

# أثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة دراسة تطبيقية في مصارف دولية أردنية

رسالة مقدمة الى

مجلس كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء  
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

من قبل  
محمود فهد عبد علي الدليمي

بإشراف  
الأستاذ الدكتور  
حاکم محسن محمد

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿وقال يا بني لا تدخلوا من باب واحد وادخلوا من أبواب متفرقة﴾

صدق الله العظيم

سورة يوسف من الآية: (67)

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

﴿فإذا قضيت الصلاة فانتشروا في الأرض وابتغوا من فضل الله

واذكروا الله كثيرا لعلكم تفلحون﴾

صدق الله العظيم

سورة الجمعة الآية (10)

## إقرار المشرف

اشهد أن هذه الرسالة الموسومة ( اثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة ) المقدمة من طالب الماجستير ( محمود فهد عبد علي ) قد جرى إعدادها تحت إشرافي في كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

التوقيع  
الأستاذ الدكتور  
حاكم محسن محمد

بناء على توجيه المشرف , أرشح هذه الرسالة للمناقشة .

التوقيع  
الدكتور  
محسن عبد الله الراجحي  
رئيس لجنة الدراسات العليا  
التاريخ / / 2005

## إقرار المقوم اللغوي

اشهد أن هذه الرسالة الموسومة بـ ( اثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة ) المقدمة من طالب الماجستير ( محمود فهد عبد علي ) في قسم إدارة الأعمال – كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء , قد جرت مراجعتها لغويا , وقد أصبحت سليمة من الناحية اللغوية والنحوية , ولأجله وقعت .

التوقيع

الدكتور مكي محي عيدان  
التاريخ / / 2005

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إلى :

من عبدوا لي الطريق

أساتذتي

من مربياني على الفضيلة وآثراني على نفسيهما

والذي رحمه الله

والدتي أطال الله بعمرها

من هم مراس مالي واثمن ما عندي

أخوتي

من كانت لي عوناً وسنداً

نزوجتي

الباحث

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على محمد سيد المرسلين وعلى صحبه وآله أجمعين أجمعين ومن والاه إلى يوم الدين .

أما بعد :

فمن باب الأمانة والعرفان بالجميل وبعد أتمام هذه الدراسة المتواضعة لا يسعني إلا أن أتقدم بوافر شكري وتقديري إلى أستاذي الفاضل الدكتور حاكم محسن محمد لإشرافه على هذه الرسالة وبجهودته السخية وتوجيهاته القيمة التي أوصلتها إلى هذه الصورة .

وأتقدم بخالص شكري وامتناني إلى الأساتذة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذه الرسالة .

كما أتقدم بوافر شكري وتقديري إلى أساتذة كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة كربلاء وفي مقدمتهم عميد الكلية الدكتور محسن عبد الله ألراجحي .

وأتقدم بخالص شكري وتقديري إلى أساتذة الدراسات العليا ابتداء الأستاذ الدكتور عباس حسين جواد والأستاذ الدكتور حاكم محسن محمد والأستاذ المساعد الدكتور هاشم مرزوك الشمري والأستاذ المساعد الدكتور علاء فرحان طالب والأستاذ المساعد الدكتور عبد الحسين حسن حبيب والدكتور عواد كاظم والأستاذ المساعد الدكتور صلاح النعيمي والأستاذ المساعد ارزوقي عباس والأستاذ المساعد فارس جعباز .

كما وأشكر الاستاذ المساعد خضير مهدي صالح مساعد رئيس جامعة كربلاء , وأشكر الأستاذ المساعد الدكتور علاء فرحان طالب رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية في كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة كربلاء - , كما وأشكر الدكتور احمد خليل الحسيني معاون العميد للشؤون العلمية في كلية الإدارة والاقتصاد.

وكذلك اشكر الدكتور مكي محي لتقويمه الرسالة لغويا وإيصالها إلى الصورة المناسبة التي هي عليها الآن.

كما واشكر زملائي طلبة الدراسات العليا وهم عبد السلام علي , عبد الحسين جاسم , علي كاظم , علي عبد الحسن , ميثاق هاتف , بلال نوري , عصام محمد رضا , عبد الفتاح جاسم , حسن جبر , سحر عباس , واشكر الست ضمياء عبد الأمير و عامر هادي في مكتبة الدراسات العليا – كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء كما اشكر موظفي وموظفات المكتبة في كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة بغداد والمستنصرية . وأتقدم بخالص شكري وتقديري إلى موظفي وموظفات المكتبة المركزية بجامعة دمشق وحلب وأربد واليرموك . ولايفوتني أن أقدم خالص شكري وتقديري إلى الأستاذ سامي حطاب (بورصة عمان ) والأستاذ عماد سلامة (بنك الإسكان) والأستاذة عبد الحكيم عثمان , عمر محمد الرابي ( البنك العربي) على جهودهم المبذولة في توفير البيانات اللازمة للبحث . كما واشكر السيد وسام جعفر عزيز - قسم البعثات والعلاقات الثقافية في جامعة كربلاء- . وأخيرا أتقدم بالشكر الجزيل إلى السيد ضرغام كريم على جهوده المبذولة في طباعة هذه الرسالة .

وأخر دعوانا إن الحمد لله رب العالمين .

الباحث

## المستخلص

يعد موضوع تنويع الاستثمارات الدولية من الاستراتيجيات الحديثة التي تتبناها منظمات الأعمال الدولية ومنها المنظمات المصرفية , إذ تسعى هذه المنظمات لمواجهة احتمالات التقلب في عوائد استثماراتها من خلال دراسة وتحليل سلوك عوائد هذه الاستثمارات والمخاطر المصاحبة لها في الماضي . وتنويع تشكيلة محافظها الاستثمارية في دول وقطاعات مختلفة . فالمنظمات التي تدخل الأسواق الدولية يمكن أن تخفض من تعرضها للمخاطر , أي إنها تقوم بتنويع عملياتها الدولية وبما يخفض من حساسية أداءها لظروف الاقتصاد المحلي والمتغيرات البيئية في الأسواق التي تدخلها , ونتيجة لهذه الأهمية جاء هذا البحث كمحاولة لبيان أثر تنويع الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة لمصرفين من المصارف الدولية الأردنية وهما : ( البنك العربي وبنك الإسكان ) للمدة من (1996-2002) مركزا على مشكلة متمثلة في (( هل هناك أثر لتنويع الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة )) سعيا لتحقيق هدف أساسي هو (( معرفة وإبراز الأفكار المتعلقة بأثر التنويع في الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة )) منطلقا من فرضية رئيسية مفادها (( إن تنويع الاستثمارات الدولية يؤثر بشكل ايجابي على قيمة المنشأة )) وتتفرع من هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين وهما :

1- هناك علاقة ايجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار .

2- إن تنويع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية .

جاء هذا البحث بأربعة فصول تناول الأول منها الجانب النظري للبحث أما الفصل الثاني خصص لمراجعة الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث ومنهجية البحث , في حين تناول الفصل الثالث الجانب التطبيقي للبحث أما الفصل الرابع فقد تناول الاستنتاجات والتوصيات التي تمخض عنها البحث .



واعتمد الباحث على التقارير السنوية للمصرفين في جمع البيانات والمعلومات للمدة من (1996-2002) واستخدم أسلوب تحليل معامل الارتباط ومعامل التحديد واختبار (t) في تحليل النتائج لإثبات صحة الفرضيات المذكورة , وبالاستناد إلى نتائج التحليل توصل الباحث إلى عدد من الاستنتاجات كان أهمها رفض الفرضية الفرعية الأولى بالنسبة إلى البنك العربي , بينما تم قبولها بالنسبة إلى بنك الإسكان , على حين تم قبول الفرضية الفرعية الثانية للبحث . ومن أهم التوصيات التي أوصى بها الباحث : هي إن على المنشأة أن تسعى إلى تشكيل محفظتها الاستثمارية بحيث يكون معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها أقل ما يمكن .

## المحتويات

| الصفحة  | الموضوع   |
|---|---|
| أ   | الإهداء   |
| ب-ج   | شكر وتقدير  |
| د-هـ  | المستخلص  |
| و   | قائمة المحتويات   |
| ز-ح   | قائمة الجداول   |
| ط   | قائمة الأشكال   |
| 1-2   | المقدمة   |
| <b>الفصل الأول : الإطار النظري للبحث</b>                      |   |
| 4-28  | المبحث الأول / مفهوم وطبيعة الاستثمار                                 |
| 29-48   | المبحث الثاني : التنويع ونظرية المحفظة                                |
| 49-81   | المبحث الثالث : العائد والمخاطرة -المفهوم والأهمية- الأنواع والمقاييس |
| 82-93   | المبحث الرابع : طبيعة العلاقة بين التنويع والقيمة السوقية للمنشأة     |
| <b>الفصل الثاني : الدراسات المرجعية السابقة ومنهجية البحث</b> |   |
| 95-99   | المبحث الأول : الدراسات المرجعية السابقة                              |
| 100-107   | المبحث الثاني : المنهجية العلمية للبحث                                |
| <b>الفصل الثالث : الجانب التطبيقي للبحث</b>                   |   |
| 109-128   | المبحث الأول : مناقشة نتائج تحليل العائد                              |
| 129-132   | المبحث الثاني : تحليل محفظة السوق                                     |
| 133-136   | المبحث الثالث : تحليل المخاطرة  |
| 137-140   | المبحث الرابع : تحليل القيمة السوقية للأسهم                           |
| 141-145   | المبحث الخامس : اختبار فرضيات البحث                                   |
| <b>الفصل الرابع : الاستنتاجات والتوصيات</b>                   |   |
| 147-149   | المبحث الأول : الاستنتاجات  |
| 150-151   | المبحث الثاني : التوصيات  |
| 152-160   | المصادر.  |

## قائمة الجداول

| الصفحة | العنوان  | رقم الجدول |
|--------|--|------------|
| 38     | نسبة المخاطرة التي يمكن ازالتها بواسطة التنويع في محفظة دولية لبلدان مختلفة .                  | 1-1        |
| 59     | الانحرافات المعيارية للعوائد السنوية للمحفظة .   | 2-1        |
| 88     | معاملات الارتباط للعوائد الشهرية للاسهم للمدة من كانون الثاني 1992 الى ايلول 1998 .            | 3-1        |
| 110    | نسب النمو في الموجودات للبنك العربي للمدة 2002-1996  | 1-3        |
| 112    | نسب النمو في الارباح الصافية للبنك العربي للمدة 2002-1996 .                                    | 2-3        |
| 113    | نسب النمو في حقوق الملكية للبنك العربي للمدة -2002 1996 .                                      | 3-3        |
| 115    | نسب النمو في حقوق الملكية للبنك العربي للمدة -2002 1996 .                                      | 4-3        |
| 117    | نسب النمو في معدل العائد على حقوق الملكية للبنك العربي للمدة 2002-1996 .                       | 5-3        |
| 119    | نسب النمو في الموجودات لبنك الإسكان للمدة -2002 1996 .   | 6-3        |
| 121    | نسب النمو في الأرباح الصافية لبنك الإسكان للمدة 2002-1996 .                                    | 7-3        |
| 123    | نسب النمو في معدل العائد على الاستثمار لبنك الإسكان للمدة 2002-1996 .                          | 8-3        |
| 125    | تطور حقوق الملكية لبنك الإسكان للمدة 2002-1996 .   | 9-3        |
| 127    | نسب النمو في معدل العائد على حقوق الملكية لبنك الإسكان للمدة 2002-1996 .                       | 10-3       |
| 130    | الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لبنكي العربي والإسكان للمدة 2002-1996                        | 11-3       |
| 131    | مجموع التمويل (E+D) لبنكي العربي والإسكان للمدة 2002-1996                                      | 12-3       |
| 132    | محفظة السوق  | 13-3       |
| 134    | نتائج تحليل معاملات بيتا , الارتباط , التحديد لأسهم بنكي العربي والإسكان للمدة 2002-1996       | 14-3       |
| 136    | نتائج تحليل المخاطرة الكلية , النظامية , اللانظامية لأسهم بنكي العربي والإسكان للمدة 2002-1996 | 15-3       |

|     |  |      |
|-----|--|------|
| 138 | القيمة السوقية و القيمة الدفترية لأسهم البنك العربي<br>للمدة 1996-2002                     | 16-3 |
| 140 | القيمة السوقية و القيمة الدفترية لأسهم بنك الإسكان<br>للمدة 1996-2002                      | 17-3 |
| 142 | نتائج تحليل الارتباط البسيط بين قيمة المنشأة ومعدل<br>العائد على الاستثمار للبنك العربي    | 18-3 |
| 143 | نتائج تحليل الارتباط البسيط بين قيمة المنشأة ومعدل<br>العائد على الاستثمار لبنك الإسكان    | 19-3 |
| 144 | نتائج تحليل المخاطرة الكلية, النظامية, اللانظامية لبنكي<br>العربي والإسكان للمدة 1996-2002 | 20-3 |
| 145 | الدول المضيفة لفروع البنك العربي والإسكان  | 21-3 |

## قائمة الأشكال

| الصفحة | العنوان  | رقم الشكل |
|--------|--|-----------|
| 31     | المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية                                     | 1-1       |
| 39     | تنويع المحفظة من خلال مسك موجودات في اقتصادات مختلفة                       | 2-1       |
| 40     | فوائد التنويع الدولي   | 3-1       |
| 61     | العلاقة بين أنواع المخاطرة   | 4-1       |
| 79     | خط سوق الأوراق المالية (SML)   | 5-1       |
| 81     | نموذج (CAPM) والتضخم المتوقع   | 6-1       |
| 83     | القيم السوقية والدفترية للأسهم في المتوسط الصناعي داو جونز نهاية عام 1986. | 7-1       |
| 98     | التنويع الدولي   | 1-2       |
| 110    | تطور الموجودات للبنك العربي للمدة 1996-2002.                               | 1-3       |
| 112    | الأرباح الصافية للبنك العربي للمدة 1996-2002.                              | 2-3       |
| 114    | معدل العائد على الاستثمار (ROA) للبنك العربي للمدة 1996-2002.              | 3-3       |
| 116    | تطور حقوق الملكية للبنك العربي للمدة 1996-2002.                            | 4-3       |
| 118    | معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للبنك العربي للمدة 1996-2002.           | 5-3       |
| 120    | تطور الموجودات لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.                               | 6-3       |
| 122    | الأرباح الصافية لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.                              | 7-3       |
| 124    | معدل العائد على الاستثمار (ROA) لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.              | 8-3       |
| 126    | تطور حقوق الملكية لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.                            | 9-3       |
| 128    | معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.           | 10-3      |

## مقدمة: Introduction

يتضمن موضوع تنويع الاستثمارات الدولية توزيع هذه الاستثمارات في دول مختلفة تتوفر فيها ظروف مناسبة للاستثمار , أي وجود بيئة استثمارية مشجعة للشركة الأم , وتسمى هذه الشركات بالشركات متعددة الجنسية ( متخطية الحدود) , ويؤدي هذا التنويع إلى تقليل المخاطرة وتعزيز العائد , إذ ليس من المعقول إن تتعرض كل الدول إلى نفس الظروف الاقتصادية والسياسية في إن واحد . فهذه الظروف تتباين من دولة إلى أخرى وبالتالي فإن درجة المخاطرة ستكون مختلفة حسب الدول , إلا إن هناك بعض العوامل المؤثرة في كل من العائد والمخاطرة وأبرزها أسعار الصرف ومعدلات أسعار الفائدة والتضخم .

إن تنويع الاستثمارات يقلل من احتمالات تعرضها إلى المخاطر , فإن تعرض احدها إلى هذه المخاطر سلم الآخر منها . ونستشهد بما جاء في القرآن الكريم من قول الله سبحانه وتعالى على لسان نبيه يعقوب عليه السلام موصياً أولاده بقوله: ﴿ يا بني لا تدخلوا من باب واحد وادخلوا من أبواب متفرقة ﴾<sup>1</sup> وذلك لدفع احتمالات الخطر فإن تعرض احدهم للخطر سلم الآخر منه .

لذا جاء هذا البحث متناولاً اثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة لمصرفين من المصارف الأردنية للمدة (1996-2002) فخرج هذا البحث بأربعة فصول يتناول الأول منها الجانب النظري للبحث وبأربعة مباحث . يتطرق المبحث الأول منه إلى مفهوم وطبيعة الاستثمار , أما المبحث الثاني فقد تناول موضوع التنويع ونظرية المحفظة من حيث المفهوم والأهمية والأساليب والمجالات مع التركيز على التنويع الدولي , في حين يتناول المبحث الثالث اثر التنويع في العائد والمخاطرة , إذ يركز على مفاهيم وأنواع وطرق قياس كلا من العائد والمخاطرة .

أما المبحث الرابع فقد خصص للتعرف على طبيعة العلاقة بين التنويع والقيمة السوقية للمنشأة . ويأتي الفصل الثاني من البحث بمبحثين . المبحث الأول يعرض

<sup>1</sup> - سورة يوسف الآية 67

الدراسات المرجعية السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث , أما المبحث الثاني فقد خصص لتحديد المنهجية العلمية للبحث . وجاء الفصل الثالث لتحليل النتائج متكونا من خمسة مباحث , ينصب المبحث الأول على مناقشة نتائج تحليل العائد للشركات المبحوثة , في حين يتناول المبحث الثاني تحليل محفظة السوق . أما المبحث الثالث خصص لتحليل المخاطرة في حين يتناول المبحث الرابع تحليل القيمة السوقية للأسهم , أما المبحث الخامس يتناول اختبار الفرضيات التي قام عليها البحث . وأخيرا يأتي الفصل الرابع بمبحثين يتناول الأول منهما أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث . أما المبحث الثاني فيعرض أهم التوصيات التي صاغها الباحث في ضوء ما توصل إليه من استنتاجات .

والله ولي التوفيق .

الباحث

# الفصل الأول

## الإطار النظري للبحث

المبحث الأول : مفهوم وطبيعة الاستثمار

المبحث الثاني : التنوع ونظرية المحفظة

المبحث الثالث: العائد والمخاطرة

• المفهوم والأهمية.

• الأنواع والمقاييس.

المبحث الرابع: طبيعة العلاقة بين التنوع والقيمة

السوقية للمنشأة.



## المبحث الأول

### مفهوم وطبيعة الاستثمار

#### أولاً: المفهوم والأهمية (Concept and importance):

قبل الشروع بمناقشة مفهوم الاستثمار , لابد من التعرض لهذا المفهوم من الناحيتين اللغوية والاقتصادية . فمن الناحية اللغوية يعرف الاستثمار بأنه " طلب الثمر والسعي للحصول عليه والانتفاع به" . أما من الناحية الاقتصادية فيعرف الاستثمار بأنه" تخصيص راس المال للحصول على وسائل إنتاجية جديدة أو لتطوير الوسائل الموجودة لغاية زيادة الطاقة الإنتاجية" ( عبد الغفار , 2002 , ص 13). فالاستثمار يستمد أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة من المفاهيم الاقتصادية من أهمها : الدخل Income , والاستهلاك Consumption , والادخار Saving , والاقتراض Borrowing . لذا فانه من الصعوبة فهم مضمون الاستثمار بدون تحليل العلاقة التي تربطه بالمفاهيم الاقتصادية المذكورة أعلاه ( مطر , 1999 , ص 3) . فدخل الفرد أو المنشأة عن فترة زمنية محددة ( شهر مثلا ) هو جملة عوائد خدمات عوامل الإنتاج المملوكة خلال تلك الفترة ممثلة في صورة نقدية . وتعتبر فوائض الدخل النقدية المدخرة من قبل الأفراد أو المنشآت , المصدر الأساسي للاستثمار . لذا يشترط أن يكون الدخل النقدي للمستثمر اكبر من الاستهلاك , أما إذا كان الاستهلاك أكثر من الدخل النقدي فعندها يتحول الفرد أو المنشأة إلى مقترض ( سالم ومطر , لاتا , ص 15-24).

أما المختصون بالإدارة المالية فقد عرفوا الاستثمار بتعريفات متعددة منها: " الاستثمار هو ارتباط مالي يهدف إلى تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى مدة طويلة في المستقبل " ( الهوارى , 1979 , ص 43). كما يعرف بأنه عملية تخصيص أو توزيع أموال المنشأة بين الموجودات المتداولة ( استثمارات قصيرة الأجل ) والموجودات الثابتة ( استثمارات طويلة الأجل ) ( العامري , 2001 , ص 10) وعرفه الشماع بأنه " توظيف الأموال في الموجودات المتنوعة ( متداولة

ثابتة, وأخرى)" (الشماع 1992 ص1). وعُرف بأنه : " سلسلة من المصروفات تتبعها سلسلة من الإيرادات في فترات زمنية متعاقبة" (العمار , 1997, ص117).  
وبمعنى أوسع فالاستثمار هو " عمليات توظيف الأموال في الموجودات, والممتلكات والحقوق , والأسهم والسندات , والأشياء الأخرى ذات القيمة , التي تغل دخلا منتظما , وفي القانون تعني الكلمة منح الشخص حقا , أو منفعة في شيء .  
( الهاشمي , 2001, ص64).

ويعد الاستثمار من الوظائف الأساسية لحقل الإدارة المالية , وان قرارات الاستثمار مهمة حرجة في الإدارة المالية سواء كانت للإفراد أو للمنشآت , ولها تأثير مباشر على ثروة الفرد أو المنشأة , لان الهدف هو زيادة الثروة بواسطة الاستثمارات التي يتوقع لها عوائد أكثر من كلفتها ( Mc.Menamin, 1999 :158). فقرار المنشأة بتوزيع استثماراتها ما بين الموجودات المتداولة والثابتة يحدد العائد المتوقع على إجمالي محفظة الاستثمارات والمخاطرة المصاحبة لذلك العائد , وان اختيار محفظة استثمارات المنشأة يحدد مجرى الأرباح المستقبلية المتوقعة الناتجة عن هذا الاستثمار ومخاطرة هذه الأرباح ( العامري , 2001, ص10).

إن دافع الربح هو الذي يشجع الأفراد والمنشآت على القيام بالاستثمارات , ولان الحصول على الربح يقابله إمكانية تحمل المخاطر , لذلك فان أي قرار استثماري تسبقه عادة دراسات مستفيضة بهدف التقليل من التعرض إلى المخاطر , ويؤسس القرار الاستثماري على مجموعة من العوامل , وهذه العوامل هي في بعض الأحيان متضاربة , وينبغي على المستثمر أن يوفق فيما بينها . وهذه العوامل هي:  
( جابر , 1982 ص29-30)

#### أ- العائد (Return):

أن العائد على الاستثمار هو الأرباح المتحققة والمكاسب الرأسمالية, ويحصل المستثمر على هذا العائد مقابل ما يطلق عليه بالتفضيل الزمني . والمستثمر بطبيعته يفضل الحاضر على المستقبل لان الحاضر هو أمر مؤكد ,

أما المستقبل فهو أمر احتمالي , ويعبر عن العائد كنسبة مئوية من الأموال المستثمرة .

### ب-المخاطرة ( Risk):

يبدل المستثمر قسارى جهده للتقليل من احتمالات التعرض للمخاطر , إلا أن هناك تعارضا بين زيادة العائد وتقليل المخاطرة , فزيادة العائد تصاحبها زيادة في المخاطر , أي إن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية , لذا يجب على المستثمر العمل على إبقاء مقدار المخاطر مناسبة مع العوائد المحتملة . وسيناقش موضوع العائد والمخاطرة بشئ من التفصيل في المباحث القادمة .

### ج- الوقت (Time):

إن عامل الوقت له أهمية خاصة في الاستثمار من حيث توقيت القرار الاستثماري بالبيع أو الشراء وبما يتناسب مع العائد والمخاطرة , وهذا الأمر يتوقف على طبيعة الاستثمار سواء كان استثمارا حقيقيا أو استثمارا ماليا . فأسهم بعض الشركات قد لا تعطي نتائج مرغوبة في سنواتها الأولى إلا إنها قد تصبح استثمارات جيدة بعد ثلاث أو أربع سنوات مثلا .

### ثانيا : مجالات الاستثمار (Areas of investment):

يقصد " بمجال الاستثمار " نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يختاره المستثمر لتوظيف أمواله بغرض الحصول على إيراد , مثل مجال الصناعة , مجال الأوراق المالية , مجال العقارات ..... الخ . وهناك معياران لتبويب مجالات الاستثمار وهما : المعيار الجغرافي والمعيار النوعي ( رمضان , 1998.ص-37):

#### أ- المعيار الجغرافي :

يمكن تبويب الاستثمارات بموجب هذا المعيار إلى استثمارات محلية ( Local

investments) واستثمارات خارجية (Foreign investments):

## 1- الاستثمارات المحلية (Local investments):

وتشمل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن نوع أداة الاستثمار المستخدمة . وعليه تعتبر جميع الأموال المستثمرة داخل البلد من قبل منشأة أو فرد يقيم بذلك البلد , استثمارات محلية وآيا كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل : مشروعات تجارية , أوراق مالية , مشروعات صناعية , عقارات , ..... الخ .

## 2- الاستثمارات الخارجية (Foreign investments):

تشمل مجالات الاستثمار الخارجية أو الأجنبية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة . وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمنشآت أما بشكل مباشر أو غير مباشر . إذ تمثل الاستثمارات الأجنبية المباشرة (Direct Foreign investments) . الاستثمار في الموجودات الثابتة في الأقطار الأجنبية التي يمكن أن تستخدم للقيام بالعمليات المختلفة , وتتضمن الأمثلة عن الاستثمار الأجنبي المباشر قيام الشركة الأم بشراء شركة أخرى في بلد أجنبي , وهذه العملية ستؤدي إلى نقل سيطرة الشركة الأم على أعمال الشركة التي تم شراءها . أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يسمى بمحفظة الاستثمارات الدولية (International investments portfolio) فيمثل التعاملات الخاصة بالموجودات المالية طويلة الأجل ( مثل الأسهم والسندات ) بين الأقطار والتي لا تؤثر في نقل السيطرة عليها . فلو قام مستثمر أمريكي بشراء أسهم في شركة بولندية مثلا , فإن الاستثمار في هذه الحالة يكون استثمارا خارجيا غير مباشر بالنسبة للمستثمر الأمريكي , بينما تبقى السيطرة على أعمال الشركة البولندية بدون تغيير (Madura,2000,p;32) . ويعتبر التنويع (diversification) من العوامل الأساسية في جذب الاستثمارات الأجنبية (Archer,etal,1983,p;742) . ويساعد التنويع الدولي للاستثمارات على تحسين إنجاز وأداء التكيف للمخاطر في المحفظة الاستثمارية (Solnik,2000,p;108) . فالتنويع الدولي يميل لان يكون أكثر قدرة على تقليل المخاطر عندما يكون الاستثمار الأجنبي مستهدفا لأقطار يكون

اقتصادها غير متصل بطريقة ما باقتصاد البلد المحلي للشركة, ( Madura, 2000,p;376) . ويضيف الاستثمار الخارجي عنصرين إلى عملية الاستثمار غير موجودين في الاستثمار المحلي الخالص وهما : اختيار البلد والتعرض لأسعار الصرف .(Elton,Gruber,1995,p;285).

## ب- المعيار النوعي :

ويأخذ هذا المعيار نوع الموجود محل الاستثمار معيارا للتصنيف , وبموجبه تصنف الاستثمارات إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية . والاستثمارات الحقيقية هي موجودات فعلية ملموسة يمكن رؤيتها والشعور بها ومسكها أو الحصول عليها كالعقار والذهب , أما الاستثمارات المالية فهي مستحقات مالية على الموجودات وتتمثل عادة ببعض الأشكال القانونية كالأسهم والسندات . (Hirt&Block,1986,p;5) .

### 1- الاستثمارات الحقيقية (Real investments) :

وهي تلك الاستثمارات التي توفر الحق للمستثمر في حيازة اصل حقيقي , والأصل الحقيقي هو كل اصل له قيمة اقتصادية ( كالعقار , والسلع, والذهب, ..... الخ ) ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية تظهر على شكل سلعة أو خدمة . ويقوم مفهوم الاستثمار الحقيقي على فرض إن الاستثمار في الموجودات الحقيقية هو الذي يخلق المنافع الاقتصادية الإضافية التي تزيد من ثروة المستثمر وبالتالي ثروة المجتمع ككل . وبصورة عامة فإن جميع معاملات الاستثمار المتعارف عليها ماعدا الاستثمار بالأوراق المالية , هي استثمارات حقيقية , لذا فإن بعض الباحثين والكتاب يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح الاستثمار في غير الأوراق المالية ( سالم ومطر , لاتا , ص40).

### 2- الاستثمارات المالية (Financial investments) :

وهي تلك الاستثمارات التي تنحصر في شراء وبيع الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع ..... الخ . إذ يقوم المستثمر بشراء حصة في راس مال (سهم) أو حصة في قرض (سند) يحصل بموجبها على حق مطالبة بالأرباح أو

الفوائد والحقوق الأخرى المترتبة على امتلاك تلك الورقة المالية . إن عمليات شراء وبيع الأسهم والسندات في الأسواق المالية الثانوية , هي عمليات نقل ملكية الأصل المالي من مالكة الأصلي إلى المالك الجديد , وخلال هذه العملية لا تنشأ أي منفعة اقتصادية إضافية إلى الناتج القومي للبلد. أما في حالة الإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات لتمويل التوسعات أو إنشاء المشاريع الجديدة , فهذه الإصدارات تحمل في ثناياها استثمارا حقيقيا لان الأموال التي ستحصل عليها المنشأة من الإصدار الجديد ستستعمل في شراء موجودات حقيقية جديدة كالسيارات والآلات والمعدات والبنائيات , والتي ستساهم بعد استخدامها في خلق منافع اقتصادية جديدة أما على شكل سلع أو على شكل خدمات . ومن ذلك يتضح إن المفعول الاقتصادي للسهم أو للسند ينتهي بانتهاء عملية بيع الإصدار الجديد في السوق الأولية . أما ما يحدث لهذه الأسهم والسندات بعد ذلك من تداول في السوق الثانوية فيدخل في باب الاستثمار المالي . ( رمضان,,1998ص39-40)(سالم ومطر , لاتا ,ص41) .

### ثالثا: أدوات الاستثمار (Investment instruments):

كما تختلف مجالات الاستثمار , تختلف أيضا أدوات الاستثمار المتوفرة في كل مجال . وتعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو الأصل المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره , ويطلق البعض على أداة الاستثمار مصطلح واسطة الاستثمار ( investment media ) . وهناك مجموعة من أدوات الاستثمار المتاحة للمستثمرين في المجالات الاستثمارية المختلفة , أهمها ما يأتي : ( مطر,1999, ص65-78), ( سالم ومطر , لاتا , ص42-48).

### أ- الأوراق المالية (Securities):

تعد الأوراق المالية من ابرز واهم أدوات الاستثمار في عصرنا الحالي وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر قد لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى . وتختلف الأوراق المالية فيما بينها من عدة جوانب , فمن حيث الحقوق المترتبة لحاملها نجد ما هو أدوات ملكية (equity instruments) كالأسهم بأنواعها ( stocks ) ,

والتعهدات (warrants) , وما هو أدوات دين (debt instruments) كالسندات (bonds) , وشهادات الإيداع (certificates deposit) . أما من حيث العائد المتوقع منها , فهناك أوراق مالية متغيرة العائد كالأسهم التي يتغير نصيبها من مقسوم الأرباح (dividend) من سنة لأخرى , ومنها ذو العائد الثابت كالسند الذي يتحدد كوبونه بنسبة ثابتة من قيمته الاسمية , أما من حيث درجة الأمان التي توفرها للمستثمر فيمكن ترتيب الأوراق المالية من الأقل خطرا فالأكثر خطرا وكما يلي :  
اذونات الخزينة , السندات الحكومية , السندات المضمونة بأصول الشركات التي أصدرتها, الأوراق التجارية , الأسهم الممتازة الأسهم العادية, عقود المستقبلات, وأخيرا السندات غير المضمونة.

### ب- العقار : (Real estate):

يأتي الاستثمار بالعقارات بالمركز الثاني بعد الأوراق المالية , إذ يتم الاستثمار فيها بشكلين : أما بشكل مباشر , وذلك عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي ( مبان, أراضي) , وأما بشكل غير مباشر , وذلك عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن مصرف عقاري مثلا , أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية والمعروفة تحت مصطلح ( real estate investment trusts ) واختصارها (REITS) , وتصدر هذه المؤسسات أوراق مالية غالبا ما تكون على شكل سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد لتمويل المباني أو لشراء عقارات جديدة . ويلاقي هذا النوع من الاستثمار اهتماما كبيرا من قبل المستثمرين سواء في الأسواق المحلية أو في الأسواق الأجنبية . وقد أخذت معظم الدول بتأسيس مصارف عقارية متخصصة بمنح القروض العقارية , كما قامت بتأسيس مجموعة من الشركات المتخصصة بالعقارات .

### ج- السلع (Commodities):

هناك سلع تتمتع بمزايا اقتصادية خاصة تجعلها أدوات صالحة للاستثمار, الأمر الذي أدى إلى إنشاء أسواق متخصصة ( بورصات ) للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية . ومن الأمثلة على ذلك بورصة القطن في مصر

ونيو يورك وبورصة الذهب في لندن وبورصة الشاي في سيلان وبورصة البن في البرازيل . ويتم التعامل مع المستثمرين في هذه الأسواق من خلال عقود خاصة تعرف باسم عقود المستقبلات ( future contracts ) وهي عقود بيع بين طرفين , الطرف الأول هو منتج السلعة والطرف الثاني هو وكيل أو سمسار وغالبا ما يكون مكتب سمسرة , حيث يتعهد المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة من سلعة معينة وبتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تامين احتياطي ( margin ) يتحدد بنسبة معينة من قيمة العقد .

#### د- المشروعات الاقتصادية :

يمكن اعتبار المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار انتشارا , حيث تتنوع أنشطتها ما بين صناعي وتجاري وزراعي وخدمي , وهناك مشاريع اقتصادية تتخصص بتجارة أو صناعة السلع , وأخرى تتخصص بتجارة أو صناعة الخدمات . ويعتبر المشروع الاقتصادي من أدوات الاستثمار الحقيقية لأنه يقوم على أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات ووسائل النقل والإفراد العاملين ... الخ . إذ إن تشغيل هذه الأصول معا يؤدي إلى إنتاج قيمة مضافة تزيد من ثروة المالكين وبالتالي زيادة الناتج القومي للبلد . ويؤدي الاستثمار في المشروعات الاقتصادية دورا اجتماعيا بارزا اكبر من غيره من أوجه الاستثمار الأخرى . إذ إن المشروعات الاقتصادية تنتج سلعا أو خدمات تحقق الإشباع الحقيقي لأفراد المجتمع , إضافة إلى توظيف الجزء الأكبر من العمالة الوطنية , وبالتالي فهي تعتبر مصدرا رئيسيا لدخولهم .

#### هـ - العملات الأجنبية ( Foreign currencies ) :

أخذت أسواق العملات الأجنبية تجذب اهتمام الكثير من المستثمرين في الآونة الأخيرة , وتنتشر هذه الأسواق في شتى أرجاء العالم مثل نيو يورك ولندن وفرانكفورت وباريس وطوكيو وغيرها . وتتميز أسواق العملات الأجنبية عن غيرها من الأسواق بعنصرين : العنصر الأول هو الحساسية العالية للظروف الاقتصادية والسياسية , الأمر الذي يزيد من درجة مخاطرة الاستثمار في هذه



الأسواق , ولعل من أهم المخاطر هي مخاطرة أسعار الفائدة ومخاطرة السيولة ومخاطر الائتمان . أما العنصر الثاني فهو افتقار هذه الأسواق إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية , إذ يتم التعامل فيها بواسطة أدوات الاتصال الحديثة .

## و- المعادن الثمينة :

يعد الاستثمار في المعادن الثمينة مثل الذهب والفضة والبلاتين وغيرها , من مجالات الاستثمار الحقيقية . وهناك أسواق منظمة للمعادن الثمينة كسوق لندن وسوق زيورخ وسوق هونغ كونغ . ويتخذ الاستثمار بالمعادن الثمينة عامة والذهب منها بصورة خاصة أشكالا متعددة منها :

- 1- الشراء والبيع المباشر .
- 2- ودائع الذهب (gold deposits) التي تودع بالمصارف إلا أن فوائدها تكون منخفضة نسبيا .
- 3- المقايضة أو المبادلة بالذهب (gold swaps) على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية .

## ز- صناديق الاستثمار :

صندوق الاستثمار ( funds ) هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تنشئه مؤسسة مالية متخصصة وذات خبرة واسعة في مجال إدارة الاستثمارات كالمصارف وشركات الاستثمار وذلك بغرض تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين عوائد مجزية وبمستويات معقولة من المخاطرة وذلك من خلال الاستفادة من مزايا التنويع في تقليل المخاطرة . ويعتبر صندوق الاستثمار أداة مالية مركبة بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق , إذ تمارس صناديق الاستثمار عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعا وشراء . كما يمكن تكوين صناديق استثمار عقارية للمتاجرة بالعقارات . ولعل من أهم المزايا التي توفرها هذه الصناديق للمستثمرين هي :

- 1- إتاحة الفرصة لصغار المستثمرين لشراء عدد من الحصص التي تتناسب مع حجم مدخراتهم المحدودة .
  - 2- إتاحة الفرصة لمن لديهم مدخرات وفيرة ولا يملكون الخبرة الكافية أو الوقت الكافي لتشغيلها .
- حيث يقوم كل من هؤلاء بتسليم مدخراته لمجموعة من الخبراء المحترفين الذين يتولون إدارتها مقابل عمولة معينة .

#### رابعاً : مميزات الاستثمار الناجح :

إن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق عائد يتناسب مع حجم الأموال المستثمرة من قبله وبأقل مستوى ممكن من المخاطر , وكلما كانت إيرادات أو عوائد الاستثمار اكبر من المصروفات المحققة من اجل أقامته كان الاستثمار ناجحاً ومفيداً ( العمار , 1997,ص117) وقبل كل شيء يتوجب على المستثمر أن يستوعب أية نوعية من المعلومات المتوفرة من الكشوفات المالية أو من خطط أنفاق المنشأة..... الخ اخذ بنظر الاعتبار التدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة , ومن خلال هذه المعلومات المباشرة سوف يتمكن المستثمر من تشكيل تصوراته الأولية حول ما يستحقه كل استثمار , ومهما يكن فان على المستثمر أن يأخذ بالحسبان المعلومات الغير مباشرة التي يستطيع الحصول عليها من أسعار سوق الاستثمارات ( krasker, 1982,p:609) ولكي يكون المشروع الاستثماري ناجحاً فلا بد من توافر بعض المميزات التي تعتبر أساسية لنجاح أي مشروع استثماري , وهذه المميزات هي : ( اللوزي وآخرون, 1997,ص186)

أ- المحافظة على رأس المال الأصلي للاستثمار.

ب- تحقيق عائد مناسب وبشكل منتظم .

ت- القدرة على توليد السيولة الملائمة عند الحاجة إليها .

ث- تحقيق الإرباح ( المكاسب) الرأسمالية نتيجة لارتفاع قيمة الاستثمار.

ج- الميزة القانونية للاستثمار , أي يجب أن يكون الاستثمار مسموح به قانوناً .

## خامسا : الاستثمارات الدولية (International investments):

### أ- مفهوم وطبيعة الاستثمارات الدولية :

تتمثل الاستثمارات الدولية بالفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية , وتوفر الاستثمارات الدولية للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع , كما إن تعدد هذه الأدوات يهيئ له توزيع مخاطر الاستثمارات , وتتميز مجالات الاستثمار الدولية بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار المعروفة , كما تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة وفعالة تعمل على إيصال المعلومات للمستثمرين , هذا بالإضافة إلى الخبرات المتخصصة من المحللين الماليين والسماسرة ( مطر , 1999,ص62) . وهناك أربعة طرق للاستثمار الدولي وهي : الاستثمار في الأسهم الأجنبية , الاستثمار في تراخيص الإيداع الأمريكية , الاستثمار في الشركات متعددة الجنسية , والاستثمار في شركات استثمار عالمية (Francis,1991,p: 807). وتفرق الأدبيات عموما بين نوعين من الاستثمارات الدولية وهما : الاستثمار الأجنبي المباشر ( direct foreign investment ) والاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يطلق عليه بالاستثمار الدولي في محافظ الأوراق المالية (investment foreign portfolios). وفي سياق هذه الفقرة لا بد من تسليط الضوء على مفهوم وطبيعة كلا النوعين :

### 1- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر :

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على انه استثمار طويل الأجل يتضمن مصلحة دائمة وسيطرة من كيان مقيم في بلد معين ( متمثلا بالشركة الأم ) على مشروع مقام في بلد آخر . وترى منظمة التجارة العالمية بان الاستثمار الأجنبي المباشر يحدث عندما يمتلك مستثمر مقيم في بلد معين ( البلد الأم) أصلا إنتاجيا في بلد آخر ( البلد المضيف) بقصد إدارته ( عبد الغفار , 2002,ص14). يتضح مما سبق بان الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار حقيقي طويل الأجل في أصول إنتاجية , ويعني ضمنا : إن المستثمر الأجنبي يمارس درجة مهمة من التأثير والسيطرة على إدارة المشروع المقام في بلد آخر غير بلدة الأم .

## 2- مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

يكون الاستثمار الأجنبي غير المباشر ( الاستثمار في المحافظ الدولية ) على شكل تملك المستثمرين الأجانب للأوراق المالية ( أسهم وسندات ) الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة\* والاستفادة من فروق الأسعار أو للحصول على المكاسب التي تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة أو الأسهم بشرط أن لا يحوز المستثمرين الأجانب من الأسهم ما يخولهم حق إدارة المشروع . ويتميز هذا الاستثمار بكونه قصير الأجل . ويتم عادة من قبل مؤسسات التمويل كالمصارف وصناديق الاستثمار أو المستثمرين المؤسسين ( institution investors ) ( مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين ) أو من قبل الأفراد حيث يوفر المستثمرون في المحافظ الدولية عادة راس المال النقدي من خلال شراء حصص شركة ( أسهم وسندات ) وبدون المشاركة في أدارتها . وتتم هذه المعاملات في الأسواق المالية بالنسبة للشركات المسجلة (quoted) , كما إن بعض تدفقات هذا الاستثمار تحدث في الشركات غير مسجلة في البورصة وذلك على أمل الحصول على المكاسب الرأسمالية المحققة عندما يتم تسجيل مثل هذه الشركات في البورصة . ( عبد الغفار , 2002, ص17).

## ب - التطور التاريخي للاستثمارات الدولية :

في سياق الحديث عن الاستثمارات الدولية لا بد من عرض سريع لتطور حركة الاستثمارات الدولية . وبهذا الصدد يمكن التمييز بين نوعين من الاتجاهات وهما : الاتجاهات التاريخية والاتجاهات المعاصرة ( عبد الحسن والسامرائي , 1998, ص36-38) :

---

(1) \* يتردد مصطلح المضاربة (speculation) كثيرا بين المستثمرين وخصوصا في سوق الأوراق المالية , ويزداد استخدامه في المواسم التي تشهد فيها تلك الأسواق حركة تداول نشطة أو عندما تزداد تقلبات أسعار السوق المالية . ومن الأمثلة على المضاربة هي العقود المستقبلية , إذ إن المتعاملين بها يقصدون جني أرباح سريعة يتوقعونها من ارتفاع حاد محتمل في أسعارها السوقية متحملين معها درجة عالية جدا من المخاطرة , ( مطر, 1999, ص19-20)

1- **الاتجاهات التاريخية :** من الصعوبة تحديد تاريخ بدء الاستثمارات الدولية , ومع ذلك فان تاريخ الازدهار الحقيقي يعود إلى قيام الثورة الصناعية في مستهل القرن التاسع عشر . وفي هذا الاتجاه يمكن التمييز بين ثلاث حقبات :

**الحقبة الأولى :** وتمثل العصر الذهبي للاستثمار الخاص ( 1800 -1913) وقادت بريطانيا هذه الاستثمارات التي كانت اغلبها موجهة إلى دول أوروبا ثم إلى الدول النامية في القطاعات الاستخراجية والخدمات التابعة لها .

**الحقبة الثانية :** وهي فترة تراجع الاستثمارات الدولية بسبب الحربين العالميتين (1914,1945) وخلال هذه الحقبة تغيرت ادوار الدول المصدرة لرؤوس الأموال حيث أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية الدائن الأول , وكانت استثماراتها ممثلة بحملة أعمار أوروبا أو للصناعات الاستخراجية في الدول النامية وخاصة في أمريكا اللاتينية .

**الحقبة الثالثة :** وتبدأ بعد انتعاش الاستثمارات الدولية المباشرة خلال المدة (-1970 1946) حيث وجهت الولايات المتحدة استثماراتها مناصفة تقريبا بين الدول الصناعية والدول النامية . وقد تميز النصف الثاني من هذه الحقبة (1960-1970) بظهور الاستثمارات اليابانية والأوربية المنافسة للاستثمارات الأمريكية .

كما يمكن تقسيم حركة الاستثمارات الدولية عبر التاريخ إلى ثلاثة مراحل رئيسية وكما يلي : (الطائي, 1999,ص113-115):

**المرحلة الأولى :** وتتمثل هذه المرحلة بالقرون القديمة التي حدثت خلالها انتقالات لرؤوس الأموال بين المجتمعات البدائية , وتشير الحقائق إلى أن العراق القديم قد مارس عمليات الاستثمار الدولي بأبسط صورها حينما كان يتبادل السلع مع البلدان المجاورة .

**المرحلة الثانية :** واستمرت هذه المرحلة حتى نهاية القرن السابع عشر , وخلالها كانت هناك حركة مستمرة لرؤوس الأموال ما بين الشرق والغرب . وكانت تلك الانتقالات مقومة بالمعادن الثمينة والنقود وائتمانات مختلفة , وساعد على ذلك تحسن

طرق المواصلات ووسائل البريد وتطور أساليب النقل المصرفي وتعدد وسائل الائتمان .

**المرحلة الأخيرة :** وهي من أهم المراحل من الناحية الاقتصادية من حيث حركات الاستثمار ما بين الدول , وتميزت هذه المرحلة بانتقال رؤوس الأموال على شكل أسهم وسندات اكتتبت فيها المنشآت والأفراد , وقد أطلق على هذه المرحلة اسم مرحلة الاستثمارات الرأسمالية لتمييزها عن المراحل السابقة . وتميزت هذه المرحلة بما يأتي :

- سعة الانتقالات وشدتها وخاصة رؤوس الأموال السائلة أو شبه السائلة أو بهيئة أرصدة نقدية .
- الضمانات الأكيدة المختلفة عند دفع رؤوس الأموال خوفا من المخاطر التي قد تحدث بسبب أزمات اقتصادية أو السياسية .
- قيام ظاهرة الاستثمارات العالمية بواسطة الشركات متعددة الجنسية ( MNC ) والتي ركزت جهودها على البلدان النامية وذلك لوجود عناصر إنتاج رخيصة كالعامل والمواد الأولية .

## 2- الاتجاهات المعاصرة :

ابتداء من أوائل الثمانينات في القرن الماضي ولحد الوقت الحاضر , حدثت زيادة هائلة في التدفقات العالمية السنوية للاستثمار في محافظ الاستثمار الدولية ( Foreign portfolios investment . FpI ) . وكان لكل نوع من فئتي الاستثمار الدولي المباشر وغير مباشر أسبابه الخاصة بتطور أحجامه وتدفقاته.

**"أولا" : تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر**

### **(Direct foreign Investment) (DFI)**

شهدت تدفقات (DFI) منذ أوائل السبعينات وحتى 1996 فترتي كساد وثلاث فترات ازدهار . وذلك تبعا للتغيرات الاقتصادية العالمية . الفترة الأولى لتراجع تدفقات (DFI) من (1975-1977) بسبب حدوث الأزمة النفطية . تلتها فترة

ازدهار من (1979-1981) تمثلت بالاستثمارات النفطية في البلدان المنتجة للنفط .  
وتميزت الفترة من (1986-1990) ببيروز اليابان كمستثمر في الخارج . وازدهرت  
تدفقات (DFI) لأسباب عديدة أهمها :  
- الضغوط الحمائية المرتفعة في الدول المتقدمة .  
- بداية سياسات تحرير أنظمة (DFI).  
- النمو الاقتصادي السريع في الدول النامية .  
- تبني الشركات الدولية\* (MNC) للتقنيات المعلوماتية والاتصالات التي مكنتها من  
متابعة أفضل الأنشطة للإنتاج الدولي .  
وكانت هناك فترة كساد قصيرة بسبب انخفاض التدفقات استمرت من (-1992  
1991). وخلال الفترة من (1995-1996) سجلت العديد من الدول مستويات قياسية  
في (DFI) كانت في مقدمتها الولايات المتحدة والصين ومعا استقبلتا حوالي ثلث  
التدفقات العالمية.

### "ثانياً" تدفقات الاستثمار في المحافظ الدولية:

#### **:(Foreign portfolios Investment Flow) (FPIF)**

في مواكبة الانتعاش في (DFI) تسارع (FPI) أيضا في الأسواق الناشئة في  
الدول النامية , وهذه الظاهرة حديثة ترجع إلى أوائل التسعينات , ويمثل عام  
1993 تحديدا الحد الفاصل لهذه التدفقات حين ارتفع مستواها إلى ثلاثة أمثال ما كان  
عليه في بداية عام 1992 ليصل إلى (45) بليون دولار . ثم هبط مستوى هذه  
التدفقات خلال عامي (1994) و(1995) بسبب أزمة البيزو المكسيكي وذلك بنسبة  
27% , 2% على التوالي , ثم استعاد مستواه في عام 1996 فزاد حجم رؤوس  
الأموال الجديدة التي جمعتها الأسواق الناشئة في أسواق راس المال الدولية بنسبة

\* تتمتع هذه الشركات بقوة اقتصادية تتخطى الحدود القومية بسبب قدرتها على تعبئة الموارد المالية والطبيعية والبشرية  
على مستوى الدول , وكذلك قدرتها على تطوير التكنولوجيا على أوسع نطاق من خلال فروعها فهي كيانات اقتصادية دولية  
. ويطلق بارنت ومولر على هذه الشركات اسم المشروع الكوني ويعرف بأنه " أول مؤسسة في تاريخ البشرية مكرسة  
للتخطيط المركزي على نطاق العالم . ( عريبي , 2000, ص13).

34 % لتصل قيمتها إلى نحو (15) بليون دولار . وترجع أسباب زيادة تدفقات (FPI F) إلى ما يلي :

- تحرير وعولمة\* الأسواق المالية .

- تركيز موارد مالية كبيرة في أيدي المستثمرين المؤسسين .

### ج- دوافع الاستثمار الدولي : (International investment motives):

يمتلك المستثمرون واحدة أو أكثر من الدوافع التالية للاستثمار في الأسواق الدولية:

#### 1- الدوافع الاقتصادية (Economic Motives):

قد يكون من المتوقع أن تحقق الشركات في بلد أجنبي أداء أفضل من مثيلاتها في بلد المستثمرين, مثلا قلة المحددات في دول أوربا الشرقية خلقت ظروفًا اقتصادية مناسبة هناك وجذبت المستثمرين ورجال الأعمال الأجانب (Madura,2000,p;57) . وعن طريق امتلاك عمليات وأسواق في أكثر من دولة واحدة , تستطيع الشركات أبطال الدورات الاقتصادية المعكوسة في أية دولة وبالتالي تقلل كل المخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية , وسيقل التنوع من المخاطرة الكلية . وترتبط المخاطرة النظامية بعوامل السوق وحساسية عوائد الشركة للتغيرات في عوامل السوق , وقد تقلل حقيقية أن الشركة تعمل في سوق عالمي واسع بدلا من سوق محلي منفرد , من حساسية عوائدها اتجاه التغيرات في عوامل السوق (Mc.Menamin,1999,p:388).

#### 2- الدوافع الاستراتيجية: (Strategic Motives):

الدافع الاستراتيجي الأول للاستثمار الدولي هو لضمان الأسواق الجديدة عندما يشبع السوق المحلي, كالتوسع الهجومي عبر البحار لمصنعي السيارات اليابانيين , أو لضمان تجهيزات المواد الأولية كما في حالة شركات النفط الرئيسية . والدافع الاستراتيجي الآخر هو التغلب على العقبات السياسية والتنظيمية كما في حالة شركة

\* العولمة (globalization) هي ظاهرة انفتاح الاقتصاديات على بعضها البعض في إطار غير مقيد لتبادل السلع والخدمات ورؤوس الأموال وفق قواعد واستراتيجيات تتم من خلالها عمليات التقارب والاندماج للاقتصاديات المعينة . (الحسيني , 1999, ص47)



(HI-Tecp LC) التي تتجنب أنظمة (الكوتا) الحصص للاتحاد الأوروبي على استيرادات الأحذية من الصين عن طريق تصدير الإنتاج في دول أخرى مثل اندونيسيا والفلبين . وبشكل مشابه بنى مصنعو السيارات اليابانية معامل تصنيع في بريطانيا وأمريكا للتغلب على أنظمة حصص الاستيراد للاتحاد الأوروبي وأمريكا (Mc.Menamin, 1999,p;388).

### 3- دوافع التنويع الدولي : (International diversification motives):

قد يحقق المستثمرون بعض الفوائد من خلال التنويع الدولي لأصول محافظهم المالية , وتشير الدلائل إلى انخفاض عنصر المخاطرة من خلال التنويع الدولي , ويمكن تفسير انخفاض المخاطرة , من خلال وجود الاختلافات في الظروف الاقتصادية بحيث لا تعتمد المحفظة المالية للمستثمر على اقتصاديات دولة معينة . إضافة إلى ذلك فإن الدخول إلى الأسواق الأجنبية يفسح المجال أمام المستثمرين لاستثمار أموالهم في مجموعة متنوعة من الصناعات والتي قد لا تكون متوفرة في بلدانهم (Madura,2000,p:58) فالتنويع الدولي يخفف من المخاطر بواسطة إزالة التقلبات غير المنتظمة وبدون التضحية بالعائد المتوقع ويمكن ان ترتفع العوائد من النمو السريع للاقتصادات والشركات الموجودة حول العالم,او ببساطة من مكاسب العملات النقدية وتداولها.(Solnik,2000,p:130)

### 4- الدوافع السلوكية : ( Behavioral motives ) :

وذلك لمجارات المنافسة والتي قد تعمل بنجاح في دولة أجنبية , أو كمقياس دفاعي لتجنب فقدان أو خسارة الأسواق . (Mc.Menamin,1999,p;388)

### 5- توقعات معدلات الصرف ( Exchange Rate Expectations):

إن بعض المستثمرين يقومون بشراء الائتمانات المالية والمتمثلة بالعملة التي من المتوقع حصولها على قيمة أكبر من قيمة عملتهم . ومن وجهة نظر المستثمر فإن

أداء هذا النوع من الاستثمارات يعتمد بصورة كبيرة على حركة العملة خلال الأفق الاستثمارية (Madura,2000,p;58)

## 6- طلب المعلومات والخبرة والمعرفة :

وذلك من خلال الحصول على فرص التقنية أو الخبرات الإدارية ( النقاش,1996,ص56) إذ لا توجد دولة منفردة تمتلك كل التكنولوجيا المتقدمة , لذلك فان الشركات تتحول إلى دولية للبحث عن الأفكار الجيدة والعلوم التكنولوجية الأساسية (Weston ,etal, 1996, p; 760).

## د- الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية :

إن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية يتعلق بعمليات شراء الأصول المالية رغبة في الحصول على عوائد تفوق المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار . ويختص هذا النوع من الاستثمار بشراء السندات الدولية طويلة الأجل , سواء كانت سندات حكومية أو سندات تصدرها الشركات . كذلك يشتمل على عمليات شراء الأسهم الدولية . ويعكس الاستثمار الأجنبي المباشر (DIF) فان الاستثمار في المحفظة الدولية لا يولد حقوقا للرقابة على الحكومات أو الشركات التي أصدرت هذه الأسهم والسندات . وتتوقف قرارات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية الدولية على ما يأتي : ( حاتم, 1994,ص239-240) .

### 1- معدلات العائد المتوقعة (Expected Rate of Return):

تتكون العوائد المتوقعة من إيرادات الفوائد التي يلتزم الأصل المالي بدفعها , وتوزيعات الأرباح , والربح أو الخسارة الرأسمالية المتوقعين كنتيجة لارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل , والربح أو الخسارة المتوقعين نتيجة للتغير في أسعار الصرف .

### 2-المخاطر التي يدركها المستثمر (Perceived Risks)

وتتوقف هذه المخاطر على التقديرات الشخصية للمستثمر عندما يتخذ قراره . وتشمل هذه المخاطر على ما يلي :

” **أولاً**“ : مخاطرة عدم السداد من قبل الجهة المصدرة للسندات عن دفع قيمة الأصل كليا أو جزئيا أو عدم دفع قيمة الفائدة .

” **ثانيا**“ : مخاطرة تقلبات أسعار الصرف التي تكون في غير صالح المستثمر وبالتالي تحمله خسائر رأسمالية .

” **ثالثا**“ : المخاطرة السياسية, كقيام الحكومة المضيفة بفرض قيود تحد من انتقالات رؤوس الأموال الأجنبية أو تجميدها أو فرض ضرائب مرتفعة على دخل الشركات أو تأميم ممتلكات الشركة الأجنبية .

### 3- **مقابلة الخطر بالعائد المتوقع (Trade-off between risk and return):**

وهي المقابلة التي تواجه المستثمر عندما يقرر حجم الأموال التي يرغب في استثمارها في أصل معين . فالمستثمر سوف يفضل الحصول على أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة , أو أقل مستوى ممكن من المخاطرة لمعدل عائد معين , ومعنى ذلك هو إذا أردنا ترغيب المستثمر بقبول مستوى أعلى من المخاطرة فإنه لا بد من تعويضه بمعدل عائد أعلى . وان قبول المستثمر لمستوى منخفض من العائد يتوقف على انخفاض مستوى المخاطرة .

### هـ العوامل المؤثرة في محفظة الاستثمار الدولية

#### (Affecting factors of International Investment Portfolio)

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

#### 1- **معدلات الضريبة على الفائدة أو مقسوم الأرباح :**

#### (Tax Rates on Interest or Dividend)

إن المستثمرين عادة يفضلون الاستثمار في البلد الذي تكون فيه معدلات الضريبة على دخل الفائدة أو مقسوم الأرباح منخفضة . إذ يقوم المستثمرون بتقييم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية.

## 2- أسعار الفائدة: ( Interest Rates )

إن محفظة الاستثمارات يمكن أن تتأثر بأسعار الفائدة , فالنقود تتجه نحو البلدان ذات أسعار الفائدة العالية طالما لا يتوقع انخفاض قيمة العملات المحلية.

## 3- أسعار الصرف: ( Exchange Rates )

إذا كان هناك توقع بزيادة قيمة العملة المحلية للبلد , فان المستثمرين الأجانب سيرغبون بالاستثمار في الأوراق المالية للبلد وذلك للاستفادة من تقلبات قيمة العملة . وعلى العكس من ذلك فإذا كان هناك توقع بانخفاض قيمة عملة البلد المحلية فان المستثمرين الأجانب قد يقررون شراء الأوراق المالية في البلدان الأخرى .

## و- قيود وعوائق الاستثمار الدولي :

هناك مجموعة من القيود والعوائق التي تقف أمام الاستثمارات الدولية سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة . فالاختلافات الثقافية من العوائق الرئيسية للاستثمارات الدولية , وفي الغالب يكون المستثمرين غير مطلعين على الثقافات الأجنبية والأسواق ويشعرون بصعوبة الأعمال التي تنجز في الدول الأخرى , كطريقة التقارير المقدمة , اللغات المختلفة , الفترات الزمنية المختلفة . وفي بعض الدول تقيد الأنظمة مقدار الاستثمار الأجنبي من قبل المستثمرين المحليين, وفي بعض الدول يمنع المستثمرين من الاستثمار خارجيا من اجل المحافظة على راس المال أو السيطرة على العملة النقدية .

وقد قيد الذين ينتمون إلى المؤسسات في معظم الأقطار على نسبة الموجودات الأجنبية التي بإمكانهم حصرها في محافظهم الاستثمارية . وتحدد بعض الأقطار مقدار الملكية الأجنبية في شركاتها الوطنية (Solnik,2000,p:138-139). وبعض الأقطار تحدد مقدار الربح الذي يمكن أعادته بواسطة المستثمرين الأجانب إلى بلدانهم (McLaney,2000,p:378) وأخيرا ولان البيئة التنظيمية تكون مسيطرا عليها محليا , فان المستثمرين الأجانب سوف يواجهون مشكلة التغلب على الأحكام والتنظيمات المختلفة في كل سوق ( Saunders,1997,p:490 ) .

## ز- قرارات الاستثمار الدولي : (International Investment Decisions)

إن قرار الشركة في الاستثمار الدولي ينبغي أن يعتمد على نفس المقاييس لقرار الاستثمار المحلي , ويتطلب نفس الإجراءات , أي يجب تقدير صافي التدفقات النقدية وخصمها بمعدل خصم مناسب . وبهذا نحصل على تقديرات صافي القيمة الحالية . إن الدافع الأساسي للاستثمار الأجنبي هو نفس دافع الاستثمار المحلي , أي تعظيم ثروة المساهمين , وان صافي القيمة الحالية الموجبة للمشروع الاستثماري يمكن أن تنتج من اقتصاديات الحجم التي تعزى إلى توسع السوق , وكذلك من كفاءة الإنتاج التي تؤدي إلى رخص الأيدي العاملة (Archer,etal,1983,p:742) وهناك طريقتين يمكن للشركة إن تحسب بهما صافي القيمة الحالية عند قيامها بالاستثمارات الدولية وكما يلي (Brealey&Myers,1996,p:966-969):-

### الطريقة الأولى :

على افتراض أن الشركة أمريكية ولديها فرع في هولندا , فهي تستطيع إتباع ما تمارسه العديد من الشركات متعددة الجنسية والقيام بكل حسابات ميزانية راس المال الخاصة بها بالدولار . وفي هذه الحالة ينبغي أن تقدر أولا التدفقات النقدية للكيلدر ( وحدة العملة الهولندية ) من عملياتها الهولندية وتحويلها إلى الدولار بسعر الصرف المتوقع , ومن ثم يمكن خصم التدفقات بالدولار بكلفة راس المال بالدولار لإعطاء صافي القيمة الحالية للاستثمار بالدولار .

### الطريقة الثانية :

لكي تتجنب الشركة القيام بالتنبؤات بسعر الصرف , فهي تستطيع ببساطة حساب صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري بالاعتماد الكلي على الكيلدر ويخصم بمعدل خصم ذلك البلد , ومن ثم تستطيع الشركة تحويل هذا الرقم إلى الدولارات بسعر الصرف الآني .

إن لكل طريقة ثلاث خطوات ولكن يختلف ترتيب الخطوات 2,3 وكما مبين

أدناه:

| الخطوة   | الطريقة الأولى   | الطريقة الثانية                                      |
|----------|--|--|
| الخطوة 1 | تقدير التدفق النقدي المستقبلي بالكيلدر                       | تقدير التدفق النقدي المستقبلي بالكيلدر               |
| الخطوة 2 | التحويل إلى الدولارات ( بأسعار<br>الصرف المتنبأ بها ) الأجلة | حساب القيمة الحالية ( استخدام سعر<br>الخصم للكيلدر ) |
| الخطوة 3 | حساب القيمة الحالية ( استخدام سعر<br>الخصم للدولار )         | التحويل إلى الدولارات ( استخدام السعر<br>الآني )     |

Source: ( Brealey&Myers, 1996,p: 967)

وفيما يلي مثالا لحساب صافي القيمة الحالية لاستثمار هذه الشركة من عملياتها الهولندية . فلو فرضنا انه من المتوقع أن يولد الفرع الهولندي لهذه الشركة التدفقات النقدية التالية بالكيلدر :

| السنة                          | 1   | 2   | 3   | 4   | 5   |
|--------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| التدفق النقدي , آلاف الكيلدرات | 400 | 450 | 510 | 575 | 650 |

والمطلوب إيجاد قيمة هذه التدفقات النقدية اليوم إذا كانت الشركة تريد عائدا بالدولار نسبه 16% من استثمارها الهولندي ؟  
الحل/

1- ينظر المدير المالي للشركة في الصحف ويجد بان معدل الفائدة الخالي من المخاطرة هو 8% في أمريكا (  $r\$ = 0.08$  ) و 9% في هولندا (  $r_{fi}=0.09$  )  
2- يرى المدير المالي للشركة بأنه إذا كان من المتوقع أن تكون معدلات الفائدة الحقيقية متشابهة في الدولتين , فان التنبؤ بالإجماع بمعدل التضخم المالي الهولندي ( ifi ) ينبغي أن يكون نقطة مئوية واحدة تقريبا أعلى من معدل التضخم المالي في أمريكا (  $1\$$  ) . مثلا إذا كان معدل التضخم المالي المتوقع في أمريكا هو 5% , فان معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم المالي الهولندي المتوقع يحسبان كما يلي :

1+ معدل الفائدة الرسمي = 1+ معدل الفائدة الحقيقي \* 1+ معدل التضخم المالي المتوقع

---


$$1.05 \times 1.029 = 1.08 \text{ بالدولار}$$

$$1.06 \times 1.029 = 1.09 \text{ بالكيلندر}$$


---

ولو فرضنا بان السعر الحالي هو 2 كيلندر إلى الدولار . وما دام معدل الفائدة في هولندا هو 1% أعلى مما هو في أمريكا , فانه ينبغي أن يرتفع السعر الأجل الضمني على الكيلندر بنسبة 1% سنويا نسبة إلى السعر الآني :

$$\frac{(rfI+1)^t}{(r\$+1)^t} \times \text{السعر الآني} = \text{سعر الصرف الأجل للسنة } t$$

وعليه فان :

$$\text{سعر الصرف الأجل للسنة الأولى} \times 2 = \frac{1.06}{1.05} \times 2.02 \text{ كيلندر لكل دولار.}$$

$$\text{سعر الصرف الأجل للسنة الثانية} \times 2 = \frac{1.07}{1.05} \times 2.04 \text{ كيلندر لكل دولار.}$$

$$\text{سعر الصرف الأجل للسنة الثالثة} \times 2 = \frac{1.08}{1.05} \times 2.06 \text{ كيلندر لكل دولار.}$$

$$\text{سعر الصرف الأجل للسنة الرابعة} \times 2 = \frac{1.09}{1.05} \times 2.08 \text{ كيلندر لكل دولار.}$$

---

\*  
يحسب كالآتي : معدل الفائدة الحقيقي =  $\frac{\text{معدل الفائدة الرسمي } (1+r)}{\text{المعدل المتوقع للتضخم } E(1+I)}$

سعر الصرف الأجل للسنة الخامسة  $2 = \frac{1.10}{1.05} \times 2.1$  كيلدر لكل دولار.

والآن يستطيع المدير المالي أن يستخدم أسعار الصرف الآجلة أعلاه للتنبؤ بالتدفقات النقدية بالدولارات وكالاتي :

| السنة |      |      |      |      |                          |
|-------|------|------|------|------|--------------------------|
| 5     | 4    | 3    | 2    | 1    |                          |
| 650   | 575  | 510  | 450  | 400  | التدفق النقدي بالكيلدرات |
| 2.10  | 2.08 | 2.06 | 2.04 | 2.02 | سعر الصرف الأجل          |
| 310   | 276  | 248  | 221  | 198  | التدفق النقدي بالدولارات |

والآن يمكن استخدام الطريقة الأولى وخصم هذه التدفقات النقدية بالدولار بكلفة راس المال بالدولار وكما يلي :

$$pv = \frac{198}{(1.16)^1} + \frac{221}{(1.16)^2} + \frac{248}{(1.16)^3} + \frac{276}{(1.16)^4} + \frac{310}{(1.16)^5} = \$794000$$

وللتدقيق فقط نجرب الطريقة الثانية . ومادام معدل الفائدة للكيلدر اقل من المعدل للدولار , فان سعر الخصم وفقا للمخاطرة ينبغي أن يكون اقل بشكل مماثل . وتحسب كالاتي :

$$1 + \text{سعر الخصم المعدل وفقا للمخاطرة} = 1 + \text{معدل الفائدة الاسمي} \times 1 + \text{علاوة المخاطرة}$$

|       |   |      |   |       |          |
|-------|---|------|---|-------|----------|
| 1.074 | × | 1.08 | = | 1.16  | بالدولار |
| 1.074 | × | 1.09 | = | 1.171 | بالكيلدر |

والآن تخصم التدفقات النقدية بالكيلدر بسعر الخصم للكيلدر , وكما يلي :



$$PV = \frac{400}{(1.171)^1} + \frac{450}{(1.171)^2} + \frac{510}{(1.171)^3} + \frac{575}{(1.171)^4} + \frac{650}{(1.171)^5} = 1588000.guilders$$

وأخيرا يحول المبلغ إلى الدولار بالسعر آتالي \$ / 2 fi

$$NPV = \frac{1588000}{2.0} = \$794000$$

إن قرارات الاستثمار الدولي تحركها وتنشطها العديد من الاعتبارات الاستراتيجية المرتبطة بوضع السياسة وخطواتها العريضة وفي مقدمتها ماله علاقة بالاعتبارات الاقتصادية والسلوكية, كما وتتطلب هذه القرارات المزيد من المعلومات التي غالبا ما تكون ذات تكلفة عالية وتستغرق وقتا غير قصير ( النقاش, 1996, ص54). هذا ويواجه المستثمرون الدوليون جميع الأخطار المتشابهة التي يواجهها المستثمرون المحليون زائدا بعض المخاطر الإضافية مثل مخاطرة التحويل الدولي ومخاطر السياسة الدولية ومخاطرة معدل الصرف الأجنبي , (Francis,1991,p:808) . ومن جانب آخر يعتبر الاستثمار الدولي جزء من الاستراتيجية العالمية من اجل تحسين المبادلة بين العائد والمخاطرة (Solnik,2000,p: 130).

## المبحث الثاني

### التنوع ونظرية المحفظة (Diversification and portfolio theory)

#### أولاً/ التنوع (Diversification):

##### أ- المفهوم والأهمية :

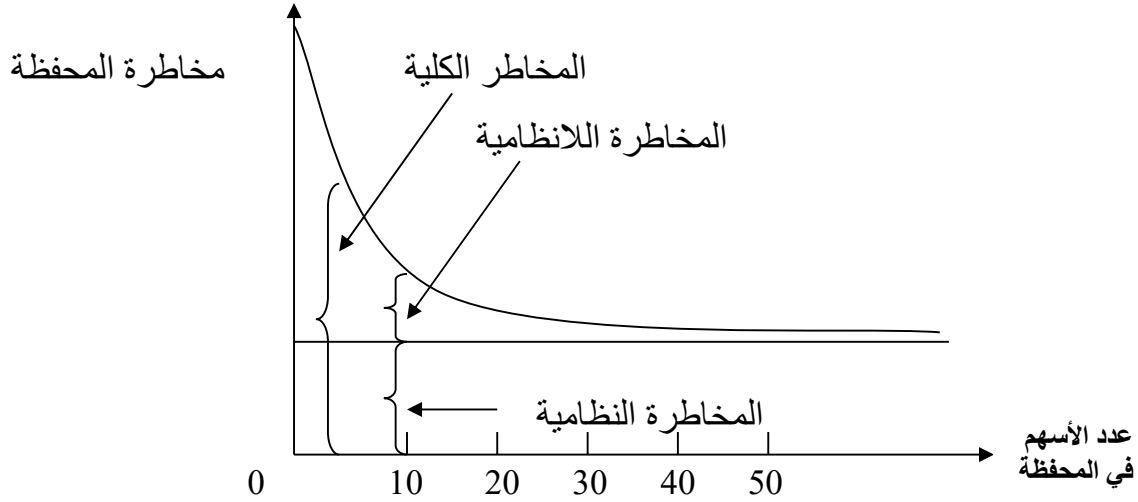
يعرف التنوع بصورة عامة بأنه " الاستراتيجية التي تتبعها المنشأة للتوسع من خلال تقديم عدد من المنتجات أو الخدمات الجديدة أو إضافة بعض الأسواق الجديدة إلى الأسواق الحالية للمنشأة أو إضافة بعض عمليات الإنتاج الجديدة إلى العمليات الحالية , والهدف الرئيسي لاستراتيجية التنوع هو دخول المنشأة في مجالات أعمال مختلفة من اجل توزيع ونشر المخاطر وزيادة مصادر العوائد " ( السيد ,2000,ص246)

أما في مجال الاستثمارات المالية يعرف التنوع بأنه " عملية مسك استثمارين أو أكثر في إن واحد " ( Archer,etal,1983,p:119 ) كما يعرف بأنه " عملية دمج الموجودات بطريقة تقلل من مخاطرة المحفظة (Johnson,2000,p:119), كذلك يعرف بأنه " توزيع أو نشر راس المال المخصص للاستثمار على مجموعة من الموجودات بهدف تقليل المخاطر وزيادة العوائد" (Ross,etal,1996,p:286) ويعرف أيضا بأنه " عملية تقليل المخاطرة بواسطة تشكيل المحافظ من الأوراق المالية ذات العوائد المرتبطة بصورة غير تامة " ( Rao,1992,p:306) , ( Carlson,1998,p:86) . وعليه فان مبدأ التنوع هو التقليل من المخاطرة عن طريق مسك محفظة استثمارية مكونة من موجودات متنوعة , وكلما كان حجم الموجودات التي تدمج في المحفظة اكبر كان الانخفاض في المخاطرة اكبر إلى مستوى معين ولكن بشرط أن لاتكون عوائد تلك الموجودات مرتبطة فيما بينها ارتباطا وثيقا . ( Mc- Menamin , 1999,p:205-213) . ومن شان التنوع الجيد أن يقلل من المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة بصورة كبيرة وبدون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد.

( Jones,2000,p:164 ) , ( Fabozzi&Modigliani,2000,p:171 ) ( هندي , 1993,ص196) . فالتنوع الجيد يقلل من مخاطرة المحفظة ولكن إلى نقطة معينة فقط وذلك لان المخاطرة الكلية المشتركة مع الموجودات يمكن تحليلها إلى نوعين وهما : المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية , فعندما يقوم المستثمر بمسك أسهم مفردة فان قيمة الاستثمار سوف تتذبذب بسبب الأحداث الخاصة بالشركة , مثل : اكتشاف المنتجات الجديدة والناجحة التي تزيد من قيمة الأسهم وبالمقابل فان الدعاوي الغير متوقعة والاضرابات عن العمل والأحداث المشابهة سوف تعمل على تخفيض التدفقات النقدية وبالتالي التقليل من قيمة الأسهم . أما عندما يقوم المستثمر بمسك محفظة استثمارية كبيرة فان بعض الأسهم في المحفظة سوف ترتفع قيمتها بسبب الأحداث الخاصة والايجابية للشركة والبعض الأخر سوف تهبط قيمته بسبب الأحداث المناقضة , لذلك فان التأثير على القيمة الإجمالية للمحفظة سوف يكون صغيرا لان تلك التأثيرات سوف يلغى بعضها البعض الأخر . ( Ross,etal,1996,p:287 ) وبعد إزالة المخاطرة اللانظامية فان الجزء المتبقي هو خاص بالمخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق وهذا الجزء من المخاطرة لايمكن تجنبه لأنه بغض النظر عن الكيفية التي يقوم بها المستثمر بالتنوع فان مخاطرة السوق لايمكن تجنبها . والشكل (1-1) يبين مفهوم المخاطرة اللانظامية في محفظة الأوراق المالية , فكلما زاد عدد الأسهم كلما أصبحت المخاطرة اللانظامية اصغر فاصغر والمخاطرة الكلية للمحفظة تقترب من مخاطرتها النظامية (Jones,2000,p:177).

## شكل (1-1)

المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية .



Source: (Ross,etal,1996,p:287),(Jones ,2000,p:178)

وقد بين العديد من الباحثين بأنه وكمعدل فان اغلب منافع تقليل المخاطرة بالتنوع يمكن تحقيقها من خلال تشكيل محفظة تشتمل على أوراق مالية بين (15-20) ورقة مالية مختارة بصورة عشوائية (Gitman,2000,p:211). وحتى التنوع القليل بإمكانه عمل التقليل الجوهرى أو الأساسى للمخاطرة , إلا إن التقليل من المخاطرة يكون طفيفا عندما يكون عدد الأوراق المالية متزايد إلى حد يفوق العشرين أو الثلاثين ورقة مالية (Brealey&Myers,1991,p:137) (Mc.Menamin,1999,p:205).

ويمكن تلخيص أهم المفاهيم الأساسية لقاعدة التنوع بالآتي :

( الحناوي ,1995,ص243)

1- إذا توفر عدد كبير من الموجودات التي ترتبط ببعضها ارتباط تام سالب , أي عندما يكون عائد الموجود الأول مرتفع فان عائد الموجود الثاني يكون منخفض

( معامل الارتباط = -1 ) فان التنوع في مثل هذه الحالة سوف يزيل المخاطرة اللانظامية بصورة كلية .

2- إذا كانت الموجودات المتوفرة غير مرتبطة ببعضها , أي إن معامل الارتباط فيما بينها يساوي صفر , فان التنوع في مثل هذه الحالة سوف يخفض المخاطرة اللانظامية بصورة كبيرة ولكنه لا يحذفها بصورة كلية .

3- إذا كانت الموجودات المتاحة ترتبط ببعضها ارتباط تام موجب ( معامل الارتباط = +1 ) فان التنوع في مثل هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض في المخاطرة اللانظامية .

وبصورة عامة أن معظم الموجودات ترتبط عوائدها ببعضها ارتباطا موجبا ولكن ليس تاما , وتعتمد درجة الارتباط بشكل أساسي على العوامل الاقتصادية وهذه العوامل عادة قابلة للتحليل وبالتالي فان درجة تأثير التنوع على الخطر الذي تتعرض له المنشأة يتوقف على الظروف الاقتصادية السائدة وعلى طبيعة الاستثمارات القائمة والاستثمارات المقترحة .

### ب- أساليب التنوع :

هناك ثلاثة أساليب شائعة للتنوع وهي : التنوع البسيط ( simple- diversification ) . والتنوع المفرط ( superfluous diversification ) وتنوع ماركوتز ( Markowitz diversification ) .

#### 1- التنوع البسيط ( Simple diversification ) :

ويقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحفظة الاستثمارية وبدون الاعتماد على خصائص الاستثمار المناسبة كالعائد المتوقع وتصنيف الصناعة , ويحدث التنوع البسيط عندما يقوم المستثمر باختيار عدد كبير من الأوراق المالية بصورة عشوائية , أو ببساطة أكثر استثمار مبالغ متساوية في كل سهم ( Jones,2000,p:164 ) , ويعتمد هذا الأسلوب على فكرة أساسية مفادها انه كلما زاد عدد الاستثمارات في المحفظة كلما انخفضت المخاطر

التي يتعرض لها العائد , ويساعد هذا الأسلوب على تخفيض المخاطر اللانظامية إلى حدها الأدنى . وهناك العديد من الدراسات الميدانية التي أوضحت بان زيادة عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة يمكن أن تخفض المخاطرة بنسبة كبيرة , وقد أشار الباحثان ايفان وآرثر (Evan& Archer) في إحدى دراساتهم انه بالامكان تخفيض المخاطرة إلى (85% ) إذا اشتملت المحفظة على أوراق مالية مختارة عشوائيا يتراوح عددها بين (10-15) ورقة مالية (حنفي وقرياقص, 2000,ص546)

## 2- التنوع المفرط (Superfluous diversification) :

إذا تم اختيار موجودات مالية مختلفة يتراوح عددها ما بين(10-15) موجود فسوف نحصل على أقصى الفوائد لتقليل المخاطرة من أسلوب التنوع البسيط , إن الانتشار الأبعد لموجودات المحفظة يعرف بالتنوع المفرط (Francis,1991,p:231). وبالرغم من إن التنوع يقلل المخاطر إلا انه لا ينبغي على المنشأة المغالاة في عملية التنوع , إذ قد يترتب على ذلك بعض الآثار العكسية نذكر منها ما يلي : ( حنفي وقرياقص, 2000, ص546-547):

**"أولاً":** إن تعدد أنواع الاستثمارات بشكل كبير قد يؤدي إلى صعوبة إدارة المحفظة , إذ يتطلب ذلك جهدا كبيرا لدراسة المراكز المالية للجهات المصدرة لهذه الأوراق المالية .

**"ثانياً":** قد يترتب على المغالاة في التنوع شراء كميات صغيرة من كل نوع من أنواع الأوراق المالية وقد يؤدي في هذا إلى ارتفاع متوسط تكاليف الشراء نتيجة ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة والوسطاء .

**"ثالثاً":** قد يترتب على المغالاة في التنوع قيام المنشأة بالاستثمار في أوراق مالية غير جيدة , أي انه كلما زاد عدد الإصدارات الجديدة التي ينبغي ضمها إلى المحفظة , كلما تضاءلت فرص الحصول على أوراق مالية جيدة وبالتالي تكون القرارات الاستثمارية المتخذة غير سليمة ( هندي, 1993,ص198) .

### 3- تنويع ماركوتر (Markowitz diversification) :

يعرف تنويع ماركوتر على انه الموجودات المرتبطة والتي يكون ارتباطها اقل من الموجب التام لغرض التقليل من المخاطرة وبدون التضحية بعوائد المحفظة (Francis,1991,p:234) , ويعد البروفسور الأمريكي ماركوتر والحائز على جائزة نوبل بالاقتصاد عام 1990 أول من أعطى مضمونا دقيقا لمفهوم التنويع , وهناك جملة من الافتراضات التي استند إليها في بناء هذا المضمون وكما يلي :  
( الجنابي, 2000 ,ص14)\*

**"أولاً"** : إن المستثمر ينظر إلى كل بديل استثماري على أساس التوزيع الاحتمالي لعائده المتوقع عبر الزمن .

**"ثانياً"** : إن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة, وان منحى المنفعة له يعكس تناقص المنفعة الحدية للثروة.

**"ثالثاً"** : إن المستثمر ينظر إلى المخاطرة على إنها التقلب في العائد المتوقع .

**"رابعاً"** : يقوم المستثمرون باتخاذ قراراتهم الاستثمارية بالموازنة بين العائد والمخاطرة المتوقعين .

**"خامساً"** : إن المستثمر يتصف بالرشد والعقلانية فهو يتجنب المخاطرة , أي انه إذا ما خير بين استثمارين لهما نفس العائد ولكنهما يختلفان في المخاطرة فسوف يختار اقلهما مخاطرة , أما إذا خير بين استثمارين لهما نفس المخاطرة ولكنهما يختلفان بالعائد فسوف يختار أعلاهما عائداً .

**"سادساً"** : إن المستثمر يستطيع إن يقلل المخاطرة من خلال إضافة استثمارات جديدة إلى محفظته الاستثمارية .

**"سابعاً"** : يستطيع المستثمر إن يحصل على أعلى العوائد ولأي مستوى من المخاطر وذلك عن طريق اختيار الاستثمارات الكفوءة من الأوراق المالية .

**"ثامناً"** : إن معرفة علاقات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية يعتبر أمر ضروري بالنسبة للمستثمر .

\* للمزيد من التفاصيل راجع : ( singh,preet"investment management",1999,p:374 )

وقد استنتج ماركوتر انه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية التي تتكون منها المحفظة كلما انخفضت المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة , وهذا يعني أن على المنشأة أن تسعى إلى تشكيل محفظتها الاستثمارية بحيث يكون معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها اقل ما يمكن . وقد أشار ماركوتر إلى انه يمكن التخلص من المخاطر اللانظامية بصورة كلية إذا كان معامل الارتباط بين العوائد سالب تام أي ( -1) بل وقد يمكن أن يؤدي إلى تجنب جزء من المخاطر النظامية أيضا . ( هندي, 1993 ,ص199).

### ج- مجالات التنوع (Areas Diversification):

نظرا للتطور الذي حدث لنظرية المحفظة الحديثة من خلال المفاهيم التي قدمها ماركوتر وخاصة فيما يتعلق بطرق القياس الكمي للمخاطرة , فقد قام العديد من الباحثين بدراسة جدوى التنوع وأثره في تقليل المخاطرة وتعزيز العائد في عدد من المجالات أهمها ما يلي :

#### 1- التنوع عبر الصناعات (Diversification across industries):

إن إحدى طرق بناء المحفظة المتنوعة تتمثل باختيار موجوداتها في عدد من القطاعات الاقتصادية المختلفة التي تكون غير مرتبطة مع بعضها نسبيا , إذ إن الأحداث الاقتصادية تؤثر عادة في قطاع معين , إلا إن تأثيرها في القطاعات الأخرى يكون قليلا . وعلى الرغم من سهولة هذه الطريقة ومنطقيتها إلا إن الدراسات أظهرت بان معدلات عائد الأوراق المالية في صناعات عديدة يكون ارتباطها نسبيا بشكل مرتفع , وقد تبين إن أفضل وسيلة لتوضيح ضيق الاستفادة من التنوع عبر صناعات مختلفة هو بمتابعة تحركات عدد من المؤشرات الصناعية مثل ستاندر وبور (500, Standards and poors ) حيث أمكن ملاحظة التقلب المتزامن والنظامي في العوائد بحيث لا يمكن إزالته بالتنوع عبر الصناعات ( ألي, 1997,ص8) . وهناك العديد من الدراسات التطبيقية وفي مقدمتها دراسة لوري وفيشر (Lorie& fisher) التي أوضحت بان التنوع عبر الصناعات المختلفة



لا يكون أفضل بكثير من الاختيار العشوائي البسيط للأوراق المالية في تخفيض  
مخاطرة المحفظة (Francis,1991,p:231)

## 2- التنوع الزمني (Time Diversification):

تتعرض الأسواق المالية بصورة عامة إلى دورات موسمية طويلة الأمد يمكن  
التنبؤ بها ولكن بصورة غير دقيقة , وفي نفس الوقت تتعرض هذه الأسواق إلى  
دورات قصيرة تتصف بالتقلب الشديد وغير خاضعة لحسابات منطقية , وقد تكون  
نتيجة لقوى عاطفية \* (sentimental forces) متشائمة أو متفائلة تؤثر في السوق  
ككل . وفي مثل هذه الحالات فان المستثمر لا يستطيع عمل شئ يجنبه الآثار السلبية  
لتلك التقلبات بصورة كلية ولكنه يتمكن من تقليل مخاطرتها وذلك من خلال التنوع  
الزمني , أي دخول المستثمر إلى السوق وشراء الأوراق المالية في فترات زمنية  
مختلفة من اجل بناء محفظته الاستثمارية متجنباً استثمار جميع أمواله في وقت قد  
يكون السوق في حالة ارتفاع مؤقت أو بيع جميع استثماراته في وقت قد يكون السوق  
في حالة انخفاض مؤقت . ( ألي, 1997,ص9) . وهناك مجموعة من السياسات  
العامة المتعلقة بعمليات شراء وبيع الأوراق المالية التي يجب الاسترشاد بها من قبل  
القائمين على إدارة المحافظ الاستثمارية ومنها ما يلي : ( رمضان وجودة ,  
1995,ص292)

**"أولاً" : عدم البيع أثناء انخفاض أسعار الأوراق المالية .**

**"ثانياً" : عدم الشراء أثناء ارتفاع أسعار الأوراق المالية .**

**"ثالثاً" : زيادة عمليات البيع في فترات ارتفاع الأسعار وعند توقع انخفاضها .**

**"رابعاً" : زيادة عمليات الشراء في فترات انخفاض الأسعار وعند توقع ارتفاعها .**

\* هناك ظروف نفسية ترافق عملية الاستثمار والمتمثلة بالدورة النظرية النفسية للاستثمار وهي : الطمع- الأمل- الخوف- ,  
والتي تبين فيما بعد انها الاخطر للمستثمر عندما يتعلق الامر بتوقيت قرارته الاستثمارية , فكلما استطاع المستثمر ان  
يفصل بين العواطف والمنطق كلما تمكن من معرفة الوقت المناسب لاتخاذ قرارته الاستثمارية.(الموصللي,2003,ص21)

### 3- التنوع الدولي (International Diversification):

بالنظر لميول الاستثمارات المحلية نحو التحرك صعودا ونزولا مع بعضها البعض الآخر وذلك لتأثرها بالظروف المحلية السائدة في نفس السوق , فقد اخذ المستثمرون بالبحث عن طرق وأساليب جديدة لنشر مخاطرهم فقاموا بتنويع استثماراتهم بعيدا عن مخاطر السوق المحلية من خلال الاستثمار في الأسواق الدولية التي لا تتحرك صعودا ونزولا مع بعضها البعض الآخر , أي إن بعض الأسواق الأجنبية يحتمل أن ترتفع عندما تهبط الأسواق الأخرى الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض معاملات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية لتلك الأسواق, (Solnik,2000,p:108-111) . وتعزى الارتباطات المنخفضة بين عوائد الأوراق المالية للأسواق الدولية لاختلاف الدول والرواج الاقتصادي الذي لم يكن مرتبطا بشكل وثيق , حيث للدول أنظمة سياسية , وعملات وقواعد صرف أجنبية وقيود تجارية ودورات اقتصادية مختلفة , وبسبب كل هذه الاختلافات المهمة نجد من النادر ارتباط الأسواق المالية الدولية الواحد مع الآخر بشكل كبير أو ايجابي . (Francis,1991,p:799) .

ولان الاختلافات الاقتصادية والسياسية بين الأقطار تؤثر في عوائد ومخاطر الاستثمارات فان التنوع الدولي من خلال الاستثمار في الأسواق الدولية يؤدي إلى زيادة العوائد وتخفيض المخاطر (Van horne,2000,p:61) . فعندما تكون الظروف الاقتصادية لبلدين ( مثل الولايات المتحدة وبريطانيا ) غير مرتبطة بصورة وثيقة فان الشركة قد تقلل من مخاطرتها وتعزز عوائدها من خلال تنويع أعمالها في كلا البلدين بدلا من التركيز في بلد واحد (Madura,2000,p:371). فالتنويع الدولي يقلل من مخاطرة محافظ الاستثمار طالما إن عوائد الموجودات في البلدان المختلفة لا تكون مرتبطة بصورة تامة (Eichnoltz,2003,p:1). وتعتمد عقلانية التنوع الدولي على درجة الارتباط بين الأسواق الدولية ومخاطرة وعوائد كل سوق (Elton&Gruber,1995,p:262) .

ويبين الجدول (1-1) إن كفاءة التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة تختلف من بلد لآخر , فالتغيرات المشتركة لعوائد الأوراق المالية في سويسرا وألمانيا تميل لان تكون مرتفعة , ومن جانب آخر فان التغيرات المشتركة لعوائد الأوراق المالية في بلجيكا وهولندا تكون منخفضة , وعند تشكيل محفظة دولية في هذه الأسواق فان 89.3% من المخاطرة الكلية يمكن تجنبها وكما موضح في نهاية الجدول .  
(Elton&Gruber,1995,p:62 )

### جدول (1-1)

نسبة المخاطرة التي يمكن إزالتها بواسطة التنويع في محفظة دولية لبلدان مختلفة

| Country              | Percentage of risk can be eliminated by Diversification |
|----------------------|---|
| U.S.A                | 73  |
| U.K                  | 65.5  |
| France               | 67.3  |
| Germany              | 56.2  |
| Italy                | 60.0  |
| Belgium              | 80.0  |
| Switzerland          | 56.0  |
| Netherlands          | 76.1  |
| International stocks | 89.3  |

Source: ( Elton&Gruber,1995,p:62)

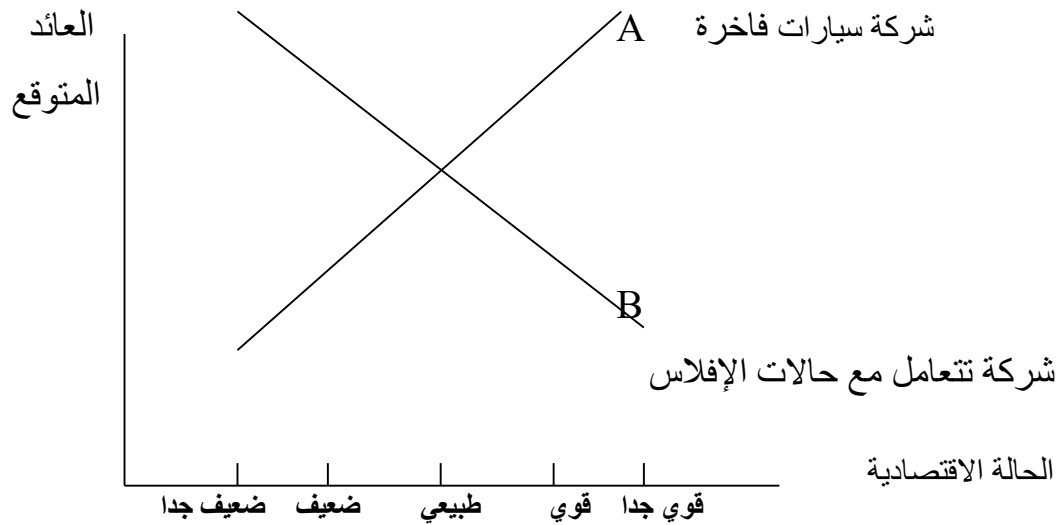
كما يبين الشكل (2-1) العوائد المتوقعة لاثنين من الموجودات المختلفة a,b, لخمس دول مختلفة في العالم , وحالات الاقتصاد فيها كما يلي : اقتصاد ضعيف جدا , اقتصاد ضعيف , اقتصاد طبيعي, اقتصاد قوي, اقتصاد قوي جدا . فمثلا الموجودات

(a) هي أسهم في شركة سيارات فاخرة , وإذا كان الاقتصاد راكدا فان الطلب على السيارات الفاخرة سوف ينخفض وبالتالي فان عوائد هذه الأسهم تكون قليلة , وعندما تتحسن الحالة الاقتصادية فان الطلب سوف يزداد ويؤدي إلى استثمار ايجابي لتلك الأسهم . وبالمقابل فان الموجودات (b) تمثل أسهم في شركة تتعامل مع حالات الإفلاس في الشركات , فعندما يكون الاقتصاد سيئا فان هذه الشركة قد تحصل على عائد مرتفع\* , وعندما يكون الاقتصاد جيدا فان عائد هذه الشركة قد لا يكون جيدا , ومن خلال الاحتفاظ بأسهم في كلا الشركتين يستطيع المستثمر أن يحمي محفظته الاستثمارية بصورة كلية من دورة الأعمال وأي أرباح يحققها على احد الأسهم ستكون تعويضا عن الخسارة في الأسهم الأخرى . وكلا الأسهم تقدم أرضية مناسبة للعائد المتوقع لأنهما مرتبطان سلبيا.

(Binhammer&Sephton,1998,p:122)

شكل(2-1)

تنوع المحفظة من خلال مسك موجودات في اقتصادات مختلفة .

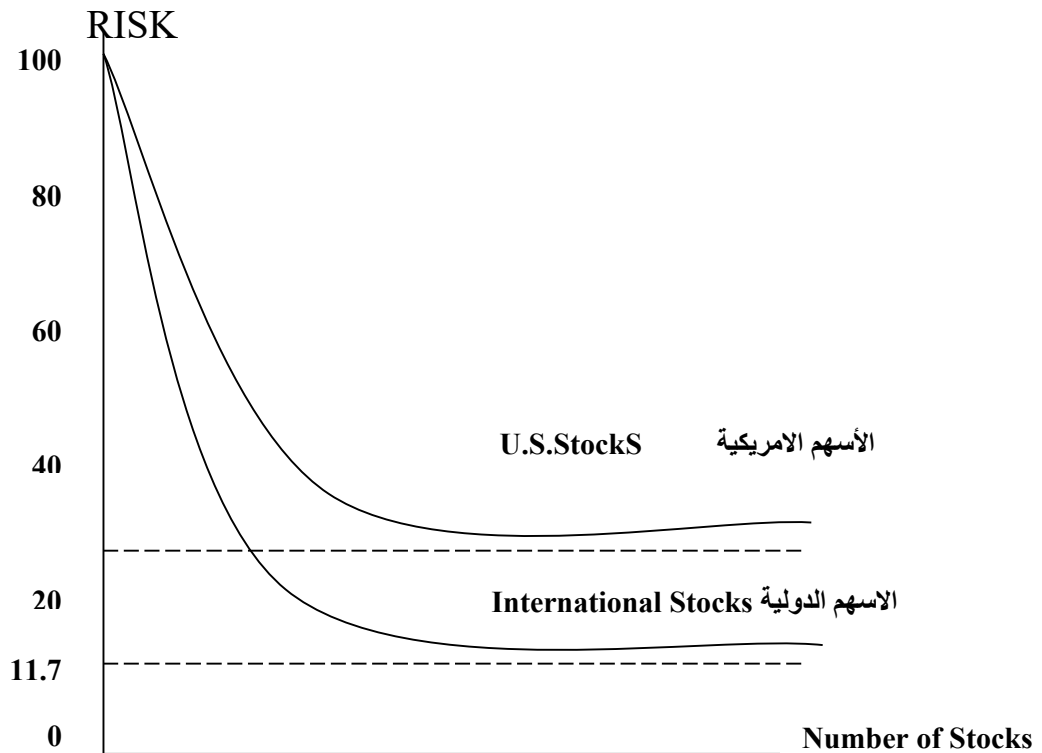


Source: ( Binhammer& sephton,1998,p:123)

\* عندما يكون الاقتصاد سيئا في دولة معينة فان العديد من الشركات العاملة في تلك الدولة قد تتعرض الى حالات الافلاس , وفي مثل هذه الحالة فان الشركة التي تتعامل مع حالات الافلاس سوف تجد فرصة مناسبة لتحقيق عوائد مرتفعة.

وفي كل الحالات فان التنويع الدولي للاستثمارات يعطي انخفاضا جيدا وسريعا في مخاطرة المحفظة ذات العدد المحدود من الأوراق المالية . والشكل (1-3) يبين المخاطرة الكلية للمحافظ المنوعة دوليا ومحليا . المنحنى الأعلى يمثل أسهم الولايات المتحدة الأمريكية , وعندما تضاف أكثر الأسهم الأمريكية إلى المحفظة تنخفض المخاطرة بصورة سريعة , وما بعد الأربعين أو الخمسين من الأسهم فان أية إضافة من الأوراق المالية المحلية سوف تعطي هبوطا قليلا في المخاطرة . اما المحفظة المكونة من الأوراق المالية الدولية فان مخاطرتها تكون نصف مخاطرة المحفظة المكونة من نفس العدد من الأوراق المالية الأمريكية . ( Arnold,1998,p:266 ) (Solnik,2000,p:126),

شكل (1-3)  
فوائد التنويع الدولي



Source: ( Solnik,2000,p:126),( Bodie,etal,1999,p:788)

## ثانيا / نظرية المحفظة (portfolio theory):

### أ- مفهوم المحفظة (portfolio concept):

المحفظة تعبير يطلق على مجموعة الموجودات التي يمتلكها الفرد أو المنشأة . وتعرف المحفظة في قاموس وبستر (webester) إنها " عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو أوراق تجارية تمسكها البيوت المالية كالمصارف" (webester,1999,p: 908). وعرفت بأنها " مجموعة من الموجودات سواء كانت حقيقية كالسيارات والعقارات أو على شكل موجودات مالية كالأسهم والسندات " (Elton& Gruber,1995,p:2) ويعد هذا التعريف تعريفا موسعا , أما التعريف المتخصص للمحفظة يشير إلى إنها " مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي يمسكها المستثمر " ( جابر ,1982, ص234) , ( الشماع,1992,ص417). والمحفظة ببساطة هي قيام المستثمر باستثمار أمواله في أكثر من فرصة استثمارية . ( Rao,1992,p:306), ( وستون وبرجام ,1993,ص48)

وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع موجوداتها , إذ يمكن إن تكون جميع موجوداتها حقيقية كالسيارات والعقارات والأراضي والذهب والسلع ..... الخ , كما يمكن إن تكون مالية كالأسهم والسندات والخيارات واذونات الخزينة ..... الخ , إلا انه في اغلب الأحيان يتم تشكيل المحافظ الاستثمارية من موجودات حقيقية \* ومالية معا ( مطر ,1999,ص91). إن هدف تكوين المحفظة الاستثمارية هو تحقيق عائد مقبول بأقل المخاطر التي يمكن التعرض لها ( حنفي وقرياقص,2000,ص538). ويمكن أن تشكل المحافظ من بضعة استثمارات يحتفظ بها الأشخاص , كما ويمكن أن تشكل من المئات أو حتى الآلاف من الاستثمارات التي تدار من قبل شركات الاستثمار المتخصصة ( Mc-Menamin,1999,p:198 )

يتضح مما سبق إن المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن توليفة أو تشكيلة من الموجودات الحقيقية كالسيارات والعقارات والسلع أو الموجودات المالية كالأسهم

\* في حال احتواء المحفظة على استثمارات حقيقية يشترط ان يكون الهدف من امتلاك تلك الاستثمارات هو تنمية قيمتها السوقية او الحصول على عوائد مستقبلية وليس استخدامها ( العلي , 1997, ص3) .

والسندات أو من كليهما معا بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة وذلك باستخدام القواعد الصحيحة لا نشاءها وتنويعها\* .

### ب- مفهوم نظرية المحفظة :The concept of portfolio theory

تعرف نظرية المحفظة بأنها نظرية معيارية (Normative theory) تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين من حيث الموازنة بين العائد والمخاطرة عند الاستثمار في الموجودات المالية أو المادية ( ألعامري , 1990,ص56 ) إن المفاهيم الأساسية لنظرية المحفظة قد تم تطويرها بشكل محدد للأسهم العادية والسندات من قبل البروفسور هاري ماركوتز (Harry Markowitz) . وظهرت لأول مرة في مقالة له بعنوان اختيار المحفظة (portfolio selection) التي نشرت عام 1952 ( وستون وبرجام , 1993,ص151) , إلا إن هذه النظرية امتدت فيما بعد لتشمل الموجودات المادية أو الطبيعية (physical asset) ( ألعامري, 1990,ص57) . وتعالج هذه النظرية مشكلة المحفظة الكفوءة (Efficient portfolio) وكان ماركوتز هو الشخص الأول الذي اشتق مفهوم المحفظة الكفوءة , وهي المحفظة التي تمتلك أقل مستوى من المخاطرة لمستوى معين من العائد المتوقع , أو هي المحفظة ذات أكبر عائد متوقع لمستوى معين من المخاطرة , والمستثمرين العقلانيين سوف يبحثون عن المحافظ الكفوءة لأنها مختارة على أساس بعدين مهمين وهما العائد والمخاطرة (Jones,2000,p:176).

ومن أساسات نظرية المحفظة إن الخطر الموجود في احد مكونات المحفظة يختلف عن الخطر لمكون آخر إذا ما احتفظ به منفردا أو معزولا عن المحفظة , إذ يمكن إن تكون مخاطرة المكون ( العنصر) عالية في حين ستكون المخاطرة لمكونات المحفظة مجتمعة أقل من ذلك ( الحناوي , 1995,ص284) أي إن المخاطرة الكلية للمحفظة هي أقل من مخاطرة أكثر المكونات خطورة , وتحدد المخاطرة الكلية للمحفظة بدرجة الارتباط بين مكوناتها وبالأوزان المتناسبة لها ( Mc- Menamin, 1999,p:207 ) .

\* ان تنويع المحفظة يعني بناء المحفظة بطريقة تقلل من مخاطرتها وبدون اية تضحية بالعائد , وهذا بالتأكيد هو الهدف الذي يبحث عنه المستثمر (Fabozzi,& Modigliani , 1996, p: 171).

وتقوم نظرية المحفظة على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك , لتفسر من خلالها سلوك المستثمر . فالمستهلك يقوم بالموازنة بين المنفعة والتمن عندما يشتري سلعة او خدمة معينة بهدف الحصول على أكثر إشباع ممكن من دخله المحدود , وبالمفهوم الاقتصادي فان المستهلك يتبع مبدأ الرشد الاقتصادي في الحصول على أقصى منفعة ممكنه من دخله المحدود , وتأسيسا على ذلك فالمستثمر العقلاني يقوم بالموازنة بين العائد والمخاطرة للاستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد ممكن في حدود موارده المتاحة والمحدودة ( العامري, 1990,ص57)

ولغرض بناء أو تركيب محفظة كفوءة لموجودات لها خطورة من الضروري العمل ببعض الافتراضات حول تصرف المستثمرين في صنع قراراتهم الاستثمارية . والافتراض المنطقي ينص على إن المستثمرين هم كارهين للمخاطرة , والمستثمر الكاره للمخاطرة هو الشخص الذي عندما يواجه استثمارين لهما نفس العائد ولكنهما مختلفين بالمخاطرة يقوم بتفضيل الاستثمار الذي له مخاطرة أدنى ( Fabozzi&Modigliani,1996,p:166 ) .

إن التطور الحقيقي الذي طرا على نظرية المحفظة يتمثل بتنويع ماركوتز الذي يهتم بالارتباطات والتباين المشترك للموجودات , وكلما كان الارتباط اقل بين الموجودات كلما كان تنويع ماركوتز أكثر قدرة على تقليل مخاطرة المحفظة المكونة منها (Francis,1991,p:234) .

### ثالثا: المحفظة الدولية (international portfolio):

#### أ- مفهوم المحفظة الدولية (international portfolios concept):

تعتبر المحفظة الدولية من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تحظى في الآونة الأخيرة بالاهتمام المتزايد من قبل المستثمرين وخصوصا النوع المؤسسي منهم , ولعل من أهم المزايا التي يتميز بها هذا النوع من المحافظ هي ميزة التنويع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي , لان المحفظة الدولية تكون عادة متنوعة تنويع جيدا وذلك في ثلاثة زوايا هي : ( مطر ,1999,ص126)



1- تنوع الموجودات وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية .  
2- التنوع الجغرافي , لان راس مال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول.

3- تنوع العملات , وذلك لان التنوع الجغرافي لموجودات المحفظة يؤدي إلى تنوع العملات التي تقيم بها هذه الموجودات.

إن الاستثمارات الدولية تحسن في تنوع المحفظة لان عوائد هذه الاستثمارات لاتكون مرتبطة مع بعضها بصورة كبيرة (Carlson,1998,p:85) . وتؤكد نظرية المحفظة الحديثة بان المحفظة الدولية للموجودات تكون أفضل من المحفظة المحلية لان السابقة تستطيع أن تقلل من المخاطرة من خلال تنوع المحفظة, ان التنوع الدولي يقلل المخاطرة الى المدى الذي يكون فيه معامل الارتباط بين موجودات الدول المختلفة وموجودات نفس الدولة منخفضا بصورة ملحوظة(Gottsschalk,2001,p:12).

وفي بناء المحفظة الدولية يجب على المستثمر أن يراعي في تنوعها ما يلي :  
(مطر,1999,ص126-127)

1- مراعاة تحقيق المزيج الامثل من الأدوات الاستثمارية المنوعة في الموجودات والجغرافيا والعملات .

2- اختيار أدوات المحفظة من أسواق دولية \* تكون ارتباطاتها منخفضة , إذ إن الارتباط المنخفض بين الأسواق الدولية هو الذي يخفف من مخاطرة المحفظة , ولا تعتمد المخاطرة على معامل الارتباط فقط ولكن أيضا على الانحراف المعياري لعوائد تلك الأسواق (Elton&Gruber,1995,p:269) ولغرض تحقيق هذا الشرط يجب الأخذ بنظر الاعتبار العناصر التالية :

- اختلاف العملات.
- اختلاف الأنظمة السياسية.
- اختلاف أنظمة أسعار الصرف.

\* يقوم مدراء المحافظ الدولية بالتنوع اولا عبر الدول ومن ثم يختارون افضل الاسهم في كل سوق (Brooks&Negro,2002,p:25)

■ اختلاف القوانين المنظمة لتحويل العملات الأجنبية.

■ اختلاف معدلات التضخم.

■ اختلاف معدلات الفائدة.

■ اختلاف السياسات النقدية والمالية.

ويركز المستثمرون في المحافظ الدولية على أدوات استثمارية معينة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية بأنواعها مثل: الخيارات (options) والعقود المستقبلية (future contracts) والعقود الآجلة (forward contracts) والمبادلات (swaps)

ويتوقف تنوع هذه الأدوات أساساً على أهداف المستثمر التي يمكن تحديدها بما يلي :

1- مستوى العائد الذي يتوقعه المستثمر.

2- درجة المخاطرة التي يتقبلها المستثمر.

3- الغرض الأساسي للمستثمر , أي هل هو تحقيق دخل جاري على شكل عوائد سنوية , أم تحقيق مكاسب رأسمالية تنمي رأس مال المحفظة , أم كليهما معا  
4- موقف المستثمر من الاستثمار , أي هل يفضل الاستثمار متوسط الأجل أم قصير الأجل ؟

**ب- العائد على الاستثمار في المحافظ الدولية :**

يتأثر العائد على الاستثمار الأجنبي بالعائد على الموجودات ضمن سوقها الخاص , والتغير في أسعار الصرف بين العملة الخاصة بالأوراق المالية وعملة المستثمر الوطنية . لذلك فإن العائد على الاستثمار الأجنبي يمكن أن يكون مختلف تماماً عن العائد على الموجودات في سوقها الخاص , ويمكن أن يختلف حسب بلد المستثمر (Elton&Gruber,1995,p:264) . وعند قياس معدل العائد على الاستثمار المتحقق من المحافظ الدولية يجب أن يؤخذ بنظر الاعتبار عنصرين أساسيين يمكن إهمالهما في قياس معدل العائد على الاستثمار في المحافظ المحلية , وهذان العنصران هما : ( مطر,1999,ص127-129)

## 1- أسعار صرف العملات الأجنبية:

يتوقف تأثير تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية على معدل العائد المتوقع من المحافظ الدولية على الوزن النسبي للعملات الأجنبية في القيمة الإجمالية لموجودات المحفظة من جهة , وكذلك على سلة العملات التي يرتبط بها سعر صرف العملة المحلية للمستثمر من جهة أخرى .

## 2- معدلات التضخم في الدول الأجنبية محل الاستثمار:

تتوقف آثار معدلات التضخم في الدول الأجنبية على المحافظ الدولية , على مدى انعكاسها على أسعار صرف عملات تلك الدول . فإذا انعكست عليها وهذا هو الاحتمال الغالب , فلا بد من تعديل معدل العائد الحقيقي على الاستثمار , إما إذا لم ينعكس ارتفاع معدل التضخم في البلد الأجنبي على سعر عملته وهذا أمر مستبعد , ففي هذه الحالة لا حاجة لتعديل معدل العائد الحقيقي على الاستثمار .

## ج- البدائل الرئيسية لاستراتيجية محافظ الاستثمار الدولي :

هناك ستة بدائل رئيسية لاستراتيجية محافظ الاستثمار الدولي وكما يلي : ( مجلة الدراسات المالية والمصرفية, 1996, ص38-40):

### ■ البديل الأول : المحافظة على راس المال ( Capital preservation ) :

بموجب هذا البديل يتم تشكيل المحفظة بالنسب التالية( 10 % ) أسهم , (55%) سندات, (35%) نقدية. الهدف الأساسي للاستثمار هو المحافظة على راس المال , فالمستثمر مستعد لقبول عائد منخفض مقابل تخفيض المخاطرة المتمثلة بفقدان جزء من اصل راس المال . في حين يؤلف الاستثمار ذو العائد الثابت جزءا مهما من المحفظة , فانه لا بد من الاهتمام كذلك بحماية راس المال من المخاطر التي يفرضها التضخم على الدخل المتوقع من هذه الاستثمارات , كما أن التغييرات في تخصيص الموجودات تبقى محدودة من حيث المدى والتوقيت .

### ■ البديل الثاني : الدخل الجاري (Current income):

بموجب هذا البديل يتم تشكيل المحفظة بالنسب التالية : (30%) أسهم, (60%) سندات , (10%) نقدية . الهدف الأساسي من الاستثمار هو الحصول على تدفق متواصل ومأمون من الدخل المتحقق من الأسهم والسندات . فالمستثمر يرغب في تحمل مخاطرة معتدلة ترتبط بالظروف المتغيرة لسعر الفائدة لغرض تلبية متطلبات العائد الجاري . كما إن التغييرات في تخصيص الموجودات تبقى محدودة من حيث المدى والتوقيت .

#### ■ البديل الثالث: الدخل والنمو (Income and growth):

بموجب هذا البديل يتم تشكيل المحفظة بالنسب التالية : (40%) أسهم, (50%) سندات . (10%) نقدية . الهدف الأساسي من الاستثمار هو المحافظة على التوازن بين السندات المخصصة لتحقيق الدخل الجاري , والأسهم المخصصة لتحقيق النمو لراس المال والدخل معا . وتؤلف الأرباح الموزعة والفوائد الجزء الأكبر من مجموع العائد . وعلى الرغم من توازن المحفظة فإن المستثمر يرغب في تحمل درجة معينة من المخاطرة بهدف تحقيق النمو . أما التغييرات في تخصيص الموجودات فتبقى محدودة من حيث المدى والتوقيت.

#### ■ البديل الرابع:النمو طويل الأجل (Long term growth) :

وبموجب هذا البديل يتم تشكيل مكونات المحفظة\* بالنسب التالية:(70%) أسهم , (25%) سندات , (5%) نقدية . الهدف الأساسي من الاستثمار هو تحقيق الأرباح (المكاسب) الرأسمالية فوق الاعتيادية خلال مدة تتراوح بين(3)و (5) سنوات . فالمستثمر على استعداد لقبول مستوى معين من عدم الاستقرار للسعر لفترة محدودة من اجل تحقيق النمو المطلوب . ولما كانت أدوات الملكية تمثل الجزء الأكبر من

\* ان هذه المحفظة تعتبر مناسبة للمستثمرين الباحثين عن تحسين راس المال الذين لديهم رغبة في قبول مستوى معين من عدم الاستقرار الناتج عن تقلبات السوق , وهدف الاستثمار هو نمو راس المال عبر فترة زمنية تتراوح بين ثلاث الى خمس سنوات . (Royal bank ,2003)

المحفظة فان تراكم راس المال المتحقق في الشركات ذات الإقدام الثابتة في السوق والعاملة في صناعات استراتيجية , يعني إن دوران أسهمها يتسم بالانخفاض . كما إن إعادة استثمار الأرباح واستخدام متوسط التكلفة بالدولار يؤديان إلى تدعيم هذه المحفظة . إضافة إلى ذلك فان التغيرات في تخصيص الموجودات محدودة من حيث المدى والتوقيت .

#### ■ البديل الخامس : النمو المجازف (Aggressive growth):

وبموجب هذا البديل يتم تشكيل مكونات المحفظة بالنسب التالية(80% أسهم, (10%) سندات, (10%) نقدية . ويتمثل الهدف الأساسي للاستثمار في تحقيق النمو فوق الاعتيادي لراس المال خلال مدة تتراوح بين (3) و(5) سنوات . \*فالمستثمر لا يميل هنا للتحرك بين أصناف الموجودات , ولكي يتحقق النمو فوق الاعتيادي في العائد فانه لابد من القبول بمخاطرة عالية .

#### ■ البديل السادس : زيادة قيمة راس المال ( Capital Appreciation ):

بموجب هذا البديل يتم تشكيل مكونات المحفظة بالنسب التالية: (50%) أسهم , (45%) سندات , (5%) نقدية . الهدف الأساسي من الاستثمار هو تعظيم الأرباح الرأسمالية خلال مدة قصيرة مثلا سنة واحدة . ويكون المستثمر هنا مستعدا للاستفادة من تحركات السوق والالتزام العالي للتركيز على شريحة معينة من الموجودات . نلاحظ مما سبق بان هدف المستثمر من امتلاك المحفظة الدولية يلعب دورا بارزا وحاسما في قرار المزج الرئيسي \* (Major mix Decision) الذي يحدد الوزن النسبي لكل مكون من مكونات المحفظة منسوبا إلى رأسمالها الكلي .

---

\* قرار المزج الرئيسي (major mix decision) هو قرار استراتيجي يتم من خلاله تحديد الوزن النسبي لكل موجود من موجودات المحفظة منسوبا إلى رأسمالها الكلي . (مطر, 1999, ص92)

## المبحث الثالث

### العائد والمخاطرة

(المفهوم والأهمية- الأنواع والمقاييس)

أولاً: العائد (Return):

أ- مفهوم العائد:

يهتم المستثمرون ورجال الأعمال بتقدير العوائد المستقبلية للمشاريع الاستثمارية التي يختارون الاستثمار فيها , ويتم اتخاذ قرار الاختيار للمشروع الذي يحقق لهم أفضل عائد وبأقل كلفة وذلك في ضوء المقارنة بين العائد والمخاطرة المصاحبة لذلك العائد ( محمد , 1995 , ص 38) فالمستثمر قبل أن يتخذ قراره الاستثماري يقوم بتحليل الفرص الاستثمارية من حيث مستوى العوائد والمخاطر المتوقعه (Hirt&Block,1986,p:8) ويعرف العائد بأنه " الأرباح أو الخسائر الكلية المتحققة من استثمار معين خلال مدة زمنية محددة (Gitman,2000,p:199) كما يعرف بأنه "العائد الفعلي أو المتوقع والذي يقاس بالتدفقات النقدية الموجبة أو السالبة المتحققة منه خلال مدة زمنية ( Mc.Menamin,1999,p:189) ويعرف أيضاً بأنه "العائد المتوقع في المستقبل من الاستثمار في الموجودات الخطرة" (Ross.etal,1998,p:282) ويعرف كذلك بأنه "أرباح الأموال المستثمرة خلال فتره الاستثمار (الإرباح الراسماليه زائداً"الأرباح الموزعة) لكل دينار مستثمر" ( Bodie,etal,2001,p:153) . والعائد المستلم من أي استثمار ( أسهم , سندات , موجودات عينية ) يتكون مبدئياً من الأرباح الرأسمالية ( أو زيادة القيمة) إضافة إلى الدخل الجاري , ويمكن قياس معدل العائد على الاستثمار حسب الصيغة الآتية (Hirt& Block,1986,P:10)

(Ending value - Beginning value) + income

Rate of Return =  $\frac{\text{Ending value} - \text{Beginning value} + \text{income}}{\text{Beginning value}}$

Beginning value

يمكن تطبيق هذه الصيغة بصورة محددة للأسهم العادية وكما يلي :

$$\text{Rate of Return} = \frac{(p_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

اذ أن :

$p^1$  = السعر نهاية المدة .

$P_0$  = السعر بداية المدة .

$D_1$  = توزيعات الأرباح .

يتضح مما سبق بان العائد على الاستثمار هو العائد الفعلي أو المتوقع الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر من خلال توظيف أمواله في موجودات مالية كالأسهم والسندات , أو موجودات حقيقية كالعقار والذهب . مع الأخذ بنظر الاعتبار مستوى المخاطرة التي قد تصاحب هذا العائد .

ب- عوائد الاستثمار في الأسهم العادية

### (Return on investment from common stocks)

يتكون عائد السهم العادي من العائد الرأسمالي الناتج عن زيادة قيمة الأسهم في السوق عند نهاية المدة عما كانت عليه قيمتها في بداية المدة مضافا إليها العائد الايرادي المتمثل بمقسوم الأرباح الموزع خلال السنة المالية . ( الوندواي ,2002,ص46) ويمكن تقسيم العائد على الاستثمار في الأسهم العادية إلى ثلاثة أنواع وكما يلي :

#### 1- معدل العائد المتحقق (Realized rate of return):

ويعرف بأنه " العائد الفعلي المستلم من الاستثمار , وفي الاستثمارات الخالية من المخاطرة تكون العوائد المتحققة والمتوقعة دائما هي نفسها".

(Archer,etal,1983,p:8) . ويعد قياس العائد المتحقق ( الفعلي ) ممارسة استرجاعية للإحداث الماضية إذ تكون البيانات ذات العلاقة تاريخية ومعروفة بصورة مؤكدة , ويحسب هذا المعدل وفقا للصيغة التالية :  
(Mc.Menamin,1999,p:187)

$$r_t = \frac{v_t - v_{t-1} + cf_t}{v_{t-1}}$$

اذ ان :

$r_t$  = معدل العائد المتحقق او المتوقع خلال المدة t.

$V_t$  = قيمة الموجود في الوقت t.

$V_{t-1}$  = قيمة الموجود في الوقت t-1.

$Cf_t$  = التدفقات النقدية من الاستثمار للمدة t-1 الى t

## 2- معدل العائد المتوقع : ( Expected rate of return ):

يعرف بأنه " معدل العائد الدوري المتوقع إن حصل عليه المستثمر من كل دينار تم استثماره في موجودات الشركة" (Archer,etal, 1983,p:39) . والعائد المتوقع من أية ورقة مالية يجب إن يكون مقدرًا ولا يمكن أن يكون فعليًا ( Jones,2000,p:181). ويقاس هذا المعدل اعتمادًا على التدفقات النقدية المستقبلية التي من المتوقع أن يولدها الاستثمار سواء كانت موجبة أو سالبة وحسب الصيغة أعلاه.

وكذلك يعرف بأنه " المعدل الموزون لكل نتائج العائد المحتمل , حيث تكون كل نتيجة موزونة باحتمالات حدوثها " ( Jones,2000,p:160) . أو " هو ببساطة المتوسط الموزون للمعدلات المتوقعة للأوراق المالية المفردة" (Howells&Bain,2000,p:95). ويحسب وفق الصيغة الآتية :  
( Jones 2000,p: 160)



$$E(R) = \sum_{IS}^M Ripri$$

إذ إن :

$E(R)$  = معدل العائد المتوقع للورقة المالية .

$R_i$  = ال (ith) من العائد الممكن .

$P_{ri}$  = احتمالية العائد (ith)  $R_i$ .

$m$  = عدد العوائد الممكنة.

### 3- معدل العائد المطلوب : (Required rate of return)

ويعرف بأنه " أدنى معدل متوقع للعائد لموجود ما , والذي يطلبه المستثمر لغرض استثماره في ذلك الموجود " ( Jones,2000, p: 180) . كما يعرف بأنه " أدنى معدل للعائد الذي يتوقع المستثمر أن يستلمه لتعويضه عن تحمل المخاطر وتأجيل استهلاكه المالي للمستقبل " (Archer,etal,1983,p:40) .

ويكون معدل العائد المطلوب مساويا لمعدل العائد الذي يعطيه الاستثمار الخالي من المخاطرة \* مثل حوالات الخزينة أو الودائع المصرفية زائدا علاوة المخاطر التي تكون ضرورية لتعويض المستثمر عن الاستثمار الخطر , وعند تحديد معدل العائد المطلوب فإنه يمكن أن يستخدم كمقارنة مرجعية للعائد المتوقع على الاستثمار , وقد يكون العائد المتوقع من الاستثمار مشابها للعائد المطلوب أو قد لا يكون كذلك . فإذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب فإن الاستثمار سيكون مفيدا , أما إذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب فإن الاستثمار لن يكون مفيدا ( Mc.Menamin,1999,p:189-190) . وكلما ازدادت مخاطرة الورقة المالية كلما ازداد معدل العائد المطلوب منها , وعليه يجب على المستثمر إن يقارن أو يفاضل بين

\* هو معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه بصورة مؤكدة (Bodie,etal,2001, p:159)

المخاطرة والعائد عندما يختار الأوراق المالية التي يستثمر فيها ( الشماع, 1992, ص225) . ويمكن حساب معدل العائد المطلوب للسهم العادي ( أو للاستثمارات الأخرى ) وذلك باستخدام معادلة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) \* . (Block&Hirt,2000,p:306):

$$K_j = R_f + B (k_m - R_f)$$

إذ إن :

$K_j$  = معدل العائد المطلوب على السهم العادي .  
 $R_f$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة .  
 $B$  = معامل بيتا ( مقياس المخاطرة النظامية للسهم ) .  
 $K_m$  = متوسط معدل عائد محفظة السوق .

### ج- عائد الاستثمار المحلي والأجنبي :

#### ( Domestic and Foreign Investments Return )

إذا استثمر المستثمر المحلي والأجنبي نفس المبالغ في نفس الأوراق المالية وفي نفس الوقت فسوف يحصلان على معدلات مختلفة من العائد في فترات قبض مماثلة إذا تذبذب معدل الصرف الأجنبي , ويمكن توضيح هذه الحالة من خلال المثال التالي : ( Francis, 1991, p:803-804).

فلو استثمر شخصاً ألمانيا مبلغ ( 50 ) مارك ألماني في أوراق مالية ألمانية ولم يستلم مقسوم أرباح أو فوائد ومن ثم باع تلك الأوراق المالية بمبلغ ( 55 ) مارك ألماني – فإن معدل العائد للمستثمر المحلي سيتم حسابه وفق الصيغة الآتية :

$$R_d = \frac{P_t - P_{t-1} + C_t}{P_{t-1}}$$

إذ إن :

\*capital asset pricing model

Rd = معدل العائد للمستثمر المحلي .

$p_t$  = السعر نهاية المدة .

$p_{t-1}$  = السعر بداية المدة .

= توزيعات الأرباح .  $c_t$

وعند تطبيق البيانات أعلاه في هذه المعادلة نحصل على معدل العائد للمستثمر المحلي وكما يلي :

$$RD = \frac{(*DM55 - DM50) + 0}{DM50} = \%10$$

أما إذا استثمر شخص أمريكي بالدولار الأمريكي في أوراق مالية ألمانية , عندها سيكون المستثمر الأمريكي مستثمرا أجنبيا , ويقاس عائد المستثمر الأجنبي حسب الصيغة الآتية :

$$Rf = \frac{X_t p_t - X_{t-1} p_{t-1} + X_t C_t}{X_{t-1} P_{t-1}}$$

إذ إن :

Rf = معدل العائد للمستثمر الأجنبي .

$x_t p_t$  = معدل الصرف الأجنبي نهاية المدة مضروبا في السعر نهاية المدة .

$x_{t-1} p_{t-1}$  = معدل الصرف الأجنبي بداية المدة مضروبا في السعر بداية المدة .

$x_t C_t$  = معدل الصرف الأجنبي نهاية المدة مضروبا في توزيعات الأرباح

---

\*Deutsche Mark(مارك ألماني)

فإذا كان معدل الصرف الأجنبي  $x = 2$  مارك / 1 دولار في الوقت  $t-1$  فان على المستثمر الأمريكي دفع 0.50 دولار لكل مارك وهذا يفسر سعر الشراء :

$$x_{t-1} p_{t-1} = (0.50)(Dm50) = \$25$$

أي إن سعر شراء الورقة المالية الألمانية هو 25 دولار أمريكي . فإذا لم يتغير معدل سعر الصرف فان المستثمر الأمريكي سيحصل على نفس معدل العائد الذي حصل عليه المستثمر الألماني ( 10% ) .

ولو فرضنا إن بين الوقت  $t-1$  والوقت  $t$  قد تحسن الدولار نسبة إلى المارك الألماني . لذلك عندما يبيع المستثمر الأمريكي الورقة المالية الألمانية يكون معدل الصرف  $x_t$  يساوي ( 0.55 ) دولار , وتحت هذه الظروف فان معدل العائد للمستثمر الأمريكي قبل الرسوم والضرائب سيكون :

$$RF = \frac{(0.55)(DM55) - (0.50)(DM50) + 0}{(0.50)(DM50)} = 12\%$$

**ثانيا : المخاطرة (Risk):**

**أ- مفهوم المخاطرة ( Concept of risk ):**

تعرف المخاطرة في قاموس وبستر ( Webster ) بأنها " احتمالية التعرض لخسارة أو ضرر " ( Webster,1999,p:1011) . أما المخاطرة في المفهوم المالي تعرف بأنها " فرصة استلام عائد فعلي هو غير العائد المتوقع " , ( Weston,etal,1996,p:183) . وتعرف أيضا إنها " الفرصة التي تكون فيها النتائج الفعلية للنشاط مختلفة عن النتائج المتوقعة لذلك النشاط ( Mc.Menamin,1999,p:190) أو هي " احتمال عدم تحقيق هدف الربحية " ( جمعة , 2000 , ص 293) . وبصورة عامة فالمخاطرة هي احتمال تحقق الخسارة المالية , فالموجود الذي يمتلك فرصة أكبر في تحقيق الخسارة يعتبر أخطر من تلك

الموجودات التي لها فرصة اقل في تحقيق الخسارة. ويستخدم مصطلح المخاطرة بشكل متبادل مع عدم التأكد للإشارة إلى التقلب في عوائد الموجودات , وتعتبر الأسهم من أكثر الموجودات المالية مخاطرة نظرا للتقلب الكبير في عوائدها , وكلما زاد التأكد بشأن العائد المتوقع لموجود معين كلما قل التقلب وبذلك تنخفض المخاطرة (Gitman,2000,p:199) . وتكون درجة المخاطرة في بعض الاستثمارات صفرا كالسندات الحكومية والودائع المصرفية باعتبارها استثمارا خالية من المخاطرة (Risk-free) مقارنة مع الاستثمارات المالية في أسهم الشركات وخاصة الجديدة منها أو تلك التي تخصص بعمليات ذات درجة عالية من التقلب حيث ترتفع مخاطرتها لدرجة عالية ( الشماع , 1992, ص406) .

وبناء على ما تقدم فالمخاطرة هي عبارة عن مقياس لدرجة التقلب أو التغير في العوائد الفعلية لموجود معين عن قيمتها المتوقعة , وكلما كان التقلب أكبر كانت درجة المخاطرة عالية والعكس صحيح .

## ب- أنواع المخاطرة ( Types of risk ):

تقسم المخاطرة بشكل عام إلى ثلاثة أنواع وكما يلي :

### 1-المخاطرة النظامية (Systematic risk):

تعرف المخاطرة النظامية بأنها " تلك المخاطرة التي تؤثر على عدد كبير من الموجودات سواء بدرجة كبيرة أو صغيرة , ولأن تأثيرها يكون على اتساع السوق لهذا يطلق عليها أحيانا بالمخاطرة السوقية " (Ross,etal,1998,p:376) . وترجع هذه المخاطرة إلى عوامل السوق التي تؤثر بصورة نظامية على كل الشركات , مثل الحرب والتضخم , ومعدلات الفائدة والحوادث الدولية والأحداث السياسية وغيرها ( Gitman,2000,p:212) . ولأن معظم الشركات تميل إلى التأثر المتماثل ( سلبيا) بعوامل السوق فالمخاطرة النظامية لا يمكن التخلص منها بواسطة التنويع ( Weston,etal,1996,p:201) فظروف السوق تؤثر تقريبا على كل الشركات بدرجة معينة , كالزيادة الغير متوقعة في التضخم مثلا تؤثر على أجور وتكاليف

التجهيزات التي تشتريها الشركات وبالتالي فهي تؤثر على قيمة الموجودات وأسعار المنتجات ( Ross,etal,1998,p:376) وتتأثر أسعار الأوراق المالية بتغيرات معدلات الفائدة , فارتفاع معدلات الفائدة ينجم عنه انخفاض في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة (اللوذي وآخرون, 1997, ص178) .  
وتتصف المخاطرة النظامية بالخصائص التالية : ( Cup,1983,p:282 )

- تنشأ عن العوامل العامة والتي تؤثر على جميع المنشآت في السوق .
- لا يمكن تجنبها بالتنوع ولكن يمكن تعديلها \* .
- وتقاس بمعامل بيتا (B).

ويمكن تقسيم المخاطرة النظامية إلى مخاطرة أعمال ( Business risk ) والمخاطرة المالية ( Financial risk ) فكل الشركات تتعرض إلى مخاطرة الأعمال وكذلك إلى المخاطرة المالية التي تعتمد على كيفية تمويل الشركة (Samuels , etal, 1995, p: 967) وتنشأ مخاطرة الأعمال بسبب مجموعة من العوامل الخارجية التي لا تستطيع المنشأة من السيطرة عليها والتحكم بها مثل التغيرات في حجم الطلب , أسعار المواد الأولية , وأسعار بيع المنتجات بسبب حدة المنافسة أو التدخل الحكومي من وقت لآخر للتحكم بالأسعار ( هندي, 1989,ص571) . أما المخاطرة المالية فهي المخاطرة التي تنشأ عن استخدام الرافعة المالية ( الديون) في الهيكل المالي للمنشأة , و هي متغير تحت سيطرة الإدارة , وبشكل أساسي كلما كانت ديون المنشأة كبيرة كان مستوى المخاطرة المالية أكبر . ( Mc.Menamin,1999,p:215 )

## 2- المخاطرة اللانظامية ( Unsystematic Risk ) :

تعرف المخاطرة اللانظامية أو المخاطرة الخاصة بالشركة أو المخاطرة القابلة للتنوع بأنها " ذلك الجزء من مخاطرة الموجود الناتجة عن عوامل خاصة بالمنشأة التي يمكن تفاديها بالتنوع " ( Gitman,2000,p:212 ) فهي تؤثر على موجود

---

\* طالما ان هذه المخاطرة تنجم عن الظروف الاقتصادية العامة فانه لا يمكن للمنشأة من تجنبها ولكن يمكن تخفيض حدتها من خلال تحقيق العائد المتوقع الذي يتناسب مع درجة المخاطرة , فعندما ترتفع درجة المخاطرة النظامية ينبغي ان تحقق المنشأة عائدا أكبر يمكنها من مواجهتها . ( العامري , 1990, ص38) .

واحد أو على مجموعة صغيرة من الموجودات , ولان هذه المخاطرة تكون وحيدة بالنسبة للشركات المفردة أو للموجودات لذلك يطلق عليها في بعض الأحيان بالمخاطرة الوحيدة أو مخاطرة الموجود المحددة ( Ross,etal,1998,p:376 ) .

ومن خصائص المخاطرة اللانظامية ما يلي : (Cup,1983,p:282)

- تنشأ عن عوامل تنفرد بها المنشأة ويقتصر تأثيرها على المنشأة نفسها .
- يمكن تجنبها بالتنوع .
- تقاس بمعامل التباين .

ويرجع هذا النوع من المخاطر عادة إلى أحداث معينة قد تؤثر على أرباح وعوائد سهم معين . ومثال ذلك شركة لإنتاج سيارات معينة لم يصادفها إقبال شديد أو نجاح في السوق كما هو متوقع لها , عندئذ فان سهم هذه الشركة يمكن أن يتعرض لضغط شديد وبالتالي لانخفاض حاد نظرا لاحتمال هبوط أرباح الشركة , والمستثمر يتمكن من حماية نفسه ضد هذه المخاطر عن طريق تنويع محفظته الاستثمارية بأنواع متعددة من الأسهم والتي لايمكن أن تتأثر جميعها بوقت واحد بمثل هذه المخاطر المتفرقة ( جابر , 1982,ص47 ) إذ يمكن تنويع المخاطرة اللانظامية من خلال خلق محفظة تحتوي على عدد كافي من الأوراق المالية ( Mc.Menamin,1999,p:213 ) فهناك علاقة بين حجم المحفظة ومخاطرتها والجدول (1-2) يبين المتوسط النموذجي السنوي للانحرافات المعيارية لمحفظات متساوية الوزن تحتوي على أعداد مختلفة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا من (NYSE)\* .

---

\*New york stock exchange

## جدول (2-1)

الانحرافات المعيارية للعوائد السنوية للمحفظة .

| عدد الأسهم في المحفظة<br>(1) | متوسط الانحراف المعياري للعوائد<br>السنوية للمحفظة<br>(2) | نسبة الانحراف المعياري<br>للمحفظة إلى الانحراف المعياري<br>للسهم المفرد<br>(3) |
|------------------------------|---|--|
| 1                            | 49.24%  | 1.00   |
| 2                            | 37.36   | 0.76   |
| 4                            | 29.69   | 0.60   |
| 6                            | 26.64   | 0.54   |
| 8                            | 24.98   | 0.51   |
| 10                           | 23.93   | 0.49   |
| 20                           | 21.68   | 0.44   |
| 30                           | 20.87   | 0.42   |

Source: ( Ross,etal,1998,p:378)

ففي العمود (2) من الجدول يلاحظ بان الانحراف المعياري لمحفظة مؤلفة من سهم واحد هو حوالي (49%) وهذا يعني لو تم الاختيار عشوائيا لسهم واحد من أسهم (NYSE) واستثمرت فيه كل الأموال فان الانحراف المعياري للعائد سيكون ((49%) كل سنة . أما لو تم الاختيار العشوائي لسهمين واستثمر في احدهما نصف ما استثمر في السهم الأول والنصف الآخر في السهم الثاني فان الانحراف المعياري سيكون (37%) وهكذا . فالانحراف المعياري ( المخاطرة ) يتناقص كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة ( Ross ,etal, 1998, p:377-378 ) مع الأخذ بنظر الاعتبار درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية , إذ إن دمج الأوراق المالية المرتبطة ارتباطا تاما وموجبا مع بعضها البعض لا يؤدي إلى تقليل مخاطرة المحفظة لان مخاطرة المحفظة في هذه الحالة هي عبارة عن المتوسط الموزون لمخاطر الأوراق المالية المفردة ( Jones,2000,p:;167 ) أي إن التنوع يفقد أثره عندما تكون ارتباطات عوائد مكونات المحفظة موجبة وتامة ( أي (1 + Frankfurter&Phillips,1980,p:357 ) وكلما كان معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات المكونة للمحفظة قليلا كلما قلت مخاطرة المحفظة ( الميداني



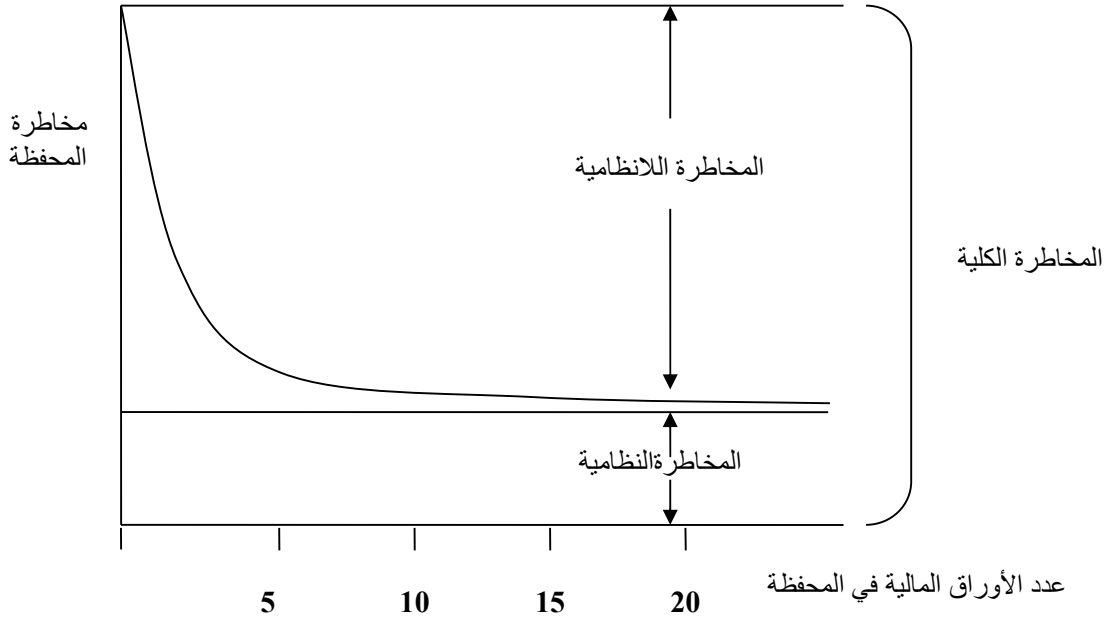
(1989, ص383) وتجدر الإشارة هنا إلى إن معامل الارتباط تتراوح قيمته بين ( +1 و -1 ) . (1)

### 3- المخاطرة الكلية (Total risk) :

تعرف المخاطرة الكلية بأنها " مجموع التباين في معدل العائد " ( العامري 1990, ص41) ويمكن تحليل المخاطرة الكلية إلى عنصرين : المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية , أي إنها تساوي حاصل جمع المخاطرتين النظامية واللانظامية (Ross,etal,1998,p:288) ويمكن توضيح العلاقة بين المخاطرة الكلية والنظامية واللانظامية من خلال الشكل (1-4) إذ يلاحظ بان المخاطرة الكلية تنخفض بسرعة كلما زاد عدد الموجودات أو الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية , ويلاحظ أيضا بان المخاطرة اللانظامية تتلاشى لكنها لا تختفي تماما , أما المخاطرة النظامية فلا تتأثر بحجم المحفظة لأنه لايمكن استبعاد أثرها بالتنويع (Mc.Menamin,1999,p:214) فعندما تكون المحفظة مشكلة بصورة جيدة فان المخاطرة اللانظامية تتلاشى من اثر التنويع بذلك ستكون كل مخاطرة المحفظة تقريبا هي مخاطرة نظامية (Ross,etal,1998,p:288)

#### شكل (4-1)

العلاقة بين أنواع المخاطرة .



Source:(Weston&Copeland,1988,p:354)

#### ج- اتجاهات المستثمرين نحو المخاطرة : (Investors attitudes toward risk)

نظريا يمكن عرض ثلاثة مواقف محتملة للمستثمرين اتجاه المخاطرة وكما يلي

: (Atrill,2000,p:167-168)

#### 1- المستثمر الباحث عن المخاطرة (Risk-seeking investor)

هو المستثمر الراغب بالمغامرة , فعندما يتوفر له مشروعين لهما نفس العائد المتوقع ولكنهما يختلفان من حيث مستوى المخاطرة , سوف يختار المشروع الذي له مستوى عالي من المخاطرة لأنه ببساطة عاشق للمخاطرة .

#### 2- المستثمر المحايد للمخاطرة (Risk-neutral investor):

هو المستثمر غير المكترث بالمخاطرة , ولهذا عندما يخير بين مشروعين لهما نفس العائد المتوقع ولكنهما يختلفان في مستوى المخاطرة , سوف لا يملك أي تفضيل

لان كلا المشروعين يحقق له نفس العائد المتوقع , أي انه بزيادة المخاطرة لا يطلب زيادة في العائد .

### 3- المستثمر الكاره للمخاطرة (Risk-averse investor):

هو المستثمر الذي يتجنب المخاطرة , فعند الأخذ بنظر الاعتبار مشروعين لهما نفس العائد المتوقع لكنهما يختلفان في مستوى المخاطرة , فسوف يختار المشروع الذي له مستوى منخفض من المخاطرة , أي انه يفضل المخاطرة القليلة .  
وبهذا الصدد يمكن الإشارة إلى إن كره المخاطرة (Risk aversion) هو تفضيل للمخاطرة الأقل على المزيد من المخاطرة , إذ يختلف المستثمرون في درجات كرههم للمخاطرة , وبصورة عامة فإن أصحاب الأسهم والمدراء يتجنبون المخاطرة أي إنهم يطلبون مقابل الزيادة في المخاطرة زيادة منسجمة في العائد , وفي الحقل المالي يفترض إن كل المستثمرين هم كارهين للمخاطرة .  
(Mc.Menamin,1999,p:190).

### د مقاييس المخاطرة ( Risk measures ) :

هناك عدة طرق لقياس المخاطرة وهي :

#### 1- الانحراف المعياري (Standard deviation):

وهو المقياس الإحصائي لتشتت أو انحراف النتائج الممكنة حول القيمة المتوقعة أو متوسط القيمة . ويستخدم لقياس المخاطرة الكلية للموجودات أو للاستثمار . ويعرف بأنه " الجذر التربيعي لمجموع الانحرافات التربيعية للقيم عن وسطها الحسابي " ويتم حسابه كما يلي: (Mc.Menamin,1999,p:191-192) .  
- إذا كانت العوائد لعدد من السنوات القادمة ( عوائد متوقعة ) نستخدم الصيغة الآتية:

$$\sigma r = \sqrt{\sum_{i=1}^n (ri - r^-)^2 \times P(ri)}$$

إذ إن :

$$\sigma r = \text{الانحراف المعياري للعوائد.}$$

$$r_i = \text{العائد المتحقق.}$$

$$\bar{r} = \text{متوسط العائد.}$$

$$P(r_i) = \text{احتمالية تحقق النتيجة.}$$

$$n = \text{عدد النتائج (السنوات).}$$

- أما إذا كانت العوائد لعدد من السنوات السابقة (عوائد فعلية) . نستخدم الصيغة التالية:

$$\sigma r = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}}$$

وكلما كان الانحراف المعياري لعوائد الاستثمار اكبر كانت المخاطرة

اكبر (Jones,2000,p:160)

- أما مخاطرة المحفظة ( $\sigma p$ ) المكونة من موجودين فيمكن حسابها وفق

الصيغة الآتية (Howells&bain,2000,p:96):

$$\sigma p = \sqrt{WA^2 \sigma A^2 + WB^2 \sigma B^2 + 2WAWBPAB \sigma A \sigma B}$$

إذ إن :

$$\sigma p = \text{الانحراف المعياري للمحفظة.}$$

$$WA = \text{وزن الموجود (A).}$$

$$WB = \text{وزن الموجود (B)}$$

$$\sigma A = \text{الانحراف المعياري للموجود (A).}$$

$$\sigma B = \text{الانحراف المعياري للموجود (B).}$$

PAB = معامل الارتباط بين عوائد الموجودين (A) و (B)

وهناك ثلاثة عوامل تعمل على تحديد مخاطرة المحفظة وهي :

- التباين لكل ورقة مالية .

- التغيرات المشتركة بين عوائد الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة .

- وزن كل ورقة مالية في المحفظة .

ويتأثر الانحراف المعياري للمحفظة بمعامل الارتباط بين السهمين وان مخاطرة

المحفظة تتناقص أثناء تحرك معامل الارتباط من (+1) اتجاهها إلى الأسفل

. (Jones,2000,P: 171-172) .

- ومعامل الارتباط (P)(Correlation coefficient) هو مصطلح إحصائي يستخدم

لقياس العلاقة بين متغيرين أو سلسلة بيانات . وفي إدارة المحفظة يستخدم الارتباط لقياس

العلاقة بين موجودين أو استثماريين . ويستخرج وفق الصيغة الآتية

: ( Mc.Menamin,1999,p:201-203 )

$$(P_{1,2}) = \text{Correlation coefficient} \frac{COV_{1,2}}{\sigma_1 \sigma_2}$$

إذ إن :

$$P_{1,2} = \text{معامل الارتباط بين الاستثماريين 1,2}.$$

$$COV_{1,2} = \text{التغيرات المشتركة لعوائد الاستثماريين 1,2}.$$

$$\sigma_1 \sigma_2 = \text{الانحراف المعياري للاستثمار الأول مضروباً في الانحراف المعياري}$$

للاستثمار الثاني .

■ **التغيرات المشتركة ( covariance )** : هو مقياس مطلق للحركات الحاصلة معا بين

عوائد الأوراق المالية المستعملة في حساب مخاطرة المحفظة (  $OP$  ) أي انه

مقياس لدرجة الارتباط بين عوائد كل زوج من الأوراق المالية , ويمكن تعريفه

على انه الدرجة أو الحد الذي فيه اختلافان عشوائيان يتحركان سوياً عبر الوقت .

وكما في حالة الارتباط فان التغيرات المشتركة ممكن أن يكون :  
(Jones,2000,p:167-171`)

(أولاً) ايجابي(positive) : مشيراً إلى إن عوائد الورقتين الماليتين تميل إلى التحرك في نفس الاتجاه وفي نفس الوقت , وعندما يكون التغيرات المشتركة ايجابياً فان معامل الارتباط سيكون ايجابياً أيضاً .

(ثانياً) سلبي (negative) مشيراً إلى أن عوائد الورقتين الماليتين تميل إلى التحرك بصورة عكسية , أي انه متى ما تزايد عائد إحدى الورقتين فالآخر يتناقص والعكس بالعكس , وعندما يكون التغيرات المشتركة سالبا فان معامل الارتباط سيكون سالبا أيضاً .

(ثالثاً) صفر (zero) : مشيراً إلى إن عوائد الورقتين الماليتين تكون مستقلة , أي عدم وجود علاقة بينهما .  
ويتم حساب التغيرات المشتركة وفق الصيغة الآتية :

$$\sigma_{AB} = \sum_{i=1}^M \{RA_i - E(RA)\} \{RB_i - E(RB)\} p_{ri}$$

إذ إن :

$\sigma_{AB}$  = التغيرات المشتركة بين الورقتين الماليتين (B,A).

RA = عائد متوقع واحد للورقة المالية (A) .

RB = عائد متوقع واحد للورقة المالية (B) .

E(RA) = القيمة المتوقعة لعائد الورقة المالية (A) .

E(RB) = القيمة المتوقعة لعائد الورقة المالية (B) .

m = عدد النتائج المحتملة للورقة المالية (A)

Pri = الاحتمال .

كما يمكن حساب التغيرات المشتركة من خلال الصيغة الآتية : ( وستون وبرجام ,1993,ص50 ):

$$COV (R_a R_b) = P_{ab} \sigma_a \sigma_b$$

إذ إن :

$$cov(R_a R_b) = \text{التغيرات المشتركة بين الورقتين الماليتين } a, b.$$

$$P_{ab} = \text{معامل الارتباط بين الورقتين الماليتين } a, b.$$

$$\sigma_a = \text{الانحراف المعياري للورقة المالية } a.$$

$$\sigma_b = \text{الانحراف المعياري للورقة المالية } b.$$

## 2- التباين ( $\sigma^2$ ) Variance

وهو مربع الانحراف المعياري ويستخدم لقياس المخاطرة الكلية للسهم , ويستخرج وفق الصيغة الآتية ( Weston,etal,1996,p:189 )

$$\text{Variance} = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - k^-)^2 p_{ri}$$

إذ إن :

$$\sigma^2 = \text{تباين العوائد} .$$

$$k_i = \text{العائد المتحقق} .$$

$$k^- = \text{متوسط العائد} .$$

$$P_{ri} = \text{الاحتمال} .$$

$$n = \text{عدد النتائج} .$$

### 3- معامل الاختلاف (cv) :Coefficient of variance

يعرف معامل الاختلاف بأنه " حاصل قسمة الانحراف المعياري على متوسط العائد المتوقع " ويشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد والتي تؤدي إلى مقارنة ذات معنى عندما لا تكون العوائد المتوقعة على بديلين متساوية , ويحسب وفقا للصيغة التالية , (Weston,etal,1996,p:190):

$$\text{Coefficient of variance (cv)} = \frac{RISK}{RETURN} + \frac{\sigma}{K}$$

إذ إن :

CV = معامل الاختلاف .

$\sigma$  = الانحراف المعياري .

K = متوسط العائد .

وكلما زاد معامل الاختلاف زادت المخاطرة , وفي حقيقة الأمر لا يمكن تحديد المخاطرة للموجودات ذات العوائد المختلفة والمقارنة بينها إلا من خلال معامل الاختلاف الذي يبين مخاطرة الوحدة الواحدة من عوائد الموجود ( Gitman,2000,P:204)

### 4- معامل بيتا : (Beta coefficient)

معامل بيتا الذي يكتب اختصارا ( B ) هو مقياس لدرجة تقلب عائد سهم معين نسبة إلى معدل العائد على أسهم محفظة السوق , ويفسر معامل بيتا درجة تقلب السهم صعودا ونزولا وفقا لتقلب عائد محفظة السوق والذي يتم قياسه من خلال بعض المؤشرات المعروفة مثل : مؤشر داو جونز الصناعي لعينه من ( 30 ) سهما , ومؤشر ستاندر و بور ( s&p ) لعينه من ( 500 ) سهم ( الشمخي والجز راوي , 1998 , ص 343 ) .



إن معامل بيتا هو مقياس للمخاطرة النظامية الخاصة بالموجودات , ولأن علاوة المخاطرة للموجودات تعتمد فقط على مخاطرتها النظامية , فإن الموجودات ذات ألبيتا الأكبر لها مخاطرة نظامية أكبر وبذلك تكون عوائدها المتوقعة أكبر , فالمستثمر الذي يشتري سهما له معامل بيتا منخفض عليه ان يتوقع عائد منخفضا من ذلك السهم على العكس من السهم الذي له معامل بيتا مرتفع والذي يكون عائده المتوقع مرتفع أيضا ( Ross,etal,1998,p:381 ) . إن معامل بيتا للسوق يكون مساويا للواحد الصحيح دائما , وكل قيم بيتا الأخرى ينظر إليها من خلال مقارنتها بهذه القيمة . وبيتا الموجودات يمكن أن تكون قيم موجبة أو سالبة\* إلا أن ألبيتا الموجبة هي السائدة . وغالبية معاملات بيتا للموجودات الفردية تقع بين (0.5-2) ويتغير عائد السهم الذي له بيتا مقدارها (0.5) بمقدار (  $\frac{1}{2}$  % ) لكل ( 1 % ) تغير في عائد السوق ( أي يتغير بنسبة نصف تغير محفظة السوق ) فإذا تغيرت عوائد السوق بنسبة ( 10% ) فإنه سيتغير بنسبة ( 5 % ) فقط . بينما السهم الذي له بيتا مقدارها ( 2 ) فإن عوائده تتغير بضعف تغير عوائد محفظة السوق . ( Gitman,2000,p:214) . وتحدد ألبيتا من خلال القيم التاريخية لعوائد الموجودات المرتبطة بعوائد السوق . ( Mc.Menamin,1999,p:231) ويتم حساب معامل بيتا لأية ورقة مالية وفق الصيغة الآتية ( Archer,etal,,1983,P:110) .

$$B_i = \frac{(p_{im})(\sigma_i \sigma_m)}{\sigma^2_m}$$

إذ إن :

$B_i$  = معامل بيتا للسهم (i)

$p_{im}$  = الارتباط بين عائد السهم ( i ) وعائد محفظة السوق .

\* نظريا يمكن ان تكون البيتا سالبة , ولكن عمليا تكون البيتا السالبة نادرة للغاية , فاذا كانت بيتا السهم سالبة فان علاوة المخاطرة للسهم ستكون سالبة و عندها سيكون العائد المتوقع اقل من المعدل الخالي من المخاطرة ( Mc.M menamin,1999,p:223 )

$$\sigma_i = \text{الانحراف المعياري لعائد السهم (i)}$$

$$\sigma_m = \text{الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق .}$$

$$\sigma^2 m = \text{تباين عائد محفظة السوق .}$$

أما بيتا المحفظة الاستثمارية فهو المعدل الموزون لبيتا الموجودات الفردية التي تتكون منها المحفظة ( Mc.Menamin,1999,p:231) . وان بيتا المحفظة يمكن إن تحسب تماما مثل حساب العائد المتوقع للمحفظة , أي ضرب كل معامل بيتا الموجود في وزنه بالمحفظة وبعدها تجمع النتائج للحصول على بيتا المحفظة (Ross,etal,1998,p:382)

#### 5- معامل التحديد ( $R^2$ ) (Coefficient of determination):

معامل التحديد ( $R^2$ ) هو مربع معامل الارتباط , وتتراوح قيمته من الصفر إلى الواحد الصحيح , ويقاس التباين في عائد المحفظة الاستثمارية نسبة إلى التغير في عائد السوق . ويستخدم لقياس درجة تنويع المحفظة , فالتنويع القليل في المحفظة يكون له معامل تحديد ( $R^2$ ) منخفض , أما المحفظة ذات التنويع الجيد يكون لها معامل تحديد ( $R^2$ ) عالي . والمحفظة ذات التنويع الكامل يكون لها معامل التحديد ( $R^2$ ) قدرة (1.0) لذا فان كل المخاطرة لمثل هذه المحفظة سوف تمثل انعكاس مخاطرة السوق (Fabozzi&Modigliani 1996,p:174) . وبذلك فان معامل التحديد هو مقياس للمخاطرة اللانظامية لأسهم المحفظة ويستخرج كما يلي ( Jones,2000,p:585)

$$R^2 = (Rim)^2$$

إذ إن :

$$R^2 = \text{معامل التحديد .}$$

$$Rim^2 = \text{مربع معامل ارتباط عائد السهم (I) مع عائد محفظة السوق (M) .}$$

## هـ - المخاطر الدولية ( International risk ) :

بينما تؤدي الأعمال الدولية إلى تخفيض تعرض الشركات المتعددة الجنسية (MNC) إلى مخاطر الظروف الاقتصادية للبلد المحلي (الأم)، إلا إنها تؤدي في نفس الوقت إلى زيادة تعرض هذه الشركات إلى مخاطر تقلب أسعار الصرف والمخاطر السياسية والمخاطر الاقتصادية (Madura,2000,p:16). وبما إن البحث يتناول دراسة وتحليل تنويع الاستثمارات الدولية فلا بد من تسليط الضوء على المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات الدولية وكالاتي :

### 1- مخاطرة أسعار الصرف : ( Exchange rates risk )

يعرف سعر الصرف الأجنبي بأنه " سعر عملة دولة ما بالنسبة إلى عملات الدول الأخرى (ألعامري, 2001, ص 112) ويحدد سعر الصرف عدد الوحدات من عملة معينة التي يمكن شراؤها أو مبادلتها بوحدة واحدة من عملة أخرى (Weston,etal,1996,p:764). ويمكن تعريف المخاطر المتعلقة بتقلب أسعار صرف العملة بأنها " المخاطر التي يتأثر بها أداء المنشأة من خلال حركة أسعار صرف العملة " ( Madura,2000,p:257). وتعتبر التغييرات في معدلات الصرف احد المصادر الرئيسية للمخاطر في الاستثمارات الدولية (Elton&Gruber,1995,p:262) فعند الاستثمار بشراء أسهم بعملة أجنبية يتعرض المستثمر إلى احتمال انخفاض سعر هذه العملة وبالتالي حدوث انخفاض كبير في قيمة هذه الأسهم وخاصة في الأسواق الجديدة مثل اندونيسيا وروسيا , إذ قد تتغير قيمة العملة المحلية بنسبة (10 %) في غضون اليوم الواحد ( Madura,2000,p:86). وتكون مخاطرة العملة النقدية المصدر الرئيسي في مخاطرة الاستثمارات النقدية وهي جزء مهم من المخاطرة الكلية للمحفظة الخاصة بالسندات ولكنها جزء صغير من المخاطرة الكلية لمحفظة الأسهم (Solnik,2000,p:142). ويمكن تقليل مخاطرة معدل الصرف للأسهم الأجنبية بواسطة تنويع الأسهم بين عدة دول مختلفة , فالمستثمر الأمريكي مثلا , يستطيع من

تقليل مخاطرة سعر الصرف بنشر الأموال المخصصة للاستثمار الأجنبي على عدد من دول خارج أمريكا , فإذا كانت حركة العلاقات المشتركة بين عملات الدول الأجنبية ( مقابل الدولار الأمريكي ) واطئة أو سلبية فان مخاطرة سعر الصرف يمكن تخفيضها بصورة مؤثرة من خلال التنويع . وهناك عدد كبير من العملات الأجنبية تتحرك تباعا مقابل الدولار الأمريكي خاصة العملات الأوربية (بما في ذلك اليورو) وبالتالي إذا ما انخفضت قيمة إحدى هذه العملات بشكل واضح مقابل الدولار ستتحفز الأخرى تباعا , وكافة الأسهم الأجنبية المسعرة بتلك العملات تتأثر سلبيا وبنفس الدرجة . وبإمكان المستثمرين الحصول على تنويع جيد أكثر فاعلية عن طريق نشر استثماراتهم الأجنبية عبر القارات الأخرى . وهناك طريقة أخرى لتقليل مخاطرة تقلب أسعار الصرف وذلك بأخذ مراكز قصيرة في العملات الأجنبية التي تستخدم الأسهم الأجنبية . مثلا المستثمر الأمريكي الذي يمسك أسهم مكسيكية ويتوقع إن تبلغ قيمة أسهمه ( 10 ) مليون بيسو مكسيكي بعد سنة , بإمكانه بيع عقود اجله ( مستقبلية ) بقيمة عشرة مليون بيسو , ويمكنه تصفية الأسهم في ذلك الوقت واستبدال البيسو بالدولار مقابل سعر الإغلاق ( Madura,2000,p:94 ) وبالرغم من إمكانية التحوط ضد مخاطرة سعر الصرف لمحفظه الأسهم الدولية بشكل فعال إلا إن هناك ثلاث محددات وهي : ( Madura,2000,p:95 )

- **المحدد الأول :** إن عدد وحدات العملة الأجنبية المراد تحويلها إلى الدولار في نهاية المدة هو غير معروف , فإذا كانت الوحدات المستلمة عند تصفية الأسهم الأجنبية أكثر من مبلغ التحوط عندها يصبح المستثمر في موقف فائض في تلك العملة , وبالعكس إذا كانت الوحدات المستلمة عند تصفية الأسهم الأجنبية اقل من مبلغ التحوط عندها يصبح المستثمر في موقف عجز في تلك العملة , وإن العائد سيتأثر سلبيا بانخفاض سعر الصرف .

- **المحدد الثاني :** إن المستثمر قد يقرر الاحتفاظ بالأسهم الأجنبية لمدة أطول من الأفق المقرر أساسا . وبالطبع بإمكان المستثمر استخدام العوائد للاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية بعملة تلك الدول لغرض تأجيل التحويل إلى الدولار ولحين

بلوغ موعد تسليم العقود الآجلة , إلا إن هذا سيمنعه من استخدام هذه الأموال في فرص استثمارية أخرى .

- **المحدد الثالث** : هو عدم وجود معدلات أجلة لبعض العملات , أو قد تظهر نسبة خصم كبيرة , وهذا المحدد قد لا ينطبق على العملات التي يتم المتاجرة فيها بشكل واسع .

يتضح مما سبق بان مخاطرة سعر الصرف هي مخاطرة إضافية للاستثمارات وان معظم هذه المخاطرة يمكن التحوط ضدها بأسواق الصرف الأجنبية الآجلة إلا إن الاحاطة التامة لم تكن سهلة بدون معرفة معدل عائد العملة الأجنبية ( Boide,etal,1999,p:804 ) .

## 2- المخاطرة السياسية ( Political risk ) :

إن أقصى ما تمثله المخاطرة السياسية هو قيام حكومة البلد المضيف بإخضاع الشركات الأجنبية العاملة في البلد إلى التأميم , أو وضع قيود على تحويل العوائد المتحققة . وتختلف المخاطر السياسية من بلد لآخر ( Weston,etal,1996p:764 ) إذ إن احتمال تعرض الشركات الدولية لنفس المخاطر السياسية هو احتمال ضعيف جدا ( Archer,etal,1983,p:743 ) .

وهناك مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى حدوث المخاطر السياسية وكالاتي

: ( Madura,2000,p:442-443 ) :

( أولا): **توجهات الزبائن في البلد المضيف ( Attitude of consumers in the host country ) :**

إن احد أشكال المخاطر السياسية ( للمصدرين) هو توجه الزبائن نحو شراء السلع ذات الصناعة المحلية فقط . وحتى لو قررت الشركة المصدرة إنشاء فرع في البلد الأجنبي , فان هذا السلوك قد يمنع نجاحه , ويجب على الشركة التي تريد الدخول إلى السوق الأجنبي ( أو إنها قد دخلت السوق فعلا ) أن تراقب الولاء العام

تجاه المنتجات المحلية الصنع , فإذا كان الزبائن شديدي الولاء للمنتجات المحلية , فان المشاركة مع الشركة المحلية يمكن أن يكون الاستراتيجية الدولية الأفضل .

### ( ثانيا ) : توجهات الحكومة المضيفة ( Attitude of host government ) :

هناك الكثير من الممارسات الحكومية التي يمكن أن تؤثر في التدفقات النقدية للشركات متعددة الجنسية , فقد تفرض الحكومة معايير للسيطرة على التلوث ( والتي تؤثر على الكلفة) وضرائب إضافية على الشركات ( والتي تؤثر على الأرباح بعد الضريبة ) بالإضافة إلى الضرائب الموجودة أساسا , وقيود نقل الأموال ( التي تؤثر على التدفقات النقدية المنقولة إلى الشركة أم ) .

### ( ثالثا ) العقبات بوجه تحويل الأموال ( Blockage of fund transfers ) :

تقوم فروع الشركات المتعددة الجنسية عادة بإرسال الأموال إلى المقر الرئيسي , والتي تكون أما على شكل دفعات لتسديد القروض أو لشراء التجهيزات أو عمولات للاستشارات الإدارية أو الأرباح أو لأية أغراض أخرى . وفي بعض الحالات قد تمنع حكومة البلد المضيف القيام بنقل الأموال , والتي قد تجبر الفروع على الاستثمار في مشاريع غير كفوءة أو الاستثمار في الأوراق المالية المحلية التي قد تحقق أرباحاً قليلة .

### ( رابعا ) عدم قابلية العملة على التحويل ( Currency in convertibility ) :

بعض الحكومات لا تسمح بتحويل عملة البلد المحلية إلى العملات الأخرى , لذلك فان الأرباح المتحققة بواسطة الفروع في هذه البلدان لا يمكن تحويلها إلى الشركة أم , وفي هذه الحالة فان الشركة قد تقوم بشراء السلع المحلية لذلك البلد والاستفادة من بيعها مجددا .

### ( خامسا ) الحرب ( war ) :

بعض الأقطار تدخل في حروب مستمرة مع الأقطار المجاورة , أو تعاني من حروب داخلية , وذلك يؤثر على سلامة العاملين في فروع الشركة أو رجال البيع الذين يعملون على توسيع أسواق التصدير للشركة . إضافة إلى ذلك فإن الأقطار التي تدخل الحروب عادة ما تعاني من ظروف اقتصادية سيئة والتي تجعل التدفقات النقدية المتولدة من تلك الأقطار غير مؤكدة إطلاقا .

### ( سادسا) البيروقراطية (Bureaucracy):

هي عامل آخر من عوامل المخاطرة السياسية للبلد والتي يمكن أن تعقد أعمال الشركات متعددة الجنسية , وعلى الرغم من إن هذا العامل يبدو غير مهم إلا انه قد اثر بشكل كبير في أعمال الشركات المتعددة الجنسية في دول أوروبا الشرقية في بداية التسعينات من القرن الماضي .

### ( سابعا ) الفساد (Corruption):

يمكن أن يؤثر الفساد بصورة سلبية على أعمال الشركات الدولية وذلك لأنه يؤدي إلى زيادة تكاليف العمل أو تخفيض الإيرادات . وهناك أشكال متعددة للفساد مابين الشركات أو ما بين الشركة والحكومة . مثلا قد تخسر الشركة الدولية بعض الإيرادات بسبب إعطاء العقود الحكومية إلى شركة محلية قامت بدفع رشوة للموظفين الحكوميين.

وهناك صيغة جديدة للمخاطر السياسية أخذت بالانتشار في الآونة الأخيرة , وهو ما عانت منه الشركات الأمريكية أو المدراء الأمريكيين العاملين في الخارج . فقد تعرض الكثير من الأمريكان إلى الاختطاف والمطالبة بفدية ( Ransom ) مقابل إطلاق سراحهم في العديد من دول أمريكا الجنوبية والشرق الأوسط .  
( Weston,etal,1996,p:764 )

### 3- المخاطر الاقتصادية ( Economies risk ):

عندما تدخل الشركات متعددة الجنسية إلى الأسواق الأجنبية لبيع منتجاتها فإن الطلب على هذه المنتجات يعتمد على الظروف الاقتصادية في هذه الأسواق . وهكذا فإن التدفقات النقدية المتحققة لهذه الشركات ستكون عرضة لمخاطر الظروف الاقتصادية للبلد الأجنبي .

فمثلا الشركات الأمريكية ( Dupont ) و ( Nike ) عانت من انخفاض التدفقات النقدية إلى مستويات أدنى من المتوقع بسبب ضعف الاقتصاد الأوربي خلال المدة (1992-1993) والشركات الأمريكية المتعددة الجنسية مثل (3M) و ( Nike ) والتي تقوم بإعمال دولية في آسيا تأثرت سلبيا بالأزمة الآسيوية عام (1998) حيث إن الاقتصاد الآسيوي الضعيف أدى إلى انخفاض الطلب على منتجات هذه الشركات ( Madura,2000,p:17) .

ولأن اقتصاد كل بلد يعتمد على عدة عوامل مالية مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم فإن على الشركات متعددة الجنسية أن تهتم بهذه العوامل. فأسعار الفائدة العالية تؤدي إلى إبطاء عملية النمو الاقتصادي وتقلل الطلب على منتجات الشركات متعددة الجنسية , أما انخفاض أسعار الفائدة فغالبا ما يؤدي الى تحفيز الاقتصاد وزيادة الطلب على منتجات هذه الشركات . أما أسعار الصرف فتؤثر بالطلب على الصادرات والذي يؤثر على منتجات البلد وعلى مستوى الدخل . أما التضخم فيمكن أن يؤثر في القوة الشرائية للزبائن وبالتالي فهو يؤثر في طلب الزبائن على سلع الشركات متعددة الجنسية. ( Madura,2000,p:445) .

ثالثا : نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

#### Capital Asset Pricing Model (CAPM)

أ- المفهوم والأهمية ( Concept and importance ) :

يعرف نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية بأنه " نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة " والمختصر لهذا النموذج هو (CAPM). (العامري , 1990 , ص60)



ويعتبر نموذج (CAPM) احد الإسهامات الأساسية التي جاءت بها نظرية المحفظة , وقد أسهم هذا النموذج في إحداث تقدما كبيرا في المالية الحديثة لأنه ساعد الاكاديمين والماليين والمستثمرين على ربط مخاطرة الموجودات بعوائدها (Mc.Mmenamin,1999,p:212) . ويستخدم هذا النموذج لتحليل العلاقة بين المخاطرة ونسب العائد , وهو أداة تحليلية مهمة للغاية سواء في مجال التمويل الإداري أو مجال تحليل الاستثمار (Weston,etal,1996,p:193) ويعتمد نموذج (CAPM) على فكرة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة , ويزودنا بالحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر لتعويضه عن المخاطر النظامية التي لايمكن تجنبها بالتنوع .

وقدم شارب (Sharp) هذا النموذج لأول مرة عام (1964) لاستخدامه كأساس لتقييم الاستثمارات في الأوراق المالية معتمدا على نظرية المحفظة لماركوتز (Markowitz) غير إن جهودا كبيرة قد بذلت من قبل كل من:(Lintner,1965) و (Hamada,1972) و(Rubinstein,1973) وغيرهم لاستخدام هذا النموذج في المجالات المالية الأخرى (هندي , 1989,ص439-440) ومن بين تلك المجالات هي : قرارات المفاضلة بين الهياكل المالية ( المفاضلة بين سياسات التمويل المقترض على أساس المخاطرة والعائد ) وتقدير كلفة التمويل ( معدل العائد المطلوب ) وقرارات الإنفاق الاستثماري ( المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المقترحة ). ( العامري , 1990 , ص60)

#### ب- الافتراضات الأساسية لنموذج (CAPM) :

يعتمد نموذج (CAPM) على عدة افتراضات يمكن تلخيصها بما يلي :

- 1- إن المستثمرين يحتفظون بالمحافظ المتنوعة تنوعا جيدا وبالتالي يستطيعون إزالة جزءا كبيرا من المخاطرة الكلية . (Mc.Menamin,1999,p: 212)
- 2- بإمكان المستثمرين الإقراض والاقتراض عند معدلات الفائدة الخالية من المخاطرة .

- 3- يمتلك كل المستثمرين نفس التوقعات حول عائد ومخاطرة كل موجود وتسمى هذه الحالة بالتوقعات المتجانسة .
- 4- تكون أسواق راس المال التي يتعامل بها المستثمرون ذات كفاءة عالية (Binhammer&sephton,1998,p:126 )
- 5- كل المستثمرين كارهين للمخاطرة ويتوقعون أعظم منفعة من الثروة .
- 6- لا يمكن السيطرة على سوق راس المال من قبل المستثمرين الأفراد .
- 7- هناك غياب لتكلفة الصفقات وكذلك الضرائب على الأرباح .
- 8- يهتم المستثمرون بصفتين فقط للأوراق المالية هما : العائد المتوقع والتباين (أو الانحراف المعياري ) ( Mclaney,2000,p:178 )

### ج- معادلة نموذج ( CAPM ) :

تعد المعادلة الفعلية لنموذج (CAPM) إحدى أهم المعادلات في الإدارة المالية , وتمثل هذه المعادلة صيغة التعبير الرياضي عن النموذج وكما يلي :

(Gottschalk,2001,p:25) , (Weston&Copeland,1988,p:364)

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

إذ إن :

$$E(R_i) = \text{العائد المطلوب أو المتوقع على الموجودات الخطرة .}$$

$$R_f = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة .}$$

$$E(R_m) = \text{العائد المتوقع على محفظة السوق .}$$

$$B_i = \text{معامل بيتا ( مقياس المخاطرة النظامية) .}$$

إن المبدأ الأساسي لنموذج (CAPM) هو إن العائد المتوقع للورقة المالية يتكون من عنصرين وهما : معدل العائد الخالي من المخاطرة زائدا علاوة المخاطرة

معالجة بالبيتا, حيث يمكن تجزئة معادلة النموذج إلى جزئين وكما يلي :  
(Mc.Menamin,1999,p:221-222) :

### 1- معدل العائد الخالي من المخاطرة (Rf) Risk free rate of return :

وهو معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من الورقة المالية أو الاستثمار الخالي من المخاطرة تماما , كالسندات الحكومية والودائع المصرفية , والمتفق عليه في الإدارة المالية هو استخدام معدلات السندات الحكومية كمقارنة مرجعية للمعدل الخالي من المخاطرة .

### 2- علاوة المخاطرة ( Risk Premium):

إن علاوة مخاطرة السوق هي الفرق بين عائد السوق المتوقع (  $E(R_m)$  ) ومعدل العائد الخالي من المخاطرة (  $R_f$  ) . وتحول علاوة مخاطرة السوق إلى علاوة المخاطرة للسهم المنفرد عن طريق ضربها في معامل بيتا السهم (  $B_i$  ) لذلك تكون علاوة المخاطرة للسهم المنفرد دالة لبيتا السهم المنفرد (  $B_i$  ) وعلاوة المخاطرة للسوق .

وتعتبر علاوة المخاطرة تعويض إضافي في معدل العائد المطلوب مقابل تحمل المستثمر للمخاطرة , فالمستثمر يجب إن يعوض عن المخاطر التي يتعرض لها , وان مكافأة التعويض تكون فقط للمخاطر التي لا يستطيع المستثمر أن يتخلص منها بواسطة التنويع , وسبب ذلك هو انه لو تم مكافأة كل المخاطر التي يتعرض لها السهم بما فيها المخاطر القابلة للتنويع فان ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم في السوق نتيجة لإقبال المستثمرين على شراؤه وبالتالي انخفاض العائد المتوقع على السهم ( الشمخي والجز راوي , 1998 , ص 346 ) فالسوق لا يكافئ المخاطر التي تحدث بصورة غير ضرورية (Ross,etal,1996,p:289).

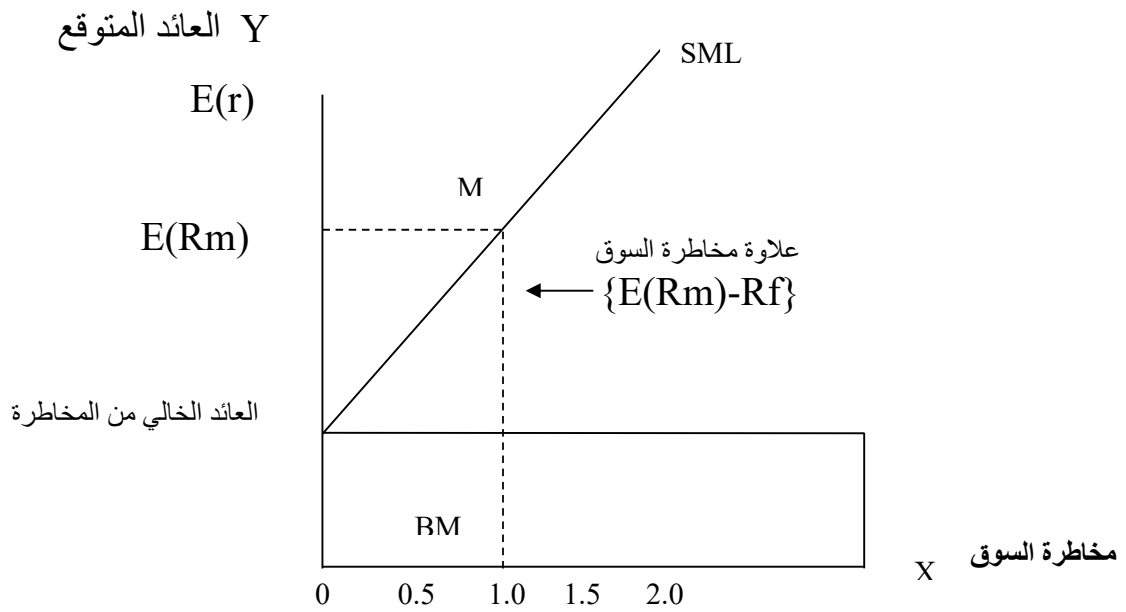
### د – الشكل البياني لنموذج (CAPM) :

يطلق على الشكل البياني لنموذج (CAPM) بخط سوق الأوراق المالية (Security Markt Line) (SML) (Weston&copeland,1988,p:365)

وهو خط يمثل العلاقة بين معدل العائد المتوقع للورقة المالية وبين ألبينا كمقياس لمخاطرتها النظامية (Archer,etal,1983,p:119) . والشكل (5-1) يوضح المخطط البياني لنموذج (CAPM) حيث يمثل الاحداثي X المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق للورقة المالية والمقاسة بواسطة ألبينا الخاصة بها , ويمثل الاحداثي Y عائد السوق المتوقع ( Mc.Menamin,1999,p:229 ).

شكل ( 5-1 )

خط سوق الأوراق المالية (SML).



Source( Mc-Menamin,1999,p:225)

ومن خلال ملاحظة الشكل يتبين ما يلي (Mc.menamin,1999,p:224-225):  
 1- إن ألبينا المرتبطة بالورقة المالية الخالية من المخاطرة تكون صفرا وبذلك تعكس حرية الورقة من المخاطرة وحصانتهما من التغيرات في عائد السوق .  
 2- إن النقطة ( M ) على خط سوق الأوراق المالية ( SML ) تمثل محفظة السوق, ويظهر العائد على محفظة السوق عن طريق ( E(Rm) , ويظهر مستوى المخاطرة المناظر عن طريق (Bm) وان بيتا محفظة السوق تساوي ( 1.0 ) لان ارتباط

السوق مع نفسه يكون ( 1.0 ) . وبالتالي فان الورقة المالية ذات ألبيتا (1.0) تكون مخاطرتها مساوية لمخاطرة السوق .

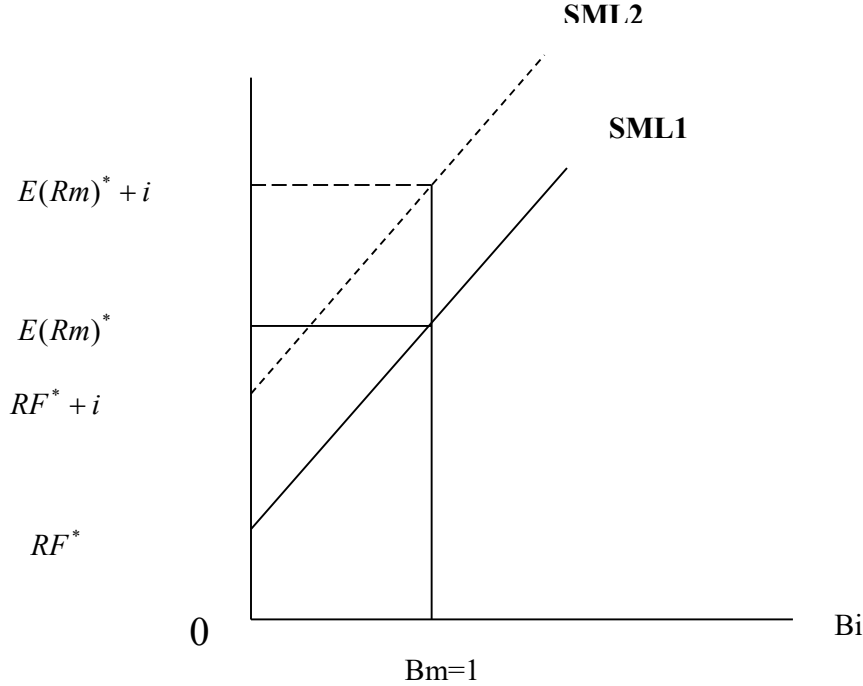
3- إن الفرق بين  $E(R_m)$  و  $R_f$  هو علاوة مخاطرة السوق , وبهذا فان علاوة مخاطرة الموجودات الفردية تساوي علاوة مخاطرة السوق مضروبة في بيتا الموجود المنفرد .  $B_j \{ E(R_m) - r_f \}$  .

#### هـ - تأثير التضخم في النموذج ( CAPM ):

يتكون معدل العائد الخالي من المخاطرة ( $R_f$ ) من عدة عناصر وهي : معدل الفائدة الحقيقي وعلاوة السيولة وعلاوة التضخم . وعندما تتغير التوقعات في الأسواق المالية عن معدل التضخم في المستقبل فان هذا سيرفع أو يخفض المعدل الخالي من المخاطرة ( $R_f$ ) اعتمادا على توقعات السوق بشأن اتجاه التضخم . وبما إن المعدل الخالي من المخاطرة هو جوهر الخط الاساسي لكل معدلات العائد فان أي تغير في المعدل الخالي من المخاطرة كنتيجة للتغيرات في توقعات التضخم سيطبق على معدلات العائد المطلوبة (Mc.Menamin,1999,p:227) . والشكل (6-1) يبين كيف يؤثر التضخم المتوقع بنموذج (CAPM) .

شكل (6-1)

نموذج (CAPM) والتضخم المتوقع



Source:( Weston&Copeland,1988,p:369)

إن كلا من المعدل الخالي من المخاطرة والعائد المتوقع على محفظة السوق يتضمن التضخم المتوقع (i). فلو كتبنا المعدل الخالي من المخاطرة الحقيقي  $Rf^*$  ومعدل العائد الحقيقي على محفظة السوق  $E(Rm^*)$  (أي بدون التضخم) وبالتالي يمكن إعادة كتابة معادلة نموذج (CAPM) كما يلي:

(Weston&Copeland,1998,p:369)

$$E(ri) = Rf^* + i + \{ E ( Rm^* ) + i - ( Rf^* + i ) \} Bi$$

$$= Rf^* + I + \{ E ( Rm )^* - Rf^* \} Bi$$

ويلاحظ من الشكل إن التغيرات في التضخم المتوقع لا تغير من ميل خط السوق الورقة المالية بل تؤدي إلى تحول متوازي في خط سوق الأوراق المالية (SML)

## المبحث الرابع

### طبيعة العلاقة بين التنويع والقيمة السوقية للمنشأة

أولاً : القيمة السوقية للمنشأة :

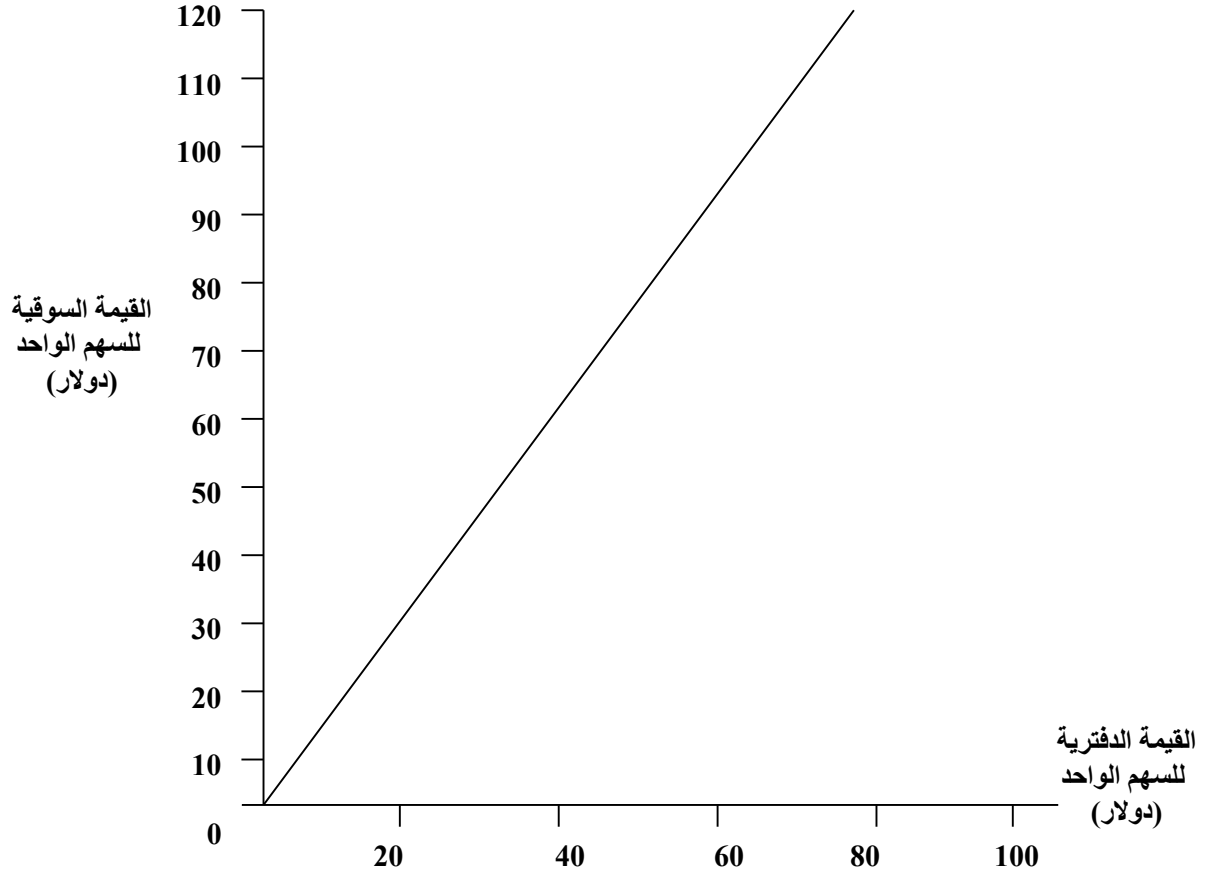
تحتسب القيمة السوقية للمنشأة من خلال القيمة السوقية للسهم في أسواق المال . فعلى سبيل المثال عندما يكون سعر السهم لشركة ما عشرة دنانير وان عدد أسهم الشركة مليون سهم , يمكن الوصول إلى القيمة السوقية للمنشأة وذلك بضرب عدد الأسهم في قيمة السهم وكما يلي :  $10 \times 1000000 = 10000000$  دينار .

وبالنسبة للسهم العادي فان سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو اقل من قيمته الدفترية \* , وذلك بحسب العوامل المؤثرة على هذه القيمة ومنها ربحية السهم (Eps) وحصّة السهم (Dps) . ففي بداية أعمال المنشأة يمكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيّمته الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للمنشأة يدل على مدى ربحيتها , وعندما تحقق المنشأة أرباحاً عالية فان القيمة السوقية للسهم يفترض أن تكون أعلى من قيمته الدفترية , أما إذا كانت ربحية المنشأة متدنية أو إنها تحقق خسائر مستمرة فان القيمة السوقية للسهم ستكون منخفضة . والقيمة السوقية للمنشأة هي عبارة عن إجمالي القيمة السوقية للأسهم العادية للمنشأة , أو هي المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع المنشأة كمؤسسة ذات تنظيم مستمر إلى مالكين جدد ( الميداني , 1989,ص664) فالقيم السوقية للأسهم تبتعد عن قيمها الدفترية وبمقادير متباينة . والشكل (1-7) يبين القيم الدفترية ( المحور الأفقي ) والقيم السوقية ( المحور العمودي) للأسهم في المتوسط الصناعي داو جونز . حيث يشير الشكل إلى إمكانية وجود فروق كبيرة بين القيم السوقية والقيم الدفترية ( Sharp&Alexander,1990,p:509-510) .

\* القيمة الدفترية للسهم الواحد تساوي إلى المبلغ الاجمالي لحقوق الملكية ( القيمة الدفترية للمنشأة ) مقسمة على عدد الاسهم القائمة ( المصدرة ) ( Weston,etal,1996,p:675) .

### الشكل (7-1)

القيم السوقية والدفترية للأسهم في المتوسط الصناعي داو جونز نهاية عام 1986.



Source:(Sharp&Alexander,1990,p:510)

وعندما يباع السهم بأعلى من قيمته الدفترية أو كان التغير في الأرباح المحتجزة موجبا سوف تزداد القيمة الدفترية والعكس بالعكس , لان القيمة الدفترية هي مبلغ تاريخي للكلفة. ويفضل المستثمرون أن تكون القيمة السوقية للسهم اكبر من قيمته الدفترية , إذ إن السهم الذي يباع بسعر أدنى من قيمته الدفترية يعني ذلك إن المنشأة تسجل حالة مشكلة مالية . (Weston,etal,1996,p:675-676)

إن القيمة السوقية للسهم يمكن أن تعكس بشكل موضوعي تقديرات المستثمرين وذلك على اعتبار أن القيمة السوقية للسهم تتأثر بتوقعات المستثمرين بالنسبة للمكاسب الحالية



والمتوقعة وبالمخاطر المرتبطة بها وبتوقيت تلك المكاسب , كما تتأثر بسياسة توزيع الأرباح , فالقيمة السوقية للسهم تمثل معيارا للأداء ومقياسا لإدارة الشركة من وجهة نظر المستثمرين ( الهوارى, 1979 ص29)

### ثانيا : القيمة الحقيقية (Intrinsic Value):

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية بصورة عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص , ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة (fair market value). ويمكن تحديدها بشكل موضوعي من خلال موجودات المنشأة وإنتاجيتها , كالمبيعات , الأرباح المتحققة للمنشأة, الأرباح الموزعة على المساهمين , كفاءة الإدارة , وأفاق النمو المستقبلية للمنشأة. أن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي التي تهتم المستثمرين بالدرجة الأولى على اعتبار أنها ما يجب أن تكون قيمة السهم . إذ يقوم المستثمر بالمقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للسهم , فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية فذلك يعني إن السهم مقيم بأكثر مما يجب ( over-valued ) ولا يصلح للاستثمار . إما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب (under-valued) وانه يصلح للاستثمار وذلك لان سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحا رأسماليا للمستثمر إذا ما رغب المستثمر ببيع ذلك السهم . وعندما تتساوى القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للسهم فذلك يعني إن السهم مقيم كما يجب . ( الميداني , 1989, ص664 ) . وهناك عدة أسباب تجعل القيمة السوقية تختلف عن القيمة الحقيقية للسهم أهمها ما يلي : ( الميداني , 1989, ص664-665)

- 1- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة .
- 2- عدم توفر المعلومات الكافية عن أداء المنشأة .
- 3- التكلفة العالية للحصول على المعلومات.
- 4- الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل المنشأة .
- 5- التحليل الخاطئ للمعلومات من قبل المستثمر.
- 6- البطيء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الجديدة .

7- أسباب نفسية تؤثر على سوق الأسهم .

ثالثا : النموذج الأساسي لتقييم الموجود

### :(The Fundamental Asset Valuation Model)

يتضمن هذا النموذج إن القيمة الحقيقية أو الأساسية لأي موجود تكون قائمة على أساس التدفقات النقدية المتوقع استلامها من قبل المستثمر في المستقبل من جراء امتلاكه لذلك الموجود . وبما إن هذه التدفقات النقدية تكون مستقبلية وهي متوقعة فأنها تخصم بمعدل خصم مناسب لتعكس القيمة الزمنية للنقود والمخاطرة المرتبطة بالتدفقات النقدية ( Sharp&Alexander,1990 ,p:461) . ويمكن حساب القيمة الحقيقية لأي موجود

وفق الصيغة الآتية : (Mc.Menamin,1999,p:245)

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_T}{(1+r)^t}$$

إذ إن :

$V_0$  = القيمة الحالية للموجود في الوقت صفر .

$Cf_t$  = التدفق النقدي المتوقع في نهاية السنة  $t$  .

$t$  = أي سنة (  $t = 1,2,\dots n$  )

$n$  = العمر المتوقع للموجود .

$r$  = معدل العائد المطلوب .

وعليه فإن القيمة الحقيقية للموجود ( $v$ ) تساوي حاصل جمع الأرقام الحالية للتدفقات النقدية

المتوقعة وكالاتي : ( Sharp&Alexander,1990,p:462 ) :

$$v = \frac{cf_1}{(1+r)^1} + \frac{cf_2}{(1+r)^2} + \frac{cf_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{cf_n}{(1+r)^n}$$

## رابعاً/ قيمة المنشأة :

### أ – المفهوم (Concept):

إن الهدف الأكثر أهمية من الأهداف الأخرى للإدارة المالية هو تعظيم قيمة المنشأة ( أي زيادة أسعار الأسهم ) في السوق المالية . وتقع مسؤولية تحقيق هذا الهدف على عاتق المدراء الماليين, لذا يجب عليهم التركيز على قيمة أسهم المنشأة في السوق المالية كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين وتحقيق الحد الأقصى لقيمة الأسهم العادية للمنشأة ( ألعامري, 2001, ص19) وذلك من خلال الاختيار السليم للسياسة المالية المتعلقة بقرارات التمويل والاستثمار , كما إن لسياسة توزيع الأرباح تأثير في هذه القيمة من خلال ربحية السهم الواحد (EPS) حيث تعد مؤشراً يعبر عن مستوى أداء المنشأة وارتفاع عائدها وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين بالمنشأة والإقبال على اقتناء الأسهم والسندات الخاصة بها , إضافة إلى ذلك فإن قيمة المنشأة تتأثر بعدة عوامل أهمها ما يلي: ( محمد, 1995, ص59-60 )

1- معدل العائد , إذ يتوقف هذا المعدل على حجم التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية , ويتأثر بحجم المبيعات ومستوى الأسعار وحجم الطلب .

2- سياسة توزيع الإرباح , حيث تتأثر أسعار الأسهم في السوق المالية بحصة السهم الواحد من مقسوم الأرباح , إذ يؤدي ارتفاع حصة السهم إلى زيادة قيمة المنشأة وبالمقابل فإن انخفاض حصة السهم تؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة .

3- معدلات الضرائب المفروضة على دخل المنشآت العاملة في الاقتصاد الوطني لكل دولة وحسب التشريعات الضريبية والتي تطبق على منشآت تلك الدولة والشركات الأجنبية العاملة فيها , إذ إن ارتفاع نسبة الضريبة يؤدي إلى انخفاض العائد بعد الضريبة وبالتالي انخفاض حصة السهم الواحد (EPS) وبالتالي انخفاض (DPS) وانخفاض الأسعار مما يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة .

4- كلفة التمويل باعتبارها المقام الذي يستخدم في معادلات استخراج قيمة المنشأة .

5- سعر الفائدة , فارتفاع سعر الفائدة يقلل من الاقتراض في حين انخفاض سعر الفائدة يزيد من الاقتراض , ولأن الفائدة تعد كلفة ترد ضمن كشف الدخل فهي بذلك تسبب وفورات ضريبية ناتجة عن التمويل بالقروض .

وتتوقف قيمة المنشأة على تدفقات الإيرادات المتوقع تحقيقها في المستقبل وهي ما يطلق عليه (الربحية) وكذلك على درجة المخاطرة التي تصاحب هذه التدفقات (الحناوي 1995, ص 10). إن قيمة المنشأة تزداد عندما تكون صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة, وان أي تصرف مالي تكون صافي قيمته الحالية أكبر من الصفر يكون تصرفاً مالياً مرغوباً فيه لأنه سيعزز من قيمة المنشأة (الهواري, 1979, ص 27).

### ب- قيمة المنشأة والتنويع الدولي :

عند الرجوع إلى مناقشة مخاطرة المحفظة فإن العنصر الأساسي يكمن في الارتباط (Correlation) بين عوائد موجودات المحفظة. وعندما ترتبط الموجودات فيما بينها بدرجات ارتباط واطئة فإن المنشأة تكون قادرة على تقليل المخاطرة بالعلاقة مع العائد المتوقع. وبما إن المشاريع المحلية تميل إلى الارتباط فيما بينها لان معظمها تكون معتمدة بشكل كبير على حالة الاقتصاد, فإن الاستثمارات في المشاريع الخارجية ستتمتع بميزة تفضلها على الاستثمارات المحلية. إذ إن الدورات الاقتصادية للدول لا تميل بشكل كبير للتوافق فيما بينها وبالتالي فإنه من الممكن تقليل المخاطرة ذات العلاقة بالعائد المتوقع من خلال الاستثمار في عدة دول. والفكرة ببساطة هي إن العوائد على الاستثمار في المشاريع تميل إلى إن تكون أقل ارتباطاً بين الدول وليست كما هو الحال في بلد معين. إن منفعة المساهمين من التنويع الدولي تعتمد على انفصال أسواق رأس المال بين الدول. فإذا ما وجدت عوامل تؤدي إلى عدم ارتباط أسواق رأس المال بصورة تامة, مثل: قيود العملة, عوائق الاستثمار, القيود القانونية, نقص المعلومات فإن أسواق رأس المال في الدول يمكن أن تنفصل, وفي مثل هذه الظروف فإن التنويع الدولي للاستثمارات سيؤدي إلى تخفيض المخاطر و تعزيز ثروة المساهمين (Van Horne, 1998, p:650-651).

### ج- تنويع الأسهم الدولية :

لقد أوضحت العديد من البحوث إن باستطاعة المستثمرين بالأسهم الاستفادة من التنويع الدولي, فأسهام معظم الشركات تتأثر بدرجة كبيرة بالدول التي تقوم بها هذه الشركات ( بالرغم من إن بعض الشركات أكثر عرضة من غيرها للتقلبات الاقتصادية ) وبما إن

أسواق الأسهم تعكس جزئياً الحالة القائمة أو المتوقعة لاقتصاد البلد , إلا إنها لا تتحرك بالتتابع وبالتالي فالأسهم المعينة للأسواق المختلفة لا يمكن إن ترتبط حركتها بشكل وثيق جدا , وهذا يختلف تماما مع حالة التعامل المحلي حيث تتجه معظم الأسهم بنفس الاتجاه ونفس الدرجة إلى حد كبير . ويتم تقييم حركة الأسهم لكل دولة نسبة إلى الدول الأخرى وذلك بنشر جداول بمعاملات الارتباط للعوائد الشهرية لأسهم السوق من وجهة نظر المستثمر ويوضح الجدول (3-1) بعض المؤشرات لمجموعة من الدول لمدة من 1992-1998. مثلا فرنسا / ألمانيا تبين ترابط عالي نسبيا , ولكن معظم مؤشرات ارتباطات الأسهم المبينة بالجدول هي اقل من (0.50) وبالتالي يجب إن يتمكن المستثمرين من تقليل التغير في عوائد المحفظة المعينة بالتنوع بين الأسهم من عدة دول (Madura,2000,p:86-87)

### جدول (3-1)

معاملات الارتباط للعوائد الشهرية للأسهم للمدة من كانون الثاني 1992 إلى أيلول 1998

|             | U.s  | Canada | France | Germany | Japan | Mexico | New Zealand |
|-------------|------|--------|--------|---------|-------|--------|-------------|
| Canada      | 0.76 |        |        |         |       |        |             |
| France .    | 0.50 | 0.45   |        |         |       |        |             |
| Germany .   | 0.54 | 0.51   | 0.71   |         |       |        |             |
| Japan .     | 0.21 | 0.27   | 0.28   | 0.21    |       |        |             |
| Mexico .    | 0.48 | 0.51   | 0.34   | 0.29    | 0.14  |        |             |
| New Zealand | 0.44 | 0.49   | 0.43   | 0.43    | 0.41  | 0.43   |             |
| Australia . | 0.54 | 0.61   | 0.54   | 0.43    | 0.43  | 0.45   | 0.71        |

Source :( Madura,2000,p:87)

## د- تأثير الأسواق المالية على قيمة الشركات متعددة الجنسية (MNCS)\*:

يمكن أن يؤثر استخدام الأسواق المالية الدولية على قيمة الشركات متعددة الجنسية إلى الحد الذي يمكن أن تخلق عملية إصدار الأسهم سمعة أفضل في الدول الأجنبية وبالتالي فإن (MNC) تكون قادرة على زيادة أو توسيع تواجدتها في ذلك البلد , الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية التي تنتج عن الأعمال في تلك الدولة وبالتالي زيادة قيمة الشركة . ولأن معدلات الفائدة تتباين من دولة لأخرى فإن (MNC) قد تستخدم سوق العملة وسوق الائتمان الأوربي أو سوق السندات الأوربية من أجل الحصول على الأموال وبكلفة اقل من كلف القروض المحلية وبذلك تخفض من كلفة راس المال والذي يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة . وقد تكون (MNC) قادرة على تحقيق الكلفة المنخفضة لراس المال من خلال إصدارات الملكية في بعض الأسواق الدولية عوضا عن إصدار الملكية في أسواقها المحلية . فإذا استطاعت الشركة أن تحقق كلف منخفضة لراس المال فإنها تستطيع أن تحقق معدل عائد مطلوب منخفض وبالتالي قيمة أعلى (Madura,2000,p:80) . ويمكن حساب قيمة الشركة متعددة الجنسية (MNC) من خلال الصيغة الآتية : (Madura,2000,p:206)

$$V = \sum_{t=1}^n \left\{ \frac{\sum_{j=1}^m \{ E(cff_j, t) \times E(ER_j, t) \}}{(1+k)^t} \right\}$$

إذ إن :

$V =$  قيمة الشركة متعددة الجنسية .

$E(cff_j, t) =$  التدفقات النقدية المتوقعة بالعملة (j) من قبل الشركة ألام في الفترة (t).

$E(ER_j, t) =$  سعر الصرف المتوقع الذي يمكن بموجبه تحويل العملة (i) إلى عملة الشركة ألام في نهاية الفترة (t).

$K =$  المتوسط الموزون لكلفة راس المال للشركة ألام .

$M =$  عدد العملات.

$N =$  عدد الفترات .

\*multinational Corporations

#### خامسا : تحديد قيمة المنشأة :

يمكن تحديد قيمة المنشأة من خلال جمع القيمة السوقية للجزء الممتلك والمتمثل بالأسهام , والقيمة السوقية للجزء المقترض والمتمثل بالسندات ( محمد , 1995, ص61):

#### أ- تقييم السندات (Bonds Valuation) :

يعرف السند بأنه " قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت , وتلتزم المنشأة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنويا أو كل ستة شهور حسب ما يتفق عليه " ( العامري , 2002, ص24 ) . وتعتبر سندات الدين من الأوراق المالية التي يمكن تقييمها بسهولة لإمكانية تقدير تدفقاتها النقدية بدقة مؤكدة . إذ تتألف التدفقات النقدية للسند من الفائدة الدورية والقيمة الاسمية للسند وكلاهما معروف من حيث القيمة وتاريخ الدفع مسبقا . ويتم تقييم السندات بخصم التدفقات النقدية الناتجة عنها حتى موعد استحقاقها بمعدل خصم مناسب . ويمثل معدل الخصم هذا , العائد المطلوب من قبل المستثمرين الذي يحدد بحساب العائد على سندات دين مماثلة من حيث درجة المخاطرة وتاريخ الاستحقاق . ويتناسب العائد المطلوب طرديا مع المخاطرة الائتمانية للسند , لذلك فان السندات التي تعرضت إلى هذه المخاطرة يجب أن تحقق عائدا مرتفعا حتى يقبل المستثمرون على شراءها ( الميداني , 1989, ص665-666 ) . ويمكن تحديد القيمة السوقية للسندات والتي يعتبر سعر الفائدة عليها عائد سنوي ثابت وفق الصيغة الآتية :

(Mc.Menamin, 1999, p: 247)

$$BVO = \frac{I}{r}$$

إذ إن :

$BVO =$  قيمة السند في الوقت صفر .

$I =$  سعر الفائدة السنوي الثابت .

$r =$  معدل العائد المطلوب على السند .

## ب- تقييم الأسهم الممتازة (Preferred Stock Valuation):

تجمع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية . فهي تشبه السندات لأنها تتضمن فوائد ثابتة على الشركة المصدرة لها ويجب عليها سدادها في فترات دورية . وعند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على الأسهم العادية . إن فشل الشركة المصدرة للأسهم الممتازة في سداد الفوائد الخاصة بها لا يؤدي إلى إفلاس الشركة , كما يحدث عند عدم سداد فوائد السندات . وهكذا فمن وجهة نظر الشركة تكون الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة من الأسهم العادية ولكنها أقل مخاطرة من السندات . إما من وجهة نظر المستثمر تكون الأسهم الممتازة أقل مخاطرة من الأسهم العادية ولكنها أكثر مخاطرة من السندات . ( وستون وبرجام ,1993, ص298) . ويحسب العائد على الأسهم الممتازة وفق الصيغة الآتية : ( الميداني ,1989, ص669)

$$P_s = \frac{DP}{K_p}$$

إذ إن :

$P_s$  = العائد على السهم الممتاز .

$D_p$  = توزيعات الأرباح للسهم الممتاز .

$K_p$  = سعر السهم الممتاز .

## ج- تقييم الأسهم العادية (Common Stock Valuation):

يعرف السهم بأنه " ورقة مالية تشير إلى حق صاحبها في ملكية الشركة حسب قيمة السهم , وتختلف حقوق المساهمين حسب نوعية الأسهم العادية أو ممتازة" (درغام ,2000, ص239) . ويتم تطبيق نفس المبادئ الخاصة بتقييم السندات والأسهم الممتازة على الأسهم العادية , إلا إن هناك خاصيتان تجعلان تقييم الأسهم العادية أكثر صعوبة وهما : ( وستون وبرجام ,1993, ص 303-304)



- **الخاصية الأولى** : هي صعوبة التنبؤ بتوزيعات الأرباح للأسهم العادية مستقبلا . أما بالنسبة للأسهم الممتازة والسندات يكون هذا التنبؤ ليس صعبا طالما إن عوائد الأسهم الممتازة ومدفوعات الفوائد تكون معروفة بصورة مؤكدة .

- **الخاصية الثانية** : وتتمثل في إن أرباح الأسهم العادية والتوزيعات المتاحة للمساهمين يتوقع لها أن تنمو ولا تبقى ثابتة , وهذا لا يشبه فوائد القروض ( السندات ) وعوائد الأسهم الممتازة .

وبما إن هذا البحث يتناول تنويع الاستثمارات الدولية , فلا بد من التركيز على تقييم الأسهم الدولية . فعندما يرغب المستثمرون بالاستثمار في أسهم أجنبية فهم يحتاجون إلى أساليب لتقييم تلك الأسهم , وهناك ثلاثة أساليب ممكنة وهي : ( Madura ,2000,p:91 )  
**الأسلوب الأول** : هو استخدام نموذج خصم المقسوم ولكن مع التعديل تحسبا لتحركات معدلات الصرف المتوقعة . فالأسهم الأجنبية تدفع المقسوم بالعملات المستخدمة بها , وبالتالي فالتدفق النقدي للفترة بالنسبة للمستثمر العراقي هو المقسوم ( بالعملة الأجنبية ) مضروبا في قيمة تلك العملة بالدينار العراقي .

**الأسلوب الثاني** : أسلوب بديل لتقييم الأسهم الأجنبية هو تطبيق نسبة السعر / الأرباح  $(\frac{P}{E})$  وتضرب الأرباح المتوقعة لكل سهم في شركة أجنبية في نسبة  $(\frac{P}{E})$  المناسبة ( استنادا إلى مخاطرة الشركة والصناعة ) لتحديد السعر المناسب لأسهم الشركة . وفي مقابل سهولة استخدام هذا الأسلوب فهو عرضة لبعض المحددات عند استخدامه لتقييم الأسهم الأجنبية . فبالنسبة لأي صناعة قد تتغير بشكل مستمر في بعض الأسواق الأجنبية خاصة عندما تكون الصناعة مكونة من عدد قليل من الشركات , وبهذا يصبح من الصعوبة تحديد نسبة  $(\frac{P}{E})$  الواجب تطبيقها لشركة أجنبية معينة . كما إن القيمة المكتسبة في العملة الأجنبية ( تبعا لأسلوب الاحتساب بالعملة الأجنبية ) تجعل المستثمر بحاجة إلى حساب أثار التقلبات في أسعار الصرف . وحتى لو كان السهم يباع بأقل من السعر اللازم في البلد

الأجنبي قد لا يولد إيرادات معقولة قدر تعلق الأمر بالمستثمر العراقي في حالة انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل الدينار العراقي .

**الأسلوب الثالث :** تبعا لهذا الأسلوب يتم التركيز في البداية على حالة الاقتصادات الجزئية للبلد . وبعد تقييم حالة البلد الاقتصادية يمكن تقييم أي شركة أجنبية داخل ذلك البلد استنادا إلى حساسية الاقتصادات الجزئية . هذا الأسلوب يميل إلى تخصيص مبالغ لشراء أسهم في الدول التي يتوقع أن تنتقل إلى حالة اقتصادية ممتازة .

إن بعض المستثمرين يشركون أسلوبين أو أكثر عند اختيارهم أسهم أجنبية , مثلا قد يقومون بالبداية بتقييم حالة الاقتصاديات الصغيرة لكافة البلدان لفرز الدول التي يتوقع إن تمر بظروف اقتصادية صعبة في المستقبل القريب , ثم يتحولون إلى أسلوب آخر مثل أسلوب خصم المقسوم أو أسلوب مضاعف الأرباح ( $\frac{P}{E}$ ) لتقييم شركات معينة ضمن البلدان الأكثر جاذبية .

## الفصل الثاني

الدراسات المرجعية السابقة ومنهجية البحث

المبحث الأول : الدراسات المرجعية السابقة .

المبحث الثاني : المنهجية العلمية للبحث .

## المبحث الأول

### الدراسات المرجعية السابقة

#### مقدمة :

تلعب الدراسات السابقة دورا مهما في مجال البحث العلمي . ومن اجل توضيح المجالات والأبعاد التي يعالجها هذا البحث في موضوع اثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة , وكذلك من اجل استكمال الجوانب والأسس الفكرية التي تم تناولها في الفصل الأول بمباحثه الأربعة , لابد من مراجعة بعض الدراسات والأبحاث السابقة التي تطرقت لموضوع البحث أو المواضيع القريبة منه . وتأسيسا على ذلك سنقوم بعرض ما توفر لنا من مراجع ضمت هذه الدراسات وحسب تسلسلها الزمني .

#### أولا : دراسة فيشر ولوري (Francis,1991,p:231)(Fisher&Lorie,1970):

تناولت الدراسة تأثير التنويع عبر صناعات مختلفة ولعدد متزايد من الموجودات المختلفة في المحفظة . حيث تم بناء محافظ مكونة من 128,32,16,8 سهما عاديا من أسهم سوق نيويورك (NYSE) وبتقنيتين مختلفين , التقنية الأولى تضمنت الاختيار العشوائي البسيط للموجودات في المحافظ . أما التقنية الثانية فقد وضعت كل موجود في المحفظة من صناعة مختلفة . وتوصلت الدراسة إلى استنتاجين هما :

- 1- إن التنويع عبر الصناعات ليس بأفضل من التنويع البسيط .
- 2- زيادة عدد الموجودات المختلفة الممسوكة في المحفظة التي يتجاوز عددها (8) لا تقلل بالضرورة من مخاطرة المحفظة .

#### ثانيا : دراسة وكينر ولايو

#### ( Wagner&lau,1971) ( Fabozzi&Modigliani,1996,p:176-172)

تناولت الدراسة تأثير تنويع المحفظة على المخاطرة وعلى متوسط عائد السهم العادي . حيث قام الباحثان بتقسيم عينه من (200) سهم من أسهم بورصة نيويورك

(NYSE) إلى ستة مجاميع فرعية مستندة على نوعية سهم (standarb&poors) إنشاء شهر حزيران من عام 1960 . إن المعدلات الأعلى لنوعية (A+)(\*) شكلت المجموعة الأولى والمعدل الأعلى لنوعية (A) شكل المجموعة التي تليها , وهكذا ..... وبصورة عشوائية . وإن المحافظ المختارة المتضمنة من واحد إلى عشرين ورقة مالية كانت تشكل حينئذ من كل المجموعات الفرعية . وإن عوائد المحفظة لشهر تلو الآخر لفترة عشرة سنوات من شهر مايس 1970 كانت تحسب من كل محفظة . وتوصلت الدراسة إلى الاستنتاجات التالية :

أ – إن متوسط العائد غير منسوب إلى عدد الإصدارات في المحفظة ولذلك فإن الانحراف المعياري للعائد ينحرف كعدد الزيادات الممسوكة .

ب- في المحفظة المختارة والتي يتألف حجمها من حوالي (20) سهم عادي , يتناقص مستوى المخاطرة الكلية للمحفظة وتبقى المخاطرة النظامية فقط .

ج- بالنسبة للأسهم الفردية يكون متوسط نسبة المخاطرة النظامية إلى المخاطرة الكلية حوالي 30%

د- كمعدل فإن 40% تقريبا من مخاطرة الورقة المالية المفردة يحذف بواسطة تشكيل محافظ مختارة عشوائيا مكونة من (20) سهم . وإن التنوع الإضافي يؤدي إلى تقليل متضائل في المخاطرة , وإن التحسين يكون طفيفا عندما يزيد عدد الأوراق المالية على عشرة .

هـ - إن عائد المحفظة المنوعة يتبع السوق وبصورة دقيقة مع نسبة المخاطرة النظامية إلى المخاطرة الكلية التي تزيد عن 90% .

(\*) على الرغم من أن معظم المنشآت تمتلك نوعا واحدا من الأسهم العادية , في بعض الأحيان يتم استخدام الاسهم المصنفة (classified stock) لتلبية حاجات خاصة للشركة . وعموما عندما تستخدم تصنيفات خاصة للأسهم فإنها ترتب بالشكل التالي احدها يكون من الصنف (A) والآخر الصنف(B) وهكذا . (Weston,etal,1996,p:678)

### ثالثا : دراسة فاطمي ( Fatemi,1984,p:1325-1343 ):

تناولت الدراسة موضوع فوائد المساهمين من التنويع الدولي للشركات , وكان الهدف من هذه الدراسة هو هدفا مزدوجا :

**أولا :** إعطاء دليل ابعده على معدلات الربح المدركة من قبل المساهمين في الشركات متعددة الجنسية مقارنة إلى أولئك المساهمين في الشركات أحادية الجنسية .

**ثانيا :** إعطاء بعض الأدلة الأولية في تأثير التنويع الدولي للشركات على أرباح المساهمين .

وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية :

أ- إن معدلات الأرباح الشهرية لاثنتين من المحافظ ( محفظة في الشركات متعددة الجنسية ومحفظة في الشركات أحادية الجنسية) المتطابقة من الناحية الإحصائية وبغض النظر عن المخاطرة , تعطي نفس العوائد لمساهميها.

ب- إن المعدلات الشهرية للربح في المحفظة المتعددة الجنسية تتذبذب اقل من تلك المعدلات في محفظة الشركات المحلية الخالصة , وهكذا فان التنويع الدولي للشركات يمكن إن يقلل من إجمالي المخاطرة للمساهمين .

ج- إن ألبينا الشهرية للمحفظة المتعددة الجنسية تكون منخفضة وأكثر استقرارا منه في المحفظة الأحادية الجنسية , وهذا يعني إن التنويع الدولي للشركات يقلل من درجة المخاطرة النظامية .

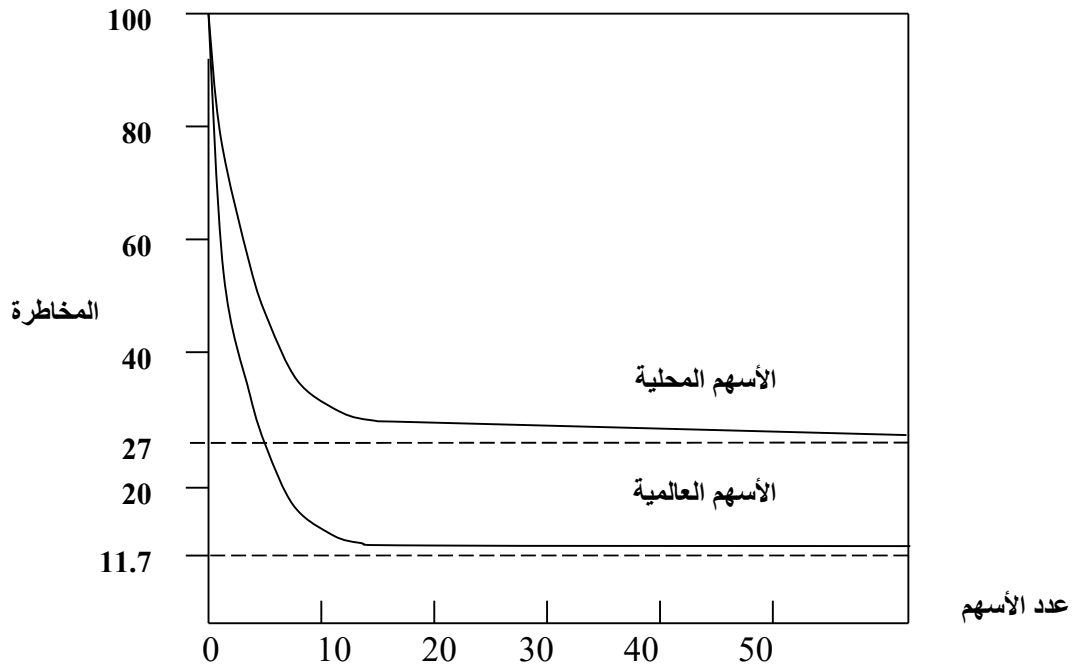
د- إن تقلب العوائد المتكيف مع المخاطرة في المحفظة المتعددة الجنسية يكون منخفضا بالنسبة إلى التقلب في المحفظة الأحادية الجنسية .

رابعاً : دراسة سولنيك (Solnik,2000,123-126) :

تناولت الدراسة فوائد التنويع الدولي لا أرصدة التقاعد الأوربية . وقد بينت هذه الدراسة إن التنويع الدولي الخارجي يقدم انخفاضا مهما في المخاطرة مقارنة بسوق الأسهم المحلي ولكل الجنسيات . وتوصلت الدراسة إلى إن المحفظة المنوعة من خمسين ورقة مالية ( خارجية ومحلية) تكون اقل خطورة من المحفظة المشكلة من خمسين ورقة مالية محلية . وكما مبين في الشكل (1-2)

شكل (1-2)

التنويع الدولي



Source(Solnik,2000,p:126)

### خامسا : دراسة ايثولتز (Eichholtz,2003):

تناولت الدراسة موضوع التنويع الدولي للاستثمار في العقارات والأوراق المالية (أسهم وسندات) وبهدف تقليل المخاطرة بالتنويع الدولي . وأجريت الدراسة على عينة من (11) احد عشر بلدا وهي : بلجيكا, فرنسا , ايطاليا , هولندا , بريطانيا , استراليا , هونك كونك , اليابان , سنغافورة, كندا , والولايات المتحدة . وقد أوضحت هذه الدراسة بان الارتباطات بين عوائد العقارات تكون اوطا من الارتباطات بين عوائد الأسهم والسندات , وعليه فان الاستثمار بالعقارات يكون اقل من مخاطرة من الاستثمار بالأسهم والسندات . وقد توصلت الدراسة إلى الاستنتاج الآتي : إن التنويع الدولي للاستثمار في العقارات هو أفضل من تنويع الاستثمار في الأسهم والسندات .

يتضح مما سبق ان الدراسات السابقة المذكورة في البحث ركزت على متغير واحد هو تنويع الاستثمارات وقد تناولته في شركات صناعية وتأمين ومؤسسات مالية ولم تجمع بين المتغيرين (تنويع الاستثمارات وقيمة المنشأة ) في دراسة واحدة بحيث لم تحدد العلاقة والأثر بين المتغيرين ، مما يجعل الدراسة الحالية تنفرد بهذه الخصوصية وتتميز عن بقية الدراسات في ذلك .



## المبحث الثاني

### منهجية البحث

## Methodology

### أولاً : مشكلة البحث : Research problem

من خلال اطلاعي على المصادر العلمية والدوريات المتخصصة وجدت ان المستثمرين بالاوراق المالية يتعرضون لاحتمالات التقلب في العائد على الاستثمار لتلك الاوراق عند عدم تنويع استثماراتهم وبالتالي تعرضهم للمخاطر (الخسائر) وهذا ما يتعارض مع الهدف الاساس لكافة المنشآت ألا وهو تعظيم قيمة المنشأة، لذا جاء البحث مركزاً على مشكلة تتمثل في (هل يؤثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة) وأتساقاً مع ما تقدم فأن طرح التساؤلات المؤشرة في ادناه يمكن ان تساهم في توضيح مشكلة البحث:

1- هل يؤثر تنويع الاستثمارات الدولية في معدل العائد على الاستثمار؟

2- هل يؤثر تنويع الاستثمارات الدولية في تخفيض المخاطرة الكلية؟

### ثانياً : أهمية البحث : Research Importance

إن موضوع تنويع الاستثمارات الدولية له أهمية خاصة من حيث توزيع هذه الاستثمارات في دول مختلفة تتوفر فيها الظروف المناسبة للاستثمار , أي وجود بيئة استثمارية مشجعة للشركة الأم , حيث يؤدي تنويع الاستثمارات إلى تقليل المخاطرة من جهة وتعزيز العائد من جهة أخرى . ويمكن ايجاز أهمية البحث في نقطتين:

1- يتناول البحث موضوع له أهمية في الوقت الحاضر في ظل اتجاه المنظمات

نحو الدولية .

2- أهمية البحث لمصارفنا للاستفادة منه .

### ثالثاً: هدف البحث: Research goal

يهدف البحث الى تحقيق ما يلي :

1- تحديد اثر التنويع في الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة .

- 2- تحديد اثر التنويع في الاستثمارات الدولية على معدل العائد على الاستثمار .
- 3- تحديد اثر التنويع في الاستثمارات الدولية في تخفيض المخاطرة.
- 4- تقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات لتحسين واقع الحال في المصارف الاردنية الدولية المبحوثة والاستفادة منها من قبل المصارف الاخرى ومنها المصارف العراقية عند القيام بالاستثمارات الدولية.

#### رابعاً : فرضيات البحث : Research Hypothesis's

لغرض تحقيق هدف البحث فقد قام الباحث بصياغة فرضية رئيسية , وتتفرع عنها فرضيتان فرعتان للمساهمة في حل مشكلة البحث والمساعدة في الإجابة على تساؤلاتها وكما يلي :

##### - الفرضية الرئيسية :

إن تنويع الاستثمارات الدولية يؤثر بشكل ايجابي ومعنوي على قيمة المنشأة .

##### الفرضية الفرعية الأولى :

إن العلاقة ايجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار .

##### الفرضية الفرعية الثانية :

إن تنويع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية .

#### خامساً : حدود البحث المكانية والزمانية :

أ- الحدود المكانية : شمل البحث مصرفين من المصارف الدولية الأردنية وهما (البنك العربي وبنك الإسكان)\* وتم اختيار هذين المصرفين للأسباب الآتية :

\* 1- تأسس البنك العربي سنة(1930 ) وهو مسجل كشركة مساهمة عامة محدودة أردنية , مركزها الرئيسي في عمان – المملكة الأردنية الهاشمية , ويقوم بالأعمال المصرفية من خلال فروعه المنتشرة في الأردن وفلسطين والبحرين والأمارات العربية ولبنان وقطر ومصر واليمن والمغرب والجزائر وقبرص وفرنسا واليونان وإيطاليا وسنغافورة وأسبانيا وبريطانيا والولايات المتحدة والصين وهونغ كونغ وكوريا .

2- تأسس بنك الإسكان سنة 1974 , وتم تسجيله كشركة مساهمة عامة أردنية مركزها الرئيسي في عمان – المملكة الأردنية الهاشمية , ويقوم بالأعمال المصرفية من خلال فروعه المنتشرة في الأردن وفلسطين والبحرين والجزائر والأمارات العربية وليبيا وسوريا .

1- لعدم وجود استثمارات دولية لدى الشركات العراقية, لذا توجه الباحث نحو الشركات الأردنية لغرض الحصول على البيانات اللازمة لإجراء التحليل التطبيقي للبحث, لما تتميز به هذه الشركات من انفتاح نحو الأسواق الدولية ولاسيما ضمن القطاع المصرفي.

2- كلاهما يمارس الأعمال الدولية ( لهما فروع في أكثر من دولة ).

3- وجود تباين بين المصرفين من حيث عدد الفروع المنتشرة في دول مختلفة .

ب- الحدود الزمانية: تمتد مدة البحث من سنة (1996-2002) وقد اختار الباحث هذه المدة للأسباب الآتية :

1- توفر البيانات المطلوبة للتحليل خلال هذه المدة

2- إن هذه المدة تغطي الأعمال الدولية لكلا المصرفين.

#### سادسا : أساليب البحث

يمكن تحديد أساليب البحث من خلال ما يتعلق بالجانب النظري والجانب التطبيقي

للبحث وكالاتي :

#### أ – الجانب النظري :

من اجل بناء الجانب النظري للبحث اعتمد الباحث على الكتب والدوريات والاطاريح والرسائل الجامعية التي توفرت له في مكتبات جامعات القطر والجامعات السورية والأردنية وباللغتين العربية والإنكليزية , وكذلك على ما توفر له من بيانات ومعلومات مصادر شبكة المعلومات (الانترنت).

#### ب- الجانب التطبيقي :

ومن اجل بناء الجانب التطبيقي للبحث فقد اعتمد الباحث على مجموعة من الأساليب الإحصائية والمالية في تحليل البيانات التي توفرت له من كشوفات الدخل والميزانيات العمومية للشركات المبحوثة وللمدة من 1996-2002 وكذلك النشرات السنوية لسوق عمان للأوراق المالية ولفس المدة اعلاة . وهذه الأساليب هي :

### 1- الوسط الحسابي ( $\bar{x}$ ) : Arithmetic Mean

ويستخرج الوسط الحسابي على وفق الصيغة التالية :

$$\bar{x} = \frac{\sum xi}{n}$$

إذ إن :

$$\bar{x} = \text{الوسط الحسابي} .$$

$$\sum xi = \text{مجموع المشاهدات} .$$

$$n = \text{عدد المشاهدات} .$$

### 2- الانحراف المعياري Standard Deviation:

وهو المقياس الإحصائي لتشتت أو انحراف النتائج الممكنة حول متوسط القيمة .

ويحتسب وفقا للصيغة الآتية : (Mc-Menamin,1999,p:192)

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (ri - \bar{r})^2}{n-1}}$$

إذ إن :

$$\sigma = \text{الانحراف المعياري للعوائد} .$$

$$ri = \text{العائد المتحقق} .$$

$$\bar{r} = \text{متوسط العائد} .$$

$$n = \text{عدد النتائج (السنوات)} .$$

### 3- التباين $\sigma^2$ Variance

هو مربع الانحراف المعياري ويستخدم لقياس المخاطرة الكلية للسهم ويستخرج

وفق الصيغة الآتية : (Weston , etal,1996,p:189)

$$\text{Variance} = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k})^2$$

إذ إن :

$$\sigma^2 = \text{تباين العوائد} .$$

$$k_i = \text{العائد المتحقق} .$$

$$\bar{k} = \text{متوسط العائد} .$$

$$n = \text{عدد النتائج} .$$

#### 4 - معامل بيتا ( Beta coefficient )

هو مقياس للمخاطرة النظامية الخاصة بالموجودات . وتحدد ألبيتا من خلال القيم التاريخية لعوائد الموجودات المرتبطة بعوائد السوق ويتم حسابه وفق الصيغة الآتية :  
( Van Horne,1998,p:70 )

$$B_j = \frac{r_{jm} \sigma_j}{\sigma_m}$$

إذ إن :

$$B_j = \text{معامل بيتا للسهم (j)} .$$

$$R_{jm} = \text{الارتباط بين عائد السهم (j) وعائد محفظة السوق} .$$

$$\sigma_j = \text{الانحراف المعياري لعائد السهم (j)} .$$

$$\sigma_m = \text{الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق} .$$

#### 5- معامل الارتباط البسيط (r) Correlation coefficient

وهو مصطلح إحصائي يستخدم لقياس العلاقة بين متغيرين ( موجودين أو استثماريين ) ويستخرج وفق الصيغة الآتية (Mc-Menamin,1999,p:203)

$$\text{Correlation coefficient } (r_{1,2}) = \frac{Cov_{1,2}}{\sigma_1 \sigma_2}$$

إذ إن :

$$r_{1,2} = \text{معامل الارتباط بين الاستثمارين 2,1} .$$

$$Cov_{1,2} = \text{التغاير المشترك لعوائد الاستثمارين 2,1} .$$

$$\sigma_1 \sigma_2 = \text{الانحراف المعياري للاستثمار الأول مضروباً في الانحراف المعياري للاستثمار الثاني} .$$

### 6- التغاير المشترك (Covariance)

هو مقياس مطلق للحركات الحاصلة بين عوائد الأوراق المالية . أي انه مقياس لدرجة الارتباط بين عوائد كل زوج من الأوراق المالية . ويمكن حسابه وفق الصيغة الآتية ( وستون وبرجام ,1993, ص 50)

$$\text{Cov } (R_a R_b) = rab \sigma_a \sigma_b$$

إذ إن :

$$\text{cov}(R_a R_b) = \text{التغاير المشترك بين الورقتين الماليتين b,a} .$$

$$rab = \text{معامل الارتباط بين الورقتين الماليتين b,a} .$$

$$\sigma_a = \text{الانحراف المعياري للورقة المالية a} .$$

$$\sigma_b = \text{الانحراف المعياري للورقة المالية b} .$$

### 7- معامل التحديد ( $R^2$ ) :

هو مربع معامل الارتباط , وهو مقياس للمخاطرة اللانظامية لأسهم المحفظة , ويستخرج وفق الصيغة الآتية (Jones,2000,p:585)

$$(R)^2 = (Rim)^2$$

إذ إن :

$$(R)^2 = \text{معامل التحديد}$$

$$(Rim)^2 = \text{مربع معامل ارتباط عائد السهم (i) مع عائد محفظة السوق (m).}$$

8- معدل العائد على الاستثمار (ROA):

يستخرج معدل العائد على الاستثمار (ROA) وذلك بقسمة الربح الصافي على مجموع الموجودات وكما يلي (Rose,1999,p:158)

$$\text{Return on assets} = \frac{\text{Net Income after taxes}}{\text{TOTAL ASSETS}}$$

(ROA)

9- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

يستخرج معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك بقسمة الربح الصافي على مجموع حقوق الملكية وكما يلي (Rose,1999,p:158)

$$\text{Return on equity} = \frac{\text{Net income after taxes}}{\text{total equity}}$$

(ROE)

## سابعاً : صعوبات البحث: Research Difficulties:

من الصعوبات التي واجهت الباحث أثناء مدة البحث ما يلي :

- 1- عدم استقرار الظروف الأمنية في القطر أثناء المدة الزمنية التي أجري فيها البحث وبالتالي صعوبة الحصول على المصادر وصعوبة الاتصالات .
- 2- عدم وجود استثمارات دولية لشركات عراقية, الأمر الذي دفع الباحث نحو السفر إلى المملكة الأردنية الهاشمية لغرض الحصول على البيانات والمعلومات اللازمة لإنجاز الجانب التطبيقي للبحث .
- 3- محدودية الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث .
- 4- عدم تمكن الباحث من الحصول على بيانات تفصيلية تتعلق بالاستثمارات والمحفظة فضلا عن عوائد الفروع للشركات المبحوثة , لذا تم الاعتماد على العائد الإجمالي في التحليل .



## الفصل الثالث

### مناقشة نتائج التحليل التطبيقي

- المبحث الأول : مناقشة نتائج تحليل العائد.
- المبحث الثاني : تحليل محفظة السوق .
- المبحث الثالث : تحليل المخاطرة .
- المبحث الرابع : تحليل القيمة السوقية للأسهم .
- المبحث الخامس : اختبار فرضيات البحث .

## المبحث الأول

### مناقشة نتائج تحليل العائد

أولاً : تحليل العائد للبنك العربي .

أ – تحليل الموجودات :

يوضح الجدول (3-1) إن مجموع الموجودات في نمو مستمر إذ كانت في نهاية السنة 1997 (10761.1) مليون دينار مقابل (10338.1) مليون دينار في نهاية سنة 1996 وبنسبة نمو قدرها (4.1%) . أما في نهاية سنة 1998 فقد بلغ مجموع الموجودات (11743.5) مليون دينار مقابل (10761.1) مليون دينار في نهاية سنة 1997 وبنسبة نمو قدرها (9.1%) . وفي نهاية سنة 1999 بلغ مجموع الموجودات (12614.9) مليون دينار مقابل (11743.5) مليون دينار في نهاية سنة 1998, أي بنسبة نمو قدرها (7.4%) . أما في نهاية سنة 2000 فقد بلغ مجموع الموجودات (13845.1) مليون دينار مقابل (12614.9) مليون دينار في السنة السابقة وبنسبة نمو قدرها (9.7%) . وفي نهاية سنة 2001 بلغ مجموع الموجودات (14548.8) مليون دينار مقابل (13845.1) مليون دينار في نهاية سنة (2000) , أي بنسبة نمو قدرها (5%) وفي نهاية سنة 2002 بلغ مجموع الموجودات (14714.2) مليون دينار مقابل (14548.8) مليون دينار في نهاية سنة 2001 . وبنسبة نمو قدرها (1.1%) .

يتضح مما سبق إن البنك قد تمكن من تعزيز وتدعيم هيكل موجوداته وبنسب نمو متفاوتة خلال السنوات (1996-2002) حيث سجلت السنتين 2000 و1998 أعلى نسب للنمو في الموجودات إذ بلغت (9.7%) و (9.1%) على التوالي . في حين سجلت السنتان 2002 و1997 أدنى نسب للنمو إذ بلغت (1.1%) و (4.1%) على التوالي .

ويأتي هذا النمو من مصادر مختلفة منها زيادة راس المال من قبل المساهمين أو احتجاز جزء من الأرباح المتحققة بعد حسم مقسوم الأرباح الذي يتقرر توزيعه على المساهمين , وينعكس احتجاز الأرباح على زيادة حجم الموجودات , ويعبر ذلك عن

كفاءة في أداء المصرف بفروعه المختلفة الموجودة في دول مختلفة ومتباينة في ظروفها السياسية والاقتصادية وبالتالي فان درجة التأثير تختلف حسب الاستقرار السياسي والاقتصادي لهذه الدول وهذا يؤدي إلى تقليل المخاطر وتقرير موقف المصرف . والشكل (1-3) يبين تطور الموجودات خلال المدة المبحوثة .

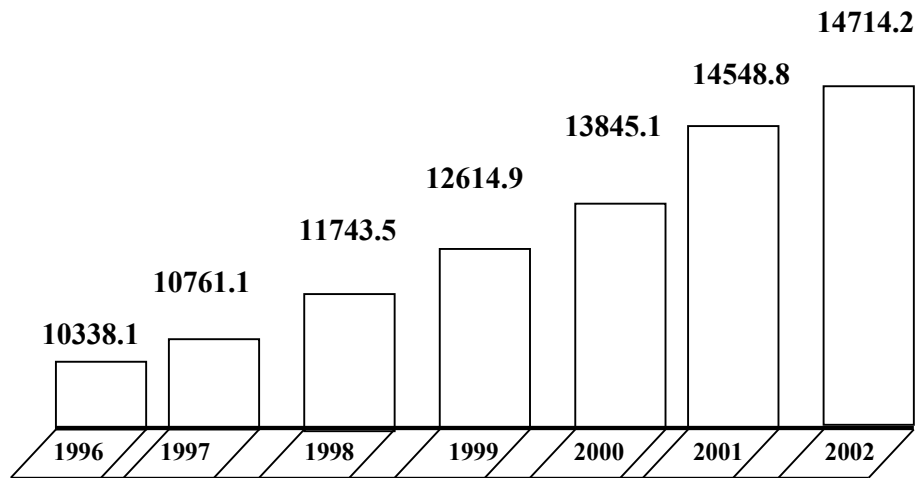
### جدول (1-3)

نسب النمو للبنك العربي للمدة 1996-2002

| السنة | مجموع الموجودات (مليون دينار) | نسبة النمو % |
|-------|-------------------------------|--------------|
| 1996  | 10338.1                       | —            |
| 1997  | 10761.1                       | 4.1          |
| 1998  | 11743.5                       | 9.1          |
| 1999  | 12614.9                       | 7.4          |
| 2000  | 13845.1                       | 9.7          |
| 2001  | 14548.8                       | 5            |
| 2002  | 14714.2                       | 1.1          |

### شكل (1-3)

تطور الموجودات للبنك العربي للمدة 1996-2002 ( المبالغ بملايين الدنانير )



## ب- تحليل الربح الصافي :

يوضح الجدول (2-3) الأرباح الصافية المتحققة للبنك العربي خلال السنوات 1996-2002. وكان أعلى معدل للربح الصافي من نصيب سنة 2001 إذ بلغ (139.2) مليون دينار بزيادة مقدارها (8.9) مليون دينار عن سنة 2000 , وحققت هاتين السنتين أعلى معدلين للربح الصافي للفترة المبحوثة , أما أدنى مستوى للربح الصافي المتحقق فكان سنة 1996 , إذ بلغ (95.7) مليون دينار , ويرجع ذلك إلى انخفاض حجم الموجودات خلال سنة 1996 قياساً بسنة 2001 والجدول (3-1) يكشف عن الزيادة الناتجة في حجم الموجودات خلال المدة , حيث كان مجموع الموجودات (10338.1) مليون دينار في نهاية سنة 1996 في حين أصبح مجموع الموجودات (14548.8) مليون دينار في نهاية سنة 2001 أي بزيادة مقدارها (4210.7) مليون دينار ونسبتها حوالي (41%) وبالتالي فإن الأرباح الصافية ارتفعت مع زيادة حجم الموجودات . أما بالنسبة للتراجع الحاصل في الأرباح الصافية خلال السنة 2002 فكان نتيجة طبيعية لانخفاض أسعار الفوائد على مختلف العملات وخاصة الدولار الأمريكي والدينار الأردني إضافة إلى الظروف العامة السائدة التي حدثت من النشاط الاقتصادي في معظم دول العالم بما فيها البلدان المضيفة لفروع البنك\* . والشكل (2-3) يبين الأرباح الصافية خلال المدة المبحوثة

\* التقرير السنوي للبنك العربي لسنة 2002, ص4.

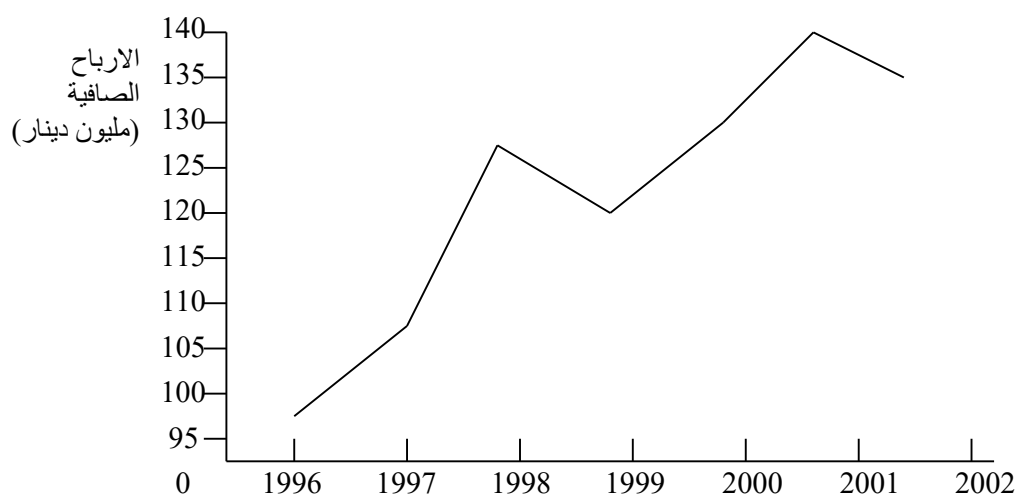
جدول (2-3)

نسب النمو في الأرباح الصافية للبنك العربي للمدة 1996-2002

| نسبة النمو % | الربح الصافي (مليون دينار) | السنة |
|--------------|----------------------------|-------|
| —            | 95.7                       | 1996  |
| 12.5         | 107.7                      | 1997  |
| 17.4         | 126.5                      | 1998  |
| -4.6         | 120.6                      | 1999  |
| 8.0          | 130.3                      | 2000  |
| 6.8          | 139.2                      | 2001  |
| -6.5         | 130.2                      | 2002  |

شكل (2-3)

الأرباح الصافية للبنك العربي للمدة 1996- 2002



### ج- تحليل معدل العائد على الاستثمار (ROA) \*

يوضح الجدول (3-3) معدل العائد على الاستثمار (ROA) للبنك العربي خلال السنوات 1996-2002، وكان أعلى معدل (1.07%) سنة 1998 بزيادة مقدارها (0.07%) عن سنة (1997)، وقد حققت هاتان السنتان أعلى معدلين للفترة المبحوثة. أما أدنى مستوى لـ (ROA) فكان من نصيب سنة 2002 إذ بلغ (0.88%) ويرجع ذلك إلى انخفاض الأرباح الصافية خلال السنة 2002 نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة على مختلف العملات الرئيسية وخاصة الدولار الأمريكي وكذلك لعدم استقرار الظروف السياسية والاقتصادية السائدة في مختلف دول العالم ومن ضمنها البلدان التي تنتشر فيها فروع البنك. وقد انعكس اثر هذه العوامل على نوعية التسهيلات المصرفية القائمة، كما إنها حدثت من التوسع في مجالات الإقراض والتجارة الخارجية، وكان تأقلم البنك مع هذه المتغيرات بصورة جيدة خاصة إن إدارة البنك التزمت بسياستها الهادفة إلى مستوى عالي الجودة في نوعية موجوداتها وقوة مركزها المالي\*\*. والشكل (3-3) يبين معدل العائد على الاستثمار (ROA) خلال السنوات 1996-2002.

#### جدول (3-3)

نسب النمو في معدل العائد على الاستثمار للبنك العربي للمدة 1996-2002

| السنة | معدل العائد على الاستثمار % (ROA)*** | نسبة النمو % |
|-------|--------------------------------------|--------------|
| 1996  | 0.92                                 | —            |
| 1997  | 1.00                                 | 8.7          |
| 1998  | 1.07                                 | 7            |
| 1999  | 0.96                                 | -10          |
| 2000  | 0.94                                 | - 2          |
| 2001  | 0.96                                 | 2.1          |
| 2002  | 0.88                                 | - 8.3        |

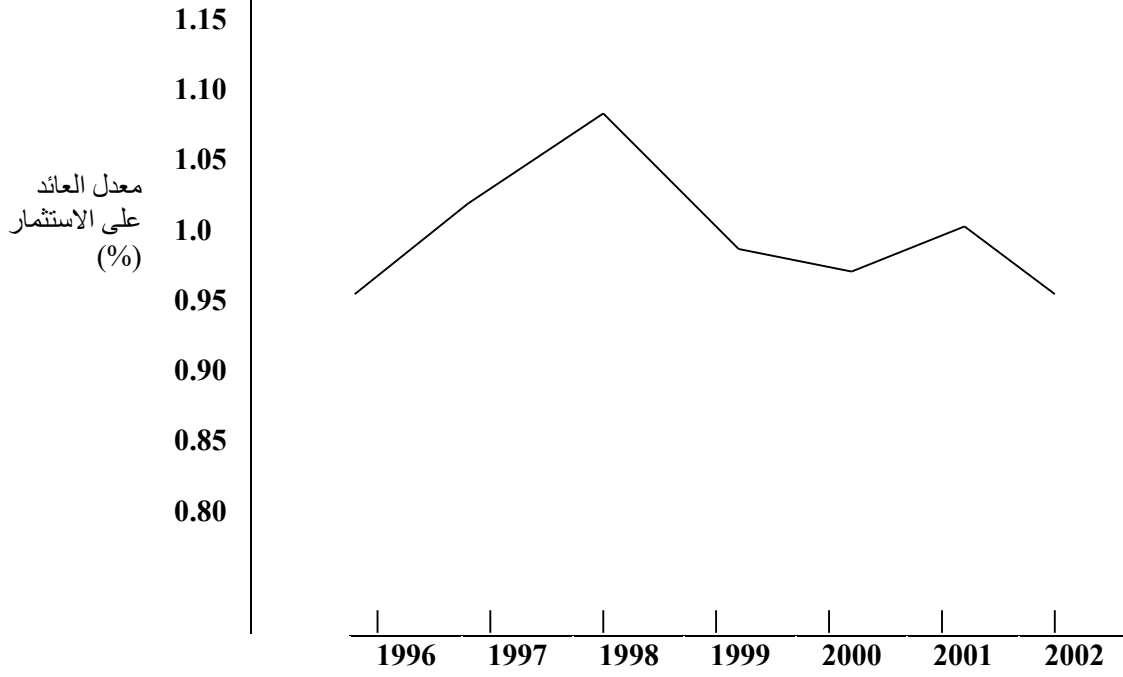
\*Return on Assets

\*\* التقرير السنوي للبنك العربي لسنة 2002، ص24.

\*\*\* يستخرج معدل العائد على الاستثمار (ROA) وذلك بقسمة الربح الصافي على مجموع الموجودات. (Rose, 1999, p:158).

شكل (3-3)

معدل العائد على الاستثمار (ROA) للبنك العربي للمدة 1996-2002



#### د- تحليل حقوق الملكية :

يوضح الجدول (3-4) حقوق الملكية للبنك العربي خلال السنوات 2002-1996 ونسب النمو المتحققة , إذ يلاحظ بان حقوق الملكية في زيادة مستمرة من سنة إلى أخرى وبنسب متفاوتة من النمو . وكانت أعلى نسبة للنمو من نصيب سنة 2000 وبلغت (15.9%) بزيادة مقدارها (146.1) مليون دينار عن السنة السابقة , تليها سنة 1997 إذ بلغت نسبة النمو فيها (14.3%) أي بزيادة مقدارها (90) مليون دينار عن السنة السابقة . اما بالنسبة للسنوات الباقية فقد تراوحت نسب النمو فيها بين (13.8%) و(10.1%) . وبالرجوع إلى التقارير السنوية للبنك نرى بان البنك التزم بسياسته الرامية لدعم حقوق الملكية عن طريق احتجاز نسبة عالية من الأرباح السنوية الصافية . يتضح مما سبق أن البنك قد تمكن من تدعيم قاعدته الرأسمالية بموارد مالية إضافية حيث عزز احتياطياته طيلة السنوات السبعة المبحوثة . والشكل (3-4) يبين بوضوح تطور حقوق الملكية خلال المدة .

#### جدول (3-4)

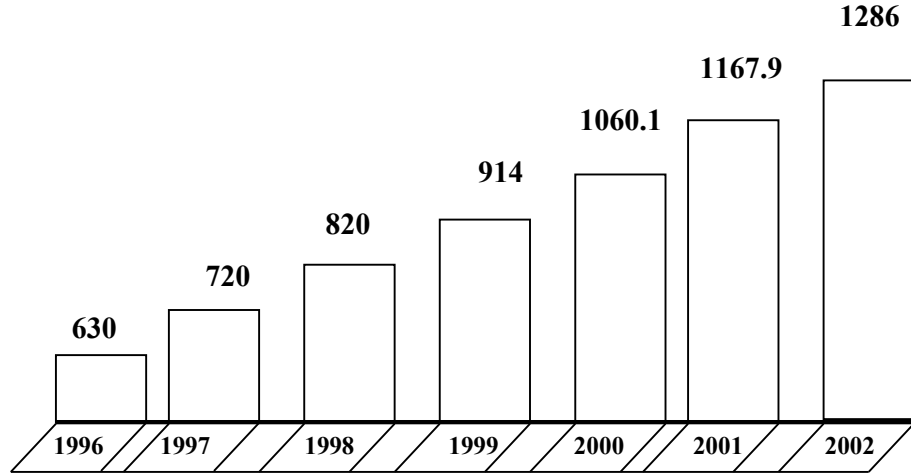
نسبة النمو في حقوق الملكية للبنك العربي للمدة 1996-2002.

| السنة | مجموع حقوق الملكية (مليون دينار ) | نسبة النمو % |
|-------|-----------------------------------|--------------|
| 1996  | 630.0                             | —            |
| 1997  | 720.0                             | 14.3         |
| 1998  | 820.0                             | 13.8         |
| 1999  | 914.0                             | 11.4         |
| 2000  | 1060.1                            | 15.9         |
| 2001  | 1167.9                            | 10.2         |
| 2002  | 1286.0                            | 10.1         |



### شكل (4-3)

تطور حقوق الملكية للبنك العربي للمدة 1996-2002 (المبالغ بملايين الدينانير )



### هـ - تحليل معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) \*:

يوضح الجدول (5-3) معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للبنك العربي خلال السنوات 1996-2002, وقد بلغ أعلى معدل للعائد على حقوق الملكية في السنة 1998 وهو (15.42%) متجاوزا للمتوسط والبالغ (13.29%) بنسبة (16%) وتعتبر هذه السنة من أفضل السنوات أداء وفق هذا المعيار تليها سنة 1996 متجاوزة للمتوسط بنسبة (14.2%). أما أدنى معدل عائد متحقق على حقوق الملكية فكان من نصيب سنة 2002 إذ بلغ (10.12%) أدنى من المتوسط بنسبة (23.8%) وتعتبر هذه السنة من أدنى السنوات أداء تليها سنة 2001 بمعدل عائد قدره (11.91%) أدنى من المتوسط بنسبة (10.3%). ويلاحظ بان معدلات العائد على حقوق الملكية أخذت بالتراجع اعتبارا من السنة 1999-2002 ويعود هذا التراجع نتيجة لانخفاض الأرباح الصافية بسبب الانخفاض الحاصل بأسعار الفائدة على مختلف العملات

\*Return on Equity

وخاصة الدولار الأمريكي والدينار الأردني , إضافة إلى عدم استقرار الظروف السياسية والاقتصادية العامة السائدة التي حدثت من النشاط الاقتصادي في معظم دول العالم بضمنها البلدان المضيفة لفروع البنك . والشكل (3-5) يبين معدل العائد على حقوق الملكية خلال المدة.

### جدول (3-5)

نسب النمو في معدل العائد على حقوق الملكية للبنك العربي للمدة 1996-2002

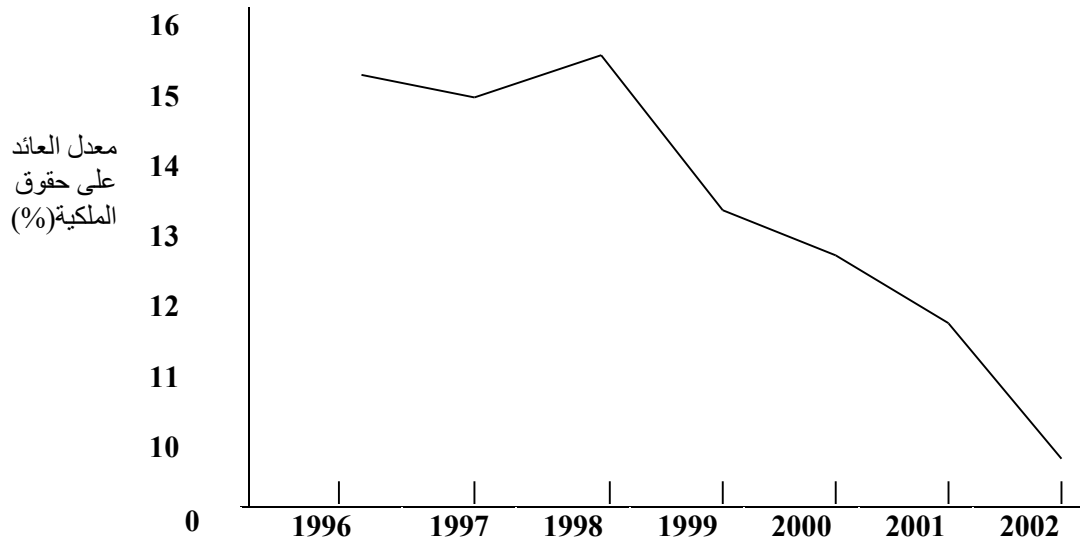
| السنة   | معدل العائد على حقوق الملكية * % (ROE) | نسبة النمو % |
|---------|--|--------------|
| 1996    | 15.19                                  | —            |
| 1997    | 14.95                                  | -15.7        |
| 1998    | 15.42                                  | 3.1          |
| 1999    | 13.19                                  | 14.4         |
| 2000    | 12.29                                  | - 6.8        |
| 2001    | 11.91                                  | - 3          |
| 2002    | 10.12                                  | -15          |
| المتوسط | 13.29                                  |              |

\* يستخرج معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك بقسمة الربح الصافي على مجموع حقوق الملكية (ROSE,1999,P:158)

شكل (5-3)

معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للبنك العربي للمدة

2002-1996



## ثانيا : تحليل العائد لبنك الإسكان .

### أ- تحليل الموجودات .

يوضح الجدول (3-6) مجموع الموجودات لبنك الإسكان خلال السنوات 1996-2002 ونسب النمو المتحققة . في نهاية سنة 2002 بلغ مجموع الموجودات (1773) مليون دينار مقابل (1136.2) مليون دينار في نهاية سنة 1996 , أي بزيادة مقدارها (636.8) مليون دينار ونسبتها (56%) . وبعبارة أخرى ان موجودات البنك في نمو مستمر ويأتي هذا النمو من مصادر مختلفة منها زيادة راس المال من قبل المساهمين أو احتجاز جزء من الأرباح المتحققة بعد حسم مقسوم الأرباح , وينعكس احتجاز الأرباح على زيادة حقوق الملكية وبالتالي زيادة حجم الموجودات . ويدل ذلك على كفاءة أداء البنك بفروعه المختلفة الموجودة في دول مختلفة تتباين في ظروفها السياسية والاقتصادية , التي تؤثر على مستوى الأداء وحسب الاستقرار السياسي والاقتصادي لهذه الدول كما إن الاستقرار السياسي والاقتصادي يؤدي إلى تقليل المخاطر التي قد تتعرض لها استثمارات المصرف الموجودة في تلك الدول . والشكل (3-6) يبين تطور الموجودات خلال المدة المبحوثة.

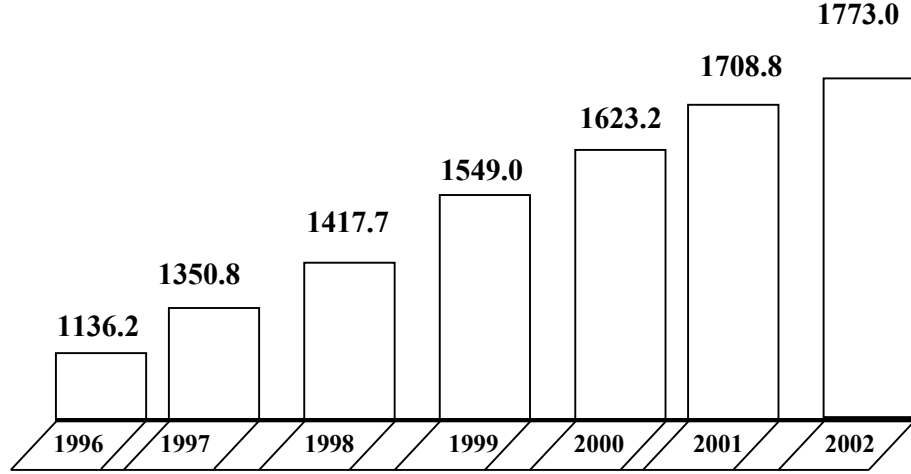
### جدول (3-6)

نسب النمو في الموجودات لبنك الإسكان للمدة 1996-2002

| السنة | مجموع الموجودات (مليون دينار) | نسبة النمو % |
|-------|-------------------------------|--------------|
| 1996  | 1136.2                        | -----        |
| 1997  | 1350.8                        | 18.8         |
| 1998  | 1417.7                        | 4.9          |
| 1999  | 1549.0                        | 9.2          |
| 2000  | 1623.2                        | 4.8          |
| 2001  | 1708.8                        | 5.2          |
| 2002  | 1773.0                        | 3.7          |

### شكل (6-3)

تطور الموجودات لبنك الإسكان للمدة 1996-2002 ( المبالغ ملايين الدينانير )



### ب- تحليل الربح الصافي :

يوضح الجدول (7-3) الأرباح الصافية لبنك الإسكان خلال السنوات 2002-1996 ونسب النمو المتحققة . وكان أعلى معدل للربح الصافي من نصيب سنة 1998 إذ بلغ (24.6) مليون دينار بزيادة مقدارها (2.6) مليون دينار عن سنتي 2001 و 2002 . وحقت هذه السنوات أعلى معدلات للربح الصافي للفترة المبحوثة . أما أدنى مستوى للربح الصافي المتحقق فكان من نصيب سنة 1996 وبلغ (8.3) مليون دينار , ويرجع ذلك إلى انخفاض حجم الموجودات لسنة 1996 بالدرجة الأساس إضافة إلى ذلك ومن خلال الرجوع إلى التقارير السنوية للبنك نلاحظ بان السنوات التي تحققت فيها أرباحا تفوق الأرباح المتحققة في السنوات الأخرى كانت ناتجة من أرباح التعامل بالأسهم وبيع الاستثمارات . والشكل (7-3) يبين الأرباح الصافية خلال المدة 2002-1996.

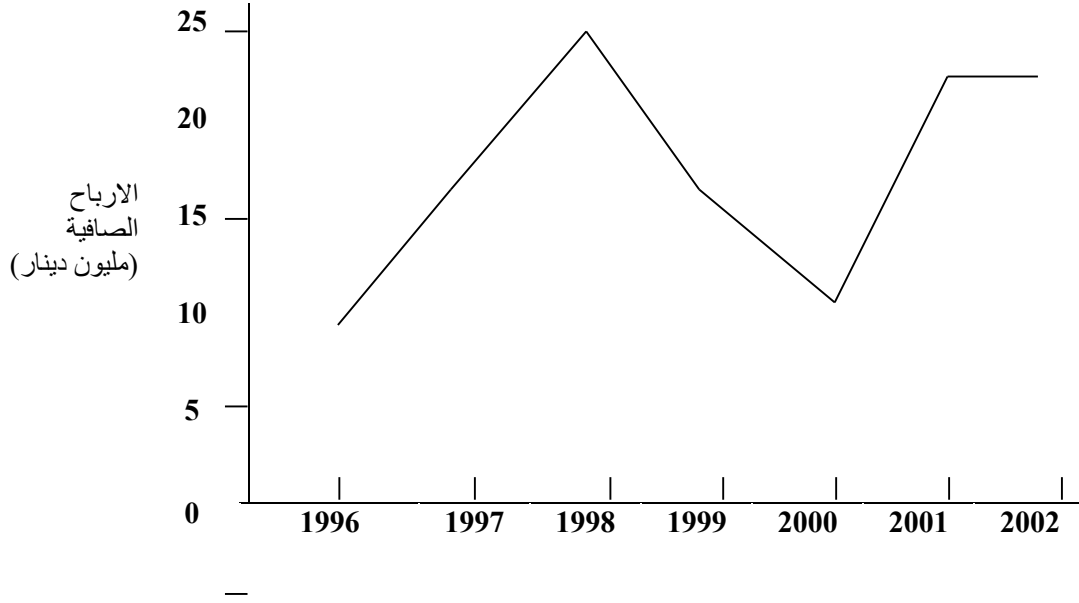
جدول (7-3)

نسب النمو في الأرباح الصافية لبنك الإسكان للمدة 1996-2002

| نسبة النمو % | الربح الصافي (مليون دينار ) | السنة |
|--------------|-----------------------------|-------|
| -----        | 8.3                         | 1996  |
| 89           | 15.7                        | 1997  |
| 56.7         | 24.6                        | 1998  |
| -28.4        | 17.6                        | 1999  |
| -33          | 11.8                        | 2000  |
| 86.4         | 22.0                        | 2001  |
| zero         | 22.0                        | 2002  |

### شكل (7-3)

الأرباح الصافية لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.



### ج- تحليل معدل العائد على الاستثمار (ROA)

يوضح الجدول (8-3) معدل العائد على الاستثمار (ROA) لبنك الإسكان خلال السنوات 1996-2002. وكان أعلى معدل للعائد المتحقق (1.73%) سنة 1998 بزيادة مقدارها (0.45) عن سنة 2001 وقد حققت هاتان السنتان أعلى معدلين للعائد خلال المدة المبحوثة. أما أدنى مستوى لمعدل العائد المتحقق فكان من نصيب سنتي 2000 و 1996 إذ بلغ (0.72%) و(0.73%) على التوالي. ويرجع ذلك إلى انخفاض الأرباح الصافية المتحققة خلال سنتي 2000 و1996. والشكل (8-3) يبين معدل العائد على الاستثمار خلال السنوات 1996-2002.

جدول (8-3)

نسب النمو في معدل العائد على الاستثمار (ROA) لبنك الإسكان للمدة 1996-

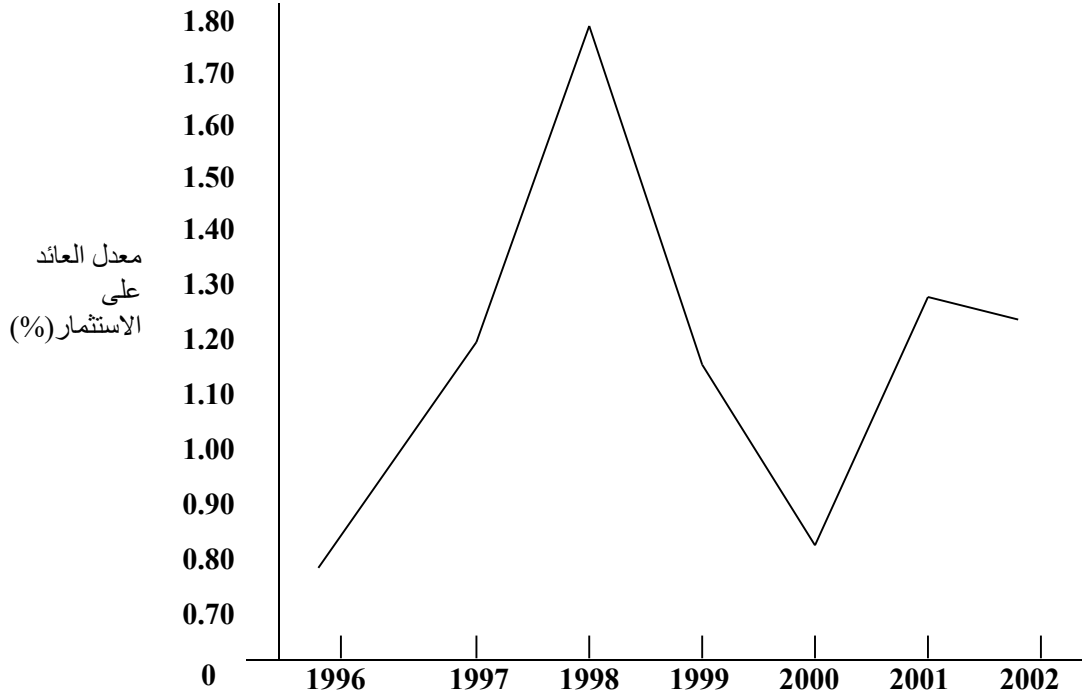
2002.

| السنة | معدل العائد على الاستثمار % (ROA) | نسبة النمو % |
|-------|-----------------------------------|--------------|
| 1996  | 0.73                              | —            |
| 1997  | 1.16                              | 59           |
| 1998  | 1.73                              | 49           |
| 1999  | 1.13                              | - 34         |
| 2000  | 0.72                              | -36          |
| 2001  | 1.28                              | 77           |
| 2002  | 1.24                              | - 3          |



### شكل (8-3)

معدل العائد على الاستثمار (ROA) لبنك الإسكان للمدة 1996-2002



### د- تحليل حقوق الملكية :

يوضح الجدول (9-3) حقوق الملكية ونسب النمو المتحققة لبنك الإسكان خلال السنوات 2002-1996 . في نهاية سنة 1997 ارتفعت حقوق الملكية ارتفاعا كبيرا (212.4) مليون دينار مقابل (81.3) مليون دينار في نهاية سنة 1996 وبزيادة مقدارها (131.1) مليون دينار ونسبتها (161%) وجاء هذا الارتفاع بحقوق الملكية نتيجة لزيادة رأس مال البنك من (25) مليون دينار إلى (50) مليون دينار وقد تم تحديد سعر الاكتتاب للسهم الواحد بخمسة دنانير حيث استقطب البنك (125) مليون دينار أضيفت إلى حقوق المساهمين . \* كما يلاحظ من الجدول بان حقوق الملكية لبنك

\* التقرير السنوي لبنك الإسكان لعام 1997 , ص 12.

الإسكان في زيادة مستمرة نظرا لسياسة البنك الرامية لدعم حقوق الملكية عن طريق احتجاز جزء من الأرباح الصافية بعد حسم مقسوم الأرباح . أما الانخفاض الحاصل في حقوق الملكية خلال عام 2000 فيعود إلى تعديل البيانات المالية لسنة 1999 وذلك بإظهار الأرباح المقترح توزيعها ضمن حقوق الملكية بدلا من المطلوبات المتداولة\* . يتضح مما سبق بان البنك قد تمكن من تدعيم قاعدته الرأسمالية بموارد مالية إضافية حيث عزز احتياطياته طيلة المدة المبحوثة والشكل (9-3) يبين تطور حقوق الملكية خلال المدة 1996-2002.

### جدول (9-3)

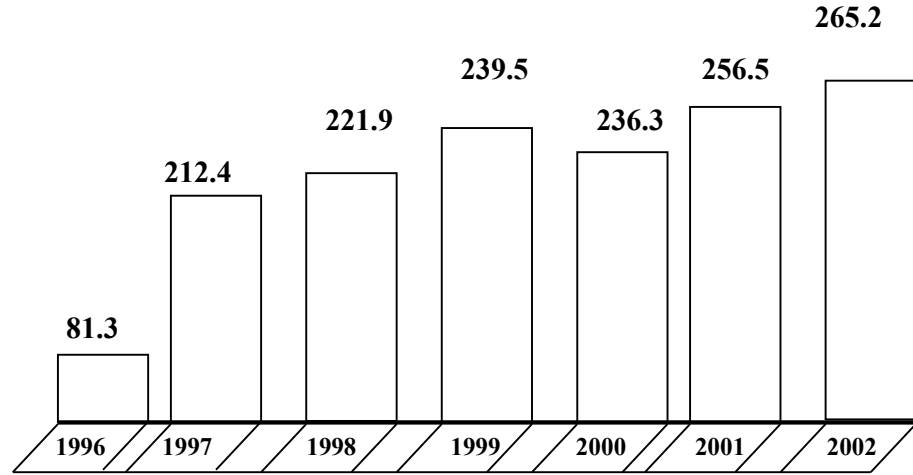
نسب النمو في حقوق الملكية لبنك الإسكان للمدة 1996-2002.

| السنة | مجموع حقوق الملكية ( مليون دينار) | نسبة النمو % |
|-------|-----------------------------------|--------------|
| 1996  | 81.3                              | —            |
| 1997  | 212.4                             | 161          |
| 1998  | 221.9                             | 4.5          |
| 1999  | 239.3                             | 7.9          |
| 2000  | 236.3                             | - 1.3        |
| 2001  | 256.5                             | 8.5          |
| 2002  | 265.2                             | 3.4          |

\* التقرير السنوي لبنك الإسكان العام 2000 ، ص 16.

### شكل (9-3)

تطور حقوق الملكية لبنك الإسكان للمدة 1996-2002 ( المبالغ بملايين الدينانير)



### هـ - تحليل معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) .

يوضح الجدول (10-3) معدل العائد على الحقوق الملكية (ROE) لبنك الإسكان خلال السنوات 1996-2002 . وقد بلغ أعلى معدل للعائد على حقوق الملكية في السنة 1998 وهو (11.1%) متجاوزا للمتوسط والبالغ (8.52%) بنسبة (34.5%) وتعتبر هذه السنة من أفضل السنوات أداء وفق هذا المعيار تليها سنة 1996 متجاوزة للمتوسط بنسبة (23.6%) . أما أدنى معدل عائد متحقق على حقوق الملكية فكان من نصيب سنة 2000 إذ بلغ (4.9%) أدنى من المتوسط بنسبة (40%) وتعتبر هذه السنة من أدنى السنوات أداء تليها سنتي 1997, 1999 إذ بلغ معدل العائد المتحقق فيهما (7.3%) و(7.4%) على التوالي أدنى من المتوسط بنسبة (11.5%) و(10.3%) على التوالي . ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض الأرباح الصافية خلال السنوات المعنية . والشكل (10-3) يبين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) خلال المدة 1996-2002.

جدول (10-3)

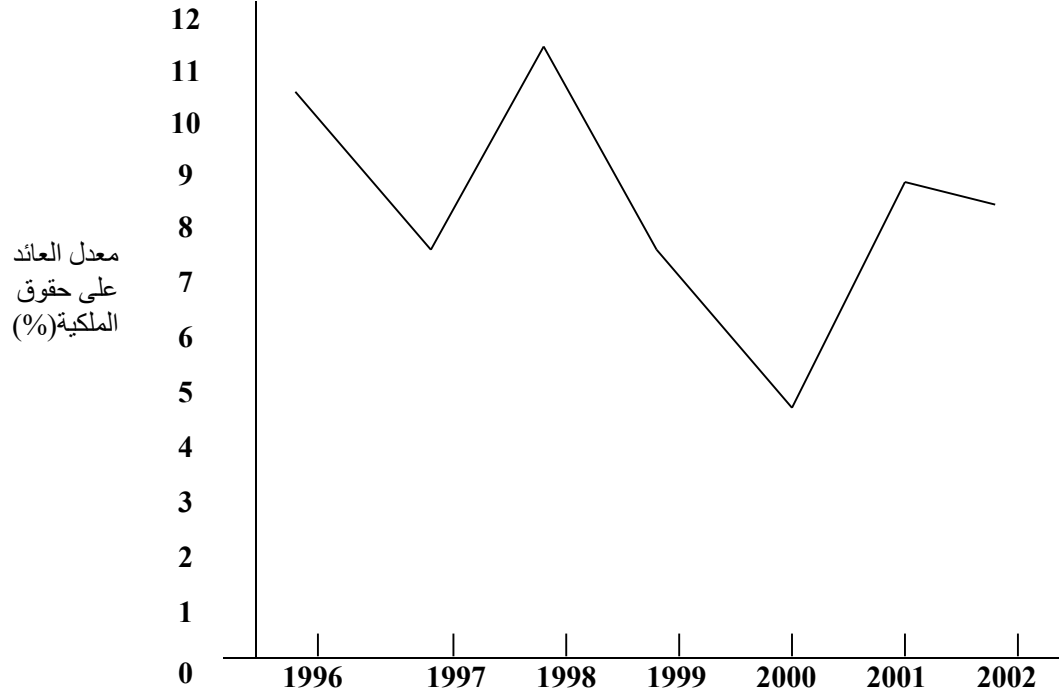
نسب النمو في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لبنك الإسكان

للمدة 1996-2002.

| السنة   | معدل العائد على حقوق الملكية % (ROE) | نسبة النمو % |
|---------|--------------------------------------|--------------|
| 1996    | 10.2                                 | —            |
| 1997    | 7.4                                  | - 27         |
| 1998    | 11.1                                 | 50           |
| 1999    | 7.3                                  | -34          |
| 2000    | 4.9                                  | - 32         |
| 2001    | 8.6                                  | 75           |
| 2002    | 8.3                                  | -3.4         |
| المتوسط | 8.25                                 |              |

شكل (10-3)

معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لبنك الإسكان للمدة 1996-2002



## المبحث الثاني

### تحليل محفظة السوق \*

المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة من الموجودات , قد تكون هذه الموجودات أوراق مالية أو موجودات حقيقية ( عينية) .وتختلف موجودات المحفظة في النوع والجودة , فمن حيث النوع فإنها يمكن أن تحتوي على موجودات حقيقية كالعقارات والذهب وعلى موجودات مالية كالأسهم والسندات . أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على موجودات منخفضة العوائد والمخاطر وموجودات أخرى مرتفعة العوائد والمخاطر (رمضان, 1998, ص:75) ويركز هذا المبحث على تحليل محفظة السوق للشركات المبحوثة .\*\*

### أولاً : بناء محفظة السوق :

لقد تم استخراج معدل العائد لمحفظة السوق (RM) للشركات المبحوثة وذلك بقسمة مجموع الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لكل سنة (المبين في الجدول 11-3) على مجموع التمويل (حقوق الملكية + الديون) (E+D). (المبين في الجدول 12-3) ومن ثم إيجاد الوسط الحسابي لتلك المعدلات خلال مدة البحث وكما مبين في الجدول (13-3) .

---

\* محفظة السوق هي مفهوم نظري يتضمن كل ورقة مالية متداولة في السوق المالية نسبة الى قيمتها السوقية , وينظر الى محفظة السوق كمعدل موزون لقيم السوق لكل موجودات الاستثمار الممكنة والموجودة في السوق المالية. (MC-menamin,1999,p:215)

\*\* بنكي العربي والاسكان .

جدول (3-11)

الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لبنكي العربي والإسكان

للمدة من 1996-2002

| المجموع (دينار) | الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) (دينار) |              | السنة |
|-----------------|---|--------------|-------|
|                 | بنك الإسكان                               | البنك العربي |       |
| 146569283       | 10419283                                  | 136150000    | 1996  |
| 165687046       | 20040046                                  | 145647000    | 1997  |
| 198104646       | 31834646                                  | 166270000    | 1998  |
| 176029098       | 26340098                                  | 149689000    | 1999  |
| 177550377       | 16482377                                  | 161068000    | 2000  |
| 195069483       | 30000483                                  | 165069000    | 2001  |
| 185222454       | 30073454                                  | 155149000    | 2002  |

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنكي العربي والإسكان

للمدة من 1996-2002.

جدول (3-12)

مجموع التمويل (E+D) لبنكي العربي والإسكان للمدة من 1996-2002.

| المجموع (دينار) | مجموع التمويل (E+D) (دينار) |              | السنة |
|-----------------|-----------------------------|--------------|-------|
|                 | بنك الإسكان                 | البنك العربي |       |
| 11474361917     | 1136226917                  | 10338135000  | 1996  |
| 12111877176     | 1350802176                  | 10761075000  | 1997  |
| 13161128071     | 1417678071                  | 11743450000  | 1998  |
| 14164200136     | 1459254136                  | 12614946000  | 1999  |
| 15468349374     | 1623245374                  | 13845104000  | 2000  |
| 16257646792     | 1708811792                  | 14548835000  | 2001  |
| 16483670419     | 1769517419                  | 14714153000  | 2002  |

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنكي العربي والإسكان  
للمدة من 1996-2002.



**ثانيا : تحليل عائد محفظة السوق \***

يوضح الجدول (3-13) إن متوسط عائد محفظة السوق قد بلغ (0.0126) وهو مقارب لمعدل عائد المحفظة لسنة 1996 والبالغ (0.0127) . أما أعلى معدل لعائد محفظة السوق كان (0.0150) وكان لسنة 1998 وهو اكبر من المتوسط بنسبة (19%) ويعود ذلك إلى ارتفاع الأرباح قبل الفائدة والضريبة المتحققة خلال هذه السنة والبالغة (198104646) دينار والمبينة في الجدول (3-11) . وانخفاض مجموع التمويل والبالغ (13161128071) دينار والمبين في الجدول (3-12) في حين كان أدنى معدل لعائد المحفظة (0.0112) وكان سنة 2002 وهو أدنى من المتوسط بنسبة (11%) وذلك بسبب انخفاض الأرباح قبل الفائدة والضريبة المتحققة خلال هذه السنة والبالغة (185222454) دينار وارتفاع مجموع التمويل والبالغ (16483670419) دينار وكما مبين في الجدولين (3-11) و(3-12) على التوالي .

**جدول (3-13)**

**محفظة السوق**

| السنة                 | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   | 2001   | 2002   | المتوسط |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| معدل عائد محفظة السوق | 0.0127 | 0.0137 | 0.0150 | 0.0124 | 0.0115 | 0.0120 | 0.0112 | 0.0126  |

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على الجدولين (3-11) و(3-12) .

\* عائد السوق هو العائد على محفظة السوق لكل الأوراق المالية التي يتم المتاجرة بها , وعادة ما يتم استخدام ( مؤشر ستاندرو وبور 500 الذي يضم 500 سهم او مؤشرات مشابهة كعائد للسوق الأمريكي (Gitman,2000,p:212- 213)

## المبحث الثالث

### تحليل المخاطرة

#### أولاً : تحليل معامل بيتا\* :

إن الاستثمار بالأسهم العادية ينطوي على مخاطرة نظامية لا يمكن للمستثمر تفاديها بالتنوع عكس المخاطرة اللانظامية التي يمكن تفاديها بالتنوع , وتقاس المخاطرة النظامية بمعامل بيتا الذي يعكس درجة التقلب للعوائد المتحققة للسهم اتجاه عوائد محفظة السوق .

يوضح الجدول (3-14) إن معامل بيتا لبنك الإسكان بلغ (1.55) ويعكس ذلك درجة الحساسية لعائد السهم اتجاه التغيرات في عوائد السوق وهذا يعني إذا حصلت زيادة في السوق مقدارها (100%) , فإن سهم بنك الإسكان يرتفع بمقدار (1.55%) أما إذا حصل انخفاض في السوق مقداره (100%) فإن سهم بنك الإسكان سينخفض بمقدار (1.55%) ومن ثم فإن عائد أسهم بنك الإسكان يتسم بتقلبات أكبر من تقلب عائد السوق , وبمعنى آخر إن معامل بيتا بنك الإسكان يفوق معامل بيتا السوق والبالغ واحد صحيح , أي انه ينطوي على مخاطرة نظامية أكبر من مخاطرة السوق . كما يوضح الجدول (3-14) إن معامل بيتا للبنك العربي بلغ (0.41) وهذا يعني إذا حصلت زيادة في السوق مقدارها (100%) فإن سهم البنك العربي يرتفع بمقدار (41%) أما إذا حصل انخفاض في السوق مقداره (100%) فإن سهم البنك العربي سينخفض بمقدار (41%) , وهذا يدل على ان عائد اسهم البنك العربي يتسم بتقلبات اقل من تقلب عائد السوق , أي انه ينطوي على مخاطرة نظامية اقل من مخاطرة السوق .

$$B_j = \frac{\text{rim } \sigma_j}{\sigma_m} \quad (\text{van horne ,1998,p:70})$$

\* تم حساب معامل بيتا على وفق الصيغة الاتية :

### جدول (3-14)

نتائج تحليل معاملات بيتا , الارتباط , التحديد لأسهم بنكي العربي والإسكان للمدة من 1996-2002 .

| المؤشر<br>البنك | معامل بيتا<br>B | معامل الارتباط<br>R | معامل التحديد<br>R2 |
|-----------------|-----------------|---------------------|---------------------|
| البنك العربي    | 0.41            | 0.90                | 0.81                |
| بنك الإسكان     | 1.55            | 0.59                | 0.35                |

#### ثانيا : تحليل علاقات الارتباط :-

بتحليل علاقة الارتباط بين معدل عائد أسهم المصرفين ومعدل عائد محفظة السوق والموضح في الجدول (3-14) نجد بان معامل الارتباط كان قويا جدا بين عائد السهم للبنك العربي وعائد محفظة السوق إذ بلغ (0.90) وتدل هذه النتيجة على إن الارتفاع في معدل عائد أسهم البنك العربي ترتبط بمعدل عائد أعلى للسوق , وهذا يعني إن حركة عائد السهم مرتبطة بحركة عوائد السوق ومشابهة لها . أما بالنسبة لمعامل الارتباط بين عائد السهم لبنك الإسكان وعائد محفظة السوق فقد بلغ (0.59) وهي علاقة متوسطة .

إن تحليل الارتباط يكشف عن العلاقة بين عائد السهم وعائد السوق , إلا إن شدة تأثير عائد السهم بعائد السوق يتوقف على معامل التحديد ( $R^2$ ) الذي يقيس مدى تأثير عائد السهم ( المتغير المعتمد) بعائد السوق ( المتغير المستقل) . ويكشف الجدول (3-14) إن معامل التحديد ( $R^2$ ) للبنك العربي بلغ (0.81) وهذا يدل على نسبة كبيرة من التباين في عائد السهم تعود إلى التباين في معدل عائد السوق , ويدل أيضا على التنوع الجيد لاستثمارات البنك العربي , لان المحفظة ذات التنوع الجيد يكون لها معامل تحديد عالي . كما يؤثر معامل التحديد ( $R^2$ ) لبنك الإسكان والبالغ (0.35) عن ضعف العلاقة بين التغير في معدل عائد السهم والتغير في معدل عائد

السوق ,ويؤشر أيضا على التنوع القليل لاستثمارات بنك الاسكان , لان التنوع القليل يكون له معامل تحديد منخفض.

### ثالثا : تحليل المخاطر للشركات المبحوثة :-

يعرض الجدول (3-15) نتائج تحليل مخاطر أسهم الشركات المبحوثة , إذ يحتوي على المخاطر الكلية التي تتعرض لها الأسهم مقاسة بالتباين Variance , ويحتوي كذلك على المخاطرة النظامية للسهم مقاسة بضرب مربع معامل بيتا ( $B^2$ ) في تباين السوق ( $\sigma_m^2$ ) \* إضافة إلى ذلك فالجدول يضم المخاطرة اللانظامية مقاسة من خلال طرح المخاطرة النظامية من المخاطرة الكلية لكلا البنكين وللمدة من 1996-2002 .

وطبقا لمؤشر المخاطرة الكلية أو التباين Variance الذي يوضح مدى تشتت عوائد الاستثمار في الأسهم عن متوسطاتها يتبين أن المخاطرة الكلية لبنك الإسكان كانت (0.00007227) وهي اكبر بكثير من المخاطرة الكلية لأسهم البنك العربي والبالغة (0.00000221) . كما يلاحظ أن المخاطرة النظامية لأسهم بنك الإسكان كانت (0.00002534) وهي اكبر من المخاطرة النظامية للبنك العربي والبالغة (0.00000177) .

ولما كانت المخاطرة الكلية تنقسم إلى نظامية ولا نظامية فقد تم استخراج المخاطرة اللانظامية عن طريق طرح المخاطرة النظامية من المخاطرة الكلية .ومن نفس الجدول يلاحظ أن المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان بلغت (0.00004693) وهي اكبر بكثير من المخاطرة اللانظامية للبنك العربي والبالغة (0.00000044) .

إن الشركات التي تتعرض إلى مشاكل تشغيلية تتعلق بعدم قدرة الإدارة في تلك الشركات على إدارة استثماراتها بشكل كفوء يرتفع فيها مؤشر المخاطرة اللانظامية

---

\* تم حساب المخاطرة النظامية من خلال ضرب مربع معامل بيتا ( $B^2$ ) في تباين السوق ( $\sigma_m^2$ ) وبإعتماد على المعادلة الآتية :

$$\sigma_m^2 = B^2 \sigma_n^2 + \sigma_n^2 \quad (\text{ARCHER,etal,1983,P:109})$$

وبالمقابل فان انخفاض هذا المؤشر يعكس قدرة تلك الإدارات على اتخاذ القرارات المالية لإدارة استثماراتها بكفاءة عالية والتي من شأنها التقليل من هذه المخاطرة أو حذفها كلياً لأنها مخاطرة ذاتية يمكن تفاديها بتنويع الاستثمارات في مشاريع استثمارية تختلف من حيث الظروف والمخاطر التشغيلية التي تواجهها وبالتالي فان فشل احد هذه المشاريع يمكن تعويضة بعائد مشروع آخر ناجح في مستوى أدائه وعائده المتحقق .

ومن خلال ما تقدم يتضح انخفاض المخاطرة الكلية لكلا البنكين إلا إن المخاطرة الكلية للبنك العربي اقل بكثير من المخاطرة الكلية لبنك الإسكان . كما إن المخاطرة اللانظامية للبنك العربي والبالغة (0.00000044) هي اقل بكثير من مخاطرته النظامية والبالغة (0.00000177) ويعود ذلك إلى التنويع الجيد الذي من شأنه إن يحدف أو يقلل المخاطرة اللانظامية الى حد كبير. في حين ان المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان والبالغة (0.00004693) هي اكبر من مخاطرته . النظامية والبالغة (0.00002534) ويعود السبب إلى ضيق عملية التنويع الذي اقتصر على البلدان العربية فقط قياساً بالبنك العربي الذي قام بتنويع استثماراته في البلدان العربية وبلدان العالم الأخرى .

### جدول (3-15)

نتائج تحليل المخاطرة الكلية , النظامية , اللانظامية لأسهم بنكي العربي والإسكان للمدة من 1996-2002.

| المؤشر<br>البنك | الانحراف<br>المعياري | المخاطرة الكلية * | المخاطرة النظامية | المخاطرة اللانظامية ** |
|-----------------|----------------------|-------------------|-------------------|------------------------|
| البنك العربي    | 0.0006               | 0.00000221        | 0.00000177        | 0.00000044             |
| بنك الإسكان     | 0.00347              | 0.00007227        | 0.00002534        | 0.00004693             |

$$\sigma^2 = x^2 - xj$$

\*تم حساب المخاطرة الكلية حسب الصيغة التالية :

\*\* TOTAL RISK = SYSTEMATIC RISK + UN SYSTEMATIC RISK.

UNSYSTEMATIC RISK= TOTAL RISK – SYSTEMATIC RISK (VAN HORNE,1998,P:66)

## المبحث الرابع

### تحليل القيمة السوقية للأسهم

يركز المدراء الماليين على القيمة السوقية للأسهم (أسعار أسهم الشركة في السوق) كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين , وذلك لان هذه الأسعار تعكس نتائج تقويم السوق للعوائد المتوقعة للشركة خلال الزمن وللمخاطرة المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة . ويعمل المدراء الماليين على تحقيق الحد الأقصى لقيمة الأسهم العادية في شركاتهم , وكلما ازدادت الجهود المبذولة من قبلهم في هذا الصدد كلما ارتفعت أسعار أسهم شركاتهم في السوق . فأسعار الأسهم في السوق تمثل معيارا للأداء ومقياسا لإدارة الشركة من وجهة نظر المستثمرين ( العامري , 2001,ص19) . وينصب هذا المبحث على تحليل القيمة السوقية لأسهم الشركات المبحوثة .

#### أولا : تحليل القيمة السوقية لأسهم البنك العربي :

يكشف الجدول (3-16) عن القيم السوقية والدفترية لأسهم البنك العربي خلال المدة (1996-2002) . وبلغ متوسط القيمة السوقية خلال المدة (1550057142) دينار , وكانت أعلى قيمة سوقية متحققة للأسهم خلال السنة 1998 إذ بلغت (1883200000) دينار , أعلى من المتوسط بنسبة (21%) في حين كانت أدنى قيمة سوقية متحققة هي (1113200000) دينار وكانت من نصيب سنة 1996 أدنى من المتوسط بنسبة (28%) .

ومن نفس الجدول -العمود(4)- نلاحظ بان القيم السوقية للأسهم خلال المدة المبحوثة هي اكبر من قيمتها الدفترية وهذا يعني إن البنك قد حقق أرباحا عالية\* خلال تلك المدة .

\* عندما تحقق المنشأة ارباحا عالية فان القيمة السوقية للسهم تكون اعلى من قيمته الدفترية ( الميداني , 1989,ص664)

جدول (3-16)

القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأسهم البنك العربي للمدة 1996-2002.

| السنة<br>(1) | القيمة السوقية (دينار)<br>(2) | القيمة الدفترية (دينار)<br>(3) | القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية<br>(مره)<br>(4) |
|--------------|-------------------------------|--------------------------------|--|
| 1996         | 1113200000                    | 630000800                      | 1.76   |
| 1997         | 1430000000                    | 719998400                      | 1.98   |
| 1998         | 1883200000                    | 820001600                      | 2.29   |
| 1999         | 1698400000                    | 914003200                      | 1.86   |
| 2000         | 1346400000                    | 1008999200                     | 1.33   |
| 2001         | 1760000000                    | 1167936000                     | 1.5  |
| 2002         | 1619200000                    | 1286032000                     | 1.26   |
| المتوسط      | 1550057142 دينار              |                                |  |

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لنفس المدة

## ثانيا : تحليل القيمة السوقية لأسهم بنك الإسكان .

يوضح الجدول (3-17) كلا من القيم السوقية والدفترية لبنك الإسكان خلال المدة من 1996-2002 . وقد بلغ متوسط القيمة السوقية خلال المدة (220392857) دينار . أما أعلى قيمة سوقية متحققة فكانت خلال السنة 1998 وقد بلغت (277000000) دينار أعلى من المتوسط بنسبة (25%) في حين كانت أدنى قيمة سوقية للأسهم من نصيب سنة 1996 وبلغت (120750000) دينار وكانت أدنى من المتوسط بنسبة (45%) .

ويلاحظ ايضاً من نفس الجدول -العمود(4)- إن القيم السوقية للأسهم خلال السنوات 1996-1999 كانت أعلى من القيم الدفترية وهذا يعني إن البنك خلال هذه الفترة كان يحقق أرباحاً عالية , أما خلال السنوات 2000-2002 نلاحظ إن القيم السوقية المتحققة قد انخفضت عن القيم الدفترية ومعنى ذلك أن البنك قد عانى من مشكلة مالية \* خلال السنوات الثلاث الأخيرة من المدة المبحوثة .

---

\* اذا كانت القيمة السوقية للسهم ادنى من القيمة الدفترية يعني ذلك ان المنشأة تسجل حالة مشكلة مالية (Weston,etal,1996,p:676).



جدول (3-17)

القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأسهم بنك الإسكان للمدة 1996-2002

| السنة<br>(1) | القيمة السوقية (دينار)<br>(2) | القيمة الدفترية (دينار)<br>(3) | القيمة السوقية/القيمة الدفترية (مرة)<br>(4) |
|--------------|-------------------------------|--------------------------------|---|
| 1996         | 120750000                     | 81275000                       | 1.48  |
| 1997         | 260000000                     | 212350000                      | 1.22  |
| 1998         | 277000000                     | 221900000                      | 1.25  |
| 1999         | 245000000                     | 224500000                      | 1.09  |
| 2000         | 162000000                     | 236000000                      | 0.69  |
| 2001         | 236000000                     | 256000000                      | 0.92  |
| 2002         | 242000000                     | 265000000                      | 0.91  |
| المتوسط      | 220392857 دينار               |                                |   |

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لنفس المدة

## المبحث الخامس

### اختبار الفرضيات

للتحقق من معنوية التحليل وصحة الفرضيات التي قام عليها البحث , يأتي هذا المبحث ليناقد نتائج اختبار الفرضيات . حيث سبق وافترض الباحث فرضية رئيسية مفادها ( إن تنوع الاستثمارات الدولية يؤثر بشكل ايجابي ومعنوي على قيمة المنشأة ). وتتفرع من هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين وكالاتي :

**الفرضية الفرعية الأولى:** (إن العلاقة ايجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار ).

**الفرضية الفرعية الثانية:** ( إن تنوع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية ) وبغية التحقق من صحة الفرضية الرئيسية قام الباحث باختبار الفرضيتين الفرعيتين وكما يلي :

**أولاً:** اختبرت الفرضية الفرعية الأولى والقائلة ( إن العلاقة ايجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار ) من خلال تحليل الارتباط البسيط لمعرفة العلاقة بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار , وكذلك من خلال حساب قيمة (t) لمعرفة معنوية العلاقة من عدمها .

#### أ- البنك العربي :

أظهرت نتائج التحليل إن قيمة معامل الارتباط البسيط (R) تساوي (0.475) وهي علاقة موجبة طردية ضعيفة بين المتغيرين . أما قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) فقد كانت (0.225) أي إن المتغير المستقل يفسر ما مقداره (22.5%) من التغير الحاصل في المتغير المعتمد وهي قدرة تفسيرية ضعيفة . وكانت قيمة (T) المحسوبة قد بلغت (1.318) وهي اقل من قيمة (T) الجدولية البالغة (2.447) مما يدل على عدم قبولها إحصائياً , أي عدم قبول الفرضية بالنسبة للبنك العربي . والجدول (3-18) يوضح ذلك .

جدول (18-3)

نتائج تحليل الارتباط البسيط بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار (RoA) البنك العربي

| قيمة المنشأة |       |                | المتغير المعتمد                 |
|--------------|-------|----------------|---------------------------------|
| نوع العلاقة  | T*    | R <sup>2</sup> | R                               |
| غير معنوية   | 1.318 | 0.225          | 0.475                           |
|              |       |                | المتغير المستقل                 |
|              |       |                | معدل العائد على الاستثمار (ROA) |

t\* الجدولية البالغة (2.447) عند مستوى معنوية (0.05) وبدرجة حرية (1,5) .

ب- بنك الإسكان :

أظهرت نتائج التحليل إن قيمة معامل الارتباط البسيط (R) تساوي (0.875) وهي علاقة موجبة طردية قوية بين المتغيرين . أما قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) فقد كانت (0.765) أي إن المتغير المستقل يفسر ما مقداره (76.5%) من التغير الحاصل في المتغير المعتمد وهي قدرة تفسيرية قوية . وكانت قيمة (T) المحسوبة قد بلغت (9.1) وهي اكبر من الجدولية البالغة (2.447) مما يدل على قبولها إحصائيا , أي قبول الفرضية بالنسبة لبنك الإسكان والجدول (3-19) يوضح ذلك .

جدول (3-19)

نتائج تحليل الارتباط البسيط بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار

(RoA) ( بنك الإسكان )

| قيمة المنشأة |     |       | المتغير المعتمد |
|--------------|-----|-------|-----------------|
| نوع العلاقة  | T   | $R^2$ | R               |
| معنوية       | 9.1 | 0.765 | 0.875           |

\*t الجدولية البالغة (2.447) عند مستوى معنوية (0.05) وبدرجة حرية (1,5) .

**ثانياً :** سبق وافترض الباحث بان ( تنويع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية ) . ويسعى الباحث في سياق هذه الفقرة إلى تحليل اثر استراتيجية تنويع الاستثمارات في تقليل المخاطرة الكلية . الجدول (3-20) يوضح نتائج تحليل المخاطر الكلية , النظامية , اللانظامية , لبنكي العربي والإسكان خلال المدة 1996-2002. ونلاحظ من الجدول ما يلي :

أ- إن المخاطرة اللانظامية للبنك العربي تساوي (0.00000044) وهي اقل بكثير من مخاطرته النظامية والبالغة (00000177) وسبب ذلك هو التنويع الجيد للاستثمارات الذي من شأنه أن يتفادى أو يقلل المخاطرة اللانظامية إلى حدها الأدنى .

ب- إن المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان تساوي (0.00004693) وهي اكبر من مخاطرته النظامية والبالغة (0.00002534) ويعود السبب إلى ضيق التنويع الذي اقتصر على البلدان العربية فقط مقارنة بالبنك العربي الذي نوع استثماراته في الدول العربية ودول العالم الأخرى . والجدول (3-21) يوضح الدول المضيفة لفروع كلا البنكين .

### جدول (3-20)

نتائج تحليل المخاطرة الكلية , النظامية , اللانظامية لبنكي العربي والإسكان .

| المخاطرة اللانظامية | المخاطرة النظامية | المخاطرة الكلية | المؤشر<br>البنك |
|---------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 0.00000044          | 0.00000177        | 0.00000221      | البنك العربي    |
| 0.00004693          | 0.00002534        | 0.00007227      | بنك الإسكان     |

ج – إن المخاطرة الكلية للبنك العربي بلغت (0.00000221) أما المخاطرة الكلية لبنك الإسكان فكانت (0.00007227) إذ يلاحظ إن المخاطرة الكلية لكلا البنكين منخفضة نظراً لاتباعهما استراتيجيات التنويع , إلا إن المخاطرة الكلية للبنك العربي هي أقل بكثير من المخاطرة الكلية لبنك الإسكان وذلك لأن البنك العربي قام بتنويع استثماراته في مجموعة من دول العالم بالإضافة إلى الدول العربية , أما بنك الإسكان فقد اقتصر تنويع استثماراته على مجموعة من الدول العربية فقط . لذلك نرى بان المخاطرة الكلية للبنك العربي كانت أقل بكثير من المخاطرة الكلية لبنك الإسكان , وهذا ما يؤكد صحة الفرضية القائلة ( إن تنويع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية ).

### جدول (3-21)

#### الدول المضيفة لفروع البنك العربي وبنك الإسكان

| الدول المضيفة للفروع *   |   | البنك        |
|--|---|--------------|
| الأجنبية   | العربية   |              |
| فرنسا , قبرص, اليونان, ايطاليا, أسبانيا, بريطانيا, الولايات المتحدة, كوريا, سنغافورة, الصين, هونغ كونغ | الأردن, فلسطين, لبنان, البحرين, قطر, مصر, اليمن , المغرب, الجزائر, الإمارات العربية . | البنك العربي |
|  | الأردن, فلسطين, البحرين, الجزائر , سوريا, الإمارات العربية. ليبيا                     | بنك الإسكان  |

\*1- التقرير السنوي للبنك العربي لسنة 2002, ص: 62-63  
2- التقرير السنوي لبنك الاسكان لسنة 2002, ص: 37.

## الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول : الاستنتاجات

المبحث الثاني : التوصيات

## المبحث الأول

### الاستنتاجات Conclusions

أولاً: الاستنتاجات المستخلصة من الدراسة النظرية .

أ- بالنظر لاختلاف الدول وعدم ارتباط دوراتها الاقتصادية بشكل وثيق فان تنويع الاستثمارات في دول مختلفة يؤدي إلى تخفيض المخاطر وزيادة العوائد طالما إن عوائد الموجودات في البلدان المختلفة غير مرتبطة بصورة تامة .

ب-إن التنويع الدولي للاستثمارات يعطي انخفاضا جيدا وسريعا في مخاطرة المحفظة ذات العدد المحدود من الأوراق المالية التي يتراوح عددها بين (15-20) ورقة مالية.

ج- إن مخاطرة سعر الصرف هي مخاطرة إضافية للاستثمارات وان معظم هذه المخاطر يمكن التحوط ضدها بأسواق الصرف الأجنبية الأجلة إلا إن الاحاطة التامة لم تكن سهلة بدون معرفة معدل عائد العملة الأجنبية .

د- بالرغم من النمو السريع للاستثمار الدولي إلا انه غير واسع الانتشار في العديد من الدول , وذلك بسبب انتشار وتفشي بعض الأفكار الخاطئة والقيود .

هـ - هناك بعض التلاعب بأسعار الأوراق المالية في العديد من الأسواق المالية الأجنبية لذا يجب على الدول اعتبار مثل هذه التصرفات غير قانونية للحد منها ( مثلا الولايات المتحدة الأمريكية تعتبره تصرف غير قانوني ).

### ثانيا : الاستنتاجات التطبيقية

أ- أظهرت نتائج تحليل معدل العائد على الاستثمار (ROA) انخفاض هذا المعدل للبنك العربي إذ بلغ (0.0096) في حين بلغ معدل العائد على الاستثمار لبنك الإسكان (0.0144) , أي انخفاض معدل العائد على الاستثمار للبنك العربي مقارنة ببنك الإسكان وذلك بسبب انخفاض صافي الدخل وارتفاع إجمالي الموجودات للبنك العربي خلال المدة قياسا ببنك الإسكان .



ب- أظهرت نتائج تحليل معدل العائد على حق الملكية (ROE) . ان هذا المعدل للبنك العربي يساوي (0.133) في حين كان معدل العائد على حق الملكية لبنك الإسكان يساوي (0.0825) أي انخفاض معدل العائد على حق الملكية لبنك الإسكان مقارنة بالبنك العربي وذلك بسبب انخفاض صافي الدخل وارتفاع حق الملكية لبنك الإسكان خلال المدة قياسا بالبنك العربي.

ج- أظهرت نتائج تحليل المخاطرة اللانظامية ما يلي :

1- إن المخاطرة اللانظامية للبنك العربي تساوي (0.00000044) وهي اقل بكثير من مخاطرته النظامية والبالغة (0.00000177) ويعود ذلك الى التنوع الجيد للاستثمارات الذي من شأنه أن يحذف أو يقلل المخاطرة اللانظامية إلى حد كبير .

2- إن المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان تساوي (0.00004693) وهي اكبر من مخاطرته النظامية والبالغة (0.00002534) ويعود السبب إلى ضيق عملية تنوع استثماراته الذي اقتصر على بعض البلدان العربية قياسا بالبنك العربي الذي قام بتنوع استثماراته في العديد من الدول العربية ودول العالم الأخرى .

د- أظهرت نتائج تحليل المخاطر الكلية إن المخاطرة الكلية للبنك العربي تساوي (0.00000221) أما المخاطرة الكلية لبنك الإسكان فكانت (0.00007227) . ويلاحظ انخفاض المخاطرة الكلية لكلا البنكين , إلا إن المخاطرة الكلية للبنك العربي هي اقل بكثير من المخاطرة الكلية لبنك الإسكان .

هـ - إن الفقرات ( ج - د ) اعلاة تدعم صحة الفرضية القائلة ( إن تنوع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية ).

و- إن نتائج الاختبار الإحصائي للفرضية الفرعية الأولى والقائلة (إن العلاقة

إيجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار ) أكدت ما يلي :

1- عدم تناسب معدل العائد على الاستثمار مع قيمة المنشأة للبنك العربي ويستدل على ذلك من خلال معامل الارتباط البسيط الذي بلغ (0.475) وهو ارتباط ضعيف , ومما يدعم نتائج التحليل هو قيمة (t) المحسوبة التي كانت اقل من قيمتها الجدولية , أي إن العلاقة بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار لم تكن معنوية . ويتبين مما تقدم أن معدل العائد على الاستثمار لا يتناسب مع قيمة المنشأة .

2- أظهرت نتائج الاختبارات الإحصائية وجود علاقة معنوية بمستوى (95%) بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار لبنك الإسكان وهذا يعني قبول الفرضية . أي أن معدل العائد على الاستثمار يتناسب مع قيمة المنشأة لبنك الإسكان .

ز- أظهرت نتائج التحليل أن القيمة السوقية للبنك العربي خلال المدة المبحوثة كانت اكبر من القيمة الدفترية ومعنى ذلك أن البنك العربي قد حقق أرباحا عالية خلال المدة , أما بالنسبة لبنك الإسكان فقد كانت القيم السوقية للأسهم خلال السنوات (1996-1999) أعلى من القيم الدفترية وهذا يعني إن البنك قد حقق أرباحا عالية خلال هذه المدة . أما خلال السنوات (2000-2002) فكانت القيم السوقية للأسهم اقل من قيمها الدفترية , وهذا يعني إن البنك قد عانى من مشكلة مالية خلال السنوات الثلاثة الأخيرة من المدة المبحوثة .

ح- ويستنتج من تحقيق الفرضيتان الفرعيتان الأولى والثانية ان هناك اثر لتتنوع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة.

## المبحث الثاني

### التوصيات Recommendations

يتضمن هذا المبحث أهم التوصيات التي توصل إليها الباحث في ضوء الاستنتاجات الواردة في المبحث الأول من هذا الفصل , والتي يمكن الأخذ بها من قبل المنشآت التي ترغب بتنويع استثماراتها دولياً بهدف التقليل من المخاطر وتعزيز العوائد . ويمكن تحديد هذه التوصيات كما يلي :

#### أولاً: التوصيات العامة:

أ: ضرورة الدقة في اختيار الأوراق المالية الدولية من قبل المنشأة التي ترغب بالاستثمار في تلك الأوراق ومراعاة درجة الارتباط بين عوائد هذه الاستثمارات عند اعتماد سياسة التنويع , فالعبرة هي ليست بحجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار الفردي بل بأثر هذا التنويع على المخاطرة الكلية للمحفظة .

ب : عند قيام المستثمر بالاستثمار في الأوراق المالية الدولية يجب عليه ان يحدد درجة التناسب بين ما يتحقق من عائد على هذه الأوراق وما يصاحب هذا العائد من مخاطر .

ج : ينبغي للمستثمر القيام بدراسة الفرص الاستثمارية المتاحة أمامه وبصورة دقيقة قبل اتخاذ القرار الاستثماري وذلك للمحافظة على موارده المالية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية الأكثر ملائمة .

د : ينبغي للمستثمر ان يعتمد أسس التنويع السليمة لتنويع استثماراته والتي تأخذ بنظر الاعتبار درجة الارتباط بين عوائد تلك الاستثمارات فضلاً عن تنويع مصادر تلك الاستثمارات جغرافياً .

هـ : بالرغم من إن التنويع يقلل من المخاطر إلا انه لا ينبغي على المنشأة المغالاة في عملية التنويع إذ قد يترتب على ذلك بعض الآثار العكسية غير المرغوبة.

### ثانياً: التوصيات الخاصة:

أ: على المنشأة إن تسعى إلى تشكيل محفظتها الاستثمارية بحيث يكون معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها اقل ما يمكن .

ب : يستطيع المستثمرون في الأسواق الدولية من استخدام خيارات العملة وعقود الصرف الأجنبية الآجلة للتحوط من خطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

ج : يتعين على بنك الاسكان التوسع وتنويع استثماراته في عدة قارات من العالم وتجاوز وضعه الحالي المقتصر على عدد من الدول العربية .

د : يتعين على البنك العربي الاستثمار في التوسع وتنويع استثماراته في كل الدول العربية وكذلك في دول امريكا الجنوبية.

### ثالثاً: مقترحات :

أ: على المصارف العراقية الاتجاه نحو الدولية وذلك من خلال رسم خطة استراتيجية لتنويع استثماراتها في دول عربية واجنبية في عدة قارات من العالم .

ب: اجراء دراسة مقارنة للمصارف المبحوثة (الاردنية) مع مصارف عالمية المستوى

ج: اجراء دراسة اخرى على منظمات غير مصرفية ، كالصناعية مثلاً .

## المصادر References

أولاً : المصادر باللغة العربية (Arabic References).

أ –النشرات والتقارير Reports & Documents

- 1-النشرات السنوية لسوق عمان للأوراق المالية من السنة (1996-2002)
- 2- تقارير مجلس إدارة البنك العربي والميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر من السنة (1996-2002)
- 3- تقارير مجلس إدارة بنك الإسكان والميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر من السنة (1996-2002)

ب- الكتب (Books)

- 4- جابر , محمد صالح " الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية " ط1 مؤسسة الفليج للطباعة والنشر – الكويت 1982.
- 5- جمعة , السعيد فرحات " الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة " دار المريخ للنشر , الرياض , المملكة العربية السعودية 2000.
- 6- حاتم , سامي عفيفي " التجارة الخارجية , التنظير والتنظيم " الدار المصرية اللبنانية , ط2 , 1994.
- 7- الحناوي , محمد صالح " الإدارة المالية والتمويل " الدار الجامعة – بيروت 1995.
- 8- حنفي , عبد الغفار وقرياقص , رسمية " أساسيات الاستثمار والتمويل " مؤسسة شباب الجامعة , الإسكندرية , 2000.
- 9- درغام , دريد " أساسيات الإدارة المالية الحديثة " الجزء الثاني , دار الرضا للنشر , ط1 , 2000.
- 10- رمضان , زياد سليم " مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي " ط1 , دار وائل للطباعة والنشر 1998.
- 11- رمضان , زياد سليم وجودة , محفوظ احمد " إدارة البنوك " ط1 , 1995

- 12- سالم , عبد الله مهنا ومطر , محمد عطية " مبادئ الاستثمار " الهيئة العامة للتعليم التطبيقي - الكويت , لاتا .
- 13- السيد , إسماعيل محمد " الإدارة الاستراتيجية - مفاهيم وحالات تطبيقية " الدار الجامعة الإسكندرية 2000.
- 14- الشماع , خليل محمد حسن " الإدارة المالية " ط4 , بغداد , 1992.
- 15- الشمخي , حمزة والجزراوي , إبراهيم " الإدارة المالية الحديثة - منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات " بغداد , 1998.
- 16- ألعامري , محمد علي إبراهيم " الإدارة المالية " بغداد , جامعة بغداد , 2001.
- 17- العمار , رضوان وليد " أساسيات في الإدارة المالية - مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل " ط1 , دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع , 1997.
- 18- عبد الغفار , هناء " الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية - الصين أنموذجاً " ط1 , بيت الحكمة , بغداد , 2002.
- 19- الطائي , غازي محمد صالح " الاقتصاد الدولي " دار الكتب للطباعة والنشر , الموصل , 1999.
- 20- ألولوزي , سليمان احمد وزوليف , مهدي حسن والطراونة , مدحت إبراهيم " إدارة البنوك " ط1 , عمان , 1997.
- 21- مطر , محمد " إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العلمية " ط2 , مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع , عمان , الأردن , 1999.
- 22- الموصلي " البورصة " دمشق 2003 .
- 23- الميداني , محمد ايمن عزت " الإدارة التمويلية في الشركات " جامعة الملك فهد للبترول والمعادن , الظهران , 1989.
- 24- النقاش , غازي عبد الرزاق " التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية " ط1 , 1996.
- 25- هندي , منير صالح " الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر " ط2 , المكتب العربي الحديث - الإسكندرية , 1989.

26- هندي , منير إبراهيم " أدوات الاستثمار في أسواق راس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار " المؤسسة العربية المصرفية ABC ( البحرين ) , 1993.

27- الهواري , سيد " الاستثمار والتمويل " دار الجيل للطباعة , جمهورية مصر العربية , 1979.

28- وستون , فرد وبرجام , يوجين ( ترجمة ) د. عبد الرحمن دعالة , عبد الفتاح السيد سعد النعماني , " التمويل الإداري " الجزء الثاني , دار المريخ للنشر , الرياض , 1993.

### ج- الرسائل والاطاريح الجامعية .

29- الحسيني , عبير محمد جاسم " العلاقة بين مصادر التمويل المحلي للاستثمار والاعتماد على تدفق راس المال الأجنبي " رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية , كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة بغداد , 1999.

30- الجنابي , لميس محمد مطرود " إدارة محفظة الأسهم العادية في إطار نموذجي CAM و SMP " رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال . كلية الإدارة والاقتصاد – الجامعة المستنصرية , 2000.

31- ألعامري , محمد علي إبراهيم " اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة " أطروحة دكتوراه في فلسفة علوم إدارة الأعمال . كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة بغداد 1990.

32- ألعلي , اسعد حميد عبيد " بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية " رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال – كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة بغداد , 1997.

33- محمد , حاكم محسن " تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة " أطروحة دكتوراه في فلسفة علوم إدارة الأعمال – كلية الإدارة والاقتصاد – الجامعة المستنصرية , 1995.

34- الو نداوي , هشام طلعت عبد الحكيم " اثر الميزة التنافسية في الأداء ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة " أطروحة دكتوراه في فلسفة علوم ادارة الأعمال – كلية الإدارة والاقتصاد . الجامعة المستنصرية ,2002.

#### د- الدوريات:

35- الهاشمي , أبو طالب عبد المطلب " شركات الاستثمار المالي في العراق بين الواقع والطموح " مجلة دراسات اقتصادية , العدد الثالث , بيت الحكمة – بغداد ,2001.

36- ألعامري , محمد علي إبراهيم " الأساسيات المعرفية للسندات " المجلة العراقية للعلوم الإدارية – المجلد الأول , العدد الثالث , جامعة كربلاء – 2002.

37- ألعامري , محمد علي إبراهيم " سعر الصرف الأجنبي : مدخل نظري " المجلة العراقية للعلوم الإدارية – المجلد الأول العدد الثاني , جامعة بابل – 2001.

38- عبد الحسن , صلاح والسامرائي , هناع عبد الغفار " الاستثمارات الأجنبية : المسوغات والأخطار " حلقة نقاشية – سلسلة المائدة الحرة -25- بيت الحكمة – بغداد – العراق , 1998.

39- عريبي , عبد الرزاق محمد " الشركات المتعددة الجنسية وتدويل الإنتاج والاستثمار " مجلة الرشيد المصرفي , العدد الأول – السنة الأولى , 2000 .

40 – مجلة الدراسات المالية والمصرفية " البدائل الرئيسية لاستراتيجية محافظ الاستثمار الدولي " المجلد الرابع – العدد الثاني , الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية , 1996.



ثانيا : المصادر باللغة الإنكليزية : **Second: Foreign References**

**A- Books :**

- 41- Atrill , Peter " **Financial management For non - Specialists**" 2<sup>nd</sup> , ed ., Prentice, Hall ,2000.
- 42- Archer,H.Stephen and choate . G Marc and Racette , George," **Financial management**" 2<sup>nd</sup> ,ed., N.Y. john Wiled and sons,1983.
- 43- Arnold, Glen" **Corporate financial management**" First published in Great Britain in 1998.
- 44- Bin Hammer , H-H .and Sephton ,Peters," **Money Banking and the Canadian Financial System** "7<sup>th</sup>, ed, 1998.
- 45- Block ,B-Stanley and Hirt ,A. Geoffrey ." **Foundations of Financial management**" ,9<sup>th</sup> , ed.,MCGraw–Hill companies,INC,2000.
- 46- Bodie,Zvi and Kane, Alex and Marcus, j Alan, "**Investments**" 4<sup>th</sup> , ed. MC Graw- Hill , companies, INC ,1991 .
- 47- Bodie ,Zvi and Kane, Alex, and Marcus,j-Alan"**Essentials of Investments** "4<sup>th</sup> ,ed.,MCGraw- Hill ,companies,Inc 2001.
- 48- Brealey,A-Richard and Myers ,C-Stewart," **Principles of Corporate finance**," 4<sup>th</sup> ,ed. MC Graw –Hill ,Inc ,1991.

- 49- Brealey , A-Richard and Myers ,C-Stewart" **Principles of Corporate finance**," 4<sup>th</sup> ,ed.,MC Graw –Hill Book company ,Inc 1996.
- 50- Brealey,A-Richard and Myers , C-Stewart," **principles of corporate finance**", 5<sup>th</sup> ed., Grew – Hill , companies ,Inc 1996 .
- 51- Carlson ,B. Charles " **the individual investor Revolution** "Mc Graw –Hill companies,inc.1998.
- 52- Elton,j. Edwin and Gruber,j. Martin," **Modern portfolio theory and Investment analysis**" 5<sup>th</sup> ed. John Wily & sons, Inc ,1995 .
- 53- Fabozzi,J-Frank and Modigliani, Franco," **Capital Markets institutions and instruments**" 2<sup>nd</sup> , ed- prentice – Hall ,inc 1996.
- 54- Francis ,jack Clark ," **investment analysis and Management**", 5<sup>th</sup> , ed., MC Graw – Hill ,inc ,1991.
- 55- Gitman, Lawrence's" **principles of Managerial**" ,9<sup>th</sup> , ed.,N.Y , Donnelly and sons company, 2000.
- 56- Gup ,E-Benton," **Principles of financial Management**" John walley and sons ,inc,U.S.A.,1983
- 57- Hirt,A –Geoffrey and Block,B.Stanley ,"**Fundamentals of investment Management**" ,2<sup>nd</sup>, ed.Home Wood , Illinais.1986.
- 58- Howells, Peter and Bain, Keith, "**Financial Markets and institutions**" 3<sup>rd</sup> , ed. Pearson Education Limited,2000.
- 59- Johnson, J-Hazel,"**Global financial Institutions and Markets**" , First published ,2000.

- 60- Jones,p.Charles," **Investment: Analysis and Management** ", 7<sup>th</sup>,ed.,John Wiley& sons , INC,2000.
- 61-Madura,Jeff,"**International Financial Management**", 6<sup>th</sup>,ed.,south- western college publishing,2000.
- 62- Merriam-"**webesters collegiate dictionary**", 10<sup>th</sup> ,ed. Merriam webester,incoebporated,1999..
- 63-Mclaney ,EJ ," **Business Finance: theory and practice**" , 5<sup>th</sup>,ed.,prentice Hall ,2000.
- 64-MC,Menamin,Jim,"**FinancialManagement**",Rontiedge,pud-inc,London and M.Y,1999.
- 65- Rao ,K.S.Ramesh," **Financial Management concept and Applications**" 2<sup>nd</sup>,ed.,Macmillan publishing company ,1992.
- 66- Rose,s- peter," **commercial bank management**" 4<sup>th</sup>,ed.,mc-Graw –Hill companies,inc,1999.
- 67- Ross, A. Stephen and westerfield, W. Randolph and Jordan,D.Bradford,"**Essentials of corporate finance**" .MC-Grew –Hill companies,inc,1996.
- 68- Ross,A.Stephen and Westerfield,W.Randolph and garden ,D.Bradford," **Fundamental of Corporate**" Alternate,ed.MC – Grew Hill ,companies,1998.
- 69- Samuels,J.M,and Wilkes,F.M. and Brayshaw,R.E,"**Management of company Finance**",6<sup>th</sup>,ed.chabman and Hall ,London,1995.

70 Saunders,Anthony,"**Financial institutions Management Amodarn perspective**"2<sup>nd</sup>,ed.MC Grew-Hill ,Companies,inc 1997.

71-Sharpe,F.William and Alexander,J.Gordon, "**Investments**"4<sup>th</sup>,ed.prentice-Hall –inc,1990.

72- Solni:Kruno,"**International Investments**",4<sup>th</sup>,ed.,Addison Wesley longmen,inc.2000.

73- van horne ,c.games ."**financial management and policy**",II<sup>th</sup> ,ed.,prentic –hall inc,1998.

74- van horne,c.James."**financil management and policy**" I I<sup>th</sup>,ed.prentic-hall ,London ,u .k .,2000.

75- Weston ,J.Fred and basely Scott and Brigham ,F.Eugene,"**essential of managerial finance** " , I I<sup>th</sup>,ed the Dryden press ,1996.

76- Weston ,J.Fred and copelaand,E.Thomas"**managerial finance**".2<sup>nd</sup> ,.cassell educational limited.1988.

### **B-periodicals:**

77- Fatemi,M,Ali"**share holder benefits from corporate international diversification**" the Jornal of finance, vol,39,No.5 docember,1984.

78- Frankfurter,M.George and Phillips,E, Herbert" **portfolio selection: An analytic approach for selecting securities from**

**alarge universe**" the Journal of financial and quantitative analysis," VOL ,xv,On 2,June,1980.

79- Krasker,S.wiliam" **Minimax behavior in portfolio selection**" the Journal of finance,vol .XIVII ,No, 2,May 1982.

### **C- Internet**

80- Brooks, Robin and Negro, Marco DEL " **international diversification strategies**" ,2002 web site at [http: w w w . frbatianta .org](http://www.frbatianta.org).

81- Eichholtz ,P.M.A. " **Does international diversification work better for real astute than it does for stocks and bonds?** " , 2003 – [http/ w w w yahoo – com](http://www.yahoo.com).

82- Gottschalk ,Ricardo, " **Lenders and investors international portfolio allocation decisions: what do we know?** " ,2001.[http/w w w . yahoo – com](http://www.yahoo.com) .

83- Royal Bank ." **international strategic portfolio Account**",2003 . web site/ [w w w . rbcprivatc banking . com](http://www.rbcprivatebanking.com) .

## ABSTRACT

The international investments variety considers one of the modern strategies adopted by the international works organizations like banking organizations. These organizations endeavor to face probabilities of the fluctuation in its investments returns during study and analysis returns to this investments and also risk accompanied to them in the past, and diversity the portfolios of its investmental protector in the different sectors and countries. The organizations which are within the international markets have ability to reduce the risk will face. In other words, conduct to diversity the international operation in order to diminish the sensitivity of its performance for local economy circumstances and environmental variations in the markets which will enter within, for that importance, this research regards as an attempt to state effect of variety of the international investments on a value of firm for two bank from international Jordanian bank like (Arabian bank and housing bank) in the period from (1996 to 2002) emphasizing on the case represented in a question (is there effect to diversity the international investments on a value of firm) for fulfilling an essential aim is (acquaintance and exhibitance the ideas to an effect of the variety in the international investments on a value of firm). Now and to accordance to main hypothesis which is said that (Variety of the international investments have positive effect on the value of firm). This hypothesis divides in two branches :-

1. There is positive and moral relation between value of firm and rate of the return on investment.
2. Variety of investment reduces from the total risk.

This research includes four chapters, The first deals theoretical aspect, yet, the second chapter specialized to review the previous studies which

have a relationship in the subject of the research and methodicalism of the research ,whereas, the third chapter deals the practical and applied aspect of the research , yet ,the fourth chapter deals the conclusions and recommendations deduced and extracted the research .

The researcher depended on the annual reporters of two banks in all data and informations from the period (1996 to 2002) and used analysis style in the correlation coefficient , limitation coefficient and testing "T" in the analysis results for asserting reality of the hypotheses remembered former and rely on the results of analysis .The researcher attained several of conclusions , one of them was important related to rejection the first subordinate hypothesis with regard to the Arabian Bank, while , hypothesis accorded with respect to the housing Bank .Whilst the second subordinate hypothesis were accepted as subjects of research. One of the important recommended By the researcher is the establishment must endeavors to create its investmental portfolio so that correlation coefficient is less between its investments returns.

**EFFECT OF DIVERSIFICATION  
INTERNATINAL INVESTMENTS  
ON VALUE OF FIRM**

**A Thesis Submitted**

**To the Council of the Collge of Economics and  
Administration , Kerbela university as a partial  
fulfillment of the Master Degree in Business  
Management Sciences**

**by**

**MAHMOUD FAHAD ABD ALL AL-DELAAME**

**Supervised by**

**PROF DR.HAKIM MOHEMED**

**APRIL 2005**