

اثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة – دراسة تطبيقية في مصارف دولية أردنية

أ.د. حاكم محسن محمد
جامعة كربلاء
كلية الإدارة و الاقتصاد

م.م. محمود فهد عبد علي
جامعة كربلاء
كلية الإدارة و الاقتصاد

المقدمة :

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

فان 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 , فان تعرض احدها إلى هذه المخاطر سلم الآخر منها . ونستشهد بما جاء في القرآن الكريم من قول الله سبحانه وتعالى وعلى لسان نبيه يعقوب عليه السلام موصيا أولاده بقوله: ﴿ يا بني لا تدخلوا من باب واحد وادخلوا من أبواب متفرقة ﴾^١ وذلك لدفع احتمالات الخطر فان تعرض احدهم للخطر سلم الآخر منه .

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 .

^١ - سورة يوسف الآية ٦٧

فالمؤسسات 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 اثر تنويع الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة لمصرفين من المصارف الدولية الأردنية وهما : (البنك العربي وبنك الإسكان) للفترة من (١٩٩٦-٢٠٠٢) مركزا على مشكلة متمثلة في ((هل هناك اثر 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 :

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

٢- إن تنويع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية .

اولاً: مفهوم وطبيعة الاستثمار

ا: المفهوم والأهمية (Concept and importance):

قبل الشروع بمناقشة مفهوم الاستثمار , لابد من التعرض لهذا المفهوم من الناحيتين اللغوية والاقتصادية . فمن الناحية اللغوية يعزف 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 , ٢٠٠٢ , ص ١٣) . 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 , ١٩٩٩ , ص ٣) . فدخل الفرد أو المنشأة عن فترة زمنية محددة (شهر مثلاً) هو جملة عوائد خدمات عوامل الإنتاج المملوكة خلال تلك الفترة ممثلة في صورة نقدية . وتعتبر فوائض الدخول 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 -٢٤ (١٥).

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 , ١٩٧٩ , ص ٤٣). كما يعرف بأنه عملية تخصيص أو توزيع أموال المنشأة بين الموجودات المتداولة (استثمارات قصيرة الأجل) والموجودات الثابتة (استثمارات طويلة الأجل) (العامري , ٢٠٠١ , ص ١٠) وعرفه الشماع بأنه "توظيف الأموال في الموجودات المتنوعة (متداولة , ثابتة , وأخرى) " (الشماع ١٩٩٢ ص ١). وعُرف بأنه : "سلسلة من المصروفات تتبعها سلسلة من الإيرادات في فترات زمنية متعاقبة" (العمار , ١٩٩٧ , ص ١١٧).

ويعنى 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 , ٢٠٠١ , ص٦٤).

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 (١٥٨ : Mc.Menamini, ١٩٩٩). 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 النتائج عن هذا الاستثمار ومخاطرة هذه الأرباح (العامري , ٢٠٠١ , ص١٠).

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 يوقف
فيما بينها . وهذه العوامل هي: (جابر , ١٩٨٢ص ٢٩-٣٠)

١. العائد (Return):

أن العائد على الاستثمار هو الأرباح المتحققة والمكاسب الرأسمالية, ويحصل
المستثمر على هذا العائد مقابل ما يطلق عليه بالترفضيل 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 .

٢. 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
مناسبا مع العوائد المحتملة . وسيناقش موضوع العائد والمخاطرة بشئ
من التفصيل في المباحث القادمة .

٣. 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 استثمار ماليا . فأسهم بعض الشركات قد لا تعطي نتائج مرغوبة في سنواتها الأولى إلا إنها قد تصبح استثمارات جيدة بعد ثلاث أو أربع سنوات مثلا

ب : 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 , ١٩٩٨ . ص ٣٥-٣٧):

١. المعيار الجغرافي :

يمكن تبويب الاستثمارات بموجب هذا المعيار إلى استثمارات محلية (Local investments) واستثمارات خارجية (Foreign investments):

(أولاً) - 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 .

(ثانياً) - 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 portfolio investments) 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 تغير (Madura, ٢٠٠٠, p; ٣٢) . ويعتبر التنوع (diversification) من العوامل الأساسية في جذب الاستثمارات الأجنبية (Archer, etal, ١٩٨٣, p; ٧٤٢) . ويساعد التنوع الدولي للاستثمارات على تحسين إنجاز وأداء التكيف للمخاطر في المحفظة الاستثمارية (Solnik, ٢٠٠٠, p; ١٠٨) . فالتنوع 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 , (Madera, ٢٠٠٠, p; ٣٧٦) . ويضيف الاستثمار الخارجي عنصرين إلى

عملية الاستثمار غير موجودين في الاستثمار المحلي الخالص وهما : اختيار البلد والتعرض لأسعار الصرف .(Elton,Gruber,١٩٩٥,p;٢٨٥).

٢. 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 الإشكال القانونية كالأسهم والسندات . (Hirt&Block,١٩٨٦,p;٥)

(اولاً)- 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 ثورة 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 , ص ٤٠).

(ثانياً) - 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,, ١٩٩٨ ص-٤٠-٣٩) (سالم ومطر , لاتا , ص ٤١) .

ج : الاستثمارات الدولية (International investments):

١ . 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 والسماسة (مطر , ١٩٩٩,ص٦٢) . 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 (٨٠٧, Francis, ١٩٩١, p). 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 (foreign portfolios investment). وفي سياق هذه الفقرة لا بد من تسليط الضوء على مفهوم وطبيعة كلا النوعين :

(اولا) 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) أصلاً إنتاجياً في بلد آخر (البلد المضيف) بقصد إدارته (عبد الغفار ، ٢٠٠٢، ص ١٤). يتضح مما سبق بأن الاستثمار الأجنبي المباشر هو استثمار حقيقي طويل الأجل في أصول إنتاجية ، ويعني ضمناً : إن المستثمر الأجنبي يمارس درجة مهمة من التأثير والسيطرة على إدارة المشروع المقام في بلد آخر غير بلدة الأم .

(ثانياً) مفهوم الاستثمار الأجنبي غير مباشر :

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 يجوز للمستثمرين 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 التامين) أو من قبل الأفراد حيث يوفر المستثمرون في المحافظ الدولية عادة راس المال النقدي من خلال شراء حصص شركة (أسهم وسندات) وبدون المشاركة في إدارتها . وتتم هذه المعاملات في الأسواق المالية بنسبة 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 , ٢٠٠٢, ص١٧).

٢. دوافع الاستثمار الدولي : (International investment motives):

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

(اولاً) 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 أوروبا الشرقية خلقت ظروفًا

اقتصادية مناسبة هناك وجذبت المستثمرين ورجال الأعمال الأجانب (Madura, ٢٠٠٠, p:٥٧) . 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 , وسيقلل التنوع من المخاطرة الكلية . وترتبط المخاطرة النظامية بعوامل السوق وحساسية عوائد الشركة للتغيرات في عوامل السوق , وقد تقلل حقيقة أن الشركة تعمل في سوق عالمي واسع بدلا من سوق محلي منفرد , من حساسية عوائدها اتجاه التغيرات في عوامل السوق (Mc.Menamini, ١٩٩٩, p:٣٨٨).

(ثانياً) 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 (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, ١٩٩٩,p;٣٨٨).

(ثالثاً) 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 في الصناعات والتي قد لا تكون متوفرة في بلدانهم (Madura, ٢٠٠٠,p:٥٨) فالتنويع الدولي يخفض من المخاطر بواسطة إزالة التقلبات غير المنتظمة

ويدون التضحية بالعائد المتوقع ويمكن ان ترتفع العوائد من النمو السريع للاقتصادات والشركات الموجودة حول العالم، او ببساطة من مكاسب العملات النقدية وتداولها. (Solnik, ٢٠٠٠, p:١٣٠)

(رابعاً) الدوافع السلوكية : (Behavioral motives) :

وذلك لمجاراة المنافسة والتي قد تعمل بنجاح في دولة أجنبية , أو كقياس دفاعي لتجنب فقدان أو خسارة الأسواق . (Mc.Menamin, ١٩٩٩, p; ٣٨٨)

(خامساً) 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 فان أداء هذا النوع من الاستثمارات يعتمد بصورة كبيرة على حركة العملة خلال الأفق الاستثمارية (Madura, ٢٠٠٠, p; ٥٨)

(سادساً) طلب المعلومات والخبرة والمعرفة :

وذلك من خلال الحصول على فرص التقنية أو الخبرات الإدارية (النقاش, ١٩٩٦, ص٥٦) إذ لا توجد دولة منفردة تمتلك كل التكنولوجيا

المتقدمة , لذلك فان الشركات تتحول إلى دولية للبحث عن الأفكار الجيدة والعلوم التكنولوجية الأساسية (Weston ,etal, ١٩٩٦, p; ٧٦٠).

٣- 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, ٢٠٠٠, p: ٤٨-٤٩):

(اولاً) 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 بتقسيم الأرباح المحتملة بعد الضريبة من الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية.

(ثانياً) 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.

(ثالثاً) 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 .

٤ . 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 خارجياً من أجل 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, ٢٠٠٠, p:١٣٨-١٣٩). وبعض الأقطار تحدد مقدار الربح الذي يمكن أعادته بواسطة المستثمرين الأجانب إلى بلدانهم (McInaney, ٢٠٠٠, p:٣٧٨) وأخيرا ولأن البيئة التنظيمية تكون مسيطرا عليها محليا , فان المستثمرين الأجانب سوف يواجهون مشكلة التغلب على الأحكام والتنظيمات المختلفة في كل سوق (Saunders, ١٩٩٧, p:٤٩٠) .

ثانياً: التنوع ونظرية المحفظة (Diversification and portfolio

(theory

أ. التنوع (Diversification):

١. 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 التنويع هو دخول المنشأة في مجالات أعمال مختلفة من اجل توزيع ونشر المخاطر وزيادة مصادر العوائد " (السيد , ٢٠٠٠, ص ٢٤٦)

أما في مجال الاستثمارات المالية يعرف التنويع بأنه " عملية مسك استثماريين أو أكثر في إن واحد " (Archer,etal, ١٩٨٣, p:١١٩) كما يعرف بأنه " عملية دمج الموجودات بطريقة تقلل من مخاطرة المحفظة (Johnson, ٢٠٠٠, p:١١٩), كذلك يعرف بأنه " توزيع أو نشر راس المال المخصص للاستثمار على مجموعة من الموجودات بهدف تقليل المخاطر وزيادة العوائد" (Ross,etal, ١٩٩٦, p:٢٨٦) ويعرف أيضا بأنه " عملية تقليل المخاطرة بواسطة تشكيل المحافظ من الأوراق المالية ذات العوائد المرتبطة بصورة غير تامة " (Rao, ١٩٩٢, p:٣٠٦) , (Carlson, ١٩٩٨, p:٨٦) .

وعليه فان مبدأ التنويع 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 , ١٩٩٩, p:٢٠٥-٢١٣) .

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, ٢٠٠٠, p:١٦٤) , (Fabozzi&Modigliani, ٢٠٠٠, p:١٧١))

هندي , ١٩٩٣, ص١٩٦) . 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

والاضطرابات عن العمل والأحداث المشابهة سوف تعمل على تخفيض

التدفقات النقدية وبالتالي التقليل من قيمة الأسهم . أما عندما يقوم المستثمر

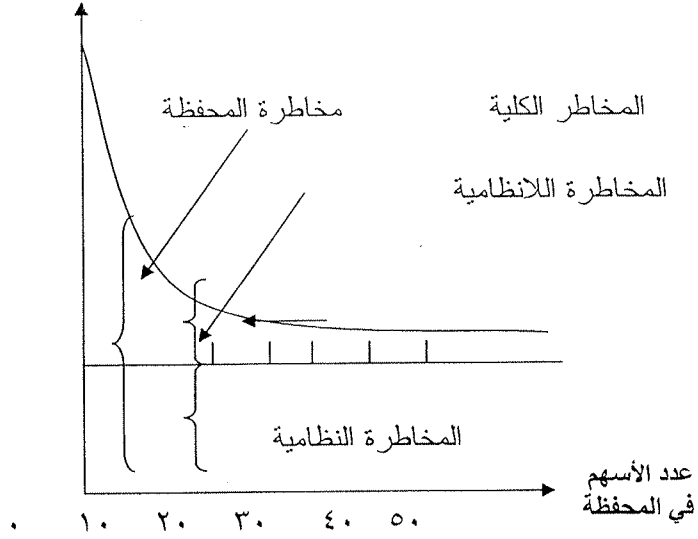
بمسك محفظة استثمارية كبيرة فان بعض الأسهم في المحفظة سوف ترتفع

قيمتها بسبب الأحداث الخاصة والايجابية للشركة والبعض الآخر سوف تهبط

قيمته بسبب الأحداث المناقضة , لذلك فان التأثير على القيمة الإجمالية للمحفظة سوف يكون صغيرا لان تلك التأثيرات سوف يلغي بعضها البعض الأخر . (Ross,etal,١٩٩٦,p:٢٨٧) 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 (٢-١) 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,٢٠٠٠,p:١٧٧).

شكل (٢-١)

المخاطرة النظامية و المخاطرة اللانظامية .



Source: (Ross,etal,١٩٩٦,p:٢٨٧),(Jones ,٢٠٠٠,p:١٧٨)

وقد بين العديد من الباحثين بأنه وكمعدل فان اغلب منافع تقليل المخاطرة بالتنوع يمكن تحقيقها من خلال تشكيل محفظة تشتمل على أوراق مالية بين (١٥-٢٠) ورقة مالية مختارة بصورة عشوائية (Gitman,٢٠٠٠,p:٢١١). 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, ١٩٩١,p:١٣٧) (Mc.Menamin, ١٩٩٩,p:٢٠٥).
ويمكن تلخيص أهم المفاهيم الأساسية لقاعدة التنويع بالاتي :
(الحناوي ,١٩٩٥,ص٢٤٣)

١- 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 = - ١) فان التنويع في مثل
هذه الحالة سوف يزيل المخاطرة اللانظامية بصورة كلية .

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

٣- إذا كانت الموجودات المتاحة ترتبط ببعضها ارتباط تام موجب)
معامل الارتباط = +١) فان التنويع 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 .

٢- 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 بتنوع 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, ٢٠٠٠, p: ١٠٨-١١١) . 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, ١٩٩١, p:٧٩٩) .

ولان الاختلافات الاقتصادية والسياسية بين الأقطار تؤثر في عوائد ومخاطر الاستثمارات فان التنويع الدولي من خلال الاستثمار في الأسواق الدولية يؤدي إلى زيادة العوائد وتخفيض المخاطر (Van horne, ٢٠٠٠, p:٦١) . 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, ٢٠٠٠, p:٣٧١) . فالتنويع الدولي يقلل من مخاطرة محافظ الاستثمار طالما إن عوائد الموجودات في البلدان المختلفة لا تكون مرتبطة بصورة تامة (Eichnoltz, ٢٠٠٣, p:١) .

وتعتمد عقلانية التنويع الدولي على درجة الارتباط بين الأسواق الدولية ومخاطرة وعوائد كل سوق (Elton&Gruber, ١٩٩٥, p:٢٦٢) .

ويبين الجدول (١-٢) إن كفاءة التنويع في تخفيض مخاطرة المحفظة تختلف من بلد لآخر , فالتغايرات المشتركة لعوائد الأوراق المالية في سويسرا وألمانيا تميل لأن تكون مرتفعة , ومن جانب آخر فإن التغايرات المشتركة لعوائد الأوراق المالية في بلجيكا وهولندا تكون منخفضة , وعند تشكيل محفظة دولية في هذه الأسواق فإن ٨٩,٣% من المخاطرة الكلية يمكن تجنبها وكما موضح في نهاية الجدول . (Elton&Gruber, ١٩٩٥, p:٦٢)

جدول (٢-١)

نسبة المخاطرة التي يمكن إزالتها بواسطة التنويع في محفظة دولية لبلدان

مختلفة

Country	Percentage of risk can be eliminated by Diversification
U.S.A	٧٣
U.K	٦٥,٥
France	٦٧,٣
Germany	٥٦,٢
Italy	٦٠,٠
Belgium	٨٠,٠
Switzerland	٥٦,٠
Netherlands	٧٦,١
International stocks	٨٩,٣

Source: (Elton&Gruber, ١٩٩٥, p:٦٢)

كما يبين الشكل (٢-٢) العوائد المتوقعة لاثنتين من الموجودات

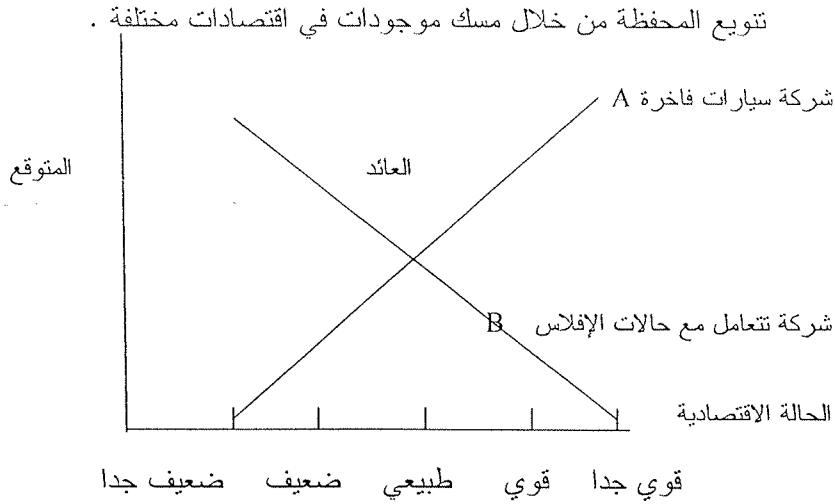
المختلفة a,b لخمس دول مختلفة في العالم , وحالات الاقتصاد فيها كما يلي

: 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 باسهم 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 لأنها مرتبطة سلبيا.

(Binhornmer&Sephton, ١٩٩٨, p: ١٢٢)

* 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.

شكل (٢-٢)



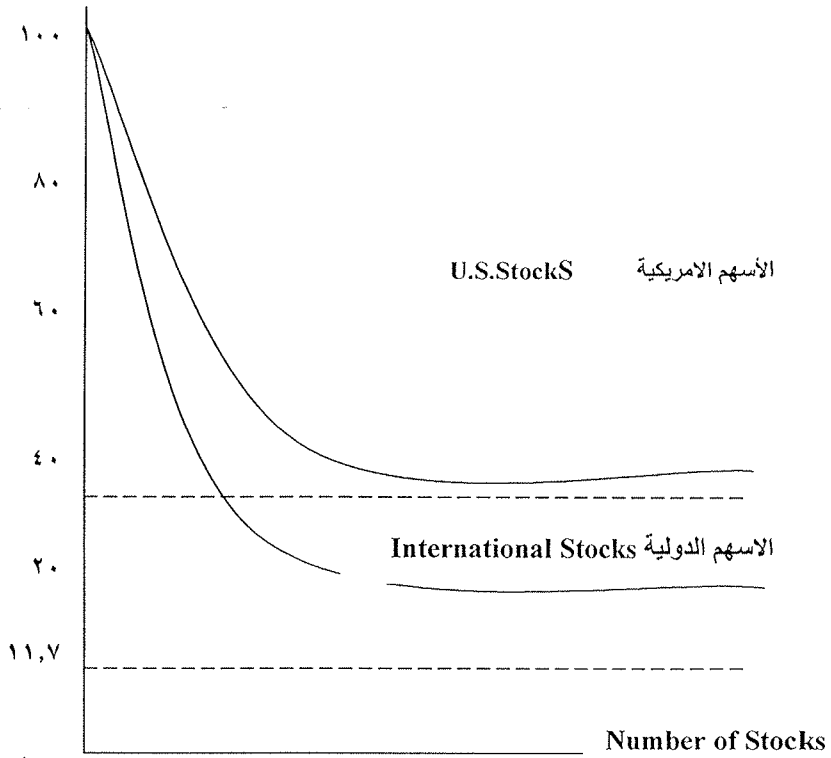
Source: (Binhammer& sephton, ١٩٩٨, p: ١٢٣)

وفي كل الحالات فان التنويع الدولي للاستثمارات يعطي انخفاضا جيدا وسريعا في مخاطرة المحفظة ذات العدد المحدود من الأوراق المالية . والشكل (٢-٣) 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,١٩٩٨,p:٢٦٦)
(Solnik,٢٠٠٠,p:١٢٦),

شكل (٣-٢)

فوائد التنويع الدولي



Source: (Solnik, ٢٠٠٠, p: ١٢٦), (Bodie, etal, ١٩٩٩, p: ٧٨٨)

ب. نظرية المحفظة (portfolio theory):

١- مفهوم المحفظة (portfolio concept):

المحفظة تعبير يطلق على مجموعة الموجودات التي يمتلكها الفرد أو المنشأة . وتعرف المحفظة في قاموس وبستر (webster) إنها " عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو أوراق تجارية تمسكها البيوت المالية كالمصارف" (webster, ١٩٩٩, p: ٩٠٨). وعرفت بأنها " مجموعة من الموجودات سواء كانت حقيقية كالسيارات والعقارات أو على شكل موجودات مالية كالأسهم والسندات " (Elton & Gruber, ١٩٩٥, p: ٢) ويعد هذا التعريف تعريفا موسعا , أما التعريف المتخصص للمحفظة يشير إلى إنها " مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي يمسكها المستثمر " (جابر , ١٩٨٢, ص٢٣٤) , (الشماع, ١٩٩٢, ص٤١٧). والمحفظة ببساطة هي قيام المستثمر باستثمار أمواله في أكثر من فرصة استثمارية . (Rao, ١٩٩٢, p: ٣٠٦), (وستون وبرجام , ١٩٩٣, ص٤٨)

وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع موجوداتها , إذ يمكن أن تكون جميع موجوداتها حقيقية كالسيارات والعقارات والأراضي والذهب والسلع

.....الخ , كما يمكن إن تكون مالية كالأسهم والسندات والخيارات واذونات
الخرينةالخ , إلا انه في اغلب الأحيان يتم تشكيل المحافظ
الاستثمارية من موجودات حقيقية * ومالية معا (مطر , ١٩٩٩, ص٩١). إن
هدف تكوين المحفظة الاستثمارية هو تحقيق عائد مقبول بأقل المخاطر التي
يمكن التعرض لها (حنفي وقرياقص, ٢٠٠٠, ص٥٣٨). 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, ١٩٩٩, p: ١٩٨)

يتضح مما سبق إن المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن توليفة أو تشكيلة من
الموجودات الحقيقية كالسيارات والعقارات والسلع أو الموجودات المالية
كالأسهم والسندات أو من كليهما معا بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن عند

* 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 , ١٩٩٧, ص ٣) .

مستوى معين من المخاطرة وذلك باستخدام القواعد الصحيحة لا نشاءها وتنويعها .

٢- 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 ١٩٩٠، ص٥٦) 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 ١٩٥٢ (وستون وبرجام ١٩٩٣، ص١٥١) ، إلا إن هذه النظرية امتدت فيما بعد لتشمل الموجودات المادية أو الطبيعية (physical asset) (ألعامري، ١٩٩٠، ص٥٧) . وتعالج هذه النظرية مشكلة المحفظة الكفوءة (Efficient portfolio) وكان

* إن تنويع المحفظة يعني بناء المحفظة بطريقة تقلل من مخاطرتها وبدون اية تضحية بالعائد ، وهذا بالتأكيد هو الهدف الذي يبحث عنه المستثمر (Fabozzi, & Modigliani) . (١٩٩٦، p: ١٧١)

ماركوتز هو الشخص الأول الذي اشتق مفهوم المحفظة الكفوءة ، وهي المحفظة التي تمتلك اقل 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, ٢٠٠٠, p:١٧٦).

ومن أساسيات 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 اقل من ذلك (الحناوي ، ١٩٩٥، ص٢٨٤) أي إن المخاطرة الكلية للمحفظة هي اقل من مخاطرة أكثر المكونات خطورة ، وتحدد المخاطرة الكلية للمحفظة بدرجة الارتباط بين مكوناتها وبالأوزان المتناسبة لها (Mc- Menamin, ١٩٩٩, p:٢٠٧) .

وتقوم نظرية المحفظة على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك ، لتفسر من خلالها سلوك المستثمر . فالمستهلك يقوم بالموازنة بين المنفعة والثمن 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, ١٩٩٠,ص٥٧)

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, ١٩٩٦,p:١٦٦) .

إن التطور الحقيقي الذي طرا على نظرية المحفظة يتمثل بتنويع ماركوتز الذي يهتم بالارتباطات والتباين المشترك للموجودات , وكلما كان الارتباط

أقل بين الموجودات كلما كان تنويع ماركوتز أكثر قدرة على تقليل مخاطرة المحفظة المكونة منها (Francis, 1991, p: 234) .

٣- 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 منوعة تنويع جيدا وذلك في ثلاثة زوايا هي : (مطر

, 1999, ص 126)

١- تنويع الموجودات وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية .

٢- التنويع الجغرافي , لان راس مال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول.

٣- تنويع العملات , وذلك لان التنويع الجغرافي لموجودات المحفظة يؤدي إلى تنوع العملات التي تقيم بها هذه الموجودات.

إن الاستثمارات الدولية تحسن في تنويع المحفظة لان عوائد هذه الاستثمارات لا تكون مرتبطة مع بعضها بصورة كبيرة ()
Carlson, ١٩٩٨, p:٨٥ . وتؤكد نظرية المحفظة الحديثة بان المحفظة الدولية للموجودات تكون أفضل من المحفظة المحلية لان السابقة تستطيع أن تقلل من المخاطرة من خلال تنويع المحفظة, ان التنويع الدولي يقلل المخاطرة الى المدى الذي يكون فيه معامل الارتباط بين موجودات الدول المختلفة وموجودات نفس الدولة منخفضا بصورة ملحوظة (Gottsschalk, ٢٠٠١, p:١٢).

وفي بناء المحفظة الدولية يجب على المستثمر أن يراعي في تنويعها ما يلي
: (مطر, ١٩٩٩, ص ١٢٦-١٢٧)

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

٢- 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, ١٩٩٥, p:٢٦٩)

ولغرض تحقيق هذا الشرط يجب الأخذ بنظر الاعتبار العناصر التالية :

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

* يقوم مدراء المحافظ الدولية بالتنوع اولا عبر الدول ومن ثم يختارون افضل الاسهم في كل سوق (Brooks&Negro, ٢٠٠٢, p:٢٥)

المستقبلية (future contracts) والعقود الآجلة (forward contracts) والمبادلات (swaps) .

ويتوقف تنويع هذه الأدوات أساسا على أهداف المستثمر التي يمكن تحديدها بما يلي :

١- مستوى العائد الذي يتوقعه المستثمر .

٢- درجة المخاطرة التي يتقبلها المستثمر .

٣- الغرض الأساسي للمستثمر , أي هل هو تحقيق دخل جاري على شكل عوائد سنوية , أم تحقيق مكاسب رأسمالية تنمي راس مال المحفظة , أم كليهما معا

٤- موقف المستثمر من الاستثمار , أي هل يفضل الاستثمار متوسط الأجل أم قصير الأجل ؟

٤- البدائل الرئيسية لاستراتيجية محافظ الاستثمار الدولي :

هناك ستة بدائل رئيسية لاستراتيجية محافظ الاستثمار الدولي وكما يلي : (

مجلة الدراسات المالية والمصرفية, ١٩٩٦, ص ٣٨-٤٠):

▪ البديل الأول : المحافظة على راس المال (Capital preservation) :

بموجب هذا البديل يتم تشكيل المحفظة بالنسب التالية (١٠% أسهم, (٥٥%) 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 المتحقق من هذه الاستثمارات , كما أن التغيرات في تخصيص الموجودات تبقى محدودة من حيث المدى والتوقيت

▪ البديل الثاني : الدخل الجاري (Current income):

بموجب هذا البديل يتم تشكيل المحفظة بالنسب التالية : (٣٠% أسهم, (٦٠%) سندات , (١٠%) 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 : (٤٠%) أسهم, (٥٠%)
سندات . (١٠%) 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) :

و بموجب هذا البديل يتم تشكيل مكونات المحفظة* بالنسب التالية:(٧٠%) أسهم , (٢٥%) سندات , (٥%) نقدية . الهدف الأساسي من الاستثمار هو تحقيق الأرباح (المكاسب) الرأسمالية فوق الاعتيادية خلال مدة تتراوح بين (٣) و (٥) 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 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 .

* 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 , ٢٠٠٣)

▪ البديل الخامس : النمو المجازف (Aggressive growth):

وبموجب هذا البديل يتم تشكيل مكونات المحفظة بالنسب التالية (٨٠% أسهم, (١٠%) سندات, (١٠%) نقدية . ويتمثل الهدف الأساسي للاستثمار في تحقيق النمو فوق الاعتيادي لراس المال خلال مدة تتراوح بين (٣) و(٥) 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 : (٥٠%) أسهم , (٤٥%) سندات , (٥%) نقدية . الهدف الأساسي من الاستثمار هو تعظيم الأرباح الرأسمالية خلال مدة قصيرة مثلا سنة واحدة . ويكون المستثمر هنا مستعدا للإستفادة 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 .

ثالثا: طبيعة العلاقة بين التنويع والقيمة السوقية للمنشأة

١ : القيمة السوقية للمنشأة :

تحسب 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 : $10.000.000 \times 10 = 100.000.000$ دينار . وبالنسبة للسهم العادي فان سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من قيمته الدفترية * , وذلك بحسب العوامل

* قرار المزج الرئيسي (major mix decision) هو قرار استراتيجي لكل موجود من موجودات المحفظة منسوبا إلى رأسمالها الكلي . (مطر , ١٩٩٩, ص٩٢)

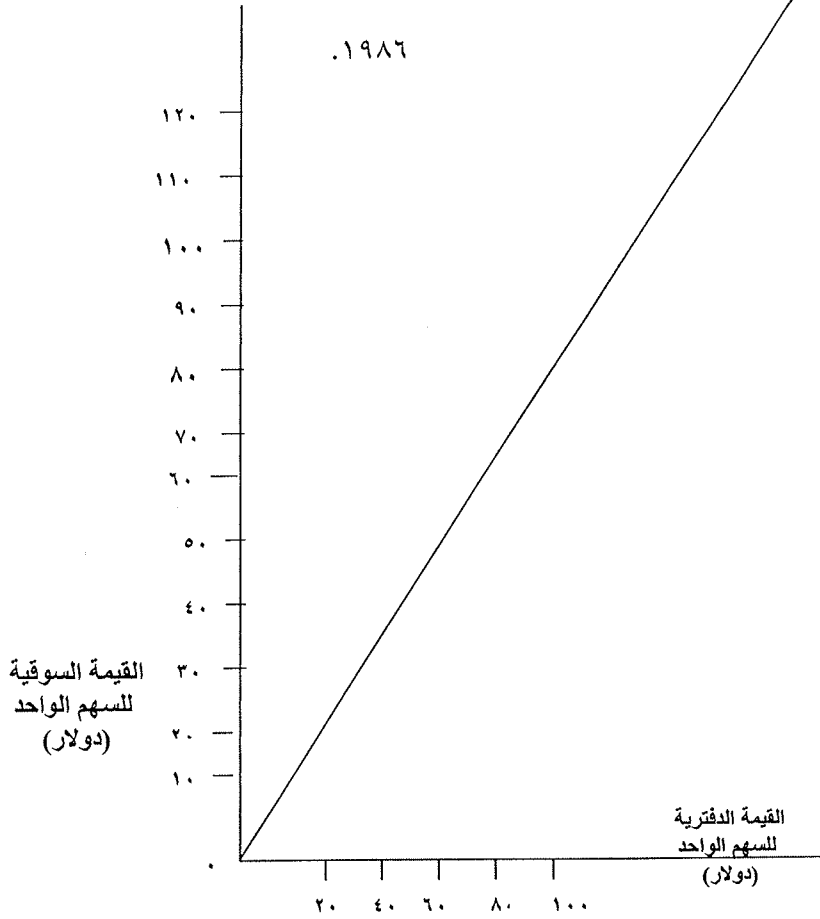
* القيمة الدفترية للسهم الواحد تساوي إلى المبلغ الاجمالي لحقوق الملكية (القيمة الدفترية للمنشأة) مقسمة على عدد الاسهم القائمة (المصدرة) (Weston,etal,١٩٩٦,p:٦٧٥) .

المؤثرة على هذه القيمة ومنها ربحية السهم (Eps) وحصص السهم (Dps) .
ففي بداية أعمال المنشأة يمكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمه
الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للمنشأة يدل على مدى ربحيتها ,
وعندما تحقق المنشأة أرباحا 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 , ١٩٨٩, ص٦٦٤) فالقيم السوقية للأسهم تتعد
عن قيمها الدفترية وبمقادير متباينة . والشكل (٣-١) 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, ١٩٩٠, p:٥٠٩-٥١٠)

.(

الشكل (٣ - ١)

القيم السوقية والدفترية للأسهم في المتوسط الصناعي داو جونز نهاية عام



Source:(Sharp&Alexander,١٩٩٠,p:٥١٠)

وعندما يباع السهم بأعلى من قيمته الدفترية أو كان التغيير 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 ا لدفترية , إذ إن السهم الذي يباع بسعر أدنى من قيمته الدفترية يعني ذلك إن المنشأة تسجل حالة مشكلة مالية (Weston,etal,١٩٩٦,p:٦٧٥-٦٧٦) .

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,١٩٧٩,ص ٢٩)

ب : 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 فإنها تخصم بمعدل خصم مناسب لتعكس القيمة الزمنية للنقود والمخاطرة المرتبطة بالتدفقات النقدية . (Sharp&Alexander, ١٩٩٠, p:٤٦١) . ويمكن حساب القيمة الحقيقية لأي موجود وفق الصيغة الآتية :

(Mc.Menamin, ١٩٩٩, p:٢٤٥)

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

إذ إن :

V_0 = القيمة الحالية للموجود في الوقت صفر .

Cft = التدفق النقدي المتوقع في نهاية السنة t .

t = أي سنة ($t = ١, ٢, \dots, n$)

n = العمر المتوقع للموجود .

$r =$ معدل العائد المطلوب .

وعليه فان القيمة الحقيقية للموجود (v) تساوي حاصل جمع الأرقام الحالية

للتدفقات النقدية المتوقعة وكالاتي : (

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

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

جـ / قيمة المنشأة :

١ - 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 , ٢٠٠١, ص١٩) 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 مؤشرا 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, ١٩٩٥, ص٥٩-٦٠)

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

٢- 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 .

٣- 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 .

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

٥- 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 ١٩٩٥ , ص ١٠) . إن قيمة المنشأة تزداد عندما تكون صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة , وإن أي تصرف مالي تكون صافي قيمته الحالية

أكبر من الصفر يكون تصرفا ماليا مرغوبا فيه لأنه سيعزز من قيمة المنشأة
(الهوراي، ١٩٧٩، ص٢٧).

٢- 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 واطنة 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 ستمتع 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 ارتباطا بين الدول وليست
كما هو الحال في بلد معين . إن منفعة المساهمين من التنويع الدولي تعتمد

على انفصال أسواق راس المال بين الدول . فإذا ما وجدت عوامل تؤدي إلى عدم ارتباط أسواق راس المال بصورة تامة, مثل : قيود العملة , عوائق الاستثمار, القيود القانونية , نقص المعلومات فإن أسواق راس 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 .

٣- تنويع الأسهم الدولية :

لقد أوضحت العديد من البحوث إن باستطاعة المستثمرين بالأسهم الاستفادة من التنويع الدولي , فأسهم 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 جزئيا 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 (٣-١) بعض المؤشرات لمجموعة من الدول لمدة من ١٩٩٢-١٩٩٨. مثلا فرنسا / ألمانيا تبين ترابط عالي نسبيا , ولكن معظم مؤشرات ارتباطات الأسهم المبينة بالجدول هي اقل من (٠,٥٠) وبالتالي يجب إن يتمكن المستثمرين من تقليل التغير في عوائد المحفظة المعينة بالتنوع بين الأسهم من عدة دول (Madura, ٢٠٠٠, p:٨٦-)

(٨٧)

جدول (٣-١)

معاملات الارتباط للعوائد الشهرية للأسهم للمدة من كانون الثاني ١٩٩٢ إلى

أيلول ١٩٩٨

U.s	Canada	France	Germany	Japan	Mexico	New Zealand
Canada	٠,٧٦					
France .	٠,٥٠	٠,٤٥				
Germany .	٠,٥٤	٠,٥١	٠,٧١			
Japan .	٠,٢١	٠,٢٧	٠,٢٨	٠,٢١		
Mexico .	٠,٤٨	٠,٥١	٠,٣٤	٠,٢٩	٠,١٤	
New Zealand	٠,٤٤	٠,٤٩	٠,٤٣	٠,٤٣	٠,٤١	٠,٤٣
Australia .	٠,٥٤	٠,٦١	٠,٥٤	٠,٤٣	٠,٤٣	٠,٤٥ ٠,٧١

Source :(Madura,٢٠٠٠,p:٨٧)

٤- 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 تواجدها 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 الأوروبي أو سوق السندات الأوروبية من أجل الحصول على الأموال وبكلفة أقل من كلف القروض المحلية وبذلك تخفض من كلفة رأس المال والذي يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة . وقد تكون (MNC) قادرة على تحقيق الكلفة المنخفضة لرأس المال من خلال إصدارات الملكية في بعض الأسواق الدولية عوضاً عن إصدار الملكية في أسواقها المحلية . فإذا استطاعت الشركة أن تحقق كلف منخفضة لرأس المال فإنها تستطيع أن تحقق معدل عائد مطلوب منخفض وبالتالي قيمة أعلى (Madura, ٢٠٠٠, p:٨٠) .

*multinational Corporations

ويمكن حساب قيمة الشركة متعددة الجنسية (MNC) من خلال الصيغة

آلاتية : (Madura, ٢٠٠٠, p: ٢٠٦)

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

إذ إن :

V = قيمة الشركة متعددة الجنسية .

$E(cff, t)$ = التدفقات النقدية المتوقعة بالعملة (j) من قبل الشركة الأم في

الفترة (t) .

$E(ERj, t)$ = سعر الصرف المتوقع الذي يمكن بموجبه تحويل العملة (i)

إلى عملة الشركة الأم في نهاية الفترة (t) .

K = المتوسط الموزون لكلفة رأس المال للشركة الأم .

M = عدد العملات .

N = عدد الفترات .

رابعا:دراسات مرجعية سابقة

١-: دراسة فيشر ولوري

(Francis, ١٩٩١, p:٢٣١)(Fisher&Lorie, ١٩٧٠):

تناولت الدراسة تأثير التنوع عبر صناعات مختلفة ولعدد متزايد من الموجودات المختلفة في المحفظة . حيث تم بناء محافظ مكونة من ١٦٤,٣٢,٢٨ أسهما 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 التنوع عبر الصناعات ليس بأفضل من التنوع البسيط .

2- زيادة عدد الموجودات المختلفة الممسوكة في المحفظة التي يتجاوز

عددتها (٨) لا تقلل بالضرورة من مخاطرة المحفظة

٢ : دراسة وكينر ولايو (١٧٢-١٧٦, p:١٩٩٦, Fabozzi&Modigliani)

(Wagner&lau, ١٩٧١)

تناولت الدراسة تأثير تنويع المحفظة على المخاطرة وعلى متوسط عائد السهم العادي . حيث قام الباحثان بتقسيم عينه من (٢٠٠) سهم من أسهم بورصة نيويورك (NYSE) إلى ستة مجاميع فرعية مستتدة على نوعية سهم (standarb&poors) إثناء شهر حزيران من عام ١٩٦٠ . إن المعدلات الأعلى لنوعية (A+) (*) شكلت المجموعة الأولى والمعدل الأعلى لنوعية (A) شكل المجموعة التي تليها , وهكذا وبصورة عشوائية . وان المحافظ المختارة المتضمنة من واحد إلى عشرين ورقة مالية كانت تشكل حينئذ من كل المجموعات الفرعية . وان عوائد المحفظة لشهر تلو الآخر لفترة عشرة سنوات من شهر مايس ١٩٧٠ كانت تحسب من كل محفظة . وتوصلت الدراسة إلى الاستنتاجات التالية :

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

(*) على الرغم من ان معظم المنشآت تمتلك نوعا واحدا من الاسهم العادية .في بعض الاحيان يتم استخدام الاسهم المصنفة (classified stock) لتلبية حاجات خاصة للشركة . وعموما عندما تستخدم تصنيفات خاصة للاسهم فانها ترتب بالشكل التالي احدها يكون من الصنف (A) والآخر الصنف(B) وهكذا . (Weston,etal,١٩٩٦,p:٦٧٨)

ب- في المحفظة المختارة والتي يتألف حجمها من حوالي (٢٠) سهم عادي ، يتناقص مستوى المخاطرة الكلية للمحفظة وتبقى المخاطرة النظامية فقط .

ج- بالنسبة للأسهم الفردية يكون متوسط نسبة المخاطرة النظامية إلى المخاطرة الكلية حوالي ٣٠% .

د- كمعدل فان ٤٠% تقريبا من مخاطرة الورقة المالية المفردة يحذف بواسطة تشكيل محافظ مختارة عشوائيا مكونة من (٢٠) سهم . وان التنويع الإضافي يؤدي إلى تقليل متضائل في المخاطرة ، وان 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 ٩٠% .

٣ : دراسة فاطمي (١٣٤٣-١٣٢٥،p:١٩٨٤،Fatemi):

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

أولا : إعطاء دليل ابعدي على معدلات الربح المدركة من قبل المساهمين في

لشركات متعددة الجنسية مقارنة إلى أولئك المساهمين في الشركات أحادية الجنسية .

ثانيا : أعطاء بعض الأدلة الأولية في تأثير التنوع 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 أقل من تلك المعدلات في محفظة الشركات المحلية الخالصة , وهكذا فإن التنوع الدولي للشركات يمكن أن يقلل من إجمالي المخاطرة للمساهمين .

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

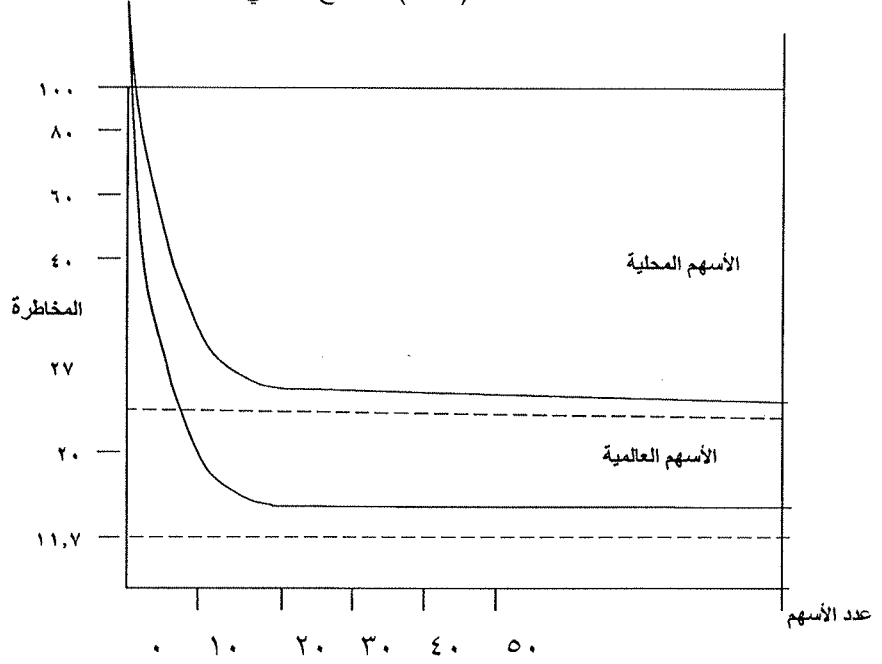
د- إن تقلب العوائد المتكيف مع المخاطرة في المحفظة المتعددة الجنسية يكون منخفضا بالنسبة إلى التقلب في المحفظة الأحادية الجنسية .

٤ : دراسة سولنيك (١٢٦-١٢٣، ٢٠٠٠، Solnik):

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 أقل خطورة من المحفظة المشكلة من خمسين ورقة مالية محلية . وكما مبين في الشكل

(١-٤)

شكل (٤-١) التنويع الدولي



Source(Solnik,٢٠٠٠,p:١٢٦)

٥ : دراسة إيثلنز (Eichholtz,٢٠٠٣):

تناولت الدراسة موضوع التنويع الدولي للاستثمار في العقارات والأوراق المالية (أسهم وسندات) وبهدف تقليل المخاطرة بالتنويع الدولي . وأجريت

الدراسة على عينه من (١١) 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 التنوع الدولي للاستثمار في العقارات هو أفضل من تنوع الاستثمار في الأسهم والسندات .

خامسا: منهجية البحث Methodology

أ : مشكلة البحث : Research problem

تتلخص مشكلة البحث في مواجهة المستثمرين بالأوراق المالية الدولية (أسهم وسندات) لاحتمالات التقلب في العائد من الاستثمار لتلك الأوراق وبالتالي تعرضهم إلى الخسائر الأمر الذي يخفض من قيمة المنشأة وهو ما يتعارض مع الهدف الأساسي لكافة المنشآت إلا وهو تعظيم قيمة المنشأة . لذا يتحتم على المستثمرين بالأوراق المالية الدولية من دراسة وتحليل سلوك عائد ومخاطرة

هذه الأوراق في الماضي وتنوع تشكيلة المحفظة الاستثمارية في دول متعددة وقطاعات مختلفة , فالاستثمار في الأوراق المالية يجب إن يكون ضمن محفظة استثمارية متوازنة تشمل أسهم وسندات شركات ذات طبيعة ودورات اقتصادية متباينة وعندها فأي هبوط في جزء من هذه المحفظة قد يعوضه تحسن في الجزء الأخر .

ب : أهمية البحث : Research Importance

إن موضوع تنوع 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 تنوع الاستثمارات إلى تقليل المخاطرة من جهة وتعزيز العائد من جهة أخرى .

إلا أن هناك بعض العوامل المؤثرة في كل من العائد والمخاطرة مثل أسعار الصرف الأجنبي والتضخم ومعدلات الفائدة , وينبغي على الشركات التي تعمل في مجال الاستثمارات الدولية أن تأخذ تأثير تلك العوامل بنظر الاعتبار .

ج : هدف البحث : Research goal

يهدف البحث إلى معرفة وإبراز الأفكار المتعلقة بأثر التنويع في الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة مع الأخذ بنظر الاعتبار أثار كل من أسعار الصرف الأجنبي ومعدلات التضخم وأسعار الفائدة في دول محل الاستثمار .

د : فرضيات البحث : Research Hypothesis's

لغرض تحقيق هدف البحث فقد قام الباحث بصياغة فرضية رئيسية , وتفرع عنها فرضيتين فرعيتين وذلك لتوضيح 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 .

هـ : حدود البحث المكانية والزمانية

١. الحدود المكانية : شمل البحث مصرفين من المصارف الدولية الأردنية وهما (البنك العربي وبنك الإسكان) وتم اختيار هذين المصرفين للأسباب الآتية :

(اولاً) لعدم وجود استثمارات دولية لدى الشركات العراقية، لذا توجه الباحثين 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.

(ثانياً) كلاهما يمارس الأعمال الدولية (لهما فروع أكثر من دولة).

(ثالثاً) وجود تباين بين المصرفين من حيث عدد الفروع المنتشرة في دول مختلفة .

٢. الحدود الزمانية: تمتد مدة البحث من سنة (١٩٩٦-٢٠٠٢) وقد اختار الباحثين هذه المدة للأسباب الآتية :

(اولاً) توفر البيانات المطلوبة للتحليل خلال هذه المدة

(ثانياً) إن هذه المدة تغطي الأعمال الدولية لكلا المصرفين.

و : أساليب البحث

يمكن تحديد أساليب البحث من خلال ما يتعلّق بالجانب النظري والجانب التطبيقي للبحث وكالاتي :

١ - الجانب النظري :

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

٢ - الجانب التطبيقي :

ومن أجل بناء الجانب التطبيقي للبحث فقد اعتمد الباحثين على مجموعة من الأساليب الإحصائية في تحليل البيانات التي توفرت لهما من كشوفات الدخل والميزانيات العمومية للشركات المبحوثة وللمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢ وكذلك النشرات السنوية لسوق عمان للأوراق المالية ولنفس المدة اعلا . وهذه الأساليب هي :

(أولاً) الوسط الحسابي : (Arithmetic Mean (\bar{x})

ويستخرج الوسط الحسابي على وفق الصيغة التالية :

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

إذ إن :

$$\bar{x} = \text{الوسط الحسابي} .$$

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

$$n = \text{عدد المشاهدات} .$$

(ثانياً) الانحراف المعياري Standard Deviation:

وهو المقياس الإحصائي لتشتت أو انحراف النتائج الممكنة حول متوسط

القيمة . ويحتسب وفقاً للصيغة الآتية : (Mc-Menamin, 1999, p: 192)

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

إذ إن :

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

$$ri = \text{العائد المتحقق} .$$

\bar{r} = متوسط العائد .

n = عدد النتائج (السنوات).

تباين σ^2 (ثالثاً)

هو مربع الانحراف المعياري ويستخدم لقياس المخاطرة الكلية للسهم

ويستخرج وفق الصيغة الآتية : (Weston , etal, ١٩٩٦, p: ١٨٩)

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

إذ إن :

σ^2 = تباين العوائد .

k_i = العائد المتحقق .

\bar{k} = متوسط العائد .

n = عدد النتائج .

(رابعاً) 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, ١٩٩٨, p:٧٠)

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

إذ إن :

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

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

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

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

(خامساً) معامل الارتباط (r) Correlation coefficient

وهو مصطلح إحصائي يستخدم لقياس العلاقة بين متغيرين (موجودين أو استثمارين) ويسـتـخـرج وفق الصيغة الآتية (Mc-

$$(Menamin, ١٩٩٩, p:٢٠٣)$$

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

إذ إن :

$$r_{1,2} = \text{معامل الارتباط بين الاستثمارين ٢,١} .$$

$$COV_{1,2} = \text{التغاير المشترك لعوائد الاستثمارين ٢,١} .$$

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

المعياري للاستثمار الثاني .

(سادساً) التغاير المشترك (Covariance)

هو مقياس مطلق للحركات الحاصلة بين عوائد الأوراق المالية . أي أنه

مقياس لدرجة الارتباط بين عوائد كل زوج من الأوراق المالية . ويمكن

حسابه وفق الصيغة الآتية (وستون وبرجام , ١٩٩٣ , ص ٥٠)

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

إذ إن :

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

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

σ_a = الانحراف المعياري للورقة المالية a.

σ_b = الانحراف المعياري للورقة المالية b.

(سابعاً) معامل التحديد (R^2):

هو مربع معامل الارتباط ، وهو مقياس للمخاطرة اللانظامية لأسهم المحفظة

، ويستخرج وفق الصيغة الآتية (Jones, ٢٠٠٠, p:٥٨٥)

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

إذ إن :

$$(R)^2 = \text{معامل التحديد}$$

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

(m).

(ثامناً) معدل العائد على الاستثمار (ROA):

يستخرج معدل العائد على الاستثمار (ROA) وذلك بقسمة الربح الصافي

على مجموع الموجودات وكما يلي (Rose, ١٩٩٩, p:١٥٨)

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

(ROA)

(تاسعا) 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)

سادسا" مناقشة نتائج تحليل العائد

أ : تحليل العائد للبنك العربي .

١- تحليل معدل العائد على الاستثمار (ROA) *

يوضح الجدول (1-6) 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

* Return on Assets

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 بسياساتها الهادفة إلى مستوى عالي الجودة في نوعية موجوداتها وقوة مركزها المالي .

جدول (٦ - ١)

نسب النمو في معدل العائد على الاستثمار للبنك العربي للمدة ١٩٩٦-٢٠٠٢

السنة	معدل العائد على الاستثمار على الاستثمار % (ROA)***	نسبة النمو %
١٩٩٦	٠,٩٢	—
١٩٩٧	١,٠٠	٨,٧
١٩٩٨	١,٠٧	٧
١٩٩٩	٠,٩٦	-١٠
٢٠٠٠	٠,٩٤	- ٢
٢٠٠١	٠,٩٦	٢,١
٢٠٠٢	٠,٨٨	- ٨,٣

*** يستخرج معدل العائد على الاستثمار (ROA) وذلك بقسمة الربح الصافي على مجموع الموجودات . (Rose, ١٩٩٩, p: ١٥٨)

٢- تحليل حقوق الملكية :

يوضح الجدول (٦-٢) حقوق الملكية للبنك العربي خلال السنوات ٢٠٠٢- ١٩٩٦ 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 ٢٠٠٠ وبلغت (١٥,٩%) بزيادة مقدارها (١٤٦,١) مليون دينار عن السنة السابقة , تليها سنة ١٩٩٧ إذ بلغت نسبة النمو فيها (١٤,٣%) أي بزيادة مقدارها (٩٠) مليون دينار عن السنة السابقة . اما بالنسبة للسنوات الباقية فقد تراوحت نسب النمو فيها بين (١٣,٨%) و(١٠,١) % . 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

جدول (٢-٦)

نسبة النمو في حقوق الملكية للبنك العربي للمدة ١٩٩٦-٢٠٠٢.

السنة	مجموع حقوق الملكية (مليون دينار)	نسبة النمو %
١٩٩٦	٦٣٠,٠	—
١٩٩٧	٧٢٠,٠	١٤,٣
١٩٩٨	٨٢٠,٠	١٣,٨
١٩٩٩	٩١٤,٠	١١,٤
٢٠٠٠	١٠٦٠,١	١٥,٩
٢٠٠١	١١٦٧,٩	١٠,٢
٢٠٠٢	١٢٨٦,٠	١٠,١

٣ - تحليل معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) :

يوضح الجدول (٣-٦) معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) للبنك العربي خلال السنوات ١٩٩٦-٢٠٠٢، وقد بلغ أعلى معدل للعائد على حقوق الملكية في السنة ١٩٩٨ وهو (١٥,٤٢%) متجاوزا للمتوسط والبالغ (١٣,٢٩%) بنسبة (١٦%) وتعتبر هذه السنة من أفضل السنوات أداء وفق هذا المعيار تليها سنة ١٩٩٦ متجاوزة للمتوسط بنسبة (١٤,٢%) . أما أدنى

* Return on Equity

معدل عائد متحقق على حقوق الملكية فكان من نصيب سنة ٢٠٠٢ إذ بلغ (١٠,١٢%) أدنى من المتوسط بنسبة (٢٣,٨%) وتعتبر هذه السنة من أدنى السنوات أداء تليها سنة ٢٠٠١ بمعدل عائد قدره (١١,٩١%) أدنى من المتوسط بنسبة (١٠,٣%). ويلاحظ بان معدلات العائد على حقوق الملكية أخذت بالتراجع اعتباراً من السنة ١٩٩٩-٢٠٠٢ ويعود هذا التراجع نتيجة لانخفاض الأرباح الصافية بسبب الانخفاض الحاصل بأسعار الفائدة على مختلف العملات 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 لفرع البنك

جدول (٣-٦)

نسب النمو في معدل العائد على حقوق الملكية للبنك العربي للمدة

٢٠٠٢-١٩٩٦

السنة	معدل العائد على حقوق الملكية* % (ROE)	نسبة النمو %
١٩٩٦	١٥,١٩	—
١٩٩٧	١٤,٩٥	-١٥,٧
١٩٩٨	١٥,٤٢	٣,١
١٩٩٩	١٣,١٩	١٤,٤
٢٠٠٠	١٢,٢٩	-٦,٨
٢٠٠١	١١,٩١	-٣
٢٠٠٢	١٠,١٢	-١٥
المتوسط	١٣,٢٩	

ب : تحليل العائد لبنك الإسكان

١- تحليل معدل العائد على الاستثمار (ROA)

يوضح الجدول (٦-٤) معدل العائد على الاستثمار (ROA) لبنك الإسكان

خلال السنوات ١٩٩٦-٢٠٠٢ . وكان أعلى معدل للعائد المتحقق (١,٧٣%)

* يستخرج معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وذلك بقسمة الربح الصافي على مجموع حقوق الملكية (ROSE, 1999, P: 108)

سنة ١٩٩٨ بزيادة مقدارها (٠,٤٥) عن سنة ٢٠٠١ وقد حققت هاتان السنان أعلى معدلين للعائد خلال المدة المبحوثة . أما أدنى مستوى لمعدل العائد المتحقق فكان من نصيب سنتي ٢٠٠٠ و ١٩٩٦ إذ بلغ (٠,٧٢%) و(٠,٧٣%) على التوالي . ويرجع ذلك إلى إنخفاض الأرباح الصافية المتحققة خلال سنتي ٢٠٠٠ و١٩٩٦.

جدول (٦-٤)

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

١٩٩٦ - ٢٠٠٢.

السنة	معدل العائد على الاستثمار % (ROA)	نسبة النمو %
١٩٩٦	٠,٧٣	—
١٩٩٧	١,١٦	٥٩
١٩٩٨	١,٧٣	٤٩
١٩٩٩	١,١٣	- ٣٤
٢٠٠٠	٠,٧٢	- ٣٦
٢٠٠١	١,٢٨	٧٧
٢٠٠٢	١,٢٤	- ٣

٢- تحليل حقوق الملكية :

يوضح الجدول (٦-٥) حقوق الملكية ونسب النمو المتحققة لبنك الإسكان خلال السنوات ١٩٩٦-٢٠٠٢ . في نهاية سنة ١٩٩٧ ارتفعت حقوق الملكية ارتفاعا كبيرا (٢١٢,٤) مليون دينار مقابل (٨١,٣) مليون دينار في نهاية سنة ١٩٩٦ وبزيادة مقدارها (١٣١,١) مليون دينار ونسبتها (١٦١٪) وجاء هذا الارتفاع بحقوق الملكية نتيجة لزيادة راس مال البنك من (٢٥) مليون دينار إلى (٥٠) مليون دينار وقد تم تحديد سعر الاكتتاب للسهم الواحد بخمسة دنانير حيث استقطب البنك (١٢٥) مليون دينار أضيفت إلى حقوق المساهمين . كما يلاحظ من الجدول بان حقوق الملكية لبنك 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 ٢٠٠٠ فيعود إلى تعديل البيانات المالية لسنة ١٩٩٩ وذلك بإظهار الأرباح المقترح توزيعها ضمن حقوق الملكية بدلا من المطلوبات المتداولة . يتضح مما سبق بان البنك قد تمكن من تدعيم

* التقرير السنوي لبنك الإسكان لعام ١٩٩٧ , ص ١٢ .

* التقرير السنوي لبنك الإسكان العام ٢٠٠٠ , ص ١٦ .

قاعده الرأسمالية بموارد مالية إضافية حيث عزز احتياطياته طيلة المدة

المبحوثة جدول (٥-٦)

نسب النمو في حقوق الملكية لبنك الإسكان للمدة ١٩٩٦-٢٠٠٢.

السنة	مجموع حقوق الملكية (مليون دينار)	نسبة النمو %
١٩٩٦	٨١,٣	—
١٩٩٧	٢١٢,٤	١٦١
١٩٩٨	٢٢١,٩	٤,٥
١٩٩٩	٢٣٩,٣	٧,٩
٢٠٠٠	٢٣٦,٣	- ١,٣
٢٠٠١	٢٥٦,٥	٨,٥
٢٠٠٢	٢٦٥,٢	٣,٤

٣ - تحليل معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) .

يوضح الجدول (٦-٦) معدل العائد على الحقوق الملكية (ROE) لبنك

الإسكان خلال السنوات ١٩٩٦-٢٠٠٢ . وقد بلغ أعلى معدل للعائد على

حقوق الملكية في السنة ١٩٩٨ وهو (١١,١٪) متجاوزا للمتوسط والبالغ

(٨,٥٢٪) بنسبة (٣٤,٥٪) وتعتبر هذه السنة من أفضل السنوات أداء وفق هذا

المعيار تليها سنة ١٩٩٦ متجاوزة للمتوسط بنسبة (٢٣,٦٪) . أما أدنى معدل

عائد متحقق على حقوق الملكية فكان من نصيب سنة ٢٠٠٠ إذ بلغ (٤,٩%)
أدنى من المتوسط بنسبة (٤٠%) وتعتبر هذه النسبة من أدنى السنوات أداء تليها
سنتي ١٩٩٧، ١٩٩٩ إذ بلغ معدل العائد المتحقق فيهما (٧,٣%) و(٧,٤%)
على التوالي أدنى من المتوسط بنسبة (١١,٥%) و(١٠,٣%) على التوالي .
ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض الأرباح الصافية خلال السنوات المعنية .

جدول (٦-٦)

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

للمدة ١٩٩٦-٢٠٠٢.

السنة	معدل العائد على حقوق الملكية % (ROE)	نسبة النمو %
١٩٩٦	١٠,٢	—
١٩٩٧	٧,٤	- ٢٧
١٩٩٨	١١,١	٥٠
١٩٩٩	٧,٣	- ٣٤
٢٠٠٠	٤,٩	- ٣٢
٢٠٠١	٨,٦	٧٥
٢٠٠٢	٨,٣	- ٣,٤
المتوسط	٨,٢٥	

سابعا: 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 , ١٩٩٨ , ص:٧٥) ويركز هذا المبحث على تحليل محفظة السوق للشركات المبحوثة .

أ : 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 ٧- ١) على مجموع التمويل (حقوق الملكية +

* 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, ١٩٩٩, p:٢١٥)

الديون (E+D) المبين في الجدول (٧-٢) ومن ثم إيجاد الوسط الحسابي لتلك المعدلات خلال مدة البحث وكما مبين في الجدول (٧-٣) .

جدول (٧-١)

الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لبنكي العربي والإسكان

للمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢

السنة	الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) (دينار)		المجموع (دينار)
	بنك الإسكان	البنك العربي	
١٩٩٦	١٠٤١٩٢٨٣	١٣٦١٥٠٠٠	١٤٦٥٦٩٢٨٣
١٩٩٧	٢٠٠٤٠٠٤٦	١٤٥٦٤٧٠٠٠	١٦٥٦٨٧٠٤٦
١٩٩٨	٣١٨٣٤٦٤٦	١٦٦٢٧٠٠٠	١٩٨١٠٤٦٤٦
١٩٩٩	٢٦٣٤٠٠٩٨	١٤٩٦٨٩٠٠٠	١٧٦٠٢٩٠٩٨
٢٠٠٠	١٦٤٨٢٣٧٧	١٦١٠٦٨٠٠٠	١٧٧٥٥٠٣٧٧
٢٠٠١	٣٠٠٠٠٤٨٣	١٦٥٠٦٩٠٠٠	١٩٥٠٦٩٤٨٣
٢٠٠٢	٣٠٠٧٣٤٥٤	١٥٥١٤٩٠٠٠	١٨٥٢٢٢٤٥٤

المصدر : إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنكي العربي

والإسكان للمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢.

جدول (٧-٢)

مجموع التمويل (E+D) لبنكي العربي والإسكان للمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢.

السنة	مجموع التمويل (E+D) (دينار)		المجموع (دينار)
	البنك العربي	بنك الإسكان	
١٩٩٦	١٠٣٣٨١٣٥٠٠٠	١١٣٦٢٢٦٩١٧	١١٤٧٤٣٦١٩١٧
١٩٩٧	١٠٧٦١٠٧٥٠٠٠	١٣٥٠٨٠٢١٧٦	١٢١١١٨٧٧١٧٦
١٩٩٨	١١٧٤٣٤٥٠٠٠٠	١٤١٧٦٧٨٠٧١	١٣١٦١١٢٨٠٧١
١٩٩٩	١٢٦١٤٩٤٦٠٠٠	١٤٥٩٢٥٤١٣٦	١٤١٦٤٢٠٠١٣٦
٢٠٠٠	١٣٨٤٥١٠٤٠٠٠	١٦٢٣٢٤٥٣٧٤	١٥٤٦٨٣٤٩٣٧٤
٢٠٠١	١٤٥٤٨٨٣٥٠٠٠	١٧٠٨٨١١٧٩٢	١٦٢٥٧٦٤٦٧٩٢
٢٠٠٢	١٤٧١٤١٥٣٠٠٠	١٧٦٩٥١٧٤١٩	١٦٤٨٣٦٧٠٤١٩

المصدر : إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السنوية لبنكي العربي

والإسكان للمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢.

ب : تحليل عائد محفظة السوق :

بوضح الجدول (٧-٣) إن متوسط عائد محفظة السوق قد بلغ (٠,٠١٢٦) وهو مقارب لمعدل عائد المحفظة لسنة ١٩٩٦ والبالغ (٠,٠١٢٧) . أما أعلى معدل لعائد محفظة السوق كان (٠,٠١٥٠) وكان لسنة ١٩٩٨ وهو أكبر من المتوسط بنسبة (١٩٪) ويعود ذلك إلى ارتفاع الإرباح قبل الفائدة والضريبة المتحققة خلال هذه السنة والبالغة (١٩٨١٠٤٦٤٦) دينار والمبينة في الجدول (٧-١) . وانخفاض مجموع التمويل والبالغ (١٣١٦١١٢٨٠٧١) دينار والمبين في الجدول (٧-٢) في حين كان أدنى معدل لعائد المحفظة (٠,٠١١٢) وكان سنة ٢٠٠٢ وهو أدنى من المتوسط بنسبة (١١٪) وذلك بسبب انخفاض الأرباح قبل الفائدة والضريبة المتحققة خلال هذه السنة والبالغة (١٨٥٢٢٢٤٥٤) دينار وارتفاع مجموع التمويل والبالغ (١٦٤٨٣٦٧٠٤١٩) دينار وكما مبين في الجدولين (٧-١) و(٧-٢) على التوالي .

* عائد السوق هو العائد على محفظة السوق لكل الأوراق المالية التي يتم المتاجرة بها ، وعادة ما يتم استخدام (مؤشر ستاندرو وبور ٥٠٠ الذي يضم ٥٠٠ سهم او مؤشرات مشابهة كعائد للسوق الأمريكي (٢١٣-٢١٢,p:٢٠٠, Gitman)

(١٩٤٨٣٦٧٠٤١٩) دينار وكما مبين في الجدولين (٧-١) و(٧-٢) على

التوالي .

جدول (٧-٣)

محفظة السوق

المتوسط	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	السنة
٠,٠١٢٦	٠,٠١١٢	٠,٠١٢٠	٠,٠١١٥	٠,٠١٢٤	٠,٠١٥٠	٠,٠١٣٧	٠,٠١٢٧	معدل عائد محفظة السوق

المصدر : إعداد الباحث بالاعتماد على الجدولين (٧-١) و(٧-٢) .

ثامنا: تحليل المخاطرة

أ : تحليل معامل بيتا* :

إن الاستثمار بالأسهم العادية ينطوي على مخاطرة نظامية لا يمكن للمستثمر

تفاديها بالتنوع عكس المخاطرة اللانظامية التي يمكن تفاديها بالتنوع ,

oj

* تم حساب معامل بيتا على وفق الصيغة الآتية :

$$B_j = \frac{\text{Cov}(R_j, R_m)}{\sigma_m^2} \quad (\text{van horne})$$

(١٩٩٨, p:٧٠)

om

وتقاس المخاطرة النظامية بمعامل بيتا الذي يعكس درجة التقلب للعوائد المتحققة للسهم اتجاه عوائد محفظة السوق .

يوضح الجدول (٨-١) إن معامل بيتا لبنك الإسكان بلغ (١,٥٥) ويعكس ذلك درجة الحساسية لعائد السهم اتجاه التغيرات في عوائد السوق وهذا يعني اذا حصلت زيادة في السوق مقدارها (١٠٠٪) , فان سهم بنك الإسكان يرتفع بمقدار (١,٥٥٪) أما إذا حصل انخفاض في السوق مقداره (١٠٠٪) فان سهم بنك الإسكان سينخفض بمقدار (١,٥٥٪) ومن ثم فان عائد أسهم بنك الإسكان يتسم بتقلبات اكبر من تقلب عائد السوق , وبمعنى آخر إن معامل بيتا بنك الإسكان يفوق معامل بيتا السوق والبالغ واحد صحيح , أي انه ينطوي على مخاطرة نظامية اكبر من مخاطرة السوق . كما يوضح الجدول (٨-١) إن معامل بيتا للبنك العربي بلغ (٠,٤١) وهذا يعني إذا حصلت زيادة في السوق مقدارها (١٠٠٪) فان سهم البنك العربي يرتفع بمقدار (٤١٪) أما إذا حصل انخفاض في السوق مقداره (١٠٠٪) فان سهم البنك العربي سينخفض بمقدار (٤١٪) , وهذا يدل على ان عائد اسهم البنك العربي يتسم بتقلبات اقل من

تقلب عائد السوق , أي انه ينطوي على مخاطرة نظامية أقل من مخاطرة

السوق . جدول (١-٨)

نتائج تحليل معاملات بيتا , الارتباط, التحديد لأسهم بنكي العربي والإسكان

للمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢ .

المؤشر	معامل بيتا	معامل الارتباط	معامل التحديد
البنك	B	R	R ^٢
البنك العربي	٠,٤١	٠,٩٠	٠,٨١
بنك الإسكان	١,٥٥	٠,٥٩	٠,٣٥

ب : تحليل علاقات الارتباط :-

بتحليل علاقة الارتباط بين معدل عائد أسهم المصرفين ومعدل عائد محفظة

السوق والموضح في الجدول (١-٨) نجد بان معامل الارتباط كان قويا جدا

بين عائد السهم للبنك العربي وعائد محفظة السوق إذ بلغ (٠,٩٠) وتدل هذه

لنتيجة 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 (٠,٥٩) 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 (٨-١) إن معامل التحديد (R^2) للبنك العربي بلغ (٠,٨١) وهذا يدل على نسبة كبيرة من التباين في عائد السهم تعود إلى التباين في معدل عائد السوق , و يدل أيضا على التنوع الجيد لاستثمارات البنك العربي , لأن المحفظة ذات التنوع الجيد يكون لها معامل تحديد عالي . كما يؤثر معامل التحديد (R^2) لبنك الإسكان والبالغ (٠,٣٥) عن ضعف العلاقة بين التغير في معدل عائد السهم والتغير في معدل عائد السوق , ويؤثر أيضا على التنوع القليل لاستثمارات بنك الإسكان , لأن التنوع القليل يكون له معامل تحديد منخفض .

ج : تحليل المخاطر للشركات المبحوثة :-

يعرض الجدول (٨-٢) 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 (σ_m^2) إضافة إلى ذلك فالجدول يضم المخاطرة اللانظامية مقاسة من خلال طرح المخاطرة النظامية من المخاطرة الكلية لكلا البنكين وللمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢ .

وطبقا لمؤشر المخاطرة الكلية أو التباين Variance الذي يوضح مدى تشتت عوائد الاستثمار في الأسهم عن متوسطاتها يتبين أن المخاطرة الكلية لبنك الإسكان كانت (٠,٠٠٠٠٧٢٢٢٧) وهي أكبر بكثير من المخاطرة الكلية لأسهم البنك العربي والبالغة (٠,٠٠٠٠٠٢٢١) . كما يلاحظ أن المخاطرة النظامية

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

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

لأسهم بنك الإسكان كانت (٠,٠٠٠٠٠٢٥٣٤) وهي اكبر من المخاطرة النظامية للبنك العربي والبالغة (٠,٠٠٠٠٠١٧٧) .

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 (٠,٠٠٠٠٠٤٦٩٣) وهي اكبر بكثير من المخاطرة اللانظامية للبنك العربي والبالغة (٠,٠٠٠٠٠٠٤٤) .

إن الشركات التي تتعرض إلى مشاكل تشغيلية تتعلق بعدم قدرة الإدارة في تلك الشركات على إدارة استثماراتها بشكل كفوء يرتفع فيها مؤشر المخاطرة اللانظامية 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 كليا 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 تعويضه 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 (٠,٠٠٠٠٠٠٠٤٤) هي اقل بكثير من مخاطرته النظامية والبالغة (٠,٠٠٠٠٠٠١٧٧) ويعود ذلك إلى التنوع الجيد الذي من شأنه إن يحدف أو يقلل المخاطرة اللانظامية الى حد كبير. في حين ان المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان والبالغة (٠,٠٠٠٠٠٤٦٩٣) هي اكبر من مخاطرته . النظامية والبالغة (٠,٠٠٠٠٠٢٥٣٤) ويعود السبب إلى ضيق عملية التنوع الذي اقتصر على البلدان العربية فقط قياساً بالبنك العربي الذي قام بتنويع استثماراته في البلدان العربية وبلدان العالم الأخرى .

جدول (٢-٨)

نتائج تحليل المخاطرة الكلية , النظامية , اللانظامية لأسهم بنكي العربي والإسكان للمدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢.

المخاطرة اللانظامية **	المخاطرة النظامية	المخاطرة الكلية *	الانحراف المعياري	المؤشر البنك
٠,٠٠٠٠٠٠٠٤٤	٠,٠٠٠٠٠٠١٧٧	٠,٠٠٠٠٠٠٢٢١	٠,٠٠٠٠٦	البنك العربي
٠,٠٠٠٠٠٤٦٩٣	٠,٠٠٠٠٠٢٥٣٤	٠,٠٠٠٠٠٧٢٢٧	٠,٠٠٠٣٤٧	بنك الإسكان

* تم حساب المخاطرة الكلية حسب الصيغة التالية : $\sigma^2 = x^2 - xj$

** TOTAL RISK = SYSTEMATIC RISK + UNSYSTEMATIC RISK.

UNSYSTEMATIC RISK= TOTAL RISK – SYSTEMATIC RISK (VAN HORNE, ١٩٩٨, P:٦٦)

تاسعا" 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 , ٢٠٠١, ص١٩) . وينصب هذا المبحث على تحليل القيمة السوقية لأسهم الشركات المبحوثة .

أ: تحليل القيمة السوقية لأسهم البنك العربي :

يكشف الجدول (٩-١) عن القيم السوقية والدفترية لأسهم البنك العربي خلال المدة (١٩٩٦-٢٠٠٢) . وبلغ متوسط القيمة السوقية خلال المدة (١٥٥٠٠٥٧١٤٢) دينار , وكانت أعلى قيمة سوقية متحققة للأسهم خلال السنة ١٩٩٨ إذ بلغت (١٨٨٣٢٠٠٠٠٠) دينار , أعلى من المتوسط بنسبة (٢١%) في حين كانت أدنى قيمة سوقية متحققة هي (١١٣٢٠٠٠٠٠) دينار وكانت من نصيب سنة ١٩٩٦ أدنى من المتوسط بنسبة (٢٨%) .

ومن نفس الجدول -العمود(٤)- نلاحظ بان القيم السوقية للأسهم خلال المدة المبحوثة هي اكبر من قيمتها الدفترية وهذا يعني إن البنك قد حقق أرباحا عالية* خلال المدة .

جدول (٩-١)

القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأسهم البنك العربي للمدة ١٩٩٦-٢٠٠٢.

السنة (١)	القيمة السوقية(دينار) (٢)	القيمة الدفترية (دينار) (٣)	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (مره) (٤)
١٩٩٦	١١١٣٢.٠٠٠٠	٦٣.٠٠٠.٨٠٠	١,٧٦
١٩٩٧	١٤٣.٠٠٠.٠٠٠	٧١٩٩٩٨٤.٠٠	١,٩٨
١٩٩٨	١٨٨٣٢.٠٠٠.٠٠٠	٨٢.٠٠٠.١٦.٠٠	٢,٢٩
١٩٩٩	١٦٩٨٤.٠٠٠.٠٠٠	٩١٤.٠٠٣٢.٠٠	١,٨٦
٢٠٠٠	١٣٤٦٤.٠٠٠.٠٠٠	١٠٠.٨٩٩٩٢.٠٠	١,٣٣
٢٠٠١	١٧٦.٠٠٠.٠٠٠.٠٠٠	١١٦٧٩٣٦.٠٠٠	١,٥
٢٠٠٢	١٦١٩٢.٠٠٠.٠٠٠	١٢٨٦.٠٣٢.٠٠٠	١,٢٦
المتوسط	١٥٥.٠٥٧١٤٢ دينار		

ب : تحليل القيمة السوقية لأسهم بنك الإسكان .

* عندما تحقق المنشأة ارباحا عالية فان القيمة السوقية للسهم تكون اعلى من قيمته الدفترية (الميداني، ١٩٨٩، ص٦٦٤)

يوضح الجدول (٩-٢) كلا من القيم السوقية والدفترية لبنك الإسكان خلال
المدة من ١٩٩٦-٢٠٠٢ . وقد بلغ متوسط القيمة السوقية خلال المدة
(٢٢٠٣٩٢٨٥٧) دينار . أما أعلى قيمة سوقية متحققة فكانت خلال السنة
١٩٩٨ وقد بلغت (٢٧٧٠٠٠٠٠٠) دينار أعلى من المتوسط بنسبة (٢٥٪) في
حين كانت أدنى قيمة سوقية للأسهم من نصيب سنة ١٩٩٦ وبلغت
(١٢٠٧٥٠٠٠٠) دينار أدنى من المتوسط بنسبة (٤٥٪) .

كما يلاحظ من نفس الجدول -العمود(٤)- إن القيم السوقية للأسهم خلال
السنوات ١٩٩٦-١٩٩٩ كانت أعلى من القيم الدفترية وهذا يعني إن البنك
خلال هذه الفترة كان يحقق أرباحا عالية , أما خلال السنوات ٢٠٠٠-٢٠٠٢
نلاحظ إن القيم السوقية المتحققة قد انخفضت عن القيم الدفترية ومعنى ذلك أن
البنك قد عانى من مشكلة مالية * خلال السنوات الثلاثة الأخيرة من المدة
المبحوثة .

* إذا كانت القيمة السوقية للسهم ادنى من القيمة الدفترية يعني ذلك ان المنشأة تسجل حالة
مشكلة مالية . (Weston,etal,١٩٩٦,p:٦٧٦)

جدول (٩-٢)

القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأسهم بنك الإسكان للمدة ١٩٩٦-٢٠٠٢

السنة (١)	القيمة السوقية(دينار) (٢)	القيمة الدفترية (دينار) (٣)	القيمة السوقية الى القيمة الدفترية(مرة) (٤)
١٩٩٦	١٢٠٧٥٠٠٠٠	٨١٢٧٥٠٠٠	١,٤٨
١٩٩٧	٢٦٠٠٠٠٠٠	٢١٢٣٥٠٠٠٠	١,٢٢
١٩٩٨	٢٧٧٠٠٠٠٠	٢٢١٩٠٠٠٠٠	١,٢٥
١٩٩٩	٢٤٥٠٠٠٠٠	٢٢٤٥٠٠٠٠٠	١,٠٩
٢٠٠٠	١٦٢٠٠٠٠٠	٢٣٦٠٠٠٠٠	٠,٦٩
٢٠٠١	٢٣٦٠٠٠٠٠	٢٥٦٠٠٠٠٠	٠,٩٢
٢٠٠٢	٢٤٢٠٠٠٠٠	٢٦٥٠٠٠٠٠	٠,٩١
المتوسط	٢٢٠٣٩٢٨٥٧ دينار		

عاشراً " 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 تنويع 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 :

أ: 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 .

١. البنك العربي :

أظهرت نتائج التحليل إن قيمة معامل الارتباط البسيط (R) تساوي (٠,٤٧٥)

وهي علاقة موجبة طردية ضعيفة بين المتغيرين . أما قيمة معامل التحديد

(R²) فقد كانت (٠,٢٢٥) أي إن المتغير المستقل يفسر ما مقداره

(٢٢,٥٪) من التغير الحاصل في المتغير المعتمد وهي قدرة تفسيرية ضعيفة . وكانت قيمة (T) المحسوبة قد بلغت (١,٣١٨) وهي اقل من قيمة (T) الجدولية البالغة (٢,٤٤٧) مما يدل على عدم قبولها إحصائيا , أي عدم قبول الفرضية بالنسبة للبنك العربي . والجدول (١٠-١) يوضح ذلك .

جدول (١٠-١) نتائج تحليل الارتباط البسيط بين قيمة المنشأة ومعدل العائد

على الاستثمار (RoA) البنك العربي

قيمة المنشأة				المتغير المعتمد المتغير المستقل
نوع العلاقة	T*	R ²	R	
غير معنوية	١,٣١٨	٠,٢٢٥	٠,٤٧٥	معدل العائد على الاستثمار (ROA)

• (t) الجدولية البالغة (٢,٤٤٧) عند مستوى معنوية (٠,٠٥) وبدرجة حرية (١,٥) .

٢. بنك الإسكان :

أظهرت نتائج التحليل إن قيمة معامل الارتباط البسيط (R) تساوي (٠,٨٧٥) وهي علاقة موجبة طردية قوية بين المتغيرين . أما قيمة معامل التحديد (R²) فقد كانت (٠,٧٦٥) أي إن المتغير المستقل يفسر ما مقداره (٧٦,٥٪)

من التغير الحاصل في المتغير المعتمد وهي قدرة تفسيرية قوية . وكانت قيمة (T) المحسوبة قد بلغت (٩,١) وهي اكبر من الجدولية البالغة (٢,٤٤٧) مما يدل على قبولها إحصائيا , أي قبول الفرضية بالنسبة لبنك الإسكان والجدول (٢-١٠) يوضح ذلك .

جدول (٢-١٠) 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	٩,١	٠,٧٦٥	٠,٨٧٥	المتغير المستقل
				معدل العائد على الاستثمار (RoA)

t* الجدولية البالغة (٢,٤٤٧) عند مستوى معنوية (٠,٠٥) وبدرجة

حرية (١,٥) .

ب: سبق وافترض الباحث بان (تنوع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية) . ويسعى الباحث في سياق هذه الفقرة إلى تحليل اثر استراتيجية تنوع الاستثمارات في تقليل المخاطرة الكلية . الجدول (٣-١٠) يوضح نتائج

تحليل المخاطر الكلية , النظامية, اللانظامية, لبنكي العربي والإسكان خلال
المدة ١٩٩٦-٢٠٠٢. ونلاحظ من الجدول ما يلي :

١. إن المخاطرة اللانظامية للبنك العربي تساوي (٠,٠٠٠٠٠٠٠٤٤) وهي أقل
بكثير من مخاطرته النظامية والبالغة (٠٠٠٠٠١٧٧) وسبب ذلك هو التنوع
الجيد للاستثمارات الذي من شأنه أن يتفادى أو يقلل المخاطرة اللانظامية إلى
حدها الأدنى .

٢. إن المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان تساوي (٠,٠٠٠٠٤٦٩٣) وهي أكبر
من مخاطرته النظامية والبالغة (٠,٠٠٠٠٢٥٣٤) ويعود السبب إلى ضيق
التنوع الذي اقتصر على البلدان العربية فقط مقارنة بالبنك العربي الذي نوع
استثماراته في الدول العربية ودول العالم الأخرى . والجدول (١٠-٤) يوضح
الدول المضيفة لفروع كلا البنكين .

جدول (١٠-٣)

نتائج تحليل المخاطرة الكلية ، النظامية ، اللانظامية لبنكي العربي والإسكان

المؤشر البنك	المخاطرة الكلية	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية
البنك العربي	٠,٠٠٠٠٠٠٢٢١	٠,٠٠٠٠٠٠١٧٧	٠,٠٠٠٠٠٠٤٤٤
بنك الإسكان	٠,٠٠٠٠٠٠٧٢٢٧	٠,٠٠٠٠٠٠٢٥٣٤	٠,٠٠٠٠٠٠٤٦٩٣

١ - إن المخاطرة الكلية للبنك العربي بلغت (٠,٠٠٠٠٠٠٢٢١) أما المخاطرة الكلية لبنك الإسكان فكانت (٠,٠٠٠٠٠٠٧٢٢٧) إذ يلاحظ إن المخاطرة الكلية لكلا البنكين منخفضة نظرا 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 بأن 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 (١٠-٤)

الدول المضيفة لفروع البنك العربي وبنك الإسكان

الدول المضيفة للفروع*		البنك
الأجنبية	العربية	
فرنسا , قبرص , اليونان , إيطاليا , أستراليا , 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

حادي عشر: الاستنتاجات و التوصيات

أ / الاستنتاجات

١: الاستنتاجات المستخلصة من الدراسة النظرية .

(اولاً) بالنظر لاختلاف الدول وعدم ارتباط دوراتها الاقتصادية بشكل وثيق

فان تنوع الاستثمارات في دول مختلفة يؤدي إلى تخفيض المخاطر وزيادة

العوائد طالما إن عوائد الموجودات في البلدان المختلفة غير مرتبطة بصورة

تامة .

* ١- التقرير السنوي للبنك العربي لسنة ٢٠٠٢، ص: ٦٢-٦٣

٢- التقرير السنوي لبنك الإسكان لسنة ٢٠٠٢، ص: ٣٧.

(ثانياً) إن التنوع الدولي للاستثمارات يعطي انخفاضا جيدا وسريعا في مخاطرة المحفظة ذات العدد المحدود من الأوراق المالية التي يتراوح عددها بين (١٥-٢٠) ورقة مالية.

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

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

٢: الاستنتاجات التطبيقية

(اولاً) أظهرت نتائج تحليل معدل العائد على الاستثمار (ROA) انخفاض هذا المعدل للبنك العربي إذ بلغ (٠,٠٠٩٦) في حين بلغ معدل العائد على

الاستثمار لبنك الإسكان (٠,٠١٤٤) , 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 .

(ثانياً) أظهرت نتائج تحليل معدل العائد على حق الملكية (ROE) . ان هذا المعدل للبنك العربي يساوي (٠,١٣٣) في حين كان معدل العائد على حق الملكية لبنك الإسكان يساوي (٠,٠٨٢٥) 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.

(ثالثاً) أظهرت نتائج تحليل المخاطرة اللانظامية ما يلي :

١- إن المخاطرة اللانظامية للبنك العربي تساوي (٠,٠٠٠٠٠٠٤٤) وهي اقل بكثير من مخاطرته النظامية والبالغة (٠,٠٠٠٠٠١٧٧) ويعود ذلك الى التنوع الجيد للاستثمارات الذي من شأنه أن يحذف أو يقلل المخاطرة اللانظامية إلى حد كبير .

٢- إن المخاطرة اللانظامية لبنك الإسكان تساوي (٠,٠٠٠٠٠٤٦٩٣) وهي أكبر من مخاطرته النظامية والبالغة (٠,٠٠٠٠٠٢٥٣٤) ويعود السبب إلى ضيق عملية تنويع استثماراته الذي اقتصر على بعض البلدان العربية قياساً بالبنك العربي الذي قام بتنويع استثماراته في العديد من الدول العربية ودول العالم الأخرى (رابعاً) أظهرت نتائج تحليل المخاطر الكلية إن المخاطرة الكلية للبنك العربي تساوي (٠,٠٠٠٠٠٠٢٢١) أما المخاطرة الكلية لبنك الإسكان فكانت (٠,٠٠٠٠٠٠٧٢٢٧) . ويلاحظ انخفاض المخاطرة الكلية لكلا البنكين , إلا إن المخاطرة الكلية للبنك العربي هي أقل بكثير من المخاطرة الكلية لبنك الإسكان .

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

(سادساً) إن نتائج الاختبار الإحصائي للفرضية الفرعية الأولى والقائلة (إن العلاقة ايجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار) أكدت ما يلي :

١- عدم تناسب معدل العائد على الاستثمار مع قيمة المنشأة للبنك العربي ويستدل على ذلك من خلال معامل الارتباط البسيط الذي بلغ (٠,٤٧٥) وهو

ارتباط ضعيف , ومما يدعم نتائج التحليل هو قيمة (t) المحسوبة التي كانت اقل من 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 .

٢- أظهرت نتائج الاختبارات الإحصائية وجود علاقة معنوية بمستوى (٩٥٪) 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 .

(سابعاً) أظهرت نتائج التحليل أن القيمة السوقية للبنك العربي خلال المدة المبحوثة كانت اكبر من القيمة الدفترية ومعنى ذلك أن البنك العربي قد حقق أرباحاً عالية خلال المدة , أما بالنسبة لبنك الإسكان فقد كانت القيم السوقية للأسهم خلال السنوات (١٩٩٦-١٩٩٩) أعلى من القيم الدفترية وهذا يعني إن البنك قد حقق أرباحاً عالية خلال هذه المدة . أما خلال السنوات (٢٠٠٠-٢٠٠٢) فكانت القيم السوقية للأسهم اقل من قيمها الدفترية , وهذا يعني إن البنك قد عانى من مشكلة مالية خلال السنوات الثلاثة الأخيرة من المدة المبحوثة .

حـ - ويستنتج من تحقيق الفرضيتان الفرعيتان الاولى و الثانية ان هناك
اثر لتنويع الاستثمارات الدولييه في قيمة المنشاة .

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 دوليا بهدف التقليل من
المخاطر وتعزيز العوائد . ويمكن تحديد هذه التوصيات كما يلي :

١: التوصيات العامه

أولاً: 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 .

ثانياً: 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 .

ثالثاً: - 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 التنوع السليمة لتنويع استثماراته والتي تأخذ بنظر الاعتبار درجة الارتباط بين عوائد تلك الاستثمارات فضلاً عن تنوع مصادر تلك الاستثمارات جغرافياً .

رابعاً: - بالرغم من ان التنوع يقلل من المخاطر إلا انه لا ينبغي على المنشأة المغالاة في عملية التنوع إذ قد يترتب على ذلك بعض الآثار العكسية غير المرغوبة.

٢: التوصيات الخاصة

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

ثانياً: يستطيع المستثمرون في الأسواق الدولية من استخدام خيارات العملة و عقود الصرف الأجنبية الأجلة للتحوط من خطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

ثالثاً: التوسع المدروس من قبل بنك الإسكان وتنويع استثماراته في عدة قارات من العالم وعدم اقتصر نشاطه الاستثماري في الدول العربية فقط .
رابعاً: يتعين على البنك العربي الاستمرار في التوسع وتنويع استثماراته في كل الدول العربية وكذلك في دول أمريكا الجنوبيه

المصادر References

أولاً : المصادر باللغة العربية (Arabic References).

أ-النشرات والتقارير Reports & Documents

١-النشرات السنوية لسوق عمان للأوراق المالية من السنة (١٩٩٦-٢٠٠٢)

٢-تقارير مجلس إدارة البنك العربي والميزانيات العمومية وحاسبات

الأرباح والخسائر من السنة (١٩٩٦-٢٠٠٢)

٣-تقارير مجلس إدارة بنك الإسكان والميزانيات العمومية وحاسبات

الأرباح والخسائر من السنة (١٩٩٦-٢٠٠٢)

ب- الكتب (Books)

- ٤- جابر , محمد صالح " الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية " ط ١ مؤسسة الفليج للطباعة والنشر - الكويت ١٩٨٢ .
- ٥- جمعة , السعيد فرحات " الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة " دار المريخ للنشر , الرياض , المملكة العربية السعودية ٢٠٠٠ .
- ٦- حاتم , سامي عفيفي " التجارة الخارجية , التنظير والتنظيم " الدار المصرية اللبنانية , ط ٢ , ١٩٩٤ .
- ٧- الحناوي , محمد صالح " الإدارة المالية والتمويل " الدار الجامعة - بيروت ١٩٩٥ .
- ٨- حنفي , عبد الغفار وقرياقص , رسمية " أساسيات الاستثمار والتمويل " مؤسسة شباب الجامعة , الإسكندرية , ٢٠٠٠ .
- ٩- درغام , دريد " أساسيات الإدارة المالية الحديثة " الجزء الثاني , دار الرضا للنشر , ط ١ , ٢٠٠٠ .
- ١٠- رمضان , زياد سليم " مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي " ط ١ , دار وائل للطباعة والنشر ١٩٩٨ .

- ١١- سالم , عبد الله مهنا ومطر , محمد عطية " مبادئ الاستثمار " الهيئة العامة للتعليم التطبيقي - الكويت , لاتا .
- ١٢- السيد , إسماعيل محمد "الإدارة الاستراتيجية - مفاهيم وحالات تطبيقية " الدار الجامعة الإسكندرية ٢٠٠٠ .
- ١٣- الشماع , خليل محمد حسن " الإدارة المالية " ط٤ , بغداد , ١٩٩٢ .
علمي تحليلي في اتخاذ القرارات " بغداد , ١٩٩٨ .
- ١٤- العمار , رضوان وليد " أساسيات في الإدارة المالية - مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل " ط١ , دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع , ١٩٩٧ .
- ١٥- عبد الغفار , هناء " الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية - الصين أنموذجا " ط١ , بيت الحكمة , بغداد , ٢٠٠٢ .
- ١٦- مطر , محمد " إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العلمية " ط٢ , مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع , عمان , الأردن , ١٩٩٩ .
- ١٧- الميداني , محمد ايمن عزت "الإدارة التمويلية في الشركات " جامعة الملك فهد للبترول والمعادن , الظهران , ١٩٨٩ .

- ١٨- النقاش , غازي عبد الرزاق " التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية " ط١, ١٩٩٦.
- ١٩- هندي , منير إبراهيم " أدوات الاستثمار في أسواق راس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار " المؤسسة العربية المصرفية ABC (البحرين) , ١٩٩٣.
- ٢٠- الهواري , سيد " الاستثمار والتمويل " دار الجيل للطباعة , جمهورية مصر العربية , ١٩٧٩.
- ٢١- وستون , فرد وبرجام , يوجين (ترجمة) د. عبد الرحمن دعالة , عبد الفتاح السيد سعد النعماني , " التمويل الإداري " الجزء الثاني , دار المريخ للنشر , الرياض , ١٩٩٣.
- ج- الرسائل والاطاريح الجامعية .
- ٢٢- 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 - ١٩٩٠.

٢٣- أعللي , اسعد حميد عبيد " بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادفة " رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال - كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة بغداد, ١٩٩٧.

٢٤- محمد , حاكم محسن " تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة " أطروحة دكتوراه في فلسفة علوم إدارة الأعمال - كلية الإدارة والاقتصاد - الجامعة المستنصرية , ١٩٩٥.

د- الدوريات:

٢٥- الهاشمي , أبو طالب عبد المطلب " شركات الاستثمار المالي في العراق بين الواقع والطموح " مجلة دراسات اقتصادية , العدد الثالث , بيت الحكمة - بغداد, ٢٠٠١.

٢٦ - مجلة الدراسات المالية والمصرفية " البدائل الرئيسية لاستراتيجية محافظ الاستثمار الدولي " المجلد الرابع - العدد الثاني , الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية , ١٩٩٦.

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

A- Books :

- ١) Archer,H.Stephen and choate . G Marc and Racette , George," Financial management" ٢ nd ,ed., N.Y. john Wiled and sons,١٩٨٣.
- ٢) Arnold, Glen" Corporate financial management" First published in Great Britain in ١٩٩٨.
- ٣) Bin Hammer , H-H .and Sephton ,Peters," Money Banking and the Canadian Financial System "٧th, ed, ١٩٩٨.
- ٤) Brealey,A-Richard and Myers ,C-Stewart," Principles of Corporate finance," ٤ th , ed. MC Graw –Hill ,Inc ,١٩٩١.
- ٥) Carlson ,B. Charles " the individual investor Revolution "Mc Graw –Hill componies,inc.١٩٩٨.
- ٦) Elton,j. Edwin and Gruber,j. Martin," Modern portfolio theory and Investment analysis" ٥th ed. John Wily & sons, Inc ,١٩٩٥ .

- ∨) Fabozzi, J-Frank and Modigliani, Franco, "Capital Markets institutions and instruments" 4nd, ed- prentice – Hall, inc 1996.
- ∧) Francis Jack Clark, "investment analysis and Management", 8th, ed., MC Graw – Hill, inc, 1991.
- 9) Gitman, Lawrence's "principles of Managerial", 9th, ed., N.Y, Donnelly and sons company, 2000.
- 10) Johnson, J-Hazel, "Global financial Institutions and Markets", First published, 2000.
- 11) Jones, p.Charles, " Investment: Analysis and Management ", 7th, ed., John Wiley & sons, INC, 2000.
- 12) Madura, Jeff, "International Financial Management", 7th, ed., south- western college publishing, 2000.
- 13) Merriam-"webesters collegiate dictionary", 10th, ed. Merriam webester, incoebporated, 1999..

14) McLaney, EJ, "Business Finance: theory and practice", 6th ed., Prentice Hall, 2000.

15) MC Menamin, Jim, "Financial Management", Rontiedge, p
ud-inc, London and M.Y, 1999.

16) Rao, K.S.Ramesh, "Financial Management concept and Applications" 2nd ed., Macmillan publishing company, 1992.

17) Rose, s- peter, "commercial bank management" 4th ed., mc-Graw –Hill companies, inc, 1999.

18) Ross, A. Stephen and westerfield, W. Randolph and Jordan, D. Bradford, "Essentials of corporate finance" .MC-Grew –Hill companies, inc, 1996.

19) Saunders, Anthony, "Financial institutions Management Amodarn perspective" 2nd ed. MC Grew-Hill, Companies, inc 1997.

۲۰) Sharpe, F. William and Alexander, J. Gordon, "Investments"

۴th, ed. Prentice-Hall -inc, ۱۹۹۰.

۲۱) Solnik, Bruno, "International Investments", ۴th, ed., Addison

Wesley Longmen, inc. ۲۰۰۰.

۲۲) van Horne, C. James. "Financial Management and Policy", 11th, ed., Prentice-Hall Inc, ۱۹۹۸.

۲۳) van Horne, C. James. "Financial Management and Policy" 11th, ed. Prentice-Hall, London, U.K., ۲۰۰۰.

۲۴) Weston, J. Fred and Basely Scott and Brigham, F. Eugene, "Essential of Managerial Finance", 11th, ed. The Dryden Press, ۱۹۹۶.

B- periodicals

۲۵) Fatemi, M., Ali "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification" The Journal of Finance, vol, ۳۹, No. ۵ December, ۱۹۸۴.

C- Internet

٢٦) Brooks, Robin and Negro, Marco DEL " international diversification strategies" ,٢٠٠٢ web site at hottp: w w w . frbatianta .org.

٢٧) Eichholtz ,P.M.A. " Does international diversification work better for real astute than it does for stocks and bonds? " , ٢٠٠٣ – hottp/ w w w yahoo – com.

۲۸) Gottschalk ,Ricardo, " Lenders and investors international portfolio allocation decisions: what do we know? " ,۲۰۰۱.[http/w w w . yahoo – com .](http://www.yahoo-com)

۲۹) Royal Bank ." international strategic portfolio Account",۲۰۰۳ . web site/ w w w. rbcprivatc banking . com