذج القياسية لمؤشرات الأسواق عينة الدراسة

"المبحث الاول"

الطريقة والادوات المستخدمة

المطلب الاول : الادوات القياسية

من اجل التحقق من فرضيات الدراسة التي تم وضعها من قبل الباحث لابد من اختبار وتحليل هذه الفرضيات وعليه تم حساب معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة من اجل التتحقق من الفرضية الأولى والثانية ثم تم قياس اثر المتغير المستقل { المحفظة الدولية (X) } في المتغيرات المعتمدة { عائد المحفظة Y1 ، المخاطر المالية Y2 } باستخدام اسلوب الانحدار المتضمن اسلوب الدمج بين بيانات السلسلة الزمنية والبيانات المقطعة والذي يسمى (Panel data) وهي عبارة عن مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعة والسلسلة الزمنية ، اذ ان البيانات المقطعة تصف سلوك عدد من المفردات او الوحدات المقطعة عند مدة زمنية واحدة ، في حين تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال مدة زمنية معينة . وعليه فان المقصود بـ (Panel data) هو المشاهدات المقطعة ، مثل (الدول، المدن ، الشركات، الأسر، البنوك...) التي تم رصدها عبر مدة زمنية معينة وبصورة ادق هي دمج البيانات المقطعة مع الزمانية في آن واحد ، ويتميز اسلوب (Panel data) عن الانحدار الاعتيادي بانها تأخذ في الاعتبار اثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعة على حد سواء وان من اهم ما يميزها (عطية، 2016)

ما يلي:

- 1- ان استخدام اسلوب Panel data يمكننا من التحكم في التباين الفردي والذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعة او الزمانية ، والذي بدوره يؤدي إلى نتائج متحيزه.
- 2 - ان بيانات (Panel data) تحتوي على معلومات أكثر من تلك الموجودة في المقطعة او الزمانية ، وعليه يمكن الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى وافضل ، كذلك فإن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلسلة الزمنية،
- 3- تتميز بيانات(Panel data) عن غيرها بامتلاكها عددا أكبر من درجات الحرية و كذلك تكون أكثر كفاءة وأفضل.
- 4- ان استخدام هذه النماذج يمكننا منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ (Heteroscedasticity) شائعة الظهور.

ليكن لدينا N من المقاطع العرضية مقاسة في T من المدد الزمنية فان نموذج panel data يأخذ الشكل الآتي:

الفصل الثالث....الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات....المبحث الاول

$$Y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_{J(it)} + \epsilon_{it} \quad , \quad i = 1, 2, \dots, N \quad , \quad t = 1, 2, \dots, T$$

اذ ان : Y_{it} هو متغير الاستجابة(المتغير المعتمد) عند المشاهدة i والمدة الزمنية t وان

X_J هو المتغير التفسيري J عند المشاهدة i والمدة الزمنية t وان K هو عدد

المتغيرات التفسيرية او المستقلة.

$B_{0(i)}$ هي نقطة التقاطع في المشاهدة i

B_J هي ميل خط الانحدار للمتغير J وان ϵ_{it} هو الخطأ العشوائي عند المشاهدة i والفترة الزمنية t
وهناك ثلاثة نماذج رئيسة للبيانات الطولية(العشوش،2017) وهي :

1- نموذج الانحدار التجمعي :(PRM) Pooled Regression model

اذ يعد هذا النموذج من ابسط انواع (Panel data) حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة ولجميع الفترات
الزمنية اي ان $B_{0(i)}$ و B_J ثابتة لجميع المدد الزمنية (أي يهمل أي اثر للزمن)

2- نموذج التأثيرات الثابتة :(FEM) Fixed Effects Model

اذ ان هذا النموذج يسمح بدراسة تغير سلوك الوحدات عبر الزمن للبيانات المجمعة كما وتم دراسة سلوك
الوحدات والزمن باستخدام هذا النموذج من خلال العنصر الثابت في نموذج الانحدار.

3- نموذج التأثيرات العشوائية :(REM) Random Effects Model

يقوم هذا النموذج على افتراض ان المقطع الثابت لكل من البيانات الزمنية او المقطوعية او في كليهما يتغير
عشوائياً ضمن وسط حسابي ثابت
المطلب الثاني : طريقة جمع البيانات

1- الحصول على اسعار الاغلاق الشهرية لمؤشرات الاسواق المالية وللمدة 2017-2022 من المواقع
الالكترونية التالية

<http://sa.investing.com>

- <http://en.wikipedia.org>

- <http://www.standardandpoors.com>

www.bloomberg.com/markets/stocks

الفصل الثالث....الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات....المبحث الاول

الجدول (2) اسعار الاغلاق الشهرية لجميع مؤشرات الاسواق عينة الدراسة

N225	Bovespa	S&p /TSX	S&P 500	WIG 20	MASI	TASI	DFMG	SX Main 60	التاريخ
19,041.34	64,671	15,385.96	2,278.87	2,056.83	12,228.90	7,101.86	3,642.85	712.27	Jan-17
19,118.99	66,662	15,399.24	2,363.64	2,191.25	11,926.49	6,972.39	3,630.34	734.84	Feb-17
18,909.26	64,984	15,547.75	2,362.72	2,175.96	11,379.71	7,001.63	3,480.43	664.46	Mar-17
19,196.74	65,403	15,586.13	2,384.20	2,376.87	11,637.93	7,013.47	3,414.93	634.98	Apr-17
19,650.57	62,712	15,349.91	2,411.80	2,281.18	11,577.96	6,871.24	3,339.37	591.44	May-17
20,033.43	62,900	15,182.19	2,423.41	2,299.80	12,015.84	7,425.72	3,392.00	576.11	Jun-17
19,925.18	65,920	15,143.87	2,470.30	2,374.17	12,201.33	7,094.17	3,633.18	575.61	Jul-17
19,646.24	70,835	15,211.87	2,471.65	2,516.26	12,397.12	7,258.64	3,637.55	576.58	Aug-17
20,356.28	74,294	15,634.94	2,519.36	2,453.46	12,140.47	7,283.01	3,563.99	586.03	Sep-17
22,011.61	74,309	16,025.59	2,575.26	2,524.90	12,373.04	6,934.37	3,635.87	566.14	Oct-17
22,724.96	71,971	16,067.48	2,647.58	2,408.69	12,568.42	7,003.97	3,420.17	571.55	Nov-17
22,764.94	76,402	16,209.13	2,673.61	2,461.21	12,388.82	7,226.32	3,370.07	580.54	Dec-17
23,098.29	84,913	15,951.67	2,823.81	2,553.81	13,075.49	7,650.12	3,394.36	574.57	Jan-18
22,068.24	85,354	15,442.68	2,713.83	2,364.32	13,142.71	7,418.80	3,244.12	643.11	Feb-18
21,454.30	85,366	15,367.29	2,640.87	2,210.38	13,062.38	7,870.87	3,108.53	631.5	Mar-18
22,467.87	86,116	15,607.88	2,648.05	2,291.87	13,028.01	8,208.87	3,065.96	607.01	Apr-18
22,201.82	76,754	16,061.50	2,705.27	2,157.07	12,335.37	8,161.08	2,964.13	597.94	May-18
22,304.51	72,763	16,277.73	2,718.37	2,135.47	11,878.65	8,314.19	2,821.00	579.06	Jun-18
22,553.72	79,220	16,434.01	2,816.29	2,302.13	11,746.14	8,294.83	2,955.95	582.44	Jul-18
22,865.15	76,678	16,262.88	2,901.52	2,337.96	11,546.49	7,948.25	2,840.16	561.44	Aug-18
24,120.04	79,342	16,073.14	2,913.98	2,285.11	11,335.55	7,999.54	2,834.95	532.11	Sep-18
21,920.46	87,424	15,027.28	2,711.74	2,151.88	10,919.67	7,907.01	2,784.60	506.15	Oct-18
22,351.06	89,504	15,197.82	2,760.17	2,291.08	11,229.28	7,702.99	2,668.66	498.02	Nov-18
20,014.77	87,887	14,322.86	2,506.85	2,276.63	11,364.31	7,826.73	2,529.75	510.12	Dec-18
20,773.49	97,394	15,540.60	2,704.10	2,380.11	11,350.73	8,559.95	2,567.59	487.24	Jan-19
21,385.16	95,584	15,999.01	2,784.49	2,332.23	11,136.57	8,492.70	2,635.78	465.13	Feb-19
21,205.81	95,415	16,102.09	2,834.40	2,312.09	10,912.23	8,819.44	2,634.86	452.46	Mar-19
22,258.73	96,353	16,580.73	2,945.83	2,334.21	11,192.06	9,304.20	2,767.10	464.61	Apr-19
20,601.19	97,030	16,037.49	2,752.06	2,239.31	10,999.88	8,516.48	2,620.33	494.05	May-19
21,275.92	100,967	16,382.20	2,941.76	2,327.67	11,287.04	8,821.76	2,658.63	496.31	Jun-19
21,521.53	101,812	16,406.56	2,980.38	2,277.37	11,616.49	8,732.62	2,918.38	480.09	Jul-19
20,704.37	101,135	16,442.07	2,926.46	2,135.25	11,710.94	8,019.77	2,758.60	473.21	Aug-19
21,755.84	104,745	16,658.63	2,976.74	2,173.29	11,561.68	8,091.76	2,781.07	475.48	Sep-19
22,927.04	107,220	16,483.16	3,037.56	2,194.10	11,484.30	7,744.08	2,746.93	484.79	Oct-19
23,293.91	108,233	17,040.20	3,140.98	2,158.94	11,822.32	7,859.06	2,678.70	485.8	Nov-19
23,656.62	115,645	17,063.43	3,230.78	2,150.09	12,171.90	8,389.23	2,764.86	493.76	Dec-19
23,205.18	113,761	17,318.49	3,225.52	2,065.90	12,531.90	8,246.59	2,790.42	480.64	Jan-20
21,142.96	104,172	16,263.05	2,954.22	1,768.91	12,260.94	7,628.34	2,590.00	462.83	Feb-20
18,917.01	73,020	13,378.75	2,584.59	1,512.84	9,704.85	6,505.35	1,771.31	444.9	Mar-20
20,193.69	80,506	14,780.74	2,912.43	1,648.68	9,400.70	7,112.90	2,026.61	413.52	Apr-20
21,877.89	87,403	15,192.83	3,044.31	1,722.65	9,852.80	7,213.03	1,945.09	424.67	May-20
22,288.14	95,056	15,515.22	3,100.29	1,758.82	10,169.19	7,224.09	2,065.28	434.94	Jun-20
21,710.00	102,912	16,169.20	3,271.12	1,767.54	10,228.27	7,459.21	2,050.77	451.99	Jul-20
23,139.76	99,369	16,514.44	3,500.31	1,800.21	10,134.80	7,940.70	2,245.29	469.75	Aug-20
23,185.12	94,603	16,121.38	3,363.00	1,712.73	9,987.83	8,299.08	2,273.48	484.38	Sep-20
22,977.13	93,952	15,580.64	3,269.96	1,515.97	10,460.66	7,907.72	2,187.86	483.96	Oct-20
26,433.62	108,893	17,190.25	3,621.63	1,830.04	10,990.85	8,747.09	2,419.60	480.8	Nov-20
27,444.17	119,017	17,433.36	3,756.07	1,983.98	11,287.38	8,689.53	2,491.97	500.21	Dec-20
27,663.39	115,068	17,337.02	3,714.24	1,948.01	11,630.01	8,702.55	2,654.06	484.13	Jan-21
28,966.01	110,035	18,060.26	3,811.15	1,907.28	11,358.17	9,144.99	2,551.54	556.55	Feb-21
29,178.80	116,634	18,700.67	3,972.89	1,938.84	11,483.65	9,907.82	2,550.23	566.18	Mar-21
28,812.63	118,894	19,108.33	4,181.17	2,037.59	11,811.23	10,418.98	2,605.38	592.74	Apr-21
28,860.08	126,216	19,730.99	4,204.11	2,233.36	12,114.46	10,551.23	2,797.52	574.98	May-21
28,791.53	126,802	20,165.58	4,297.50	2,218.41	12,409.24	10,984.15	2,810.56	567.76	Jun-21
27,283.59	121,801	20,287.80	4,395.26	2,253.45	12,304.15	11,012.71	2,765.71	575.36	Jul-21
28,089.54	118,781	20,582.94	4,522.68	2,368.03	12,694.16	11,319.24	2,902.97	533.03	Aug-21
29,452.66	110,979	20,070.25	4,307.54	2,310.29	13,186.83	11,495.76	2,845.49	597.59	Sep-21
28,892.69	103,501	21,037.07	4,605.38	2,405.05	13,555.45	11,704.14	2,864.21	587.87	Oct-21
27,821.76	101,916	20,659.99	4,567.00	2,194.37	13,085.38	10,761.80	3,072.91	576.56	Nov-21
28,791.71	104,822	21,222.84	4,766.18	2,266.92	13,358.32	11,281.71	3,195.91	569.2	Dec-21

الفصل الثالث....الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات....المبحث الاول

2- حساب معدلات العوائد الشهرية باستمرار لجميع مؤشرات الاسواق عينة الدراسة وذلك عبر استخدام المعادلة الآتية (السيد، 2018:100)

$$(R_{jt} = LN(P_t) - LN(P_{t-1})) \dots \quad (1-2)$$

R_{jt} : عائد مؤشر الاسهم (j) في اليوم t

P_t : قيمة مؤشر الاسهم في الشهر t

P_{t-1} : قيمة مؤشر الاسهم في الشهر السابق

LN : اللوغاريتم الطبيعي

الفصل الثالث....الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات....المبحث الاول

الجدول (3)معدلات العوائد الشهرية لجميع مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة

N225	Bovespa	S&p /TSX	S&P 500	WIG 20	MASI	TASI	DFMG	ISX Main 60	التاريخ
0.034	0.028	0.027	0.04	0.033	0.02	0.047	0.039	-0.01285	Dec-21
-0.038	-0.015	-0.018	-0	-0.092	-0.04	-0.084	0.07	-0.01943	Nov-21
-0.019	-0.07	0.047	0.07	0.04	0.03	0.018	0.007	-0.0164	Oct-21
0.047	-0.068	-0.025	-0	-0.025	0.04	0.015	-0.02	0.114327	Sep-21
0.029	-0.025	0.014	0.03	0.05	0.03	0.027	0.048	-0.07642	Aug-21
-0.054	-0.04	0.006	0.02	0.016	-0.01	0.003	-0.016	0.013297	Jul-21
-0.002	0.005	0.022	0.02	-0.007	0.02	0.04	0.005	-0.01264	Jun-21
0.002	0.06	0.032	0.01	0.092	0.03	0.013	0.071	-0.03042	May-21
-0.013	0.019	0.022	0.05	0.05	0.03	0.05	0.021	0.045844	Apr-21
0.007	0.058	0.035	0.04	0.016	0.01	0.08	-5E-04	0.017155	Mar-21
0.046	-0.045	0.041	0.03	-0.021	-0.02	0.05	-0.039	0.139404	Feb-21
0.008	-0.034	-0.006	-0	-0.018	0.03	0.001	0.063	-0.03267	Jan-21
0.038	0.089	0.014	0.04	0.081	0.03	-0.007	0.029	0.039577	Dec-20
0.14	0.148	0.098	0.1	0.188	0.05	0.101	0.101	-0.00655	Nov-20
-0.009	-0.007	-0.034	-0	-0.122	0.05	-0.048	-0.038	-0.00087	Oct-20
0.002	-0.049	-0.024	-0	-0.05	-0.01	0.044	0.012	0.030669	Sep-20
0.064	-0.035	0.021	0.07	0.018	-0.01	0.063	0.091	0.038541	Aug-20
-0.026	0.079	0.041	0.05	0.005	0.01	0.032	-0.007	0.038452	Jul-20
0.019	0.084	0.021	0.02	0.021	0.03	0.002	0.06	0.023896	Jun-20
0.08	0.082	0.027	0.04	0.044	0.05	0.014	-0.041	0.026607	May-20
0.065	0.098	0.1	0.12	0.086	-0.03	0.089	0.135	-0.07314	Apr-20
-0.111	-0.355	-0.195	-0.1	-0.156	-0.23	-0.159	-0.38	-0.03951	Mar-20
-0.093	-0.088	-0.063	-0.1	-0.155	-0.02	-0.078	-0.075	-0.03776	Feb-20
-0.019	-0.016	0.015	-0	-0.04	0.03	-0.017	0.009	-0.02693	Jan-20
0.015	0.066	0.001	0.03	-0.004	0.03	0.065	0.032	0.016253	Dec-19
0.016	0.009	0.033	0.03	-0.016	0.03	0.015	-0.025	0.002081	Nov-19
0.052	0.023	-0.011	0.02	0.01	-0.01	-0.044	-0.012	0.019391	Oct-19
0.05	0.035	0.013	0.02	0.018	-0.01	0.009	0.008	0.004786	Sep-19
-0.039	-0.007	0.002	-0	-0.064	0.01	-0.085	-0.056	-0.01443	Aug-19
0.011	0.008	0.001	0.01	-0.022	0.03	-0.01	0.093	-0.03323	Jul-19
0.032	0.04	0.021	0.07	0.039	0.03	0.035	0.015	0.004564	Jun-19
-0.077	0.007	-0.033	-0.1	-0.042	-0.02	-0.088	-0.054	0.061438	May-19
0.048	0.01	0.029	0.04	0.01	0.03	0.054	0.049	0.026499	Apr-19
-0.008	-0.002	0.006	0.02	-0.009	-0.02	0.038	-3E-04	-0.02762	Mar-19
0.029	-0.019	0.029	0.03	-0.02	-0.02	-0.008	0.026	-0.04644	Feb-19
0.037	0.103	0.082	0.08	0.044	0.00	0.09	0.015	-0.04589	Jan-19
-0.11	-0.018	-0.059	-0.1	-0.006	0.01	0.016	-0.053	0.024006	Dec-18
0.019	0.024	0.011	0.02	0.063	0.03	-0.026	-0.043	-0.01619	Nov-18
-0.096	0.097	-0.067	-0.1	-0.06	-0.04	-0.012	-0.018	-0.05002	Oct-18
0.053	0.034	-0.012	0	-0.023	-0.02	0.006	-0.002	-0.05365	Sep-18
0.014	-0.033	-0.01	0.03	0.015	-0.02	-0.043	-0.04	-0.03672	Aug-18
0.011	0.085	0.01	0.04	0.075	-0.01	-0.002	0.047	0.00582	Jul-18
0.005	-0.053	0.013	0	-0.01	-0.04	0.019	-0.049	-0.03208	Jun-18
-0.012	-0.115	0.029	0.02	-0.061	-0.05	-0.006	-0.034	-0.01505	May-18
0.046	0.009	0.016	0	0.036	0.00	0.042	-0.014	-0.03955	Apr-18
-0.028	1E-04	-0.005	-0	-0.067	-0.01	0.059	-0.043	-0.01822	Mar-18
-0.046	0.005	-0.032	-0	-0.077	0.01	-0.031	-0.045	0.112694	Feb-18
0.015	0.106	-0.016	0.05	0.037	0.05	0.057	0.007	-0.01034	Jan-18
0.002	0.06	0.009	0.01	0.022	-0.01	0.031	-0.015	0.015607	Dec-17
0.032	-0.032	0.003	0.03	-0.047	0.02	0.01	-0.061	0.009511	Nov-17
0.078	2E-04	0.025	0.02	0.029	0.02	-0.049	0.02	-0.03453	Oct-17
0.036	0.048	0.027	0.02	-0.025	-0.02	0.003	-0.02	0.016257	Sep-17
-0.014	0.072	0.004	0	0.058	0.02	0.023	0.001	0.001684	Aug-17
-0.005	0.047	-0.003	0.02	0.032	0.02	-0.046	0.069	-0.00087	Jul-17
0.019	0.003	-0.011	0	0.008	0.04	0.078	0.016	-0.02626	Jun-17
0.023	-0.042	-0.015	0.01	-0.041	-0.01	-0.02	-0.022	-0.07103	May-17
0.015	0.006	0.002	0.01	0.088	0.02	0.002	-0.019	-0.04538	Apr-17
-0.011	-0.025	0.01	-0	-0.007	-0.05	0.004	-0.042	-0.10068	Mar-17
0.004	0.03	9E-04	0.04	0.063	-0.03	-0.018	-0.003	0.031196	Feb-17
0.016	0.015	0.005	0.01	0.016	0.00	0.002	-0.007	-0.01859	Jan-17

الفصل الثالث....الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات....المبحث الاول

3- حساب الانحراف المعياري الشهري لجميع مؤشرات الاسواق عينة الدراسة على وفق المعادلة الآتية

(Brigham,2011:225)

$$\text{Standard deviation } \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_{i-f})^2 p_i}$$

.....1

الفصل الثالث....الطريقة والادوات المستخدمة في جمع وتحليل البيانات....المبحث الاول

الجدول (4) الانحراف المعياري لجميع اسواق مؤشرات الاسهم عينة الدراسة

N225	Bovespa	S&p /TSX	S&P 500	WIG 20	MASI	TASI	DFMG	ISX Main 60	التاريخ
485	1453	281.425	99.59	36.275	136.47	259.955	61.5	3.68	Dec-21
535.5	792.5	188.54	19.19	105.34	235.035	471.17	104.35	5.655	Nov-21
280	3739	483.41	148.92	47.38	184.31	104.19	9.36	4.86	Oct-21
681.6	3901	256.345	107.57	28.87	246.335	88.26	28.74	32.28	Sep-21
403	1510	147.57	63.71	57.29	195.005	153.265	68.63	21.165	Aug-21
754	2500.5	61.11	48.88	17.52	52.545	14.28	22.425	3.8	Jul-21
34.28	293	217.295	46.695	7.475	147.39	216.46	6.52	3.61	Jun-21
23.73	3661	311.33	11.47	97.885	151.615	66.125	96.07	8.88	May-21
183.1	1130	203.83	104.14	49.375	163.79	255.58	27.575	13.28	Apr-21
106.4	3299.5	320.205	80.87	15.78	62.74	381.415	0.655	4.815	Mar-21
651.3	2516.5	361.62	48.455	20.365	135.92	221.22	51.26	36.21	Feb-21
109.6	1974.5	48.17	20.915	17.985	171.315	6.51	81.045	8.04	Jan-21
505.3	5062	121.555	67.22	76.97	148.265	28.78	36.185	9.705	Dec-20
1728	7470.5	804.805	175.835	157.035	265.095	419.685	115.87	1.58	Nov-20
104	325.5	270.37	46.52	98.38	236.415	195.68	42.81	0.21	Oct-20
22.68	2383	196.53	68.655	43.74	73.485	179.19	14.095	7.315	Sep-20
714.9	1771.5	172.62	114.595	16.335	46.735	240.745	97.26	8.88	Aug-20
289.1	3928	326.99	85.415	4.36	29.54	117.56	7.255	8.525	Jul-20
205.1	3826.5	161.195	27.99	18.085	158.195	5.53	60.095	5.135	Jun-20
842.1	3448.5	206.045	65.94	36.985	226.05	50.065	40.76	5.575	May-20
638.3	3743	700.995	163.92	67.92	152.075	303.775	127.65	15.69	Apr-20
1113	15576	1442.15	184.815	128.035	1278.045	561.495	409.345	8.965	Mar-20
1031	4794.5	527.72	135.65	148.495	135.48	309.125	100.21	8.905	Feb-20
225.7	942	127.53	2.63	42.095	180	71.32	12.78	6.56	Jan-20
181.4	3706	11.615	44.9	4.425	174.79	265.085	43.08	3.98	Dec-19
183.4	506.5	278.52	51.71	17.58	169.01	57.49	34.115	0.505	Nov-19
585.6	1237.5	87.735	30.41	10.405	38.69	173.84	17.07	4.655	Oct-19
525.7	1805	108.28	25.14	19.02	74.63	35.995	11.235	1.135	Sep-19
408.6	338.5	17.755	26.96	71.06	47.225	356.425	79.89	3.44	Aug-19
122.8	422.5	12.18	19.31	25.15	164.725	44.57	129.875	8.11	Jul-19
337.4	1968.5	172.355	94.85	44.18	143.58	152.64	19.15	1.13	Jun-19
828.8	338.5	271.62	96.885	47.45	96.09	393.86	73.385	14.72	May-19
526.5	469	239.32	55.715	11.06	139.915	242.38	66.12	6.075	Apr-19
89.67	84.5	51.54	24.955	10.07	112.17	163.37	0.46	6.335	Mar-19
305.8	905	229.205	40.195	23.94	107.08	33.625	34.095	11.055	Feb-19
379.4	4753.5	608.87	98.625	51.74	6.79	366.61	18.92	11.44	Jan-19
1168	808.5	437.48	126.66	7.225	67.515	61.87	69.455	6.05	Dec-18
215.3	1040	85.27	24.215	69.6	154.805	102.01	57.97	4.065	Nov-18
1100	4041	522.93	101.12	66.615	207.94	46.265	25.175	12.98	Oct-18
627.4	1332	94.87	6.23	26.425	105.47	25.645	2.605	14.665	Sep-18
155.7	1271	85.565	42.615	17.915	99.825	173.29	57.895	10.5	Aug-18
124.6	3228.5	78.14	48.96	83.33	66.255	9.68	67.475	1.69	Jul-18
51.34	1995.5	108.115	6.55	10.8	228.36	76.555	71.565	9.44	Jun-18
133	4681	226.81	28.61	67.4	346.32	23.895	50.915	4.535	May-18
506.8	375	120.295	3.59	40.745	17.185	169	21.285	12.245	Apr-18
307	6	37.695	36.48	76.97	40.165	226.035	67.795	5.805	Mar-18
515	220.5	254.495	54.99	94.745	33.61	115.66	75.12	34.27	Feb-18
166.7	4255.5	128.73	75.1	46.3	343.335	211.9	12.145	2.985	Jan-18
19.99	2215.5	70.825	13.015	26.26	89.8	111.175	25.05	4.495	Dec-17
356.7	1169	20.945	36.16	58.105	97.69	34.8	107.85	2.705	Nov-17
827.7	7.5	195.325	27.95	35.72	116.285	174.32	35.94	9.945	Oct-17
355	1729.5	211.535	23.855	31.4	128.325	12.185	36.78	4.725	Sep-17
139.5	2457.5	34	0.675	71.045	97.895	82.235	2.185	0.485	Aug-17
54.13	1510	19.16	23.445	37.185	92.745	165.775	120.59	0.25	Jul-17
191.4	94	83.86	5.805	9.31	218.94	277.24	26.315	7.665	Jun-17
226.9	1345.5	118.11	13.8	47.845	29.985	71.115	37.78	21.77	May-17
143.7	209.5	19.19	10.74	100.455	129.11	5.92	32.75	14.74	Apr-17
104.9	839	74.255	0.46	7.645	273.39	14.62	74.955	35.19	Mar-17
38.83	995.5	6.64	42.385	67.21	151.205	64.735	6.255	11.285	Feb-17
223.5	1142.955	77.62227	18.02636	44.74364	129.5791	92.19273	46.04091	10.295909	Jan-17

"المبحث الثاني"

اختبار وتحليل فرضيات الدراسة

المطلب الاول: إيجاد علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

من اجل التحقق من الفرضية الأولى والثانية تم ايجاد معامل ارتباط بيرسون بين مؤشر الاسواق المالية وعائد المحفظة والمخاطر المالية وكما بالجدول التالي :

جدول (5) معامل ارتباط بيرسون

المتغير	X	Y1	Y2
X	1	-0.02	0.83**
Y1	-0.02	1	
Y2	0.83**		

اذ نلاحظ معامل الارتباط بين مؤشر السوق وعائد المحفظة مقداره -0.02 . وهو ارتباط عكسي ضعيف وغير معنوي احصائيا لذا نستنتج انه ليست هناك علاقة ارتباط معنوية بين مؤشر السوق وعائد المحفظة كذلك نلاحظ ان معامل الارتباط بين مؤشر السوق والمخاطر المالية للمحفظة مقداره 0.83 وهو ارتباط طردي قوي و معنوي احصائيا لذا نستنتاج انه هناك علاقة ارتباط معنوية بين مؤشر السوق والمخاطر المالية أي اننا بالنتيجة نرفض الفرضية الأولى ونقبل الفرضية الثانية .

المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار (panel data) و اختبار فرضيات الدراسة الثالثة والرابعة:

من اجل اختبار فرضية الدراسة الرئيسة الثالثة والرابعة التي تتضى على انه لا يوجد تأثير معنوي واضح لمؤشر السوق على عائد المحفظة والمخاطر المالية تم استخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة (FEM) ، (PRM) ، (REM) وتم التوصل الى ما يلي :

أ- تقدير اثر مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1

تم اجراء انحدار البول لمتغير مؤشر السوق على عائد المحفظة وباستعمال النماذج الثلاثة وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدول الاتي :

الجدول (6) نتائج تدبير اثر المتغير المستقل X على المتغير المعتمد Y1

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	0.0035	0.0033	0.0035
	قيمة t المحسوبة	1.29	1.16	1.29
	القيمة الاحتمالية p	0.197	0.249	0.198
المتغير X	قيمة معامل x_1	-0.00001	-0.00004	-0.00001
	قيمة t المحسوبة	-0.45	-0.24	-0.44
	القيمة الاحتمالية p	0.659	0.820	0.651
معامل التحديد R^2		0.001	0.02	0.001
قيمة D.W		2.04	2.07	2.04
قيمة F		0.19	0.70	0.19
احتمالية Fisher		0.659	0.710	0.659

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (6) ما يلي :

1- نتائج نموذج الانحدار التجمعي (PRM) :

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول المذكور انفا بان قيمة الحد الثابت C للنموذج ليست ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت البالغ (0.197) كانت اكبر من مستوى المعنوية(0.05) وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (X) ليس ذات دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.659) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذي دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق على عائد المحفظة ونرفض الفرضية البديلة، وهذا ما لا يتحقق مع الفرضية الثالثة التي تنص على وجود علاقة اثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

مؤشر السوق المالي على عائد المحفظة ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسبة تحت مستوى معنوية(0.05) وذلك لأن القيمة الاحتمالية لها بلغت(0.659) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.001) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره مؤشر السوق قد بلغ (0.1%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة إما النسبة المتبقية والبالغة (99.9%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج وجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذا ان قيمة (D.W=2.04) وهي تقع بين 2 و4-DU.

2- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول المذكور انفا بان قيمة الحد الثابت c للنموذج ليس ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت وباللغ (0.249) كانت اكبر من مستوى المعنوية(0.05) وعليه نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (X) ليس ذات دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X وباللغة (0.820) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير المحفظة الدولية على عائد المحفظة ونرفض الفرضية البديلة، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الثالثة التي تنص على وجود علاقة اثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير (X) لبيان ذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X وباللغة (0.710) اكبر من (0.05) وهذا يعني إن المؤشر السوق المالي على عائد المحفظة ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسبة تحت مستوى معنوية(0.05) وذلك لأن القيمة الاحتمالية لها بلغت(0.710) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد (R^2) قد بلغت (0.02) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره متغير مؤشر السوق قد بلغ (2%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة إما النسبة المتبقية والبالغة (98%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج وجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذا ان قيمة (D.W=2.07) وهي تقع بين 2 و4-DU.

3-نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول المذكور انفا بان قيمة الحد الثابت c للنموذج ليس ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت وباللغ (0.198)) كانت اكبر من مستوى المعنوية(0.05) وعليه نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (X) ليس ذات دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X وباللغة (0.661) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق على عائد المحفظة ونرفض الفرضية البديلة، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الثالثة التي تنص على وجود علاقة اثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق على عائد المحفظة ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لأن القيمة الاحتمالية لها بلغت(0.695) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد(R^2) قد بلغت (0.001) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره متغير المحفظة

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

الدولية قد بلغ (0.1%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة إما النسبة المتبقية والبالغة (99.9%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ أن قيمة (D.W=2.04) وهي تقع بين 2 و4.

ب- تقدير اثر مؤشرات الاسواق المالية X على المخاطر المالية للمحفظة الدولية Y2
 تم اجراء انحدار البنل لمتغير مؤشرات الأسواق المالية على المخاطر المالية للمحفظة الدولية وباستعمال النماذج الثلاثة وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدول التالي :

جدول (7) نتائج تقدير اثر مؤشرات الأسواق المالية على المخاطر المالية للمحفظة

المتغيرات		النموذج		
		PRM	FEM	REM
الحد الثابت	قيمة الثابت C	-20.372	-36.953	-20.372
	قيمة t المحتسبة	-1.58	-2.72	-1.59
	القيمة الاحتمالية p	0.115	0.007	0.112
المتغير X	قيمة معامل X	0.0189	0.021	0.0189
	قيمة t المحتسبة	30.66	26.45	30.90
	القيمة الاحتمالية p	0.000	0.000	0.000
معامل التحديد R^2		0.69	0.70	0.69
قيمة D.W		2.26	2.35	2.26
قيمة F		939.93	107.74	939.93
احتمالية Fisher		0.000	0.000	0.000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.

نلاحظ من الجدول (7) ما يلي :

1- نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM) :

نلاحظ من نموذج PRM المقدر في الجدول المذكور انها باقيمة الحد الثابت c للنموذج ليس ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت t لـ (0.115) كانت اكبر من

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

مستوى المعنوية(0.05) وعليه نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (X) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشرات الاسواق المالية على المخاطر المالية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود هذا الاثر، وهذا ما يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على وجود علاقة اثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق على المخاطر المالية للمحفظة الدولية، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية(0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت(0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد(R^2) قد بلغت (0.69) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره متغير مؤشر السوق المالي قد بلغ (69%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (31%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.26) وهي تقع بين 2 وDU4.-

2- نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول المذكور افراجاً بـ قيمة الحد الثابت c للنموذج ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.007) كانت اقل من مستوى المعنوية(0.05) وعليه نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (X) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشرات الاسواق المالية على المخاطر المالية للمحفظة الدولية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود هذا الاثر، وهذا ما يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على وجود علاقة اثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق على المخاطر المالية، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية(0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد(R^2) قد بلغت (0.70) وهذا يعني إن قيمة ما يفسره متغير المحفظة الدولية قد بلغ (70%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (30%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.35) وهي تقع بين 2 وDU4.-

3- نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

نلاحظ من نموذج FEM المقدر في الجدول المذكور انما باع قيمة الحد الثابت c للنموذج ليس ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية (0.05) وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t للحد الثابت والبالغ (0.112) كانت اكبر من مستوى المعنوية(0.05) وعليه نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم معنوية الحد الثابت ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على معنوية الحد الثابت ، كذلك نستنتج ان معامل المتغير (X) ذا دلالة معنوية تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك كون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر ذو دلالة معنوية لمتغير مؤشرات الاسواق المالية على المخاطر المالية للمحفظة الدولية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود هذا الاثر، وهذا ما يتفق مع الفرضية الرابعة التي تنص على وجود علاقة اثر احصائية ذات دلالة معنوية لمتغير مؤشر السوق على المخاطر المالية للمحفظة

كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية(0.05) وذلك لان القيمة الاحتمالية لها بلغت(0.659) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر كل غير معنوي ، كما ان قيمة معامل التحديد(R^2) قد بلغت (0.69) وهذا يعني ان قيمة ما يفسره مؤشر السوق قد بلغ (69%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية للمحفظة الدولية إما النسبة المتبقية والبالغة (31%) فهي تعود إلى عوامل أخرى لم تؤخذ بالنموذج و موجودة ضمن الخطأ العشوائي، وكما نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة $D.W=2.22$ وهي تقع بين 2 و4.

المطلب الثالث : اختيار النموذج الملائم:

بعد ان تم ايجاد النماذج الثلاثة السابقة سنقوم بتحديد النموذج الأكثر ملاءمة من بينها اذ سنجري اختبارين وعلى مرحلتين ، تتضمن المرحلة الأولى المقارنة بين النموذج التجمعي ونموذج التأثيرات الثابتة ايهما افضل ، فإذا ما دلت نتيجة الاختبار الاول الى ان النموذج التجمعي اكثر ملائمة للبيانات توقف عند هذه المرحلة ونعتبر النموذج التجمعي هو الأكثر ملائمة ، اما اذا أشارت النتائج لأفضلية او ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة على النموذج التجمعي فأننا سننتقل للمرحلة الثانية او الى الاختبار الثاني وهو التفضيل او المقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية . وسيتم تطبيق المرحلة الأولى او الاختبار الاول من التقييم بين النماذج باستخدام اختبار F المحاسبة فإذا تم مقارنة قيمة F المحاسبة مع قيمة F الجدولية بمستوى معنوية (0.05) ودرجة حرية البسط ($N - 1$) والمقام ($NT - N - K$) فإذا كانت نتيجة F المحاسبة اكبر من قيمة F الجدولية فأننا نرفض فرضية عدم ونقبل الفرضية البديلة اي ان النموذج الافضل هو نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) والعكس صحيح.

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

فإذا ما تم رفض فرضية العدم فإنه يتم تطبيق المرحلة الثانية (الاختبار الثاني) للتفصيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك باستخدام اختبار (Housman)، وحسب الفرضيات التالية (عبد السلام (40,2016:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية افضل من نموذج التأثيرات الثابتة.

H_1 نموذج التأثيرات الثابتة افضل من نموذج التأثيرات العشوائية.

اذ نقبل فرضية العدم اذا كانت القيمة الاحتمالية لاحصاء اختبار كاي (χ^2) اقل من 0.05.

1- اذ قام الباحث بحساب قيمة F المحتسبة للنموذج الأول في الجدول السابق وقد بلغت قيمتها (0.619) وعند مقارنتها مع قيمة F الجدولية البالغة (1.64) نلاحظ انها اقل منها اي ان نموذج التأثيرات التجميعي هو الافضل او الاكثر ملائمة في التقدير .

2- تم حساب قيمة F المحتسبة للنموذج الثاني في الجدول السابق وقد بلغت قيمتها (0.619) وعند مقارنتها مع قيمة F الجدولية البالغة (1.64) نلاحظ انها اقل منها اي ان نموذج التأثيرات التجميعي هو الافضل او الاكثر ملائمة في التقدير .
لذا سوف لن يتم تطبيق المرحلة الثانية للتفصيل .

المطلب الرابع : قياس العلاقة طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة:

من خلال النتائج السابقة تم التوصل الى ان هناك علاقة انحدار قصيرة الامد معنوية بين مؤشر السوق X والمتغير المعتمد المخاطر المالية للمحفظة الدولية Y_2 ، ومن اجل معرفة هل ان هذه العلاقة زائفة ام لا؟، و ايضاً هل ان هذه العلاقة تعتبر توازنية و طويلة المدى بين هذه المتغيرات ام لا؟.

وعليه ولكي نحصل على هذه الاجابة فإنه لابد من اجراء اختبارات الاستقرارية للسلسل الزمنية المقطعة اوًّا ثم القيام باختبار التكامل المشترك ثانياً (panel data).

1- اختبار الاستقرارية لمتغيرات النموذج:

لكي يتم التأكد من استقرارية نماذج سلاسل الـ (panel data) لمتغيرات الدراسة سوف نقوم باختبار جذر الوحدة الخاص بالسلسل الزمنية المقطعة، ومن بينها الاختبارات الآتية (ایمن,2017:39)

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

أ- اختبار LLC (Levin , Lin , Chu) : واساس هذا الاختبار هو اختبار DF اذ ينبع منه وهذا الاختبار يعتمد على الفرضيتين التاليتين:

ان بيانات الـ panel تحتوي على جذر وحدة : H_0

ان بيانات الـ panel لا تحتوي على جذر وحدة: H_1

ب- اختبار IPS (Shin , Pesaran , Im) : وينطلق هذا الاختبار من نفس فرضيات LLC

ج- اختبار Hadri : تم اقتراحه من قبل الجزائري "قدور حضري" سنة 2000 ، ويتميز هذا الاختبار عن غيره من الاختبارات بأن فرضية العدم والبدلة تكون عكس بقية الاختبارات السابقة لذا فإن نت�能ته لا تظهر في برنامج Eview.) إلا بعد طلبها وسوف يتم استخدامه اذا لم تتحسم النتيجة في الاختبارين السابقين

اذ تم استعمال الاختبارات الاول والثاني او لا من اجل التتحقق من استقرارية متغيرات الدراسة وتم التوصل الى النتائج الموضحة بالجدول الاتي:

جدول (8) نتائج اختبارات استقرارية متغيرات الدراسة

نوع الاختبار		LCC		IPS	
المتغيرات		الاحصائية المحسوبة	الاحتمالية p	الاحصائية المحسوبة	الاحتمالية p
X	عند المستوى	-4.076	0.000	-2.344	0.012
Y ₂	عند المستوى	-13.315	0.000	-11.997	0.000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview. 12

نلاحظ من الجدول السابق ان كل الاختبارات تؤكد استقرار كل المتغيرات في مستوياتها اي ان كل متغير مستقر عند الدرجة الاولى (I), وتشير هذه النتيجة الى امكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

2- اختبار التكامل المشترك:

بعد التأكيد من استقرار السلسل الزمنية للمتغيرات (Y_2, X) وأن كل منها متكامل و من الدرجة نفسها، يتم اختبار وجود علاقة توازنيه بين هذه المتغيرات على الأجال الطويلة عن طريق اختبارات التكامل المشترك، إذ تختلف هذه الأخيرة عن مثيلاتها في السلسل الزمنية العادية، وتعرف علاقات التكامل المترافق من قبل Kao و Pedroni باختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل .(زعان,2017)

أ- اختبار Pedroni : اقترح هذا الاختبار سنة 1999 وطوره سنة 2004 إذ قسمه إلى سبعة (7) اختبارات جزئية لكشف واثبات فرضية التكامل المترافق، إذ يستدعي تطبيقها تقديرًا مسبقًا للعلاقة على المدى الطويل وتصاغ فرضيته على النحو التالي:

1- عدم وجود تكامل مشترك: H_0 :

2- وجود تكامل مشترك: H_1 :

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال نتائج أغليبية الاختبارات الجزئية، فإذا تجاوز احتمال (Pvalue) لكل اختبار 5% ترفض الفرضية الصفرية ومن ثم وجود تكامل مشترك ، والعكس صحيح.

ب- اختبار Kao: وهو الاختبار الذي قدمه kao عام 1999 لاختبار عدم التكامل المترافق انطلاقاً من اختبارات ديكري فولر الموسع ADF معداً لها لا تأخذ بالحسبان عدم التجانس الفردي في ظل الفرضية البديلة واستنتج هو أيضاً أن إحصائيته تخضع للتوزيع الطبيعي المختصر المركز. وتصاغ فرضيته على النحو التالي:

1- عدم وجود تكامل مشترك: H_0 :

2- وجود تكامل مشترك: H_1 :

ترفض فرضية العدم أو تقبل من خلال احتمال (Pvalue) فإذا تجاوز 5% ترفض الفرضية الصفرية ومن ثم وجود تكامل مشترك ، والعكس صحيح.

تم اجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة باستخدام اختبار Pedroni وكما موضح بالجدول التالي:

الشكل (9) نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

Pedroni Residual Cointegration Test				
Series: X1 Y2				
Date: 06/26/22 Time: 20:42				
Sample: 2017M01 2020M12				
Included observations: 432				
Cross-sections included: 9				
Null Hypothesis: No cointegration				
Trend assumption: No deterministic trend				
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 9				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
<hr/>				
Alternative hypothesis: common AR coeffs. (within-dimension)				
Weighted				
Statistic	Prob.	Statistic	Prob.	
Panel v-Statistic	1.999314	0.0228	0.595728	0.2757
Panel rho-Statistic	-20.04776	0.0000	-2.507752	0.0061
Panel PP-Statistic	-13.12580	0.0000	-2.535815	0.0056
Panel ADF-Statistic	-12.92377	0.0000	-2.719856	0.0033
<hr/>				
Alternative hypothesis: individual AR coeffs. (between-dimension)				
Statistc				
Group rho-Statistic	-1.410709	0.0792		
Group PP-Statistic	-1.514444	0.0650		
Group ADF-Statistic	-1.875843	0.0303		
<hr/>				

المصدر: من اعداد الباحثة بالاستناد على مخرجات برنامج Eview.12

يتبيّن من خلال الشكل (9) أن قيمة prob. أقل من 0.05 لنتائج أغلبية الاختبارات الجزئية وعليه نرفض فرضية عدم ونقبل الفرضية البديلة اي وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، مما يؤكّد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل لأنّ المتغير المستقل X و المتغير المعتمد Y2 كما انّ علاقّة الآثر قصيرة الأجل التي تم الحصول عليها ليست زائفّة.

قياس نموذج تصحيح الخطأ (ECM) :

بعد ان تم التأكيد من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة فإن النموذج الأكثر ملائمة لتقدير العلاقة بينها هو نموذج تصحيح الخطأ اذ تأتي هذه الخطوة في تصميم هذا النموذج و التي تعتبر واحدة من أدوات التحليل القياسي والتي يضاف فيها حد تصحيح الخطأ الذي يمثل بوافي الانحدار لمعادلة الأجل الطويل للنموذج المستخدم في الدراسة بفجوة زمنية متباطئة لنموذج الفروقات، و هو ما يعرف بمعادلة الأجل القصير ، ولكن قبل ان يتم تقدير العلاقة الطويلة الأجل لابد من تحديد عدد الابطاءات الامثل وكما يلي :

الشكل(10) تحديد فترة التأخير المثلث باستخدام نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: Y2 X1						
Exogenous variables: C						
Date: 06/26/22 Time: 20:54						
Sample: 2017M01 2020M12						
Included observations: 414						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-7527.311	NA	2.15e+13	36.37348	36.39293	36.38117
1	-6935.319	1175.405	1.25e+12	33.53294	33.59129	33.55601
2	-6916.353	37.47356*	1.17e+12*	33.46064*	33.55788*	33.49910*
.....

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview 12

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

وبعد تحديد فترة التأخير المثلث وهي (2)، تم تضمينها في نموذج تصحيح الخطأ ، ونتائج التقدير يلخصها الشكل الآتي:

الشكل (11) تقدير نموذج تصحيح الخطأ للنموذج

Dependent Variable: Y2				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/26/22 Time: 20:52				
Sample (adjusted): 2017M03 2020M12				
Periods included: 46				
Cross-sections included: 9				
Total panel (balanced) observations: 414				
$Y2 = C(1)*Y2(-1) + C(2)*Y2(-2) + C(3)*X1(-1) + C(4)*X1(-2) + C(5)$				
Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C(1) -0.172073	0.049687	-3.463139	0.0006	
C(2) 0.034500	0.049594	0.695651	0.4871	
C(3) 0.008734	0.002675	3.264567	0.0012	
C(4) 0.016176	0.002828	5.719403	0.0000	
C(5) -44.93820	14.22344	-3.159447	0.0017	
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared 0.711215	Mean dependent var 161.9411			
Adjusted R-squared 0.702573	S.D. dependent var 434.1195			
S.E. of regression 236.7553	Akaike info criterion 13.80283			
Sum squared resid 22477289	Schwarz criterion 13.92925			
Log likelihood -2844.186	Hannan-Quinn criter. 13.85282			
F-statistic 82.29786	Durbin-Watson stat 1.866969			
Prob(F-statistic) 0.000000				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

اذ نلاحظ من الشكل وجود علاقة طويلة الامد لان (1) سالبة و معنوية كما ان هناك علاقة قصيرة الامد من خلال معنوية (3) و (4) و (5).

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

المطلب الخامس : حالة الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة

جدول (9) الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة

		ISX Main60	DFMG	TASI	MASI	WIG 20	S&P500	S&P/TSX	Bovespa	Nikki225
		ISX Main 60	Pearson Correlation							
	ISX Main 60	1	-.399**	-.157	.507**	-.300*	.522**	-.661**	-.006	.526**
	DFMG		Pearson Correlation	1	.386**	.260	.568**	-.244	.740**	.374**
	TASI		Pearson Correlation	-.157	.386**	1	.073	.531**	.493**	-.029
	MASI		Pearson Correlation		.507**	.260	.073	1	.199	.272
	WIG 20		Pearson Correlation			-.300*	.568**	.531**	.199	.191
	S&P500		Pearson Correlation				-.244	.493**	1	.165*
	S&P/TSX		Pearson Correlation					.655**		.549**
	Bovespa		Pearson Correlation						.591**	1
	Nikki225		Pearson Correlation							.379**

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

ويتضح من الجدول (9) ان مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX Main60) يرتبط ارتباطا سالبا معنويأ مع كل من مؤشر سوق (دبي - بولندا - كندا) ويرتبط ارتباط سالبا ضعيفا جدا مع مؤشر سوق (البرازيل- السعودية) ، ويرتبط مؤشر سوق العراق ارتباطا موجبا معنوي مع مؤشر سوق (طوكيو- والمغرب- والولايات المتحدة الامريكية)

وأما مؤشر سوق دبي فيرتبط ارتباطا سالبا معنويأ مع مؤشر سوق (العراق للأوراق المالية) ، ويرتبط مع الولايات المتحدة الامريكية ارتباطا سالبا ضعيفا حيث بلغ 0.244 ، ويتمتع بارتباطا موجبا مع كل من مؤشر سوق (السعودية- بولندا-كندا-البرازيل- طوكيو) ومع سوق المغرب يرتبط ارتباطا موجبا ضعيفا إذ بلغ 0.260

وان سوق السعودية يرتبط ارتباطا سالبا معنويأ مع مؤشر سوق (العراق للأوراق المالية) ، ويرتبط مع كندا ارتباطا سالبا ضعيفا حيث بلغ 0.29 ، كما ويرتبط مع كل من مؤشر سوق (دبي- بولندا- الولايات المتحدة الامريكية -البرازيل-) ارتباطا موجبا معنويأ اما مع بقية المؤشرات وهي مؤشر سوق (المغرب-طوكيو) فيرتبط معها ارتباطا موجبا ضعيفا

في حين يرتبط مؤشر سوق المغرب ارتباطا سالبا ضعيفا مع مؤشر سوق كندا حيث بلغ 0.241 ، ويرتبط ارتباطا موجبا معنويأ مع كل من مؤشر سوق (العراق - طوكيو) ، ويرتبط ارتباطا موجبا ضعيفا مع كل من مؤشرات سوق (دبي - السعودية - بولندا - الولايات المتحدة الامريكية - البرازيل)

ونجد سوق بولندا يرتبط ارتباطا سالبا معنويأ مع العراق فقط ، ويرتبط ارتباطا موجبا معنويأ مع مؤشر سوق كل من (دبي- السعودية - البرازيل - طوكيو) ، ومع المؤشرات الاخرى فيرتبط ارتباطا موجبا ضعيفا

ونرى مؤشر سوق الولايات المتحدة يرتبط ارتباطا موجبا معنويأ مع اربع مؤشرات لأسواق مالية هي كل من مؤشر سوق (العراق - السعودية - طوكيو) ، ويتمتع بارتباطا موجبا ضعيفا مع (المغرب - بولندا) ، ويرتبط ارتباطا سالبا معنويأ مع مؤشر سوق كندا ، وارتباط سالبا ضعيفا مع مؤشر سوق دبي

ونلاحظ ان مؤشر سوق كندا يرتبط ارتباطا سالبا معنويأ مع كل من مؤشر سوق (العراق - الولايات المتحدة) ويرتبط ارتباط سالبا ضعيفا مع كل من مؤشر سوق (السعودية - المغرب - البرازيل - طوكيو) ، ويتمتع بارتباط موجبا معنويأ مع مؤشر سوق (دبي) ، وارتباط موجبا ضعيفا مع كل من مؤشر سوق (بولندا)

وان مؤشر سوق البرازيل يرتبط ارتباطا موجبا معنويأ مع كل من مؤشر سوق (دبي - السعودية - بولندا - الولايات المتحدة - طوكيو)، وكذلك يرتبط ارتباطا موجبا ضعيفا مع مؤشر سوق (المغرب)، في حين يرتبط ارتباطا سالبا ضعيفا مع مؤشر كل من سوق (العراق - كندا)

اما المؤشر الاخير وهو مؤشر سوق طوكيو فيتمتع بارتباطا موجبا مع جميع مؤشرات الاسواق المالية ما عدى مؤشر سوق كندا اذ يتمتع بارتباطا سالبا ضعيفا

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

المطلب السادس : قياس أثر كل مؤشر على العائد والمخاطر المالية

من أجل معرفة أثر كل مؤشر على العائد والمخاطر قام الباحث بقياس أثر المؤشر في كل سوق من الأسواق المالية عينة الدراسة وقبل البدء سيتم اجراء اختبار D.W لتوسيع ما اذا كان هناك ارتباط ذاتي وكما في الاتي

الجدول(10) يوضح وجود او عدم وجود الارتباط الذاتي

وجود او عدم وجود الارتباط الذاتي	قيمة D.W
لا يوجد ارتباط ذاتي	$du \leq D.w \leq 4 - du$
فشل الاختبار	$4-du < D.w < 4-dL$
فشل الاختبار	$dL < D.w < du$
يوجد ارتباط ذاتي موجب	$D.W \leq dL$
يوجد ارتباط ذاتي سالب	$D.W \geq 4 - dL$

اما في دراستنا فان قيمة ($du=1.61$) و ($dL=1.55$) و عليه تصبح قيمة الجدول كما يلي :

وجود او عدم وجود الارتباط الذاتي	قيمة D.W
لا يوجد ارتباط ذاتي	$1.61 \leq D.w \leq 2.39$
فشل الاختبار	$2.39 < D.w < 2.45$
فشل الاختبار	$1.55 < D.w < 1.61$
يوجد ارتباط ذاتي موجب	$D.W \leq 1.55$
يوجد ارتباط ذاتي سالب	$D.W \geq 2.45$

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

أ- تقدير اثر مؤشر سوق العراق للأوراق المالية X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2
الجدول(11) اثر مؤشر ISX Main 60 على العائد والمخاطر المالية للمحفظة

مؤشر سوق العراق للأوراق المالية X									
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW	
Y1	B0	-0.079	-1.36	0.181	1.85	0.181	0.04	1.93	
	B1	0.00015	1.36	0.181					
Y2	B0	-10.876	-1.08	0.285	3.89	0.054	0.09	2.07	
	B1	0.0381	1.97	0.054					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (10) ما يلي :

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.181) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر سوق العراق على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.181) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R² بلغت (0.04) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (4%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (96%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذا ان قيمة (D.W=1.93) لأنها تقع بين 2 و .du-4

2- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.054) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية Y2 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية،

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.054) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R2 بلغت (0.09) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (9%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (91%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.07) لأنها تقع بين 2 و .du-4

وان عدم تأثير مؤشر سوق العراق للأوراق المالية على المخاطر المالية يرجع الى عدة اسباب من بينها :

1- ان عدد المستثمرين الاجانب في مؤشر اسهم سوق العراق للأوراق المالية قليل جداً وهذا نتيجة حداثة تجربة العراق فيما يتعلق بعمل الاسواق المالية فضلاً عن غياب الوعي الاستثماري وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع على الاستثمار

2- ان الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية هي شركات ضعيفة النشاط وان النسبة الكبيرة للتداولات تكون لقطاع المصارف بمعنى ان التداولات مركزة على عدد قليل من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

3- عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي بالعراق جعل من مؤشر سوق العراق غير مستقر ومتذبذب

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

ب - تقدیر اثر مؤشر سوق دبي X علی عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

الجدول(12) اثر مؤشر السوق X علی عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

مؤشر سوق دبي X									
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW	
Y1	B0	-0.041	-1.55	0.128	2.87	0.097	0.06	2.28	
	B1	0.00002	1.69	0.097					
Y2	B0	15.748	0.67	0.507	2.14	0.150	0.04	1.94	
	B1	0.0151	1.46	0.150					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (12) ما يلي :

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.097) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X علی عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأنتنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق علی عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.097) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R² بلغت (0.06) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (6%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (94%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذا ان قيمة (D.W=2.28) لأنها تقع بين 2 و

.4-du

2- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.150) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

السوق X على المخاطر المالية Y² ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية للمحفظة ، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.150) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.04) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (4%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (96%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.94) لأنها تقع بين 2 و 4.du-

ويرجع سبب عدم وجود اثر لمؤشر سوق دبي المالي على المخاطر المالية وبالنظر الى جدول (9) نجد ان اغلب ارتباطات مؤشر السوق المالي لدبى مع الاسواق الاخرى هي ارتباطات موجبة وهذا يعني ان الجدوى من المحفظة المالية والمتمثلة بالمؤشر تكون ضعيفة جدا فضلا عن خشية المستثمرين دخول الدولة في الحرب ضد اليمن هذا كله جعل مؤشر سوق دبي متذبذبا وخشية المستثمرين من ان التضخم وارتفاع اسعار الفائدة سيقوطان افاق نمو الاقتصاد.

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

ج- تقدير اثر مؤشر سوق السعودية للأوراق المالية على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

الجدول(13) اثر مؤشر سوق السعودية X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

مؤشر سوق السعودية X									
المتغير المعتمد	المعلمة	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	-0.035		-2.37	0.082	6.49	0.014	0.12	2.01
	B1	0.00000 5		2.55	0.014				
Y2	B0	-3.639		-0.09	0.922	14.66	0.000	0.24	1.92
	B1	0.0151		1.46	0.000				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (13) ما يلي :

1- معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.014) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل البديلة التي تنص على وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1 ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على عائد المحفظة اي نقبل الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.014) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.12) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (12%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية وبالبالغة (88%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة $D.W=2.01$ لأنها تقع بين 2 و 4-du

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

2- نلاحظ معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية Y_2 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية ، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نقبل الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.24) وهذا يعني ان المتغير المستقل يفسر (24%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (76%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة $D.W=1.92$ لأنها تقع بين 2 و 4.

وان برنامج الريادة المالي التي وضعته السعودية وتابعته بإحكام كأحد الخطط الاستراتيجية عاد بالإيجاب على السوق المالي بشكل عام حيث اعتمد على تطوير السوق المالية وجعلها سوق متقدمة من خلال تحقيق اهداف معينة منها التنوع المالي والشمولية المالية وكذلك الاستقرار المالي والتحول الرقمي والعمل على تعزيز

القطاع المالي

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

د - تقدير اثر مؤشر سوق المغرب المالي X على عائد المحفظة Y_1 والمخاطر المالية Y_2

الجدول(14) اثر مؤشر سوق المغرب X على عائد المحفظة Y_1 والمخاطر المالية Y_2

مؤشر سوق المغرب X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R^2	DW
Y_1	B0	-0.021	-0.86	0.397	1.39	0.244	0.03	2.34
	B1	0.000003	1.18	0.244				
Y_2	B0	41.566	0.68	0.499	2.52	0.119	0.05	2.13
	B1	0.011	1.59	0.119				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (14) ما يلي :

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.244) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y_1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتحقق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.244) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.03) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (3%) من التغيرات الحاصلة في مردودية المحفظة وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (97%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.01) لأنها تقع بين 2 و 4-du 2

2- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.119) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية للمحفظة Y_2 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتحقق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية، وبالتالي من خلال ما سبق فأنا نستنتاج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.244) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.05) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (5%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (95%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ أن قيمة $D.W=2.13$ لأنها تقع بين 2 و 4.

ان عدم الاهتمام بالأسواق المالية يعد أحد اهم الاسباب التي جعلت مؤشر سوق المغرب المالي ليس له تأثير يذكر على المخاطر المالية وان الاقتصاد المغربي يواجه العديد من التحديات مثل تفشي الفساد وارتفاع النفقات العمومية فضلاً عن استمرار العجز الحاصل في الميزانية والمديونية العامة التي تجاوزت 50% من الناتج الداخلي الاجمالي وارتفاع اسعار النفط والمواد الغذائية كل هذه الاسباب جعلت مؤشر سوق المغرب مؤشراً ضعيفاً

ر- تأثير مؤشر سوق بولندا المالي X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

الجدول(15) اثر مؤشر سوق بولندا المالي X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

مؤشر سوق بولندا X									
المتغير المعتمد	المعلمـة	قيمة المعلمـة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R^2	DW	
Y1	B0	-0.134	-1.69	0.097	2.85	0.098	0.06	1.95	
	B1	0.000012	1.69	0.098					
Y2	B0	791.772	2.39	0.021	3.74	0.059	0.09	1.96	
	B1	-0.055	-1.93	0.059					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (15) ما يلي :

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.098) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، ومن خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.098) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.06) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (6%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (94%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ أن قيمة (D.W=1.95) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

2- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.059) أكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y2 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتافق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية، و من خلال ما سبق فأنتنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.059) وهي أكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.09) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (9%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (91%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ أن قيمة (D.W=1.96) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

اذا لاحظنا في الجدول (9) ان مؤشر سوق بولندا المالي يرتبط ارتباطاً موجباً مع اغلب مؤشرات الاسواق المالية للعينة المختارة وهذا الارتباط من شأنه ان يقلل من جدوى تأثير المحفظة المالية على المخاطر المالية فضلاً عن الاصوات الراهنة والتضخم العالمي كل هذه اسباب جعلت مؤشر سوق وارسو المالي ضعيفاً تجاه خفض المخاطر

المالية

ز- تقييم اثر مؤشر سوق الولايات المتحدة X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

الجدول(16) اثر مؤشر سوق الولايات المتحدة X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

مؤشر سوق الولايات المتحدة الامريكية X									
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW	
Y1	B0	-0.115	-1.49	0.142	2.19	0.145	0.05	1.83	
	B1	0.000054	1.48	0.145					
Y2	B0	791.772	3.01	0.000	3.92	0.054	0.09	1.87	
	B1	-0.055	-1.98	0.054					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview 12

نلاحظ من الجدول (16) ما يلي:

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.145) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم البديلة التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.145) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R² بلغت (0.05) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (5%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (95%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.83) لأنها تقع بين 2 و 4-du.4-

2- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.054) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية Y2 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية للمحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.054) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.09) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (9%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جداً إما النسبة المتبقية والبالغة (91%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.87) لأنها تقع بين 2 و 4

ان سوق الولايات المتحدة سوق كبير جداً ويمتاز بالمخاطر العالية جداً وبالتالي فان مؤشر S&P يكون مؤشراً متذبذباً بدرجات كبيرة جداً وتأثر الاسواق المالية للأخبار السلبية كبيرة جداً فضلاً عن ذلك فان مؤشر سوق الولايات المتحدة وبالنظر الى الجدول (9) نلاحظ بأنه يرتبط ارتباطاً موجباً وقوياً مع اغلب مؤشرات الأسواق المالية للدول عينة الدراسة وهذا من شأنه اضعاف تأثير المحفظة المالية على المخاطر المالية وكذلك التضخم العالمي الحاصل عاد بالسلب على الاسواق المالية بشكل عام وهذه الاسباب التي جعلت تأثير مؤشر سوق الولايات المتحدة ضعفاً تجاه المخاطر المالية

٥- تقدير اثر مؤشر سوق كندا للأوراق المالية X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

الجدول(17) اثر مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2

مؤشر سوق كندا X									
المتغير المعتمد	المعلمـة	قيمة المعلمـة	قيمة اختبار T	قيمة اختبار F	Sig.	F	Sig.	R^2	DW
Y1	B0	-0.0073	-0.24	0.69	0.813	0.411	0.02	2.24	
	B1	0.0000008	0.83		0.411				
Y2	B0	32.431	1.14	1.32	0.261	0.257	0.03	1.98	
	B1	0.0099	1.15		0.257				

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (17) ما يلي :

١- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.411) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على عائد المحفظة اي نرفض

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.411) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R² بلغت (0.02) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (2%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (98%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.24) لأنها تقع بين 2 و

.du-4

2- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.257) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية Y ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لممؤشر السوق على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.257)) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R² بلغت (0.03) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (3%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (97%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.98) لأنها تقع بين 2 و

.du-4

ان حالة العولمة والتكميل بين الاسواق المالية بشكل عام يضعف من اداء المحفظة المالية الدولية ويجعل تأثيرها على المخاطر المالية ضعيفا جدا إذ ترتبط كندا ارتباطا موجبا مع اغلب الدول عينة الدراسة وارتباطات سالبة ضعيفة جدا وهذا بدوره يؤثر من جدوى تأثير المحفظة المالية على المخاطر وان الشركات الامريكية تؤثر بشكل كبير جدا على مؤشرات السوق الكندي وعلى الاقتصاد الكندي وهذه احد اهم الاسباب التي جعلت مؤشر سوق كندا لا يؤثر على المخاطر المالية او يكاد يكون تأثيره معدوما

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

و- تقييم اثر مؤشر سوق البرازيل للأوراق المالية X على عائد المحفظة Y_1 والمخاطر المالية Y_2

الجدول(18) اثر مؤشر سوق البرازيل للأوراق المالية X على عائد المحفظة Y_1 والمخاطر المالية Y_2

مؤشر سوق البرازيل X									
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار	Sig.	F	Sig.	R^2	DW	
Y_1	B0	0.0009	0.08	0.936	0.45	0.504	0.01	2.03	
	B1	0.000006	0.67	0.504					
Y_2	B0	13.615	0.25	0.803	14.66	0.000	0.25	1.92	
	B1	0.0164	3.88	0.000					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (18) ما يلي:

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.504) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية عدم نرفض البديلة التي تنقص على وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y_1 ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنقص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، ومن خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.504) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني ان النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.01) وهذا يعني ان المتغير المستقل يفسر (1%) من التغيرات الحاصلة في مردودية المحفظة وهي قيمة ضئيلة جداً اما النسبة المتبقية والبالغة (99%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذا ان قيمة (D.W=2.03) لأنها تقع بين 2 و 4

2- نلاحظ معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية عدم التي تنقص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية Y_2 ونقبل الفرضية البديلة التي تنقص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنقص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نقبل الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

لها قد بلغت ((0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.25) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (25%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (75%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذا ان قيمة (D.W=1.92) لأنها تقع بين 2 و 4.

اتخذت البرازيل عدة اجراءات واستراتيجيات للنهوض بواقع السوق المالي من خلال التوسيع المالي والاتقاني ووضع الكثير من الاعفاءات الضريبية إذ اسهم ذلك في استقرار الاسواق المالية في البرازيل وجعلها جذابة بشكل اكبر للمستثمرين وتعد هذه احد الاسباب التي جعلت الاسواق المالية في البرازيل تؤثر على المخاطر المالية .

ي- تقدير اثر مؤشر سوق طوكيو للأوراق المالية X على عائد المحفظة Y_1 والمخاطر المالية Y_2
الجدول(19) اثر مؤشر سوق طوكيو للأوراق المالية X على عائد المحفظة Y_1 والمخاطر المالية Y_2

مؤشر سوق طوكيو X									
المتغير المعتمد	المعلومة	قيمة المعلومة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R^2	DW	
Y_1	B0	0.004	0.68	0.502	1.16	0.288	0.03	1.83	
	B1	- 0.0000001	-1.08	0.288					
Y_2	B0	-178.725	-1.44	0.158	97.60	0.000	0.68	2.34	
	B1	0.021	9.88	0.000					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12

نلاحظ من الجدول (19) ما يلي:

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.288) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم ونرفض البديلة التي تنص على وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على عائد المحفظة Y_1 ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و عائد المحفظة، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الاولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.288) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.03) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (3%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية

الفصل الثالث اختبار وتحليل فرضيات الدراسة المبحث الثاني

والبالغة (97%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ أن قيمة (D.W=1.83) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

2- نلاحظ معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) أقل من 0.05 لذا نرفض فرضية عدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير مؤشر السوق X على المخاطر المالية Y ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما يتافق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة اثر ذات دلالة معنوية بين مؤشر السوق و المخاطر المالية ، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج وجود علاقة تأثير لمؤشر السوق على المخاطر المالية اي نقبل الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحاسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.000) وهي أقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.68) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (68%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (32%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء إذ أن قيمة (D.W=2.34) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

تعد اليابان احد اهم الدول المتقدمة في العالم ويتمتع مؤشر السوق الياباني بخصائص يميشه عن غيره من مؤشرات الاسواق المالية الاخرى حيث تتميز باستقرار التداول فيها وذلك بسبب الوعي الاستثماري الكبير وتجدد وتطور الادوات المالية وهذا من شأنه اي يخفض من المخاطر المالية فضلا عن تنوع الاوراق المالية في هذه السوق بشكل كبير جدا وهذا له دور كبير في زيادة عدد الشركات المسجلة فيها مما يجعل مؤشر سوق طوكيو من افضل المؤشرات التي تتمتع باستقراريه عاليه وتاثير كبير على المخاطر المالية .

وأخيرا يرى الباحث ان افضل المؤشرات المالية هي المؤشرات التي تتمتع بارتباطات سالبة مع بقية البلدان وبالتالي يكون تأثيرها على عائد ومخاطر المحفظة المالية كبير جدا بالمقارنة مع مؤشرات الاسواق المالية التي تتمتع بارتباطات موجبة مع البلدان الاخرى .

"الاستنتاجات"

- 1- اثبتت الاختبارات التجريبية أن مؤشرات الاسواق المالية لها تأثير على المخاطر المالية للمحفظة الدولية وهذا ما يؤكد فرضية الدراسة بأن هناك علاقة تأثير بين مؤشرات الاسواق المالية والمخاطر المالية للمحفظة الدولية
- 2- من خلال دراستنا لمؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة تبين أنه لمؤشرات الاسواق المالية تأثير على العائد بشرط أن تكون حالة الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية سالبة
- 3- اثبتت الدراسة أن معاملات الارتباط لمؤشرات الاسواق المالية هي معيار الحكم الاساسي على جدوى المحفظة المالية الدولية التي تؤثر في تخفيض المخاطر المالية
- 4- إن معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية تتباين فيما بينها بحسب درجة التطور الاقتصادي اذ تبين انه كلما زاد التطور الاقتصادي للدول زادت درجة الارتباط والتكميل بين الاسواق المالية وهذا من شأنه ان يجعل تأثير المحفظة المالية الدولية على المخاطر اقل من الاسواق المالية الاقل تطورا
- 5- ان الدول التي تتمتع بارتباط سالب معنوي او موجب منخفض يكون تأثير المحفظة المالية الدولية فيها كبير لخفض المخاطر المالية قياسا بالدول التي تتمتع بارتباطات موجبة
- 6- على الرغم من الزيادة الحاصلة في انفتاح الاسواق المحلية مع الاسواق المالية الاخرى الا ان الاسواق المالية المحلية ما زالت تواجه ظروف اقتصادية تختلف عن بيئة الاسواق الدولية المتطرفة

"النوصيات"

في ضوء الاستنتاجات المشار إليها توصي الدراسة بالاتي :

1- على المستثمر العراقي أن ينتقل بالاستثمار من البيئة المحلية الى البيئة الدولية للاستثمار المالي لما له من جدوى اكبر تكون منعكسة بمبادلة اكثر كفاءة بين العائد والمخاطر

2- ضرورة الاستفادة من التفكك الحاصل والتجزئة بين مؤشرات الاسواق المالية وذلك تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها ، وذلك لأنه عندما يكون التطور الاقتصادي عالياً جداً يعني أن الارتباط بين الاسواق المالية تكون عالية جداً ، وهذا يعني أن المحفظة الدولية تكون اكبر عند الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطوراً اقتصادياً

3- العمل على حث الجهات ذات الاختصاص على تشجيع اتباع سياسة التنويع الدولي للمحفظة المالية والعمل كما تعمل الاسواق المالية الاخرى وذلك لأن تكوين المحفظة المالية الدولية أصبح من الثقافة الاستثمارية السليمة.

4- تقتضي الاستفادة من نتائج الدراسة بالسماع للمستثمرين العراقيين وتوجيههم لبناء محافظهم من مؤشرات الاسواق المالية وخصوصاً الاسواق التي تتمتع بارتباط سالب وذلك لأن الاستثمار في اسواق الاسهم هو احد اهم مصادر الاستثمار في الاقتصاد الدولي .

5- على المستثمرين عند بناء محافظهم الاستثمارية الدولية التركيز على حالة الارتباط بين الاسواق المالية فيما بينها فإذا كانت حالة الارتباط موجبة فهذه دلالة على ان قدرة المحفظة المالية على خفض المخاطر تكون قليلة جداً اما اذا كانت حالة الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية سالبة فهذه دلالة تشير على ان محفظة الوراق المالية الدولية تكون اكبر فعالية تجاه خفض المخاطر المالية وزيادة او استقرار العائد .

المصادر والمراجع

اولاً : المصادر العربية

القرآن الكريم

الكتب العربية

- 1- ال شبيب ، كامل ، دريد ، ادارة المحفظة الاستثمارية ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الطبعة الاولى ، 2010
- 2- ال شبيب ، كامل ، دريد ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى ، 2009
- 3- سلام ، عزمي اسامه ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وادارة ، دار الميسر للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى 2004
- 4- الشاوي ، فاضل ، هاني ، الجوانب الفنية للمحفظة الاستثمارية البناء الامثل والتحليل الفني المالي الاعمق ، كلية شط العرب الجامعة، 2020,
- 5- العامري ، محمد علي ابراهيم ، ادارة محافظ الاستثمار ، اثراء للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، 2013
- 6- كافي ، يوسف ، مصطفى ، تحليل وادارة بورصة الاوراق المالية ، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع الطبعة الاولى ، 2014
- 7- الكناني ، كامل كاظم بشير ، تقييم قرارات الاستثمار (الاستثمار العيني ودراسة الجدوى) ، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية ، الطبعة الاولى 2020
- 8- مطر ، محمد ، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الخامسة 2009
- 9- ملحف ، هزاع ، ادارة الاستثمار والمحفظة الاستثمارية ، جامعة حماه ، كلية الاقتصاد ، 2019
- 10- المؤمني ، فلاح غازي ، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، 2009
- 11- المؤمني ، فلاح غازي ، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، 2013

الرسائل والاطاريج الجامعية:

- 1- اسماء ، بركاوي ، مدينة ، بوشنة ، أثر المخاطر غير النظامية على أداء المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة بنك البحرين الاسلامي للفترة (2008-2017) جامعة احمد دراية ادرار – الجزائر 2018
- 2- بن عزيزة ، بديعة ، سارة صوكو ، كفاءة المحفظة الاستثمارية وأثرها على ربحية البنوك التجارية – دراسة حالة بنك المؤسسة العربية المصرفية الاردن (ABC) مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقي وبنكي ، جامعة محمد الصديق بن يحيى – جigel ، 2020.
- 3-الجبوري ، هدير خيون عاشور ، تحليل المخاطرة والعائد واثرها في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية للمصرف – دراسة تطبيقية لعينة من المصادر المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، جامعة كربلاء – كلية الادارة والاقتصاد – 2017
- 4- الجعفري ، هبة عامر عيسى ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية – دراسة تطبيقية لعينة من المصادر المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لمدة 2015-2019 ، جامعة البصرة كلية الادارة والاقتصاد ، 2021.
- 5- حمود ، قاسم محمد ، تحليل مدى تركيز وتنويع محفظة القروض باستخدام نموذج (هيرشمان – هيرفندال) واثرها على عائد ومخاطر الصرف ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2019
- 6- راضية طروش ، التنوع الدولي كأداة لتقليل المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق الكويت و السعودية للأوراق المالية لسنة 2010 ، مذكرة لنيل متطلبات شهادة الماجستير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2012.
- 7- حسن الرضي، دفع الله المكي، مخاطر الاستثمار في سوق الاوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفتره (2013-2018) ، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد ، جامعة النيلين كلية الدراسات العليا قسم الاقتصاد ، 2018.
- 8- سارة ، بوزيد ، ادارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNP PARIBAS مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية ، جامعة منتوري – قسنطينة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2007.
- 9- السنديح ، سهى نبيل ، تكوين محافظ استثمارية ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الاسلامية – دراسة عملية على سوق الاسهم السعودي ، جامعة دمشق ، كلية الادارة والاقتصاد 2014.
- 10- الشعرااني ، بشار ، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية) ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية،جامعة دمشق- كلية الادارة والاقتصاد – قسم المصادر والتأمين 2015.

- 11- شيكوش ، كريمة لدغم ، التنويع الدولي الاستثماري كاستراتيجية لإدارة محفظة الأوراق المالية – دراسة حالة بورصتي عمان وتونس (2010-2014) مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وادارة مخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير ، 2015
- 12- صلاح الدين ، بوهالي ، دحمان ، بو عبدالله ، ادارة محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS في الفترة 2014-2019 ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، 2020.
- 13- صوريه ، عبيش صبرينة مزاهي ، اثر التضخم على اداء محفظة الاوراق المالية دراسة حالة بورصة عمان : 2005 – 2016 ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص ادارة مالية ، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير ، 2018.
- 14- علي الضرب ، حسين عبد الحسن ، اثر العائد والمخاطر وقرار الاستثمار في الاداء المالي للمصرف (دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) رسالة ماجستير ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2017.
- 15- العائش ، ربيع بوصبیع ، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير 2012.
- 16- عمران ، مجد ، العلاقة بين درجة المخاطرة المنتظمة لحقوق الملكية(بيتا) والمتغيرات المالية(دراسة تطبيقية على بورصة عمان للأوراق المالية وامكانية الاستفادة منها في سورية) ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة دمشق – كلية الاقتصاد قسم المصارف والتأمين ، 2014.
- 17- محمد ، درموشي ، نجيب ، لزرق ، تحليل تأثير تنويع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر في المؤسسة – دراسة حالة مؤسسة التمويل الدولية ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص ادارة مالية 2018.
- 18- محمد ، عوامر ، ادارة مخاطر المحفظة المالية باستخدام اسلوب البرمجة التربيعية – دراسة تطبيقية على محفظة الاوراق المالية في السوق المالي السعودي ، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية – جامعة محمد بو ضياف 2015.
- 19- المعموري ، قاسم حميد ناصر ، اثر تغيرات سعر الفائدة والسيولة في اعادة بناء المحفظة الاستثمارية ، دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية العراقية ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2015.
- 20- المنصور ، هبة الله مصطفى السيد علي ، جدوى التنويع الدولي في ظل الازمة المالية – دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية ، جامعة كربلاء – كلية الادارة والاقتصاد – 2018.

- 21- نريمان ، حيمر ، علية ، مخالفة ، فعالية التوزيع الاستثماري في ادارة مخاطر المحفظة الاستثمارية – دراسة حالة السوق المالي السعودي ، مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد نقي وبنكي ،جامعة محمد الصديق بن يحيى – جيجل 2020 .
- 22- نعيمة ، برودي ، التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق ، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة ابو بكر بلقايد ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية 2013.
- 23- وردة ، مطلس ، قادری زینب ، تكوین محفظة الاستثمار المثلی للاسهم العادیة دراسة تحلیلیة للسوق السعودی للأوراق الماليّة 2015-2019 مذکرة مکملة لنیل شهاده الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقي وبنكي ، 2019.
- 24- اليودة ، عذراء جاسب عبادي راجي ، اثر مخاطرة تقلبات اسعار الصرف على عوائد محافظ الاستثمار دراسة تحلیلیة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2017 ، جامعة البصرة ، كلية الادارة والاقتصاد تخصص علوم مالية 2018.
- 25- عادل ، سلماني – دراسة العلاقة بين العائد والمخاطر على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الاسلامي – دراسة حالة ماليزيا ، مذكرة لنیل شهاده الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اسواق مالية وبورصات ، جامعة محمد خضر – بكراة 2014
- 26- طيفية، عبدلي ، دور ومكانة ادارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته SCIS ، مذكرة لنیل شهاده الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ن تخصص : ادارة الافراد وحوكمة الشركات 2012.

الدوريات والبحوث:

- 1- التميمي ، عباس فاضل رسن ، التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة ، مجلة اهل البيت ، العدد 24-2019
- 2- جاسم ، ماجد جودة ، اثر المخاطرة الكلية في العائد على الموجودات والعائد على حق الملكية (دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة) ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، المجلد 17 – العدد 62-2019 .
- 3- جلال ، صابرين ، تأثير اختيار اسهم النمو في اداء محافظ الاسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية – المجلد 19 العدد 4 سنة 2017

المصادر والمراجع

- 4- الجنابي ، سعد مجيد ، اثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية ، جامعة المثنى / كلية الادارة والاقتصاد ، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية المجلد (9) العدد (1) – 2019.
- 5- داغر، محمود محمد، وصدام، عباس كريم ،قياس وتحليل العلاقة بين تقلبات مؤشرات اسواق المال الامريكية وتقلبات اسعار النفط الخام" ، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، المجلد 24 ، العدد 104 ، جامعة بغداد ، العراق 2018.
- 6- الربيعي ، حاكم محسن محمد، الجرجري ، زهراء جار الله حمو، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها في العائد والمخاطر / دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي للفترة من 2006-2013 ، المجلة العراقية للعلوم الادارية ، المجلد 12، العدد 48، 2013.
- 7- السيد علي ، هبة الله مصطفى ، مفهوم الاستثمار ، جامعة وارت الانبياء ، 2021
- 8- الصبيحي ، نوري محمود احمد ، عبد الكاظم ، محمد راضي، تقويم اداء المصادر باستخدام مؤشر العائد على الاستثمار دراسة لعينة من المصادر المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة كلية المأمون ، العدد 35 – 2020 .
- 9- العارضي ، جليل كاظم مدلول ، عز الدين ، عبد الرحمن ، بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص (بحث مستل من رسالة ماجستير في جامعة الكوفة)،مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية المجلد 14 // العدد 38 / 2016.
- 10- عبد العالي ، صالحى ، عز الدين ، مهدى ، محاولة تكوين محفظة استثمارية مثل لبورصة الجزائر في ظل محدودية الأوراق المالية ، دراسة تطبيقية ، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية المجلد 9، 2018 دراسة منشورة.
- 11- الغريري ، صفاء سالم خلف ، تحديد محفظة الاسهم المثل لسوق العراق للأوراق المالية باستخدام البرمجة التربيعية لمدة (2005-2016) كلية الادارة والاقتصاد- جامعة تكريت – مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية المجلد 11 العدد 25 ، 2019.
- 12- فاضل ، احمد عباس ، تحليل العائد والمخاطر لاصهم المحفظة الاستثمارية لعينة المصادر التجارية العراقية الخاصة لمدة 2015-2019 ، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية ، العدد 71 سنة 2021.
- 13- محصول ، نعمان ، محرز ، نور الدين ، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي ، المجلد 15 - العدد 2 ، 2018.
- 14- مشرفی، حسن الشهاب أیمن ، اختبار نموذج تسعیر الاصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية مجلة جامعة البعث – المجلد 36-العدد 14-2014.
- 15- مليک ، غالی ، سویسی ، هواری ، اثر التنویع الدولی علی خصائص المحفظة المالية ، دراسة میدانیة لمجموعة من الاسواق المالية خلال (2010-2013) ، مجلة الباحث العدد 13 / 2013.

16- الشكرجي ، بشار ذنون محمد ، تاج الدين ، ميادة صلاح الدين – علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" مجلة تنمية الرافدين – المجلد 30 العدد 2008 - 89

ثانياً : المصادر الانكليزية

A- The scientific books:

1- Amenc , nolle , lesourd ,Veronique , Portfolio Theory and Performance Analysis
2003 British Library Cataloguing in Publication Data.

-2Abidin, Sazali Zainal& Mohamed Ariff , Annuar Md. Nassir , Shamsher Mohamad, International Portfolio Diversification: A Malaysian Perspective, Investment Management And Financial Innovations, 3/2004.

3 - Brentani, Christine, Portfolio Management in Practice,2004.

4- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael C, Financial Management: Theory and Practice, 14th University of Florida, 2014.

5- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, (2011), Financial Management Theory and Practice , 13th Edition , Lachina pub

6- Brigham, Eugene F. & Houston ,Joel F., 2019, "Fundamentals of financial management", Southwestern cengage learning – 15thEdition, Printed in the USA.

7- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter & Harford, Jarrad, "Fundamentals of Corporate Finance", 2nd ed, Prentice Hall, USA, 2012

8- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter & Harford, Jarrad," Corporate finance", 3th ed , Prentice Hall, USA, 2014.

9- Bodie, Zvi, & Kane, Alex, & Marcus, Alan J. Marcus,2018,"Investment", 11th Edition

- 10- McGraw–Hill Companies, INC.,USA.Howells Peter & Bain Keith " Financial market and institution" 5th ed, published , prentice hall , 2007.
- 11- Bodie, Zvi,& Kane, Marcus, Alan J., Investments,10th Edition, McGraw-Hill, USA, 2014.
- 12- Bessis Joël " Risk management in banking" 4th ed , Wiley 2015.
- 13- Cecchetti Stephen G. & Kermit L. Schoenholtz " Money, Banking, and Financial Markets" 4th Edition , 2015 by McGraw-Hill
- 14- Eun, Cheol S. ,& Resnick Bruce G. ,& Sabherwal Sanjiv : International Financial Management, 6th Edition, Front Matter Preface , The McGraw–Hill Companies, 2018.
- 15- Elton , edein j . gruber , martin , Modern Portfolio Theory 1950 to data , Nomura Professors of finance , stem Business School , New York University.
- 16- Elton ,Edwin J.& Gruber, Martin J.,& Brown, Stephen J., Goetzmann, William N. , Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, 9th Edition, Printed In The United States Of America,2014.
- 17- Gitman, Lawrence J.& Zutter, Chad J., Principles Of Managerial Finance, 13th Edition, Manufactured In The United States Of Copyright By Lawrence J. Gitman. All Rights Reserved America, 2012 .
- 18- Hiriappa, B. , Investment Management : Securities and Portfolio Management , New Age International (P) Ltd ,2008.
- 19- Hirt, Geoffrey A.,Block,Stanley B., Fundamentals Of Investment Management, 10th Ed ,N.Y: Irwin ,Mcgraw–Hill,2011.
- 20- Islam, Abu Hena Md Mamunul & Faisal Md , Investment Diversification A Study On Six European Countries, Student Umea School Of Business Autumn Semester 2011 Master Thesis.
- 21- Jordan, Bradford D, Ross, Stephen A, Essentials of Corporate Finance, 9th,

University of Southern California, 2017.

22- Kidwell, David S.& Blackwell, David W.& Whidbee, David A.& Sias,Richard W., " Financial Institutions,Markets, And Money", 11th Edition JohnWiley & Sons, Inc.,2012.

23- Lhabitant, François Serge, Portfolio Diversification, ISTE Press Ltd. Published by Elsevier Ltd., 2017

24- Malz Allan M. " Financial Risk Management " models , history andinstiutions , Moles 2011.

25- Moles Peter " Financial Risk Management Sources of Financial Riskand Risk Assessment" FK-A3-engb 1/2013 .

26- Reilly , Frank K. , Brown , Keith C., Investment Analysis & Portfolio Management , 10th Edition , South-Western, Cengage Learning, 2012.

27- Parrin, Robert & Kidwell, David S. & Bates, Thomas W., "Fundamentals of Corporate Finance", 2nd ed, John Wiley & Sons, USA, 2012.

28- Shapiro, Alan C., Multinational, Financial Management, 10th Edition, John Wiley &Sons, Inc., 2014.

29- STEWART, SCOTT, PIROS, CHRISTOPHER, HEISLER, JEFFREY, Portfolio Management: Theory and Practice ,2019.

30- Sharpe, William& Investors, INVESTORS AND MARKETS, This work is published by arrangement with the Bendheim Center for Finance of Princeton University ,2008.

31-Van Horne , James & Wachowicz, John , Fundamentals of Financial Management , 13th edition , Financial Times/ prentice Hall, 2009.

B- Doctor dissertations and master thesis:

1- HILSTED, CHRISTIAN, JOHAN , ACTIVE PORTFOLIO MANAGEMENT AND PORTFOLIO CONSTRUCTION - IMPLEMENTING AN INVESTMENT STRATEGY , 14th 2012

C- Journals and Periodicals

- 1- Abid, Fathi&Pui Lam Leung, Mourad Mroua And Wing Keung Wong, International Diversification Versus Domestic Diversification: Mean-Variance Portfolio Optimization And Stochastic Dominance Approaches, 8, J. Risk Financial Manag. 2014, 2, May 2014.
- 2- Alexandri, Moh Benny & Jelita, Nita," Stock InvestmentAnalysis: CaseIn Indonesia Stock Exchange", International Journal of Business and Management Review ,Vol.3, No.1, 2014. 3021
- 3- Gunarathna ,vijitha , " Determinants of Expectd rate of return oncommon stock : An Empirical study in srilank all , 3rd international conference on management and Economics , 26-27 february , 2014
- 4- Ariffin, Noraini Mohd," Liquidity Risk Management And Financial Performance In Malaysia: Empirical Evidence From Islamic Banks", International Journal of Social Sciences, Vol.1,No. 2,2012
- 5- Buchner , Axel &Mohamed , Abdulkadir & Schwienbacher , Armin ,Diversification,Risk, And Returns In Venture Capital ,2017 Http ://Dx.Doi.Org /10.1016/J.Jbusvent 2017.05.005.
- 6- Barasinska, Natalya, Schafer, Dorothea, Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification This draft: October 12, 2009.
- 7- Cooper, Robert , Edgett, Scott , Portfolio Management for New Products: Picking The Winners , Stage-Gate International and Product Development Institute Inc.2014.
- 8- Epetimehin, Festus M & Fatoki, Obafemi," Operational Risk Managgement and The Financial Sector Development : An Overview" , International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol. III, Issue 3, 2015.
- 9- Elbannan, Mona A., The Capital Asset Pricing Model: An Overview Of The Theory, International Journal Of Economics And Finance; Vol. 7, No. 1; 2015.

- 10- Evans, Twm, & Mcmillan , David G., Financial Co-Movement And Correlation: Evidence From 33 International Stock Market Indices. Woking Paper. (2006, 12). Address For Correspondence: Dr David Mcmillan, School Of Management, University Of St Andrews, The Gateway, North Haugh, St Andrews, KY16 9SS, UK. Tel: +44 (0) 1334 462800. Fax: +44 (0) 1334 462812 E-Mail: Dgm6@St Andrews.Ac.Uk.
- 11- Evans Twm, & Mcmillan , David G., Financial Co-Movement And Correlation: Evidence From 33 International Stock Market Indices. Woking Paper. (2006, 12). Address For Correspondence: Dr David Mcmillan, School Of Management, UniversityOf St Andrews, The Gateway, North Haugh, St Andrews, KY16 9SS, UK. Tel: +44 (0)1334 462800. Fax: +44 (0) 1334 462812 E-Mail: Dgm6@St Andrews.Ac.Uk.
- 12- Goel, Deepika,& Chaudhary, Monika Singh, Advantages Of International Portfolio Diversification., International Journal Of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 4, April, 2013.
- 13- Giovanis , Eleftherios , The Arbitrage Pricing Theory and the Capital AssetPricing models and Artificial Neural Networks modeling with ParticleSwarm Optimization (PSO) , 2009. <http://ssrn.com/abstract=1351249>.
- 14- Goyal, Krishn A.& Agrawal,Sunita," Risk Management in Indian banks: Some Emerging Issues",www.ijeronline.com/documents/2010.
- 15- Gerard, Bruno, & Pierre Hillion, Frans De Roon, And Esther Eiling, International Portfolio Diversification: Currency, Industry And Country Effects Revisited, July 23 , 2007 . JEL Classification: G11, G15.
- 16- Hallinan, Kelly , The Role of Emerging Market in Investment Portfolios, University of Connecticut School of Business, Spring 5-8-2011

- 17- Halicki, Marcin& Uphaus, Andreas, International Portfolio Diversification: A Practical Approach To Wealth Management, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 855 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 74, T. 1, 2015
- 18- Humphrey , Jacquelyn E. & Benson , Karen L.& Low , Rand K.Y.& Lee ,Wei-Lun, Isdiversi fictional ways optimal?
2015.<http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.09.003>.
- 19- Hsu , Liwu & Kaufmann , Patrick & Srinivasan , Shuba , How Do FranchiseOwnership Structure and Strategic Investment Emphasis Influence Stock Returns and Risks? , 2017. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jretai.2017.04.004>.
- 20- Hanef, Shahbaz& Riaz, Tabassum & Ramzan, Muhammad & Runa , Mansoor & Ishaq , Hafiz," Impact of Risk Management on Non-Performing Loans and Profitability of Banking Sector of Pakistan", International Journal of Business and Social Science, Vol. 3 No. 7, 2012
- 21- Harshita & Singh , S.& Yadav & S. ,Surendra , Indian stock market and theasset pricing models , Procedia Economics and Finance 30 (2015).
[https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01297-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01297-6)
- 22- Hui, Tak-Kee.,& Rudy Kurniawan& Hsuan-Yi Cheng,. The Impacts Of Asian Currency Crisis On International Portfolio Diversification. The Open Operational Research Journal, 2007.
- 23- Irene , Awunya Rose , Ondigo , Herick , The Effect Of Working CapitalManagement Policies On Financial Performance Of Commercial And Services Sector Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange , International Journal Of Economics, Commerce And Management , Vol. VI,Issue 2, February 2018. <http://erepository.uonbi.ac.ke/handle/11295/102411>.

- 24- Ivanova , L.Dospatliev , Application of Markowitz Portfolio optimization no Bulgarian stock market , , international Journal of puer and Applied Mathematics volume 117 NO.2, 2017.
- 25- Kanchu,Thirupathi & Kumer , Manoj , " Risk Management In Banking Sector – An empirical Study", International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research Vol.2, No. 2, 2013.
- 26- Kamara ,Zaman& Binti , Surianor, Market Integration And International Portfolio Diversification From Malaysian Perspective, Department Of Finance And Banking Faculty Of Business And Accountancy University Of Malaya December 2011.
- 27- Kisman, Zainul& Restiyanita, Shintabelle," The Validity of Capital Asset Pricing Model (CAPM) and Arbitrage Pricing Theory (APT) in Predicting the Return of Stocks in Indonesia Stock Exchange", American Journal of Economics, Finance and Management, Vol.1,No.3,2015.
- 28- Liem, Nguyen Thanh, "Portfolio Risk Management And Capital Asset Pricing Model Case: The Comparison Among Portfolios In The same And Different Regions", Thesis Lapland University of Applied Sciences School of Business and Administration Program in Innovative Business Service Bachelor Of Business Administration,2015.
- 29- Mansourfar, Gholamreza.& , Shamsher Mohamad, &Taufiq Hassan, A Review On International Portfolio Diversification: The Middle East And North African Region, African Journal Of Business Management Vol. 4(19), 2010.
- 30- Michalikova , Katarina Frajtova & Spuchl'akova , Erika & Misankova ,MariaPortfolio Optimization , Procedia Economics and Finance 26 (2015), 2015 . doi:10.1016/S2212-5671(15)00936-3.
- 31- mangram , myle E. , "Asimplified perspective of the mark owitz port folio, theory" Global Journal of Business Reseqrcg , volume 7,n.1,2013.

- 32-Murugesan , N, Validity of CAPM: Security Market Line (SML) can never predict Required Rate of Return for Equity even if the Markets are Efficient– A Simple Intuitive Explanation , May 2013.
- 33- Mawanza,Wilford," An Assessment of the Political Risk Management Strategies by Multinational Corporations (MNCs) operating in Zimbabwe",International Journal of Business and Social Science Vol. 6, No. 3; March 2015.
- 34- Oino, Isaiah," A Comparison Of Credit Risk Management in Private And Public Banks In India" International Journal of Business and Finance Research,Vol. 10, No. 1, 2016.
- 35- Plessis, AJ Du& Ward, M, A Note On Applying The Markowitz Portfolio Selection Model As A Passive Investment Strategy On The JSE , Investment Analysts Journal – No. 69, 2009
- 36- Pandey , Manas , APPLICATION OF MARKOWITZ MODEL IN AN Berk ALYSING RISK AND RETURN A CASE STUDY OF BSE STOCK , Risk governance & control: financial markets & institutions / Volume 2, Issue 1, 2012.
- 37- Piccoli, Pedro; & Costa, Newton, C.; & Silva, Wesley; & Cruz, June A., 2018,"Investor sentiment and the risk–return tradeoff in the Brazilian market", Accounting & Finance.
- 38- Roche , Cullen O., Understanding Modern Portfolio Construction ,February 22,2016 . https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2740027.
- 39- Radović , Milica , Radukić , Snežana , Njegomir , Vladimir , THE APPLICATION OF THE MARKOWITZ'S MODEL IN EFFICIENT PORTFOLIO FORMING ON THE CAPITAL MARKET IN THE REPUBLIC OF SERBIA , Union University, Faculty of legal and business studies dr Lazar Vrkatić, Republic of Serbia , ECONOMIC THEMES (2018) .
- 40- Soni,Anil & Gaba, Madhu," A Study of the Dividend Pattern of Nifty Companies", International Journal of Research in Business Studies and Management" Volume 2, Issue 6, June 2015.

- 41- Saed, Ahmed , Sulub , Mohammed, Adel, The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange market , January 2014.
- 42- Spuchl'akova , Erika & Michalikova , Katarina Frajtova & Misankova , Maria , Risk of the Collective Investment and Investment Portfolio , Procedia Economics and Finance 26 (2015). doi: 10.1016/S2212-5671(15)00910-7.
- 43- Sirucek , Martin , kren , Lukas , APPLICATION OF MARKOWITZ PORTFOLIO THEORY BY BUILDING OPTIMAL PORTFOLIO ON THE US STOCK MARKET , ACTA UNIVERSITATIS AGRICULTURAE ET SILVICULTURAE MENDELIANAE BRUNENSIS , Number 4, 2015.
- 44- Tehrani, Amir Ehsan, A Comparative Analysis Of The Tehran Stock Exchange And Selected Stock Markets: Evidence From A Correlation Matrix, , Mediterranean University, Gazimağusa, North Cyprus, August 2011.
- 45- Vidyashree, D. V & Rathod, Pralhad," Credit Risk Management – A study on Public sector, Private Sector and Foreign Banks in India", International Journal of Research in Finance and Marketing, Volume 5, Issue 7,2015.
- 46- Vincent , Scott, Is Portfolio Theory Harming Your Portfolio? , Managing Partner Green River Asset Management 503 Albemarle St. Baltimore, MD 21202 United States , 2011.Electronic Copy Available
- 47- William F. Sharpe. "Capital Asset Prices: A Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk," Journal Of Finance, September, 1964.
- 48- Watson, Denzil,& Head, Antony, Corporate Finance Principles & Practice, Edition,Pearson Education Limited 2007
- 49 -Enrico G. De Giorgi & Ola Mahmoud, "Naive Diversification Preferences and their Representation" , research paper, November 10, 2016.

"Extract"

The growth and overlap between international or global economies, especially when the new economic system was built, which differs in terms of characteristics and features from the economic conditions that prevailed in previous periods, and this is what led to the existence of a new practical and commercial system that leads to the process of financial liberalization and technical development, The increase in the movement of capital and the accompanying easing of legislation as well as technological and informational developments led to facilitating the process of entering and exiting from and to the financial markets completely freely. These factors contributed to the emergence of the phenomenon of globalization that It has become an essential feature of the new economic system. Globalization contains positive effects, including the expansion of the investment opportunities base for the local investor. As for the negative, it comes from the fact that the international financial markets have become more integrated, and this may reduce the feasibility of the international stock portfolio, as this research aims to study The extent of the international portfolio's contribution to reducing financial risks and improving its return, as well as demonstrating the effectiveness of the international portfolio in the case of the interconnectedness of financial markets. On this basis, the study sample was formed from a set of financial market indicators during the period 2017- 2021 In order to address the problem of the subject and test the hypotheses of the study, it was relied on the use of the regression model that uses the method of integrating time series and cross-sectional data (panel data) after three models were tested, namely, the pooled regression model (PRM), the fixed effects model (FEM) and the effects model. The random effects (REM) Random Effects Model, the study concluded that the international stock portfolio reduces the financial risks, and the study also showed that the effectiveness of the international financial portfolio depends on the degree of interdependence between the financial markets, as whenever the correlation between the financial markets is negative or positive, the weak The feasibility of the financial portfolio is greater than the financial markets with positive correlation.



**The effect of the stock market index in determining
the return and risks of the international securities
portfolio for the period 2017-2021**

A letter submitted

Abdullah Muhammad Mohsen Al-Ayzrajawi

To the Council of the College of Administration and
Economics - University of Basra

It is part of the requirements for a master's degree in Banking
and Finance

with supervision

Prof. Dr

Muntazar Fadel Saad Al-Battat

1443 AD

2022 AH