

دور التنوع الدولي في خفض المخاطر المالية

الباحث : عبد الله محمد محسن الاستاذ الدكتور منتظر فاضل سعد

كلية الادارة والاقتصاد / قسم العلوم المالية والمصرفية

جامعة البصرة¹

المستخلص :

ان التنامي والتداخل الحاصل بين الاقتصادات الدولية او العالمية وبوجه الخصوص عندما تم بناء النظام الاقتصادي الجديد والذي يختلف من حيث الخصائص والسمات عن الاوضاع الاقتصادية التي كانت سائدة في الفترات السابقة هذا ما ادى الى وجود نظام عملي وتجاري جديد يقود الى عملية التحرر المالي والتطور التقني ، لذلك فان زيادة حركة رؤوس الاموال وما رافقها من تخفيف التشريعات بالإضافة الى التطورات التكنولوجية والمعلوماتية ادت الى تسهيل عملية الدخول والخروج من والى الاسواق المالية بحرية تامة ، فهذه العوامل ساهمت في بروز ظاهرة العولمة والتي اصبحت سمة اساسية للنظام الاقتصادي الجديد ، فالعولمة تحتوي على اثار منها الايجابية وتكمن في اتساع قاعدة الفرص الاستثمارية امام المستثمر المحلي ، اما السلبية فتاتي من ان الاسواق المالية الدولية اصبحت اكثر تكاملا وهذا ربما يقلل من جدوى المحفظة المالية ، حيث يهدف هذا البحث الى دراسة مدى مساهمة المحفظة المالية المتنوعة تنوعا دوليا في تأثيرها على المخاطر المالية وكذلك اظهار مدى فاعلية التنوع في حالة ترابط الاسواق المالية وعلى هذا الاساس تم تكوين عينة الدراسة من مجموعة من مؤشرات الاسواق المالية خلال المدة 2017-2021 اذ ان البحث يهدف الى معرفة دور التنوع الدولي للمحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية ولتحقيق هذا الهدف اختيرت العينة من مؤشرات الاسواق المالية الدولية من خلال الاعتماد على اسعار الاغلاق الشهرية للمؤشرات وتم اختبار فرضيات البحث وتحققت فرضياته من خلال نموذج Panel Data وان اهم ما توصل اليه البحث ان التنوع الدولي للمحفظة الاستثمارية يخفف من المخاطر المالية وان اهم ما اوصى به البحث يتمثل بضرورة تشجيع المستثمرين على الانتقال بالاستثمار من البيئة المحلية الى البيئة الدولية للاستثمار المالي لما له من جدوى اكبر تكون منعكسة بمبادلة اكثر كفاءة بين العائد والمخاطرة .

الكلمات الدالة:-التنوع الدولي، المخاطر المالية، المحفظة المالية.

¹ بحث مستل من رسالة الماجستير الموسومة: ب(محفظة الاوراق المالية الدولية واثرها في خفض المخاطر المالية دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية للمدة 2017-2021)

The role of international diversification in reducing financial risks

Researcher Abdullah Mohammed Mohsen

Prof. Dr. Muntader Fadel Saad

Administration & Economics College , Department of Banking & finance

University of Basrah

Abstract :

The growth and overlap between international or global economies, especially when the new economic system was built, which differs in terms of characteristics and features from the economic conditions that prevailed in previous periods, this led to the existence of a new practical and commercial system that leads to the process of financial liberalization and technical development, so The increase in the movement of capital and the accompanying easing of legislation in addition to technological and informational developments led to facilitating the process of entering and exiting from and to the financial markets completely freely. These factors contributed to the emergence of the phenomenon of globalization, which has become an essential feature of the new economic system. In the widening base of investment opportunities for the local investor, the negative comes from the fact that the international financial markets have become more integrated and this may reduce the feasibility of the financial portfolio. Diversification in the case of interdependence of financial markets, and on this basis, the study sample was formed from a set of indicators For the financial markets during the period 2017-2021, as the research aims to know the role of international diversification of the investment portfolio in reducing financial risks. To achieve this goal, the sample was chosen from the indicators of the international financial markets by relying on the monthly closing prices of the indicators. The most important finding of the research is that the international diversification of the investment portfolio reduces financial risks, and the most important thing recommended by the research is the need to encourage investors to move investment from the local environment to the international environment for financial investment because of its greater feasibility, which is reflected in a more efficient exchange between return and risk.

Key words: - international diversification, financial risks, financial portfolio.

المقدمة :

تعد المحفظة المالية المتنوعة من المواضيع المهمة التي حظيت باهتمام الكثير من الباحثين عامة والمستثمرين خاصة لأنها تعتبر من أهم التطورات التي شهدتها العالم الاستثماري ، فهي تهدف الى تحقيق التوظيف الامثل للأصول التي يتم ادارتها وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة ، وكذلك المحافظة على راس المال المكون لها وتحقيق الاستقرار في عملية التدفق النقدي والعائد وفقا لحاجات الافراد وطبيعة المستثمر وتكوين المحفظة وان اهم ما يميز المحافظ المالية هي قدرتها على تقليل المخاطر المالية التي قد يتعرض لها المستثمر وذلك من خلال ادارة المحفظة بشكل محترف او من قبل متخصصين ، وتعتبر المحافظ المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية ، حيث يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها الى العمل على الحصول على مزيج من الاوراق المالية المتنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر ، وان تعدد الخيارات بين مختلف الاوراق المالية ادى الى نتاج الكثير من النظريات والنماذج وعلى رأسها نظرية ماركويتز والتي تعتمد على الاختيار بين المحافظ البديلة ليتم تعيين محفظة مثالية ويعتبر ان تعيين هذه الاخيرة يستند على ثلاث عوامل رئيسية وهي العائد ، الخطر ، والتنوع وهذا ما ادى الى ظهور نموذج تسعير الاصول الرأسمالية والذي يعتبر ان عائد المحفظة المالية تابع لخطرها المنتظم بمعنى انه تقوم فكرة المحفظة المالية على الاستثمار في الفرص الاستثمارية ذات الجدوى حيث يتم الاستثمار ضمن المحفظة المالية التي تتكون من مختلف الادوات المالية طويلة او قصيرة الاجل كالاسهم والسندات والتي ينبغي المفاضلة بينها من خلال التنوع ولذا ينبغي القيام بقياس كفاءة المحفظة المالية ودورها في تقليل المخاطر من خلال الاعتماد على عدة مؤشرات تمكن مدير المحفظة المالية من التوصل الى تحقيق الهدف المرجو من انشاء المحفظة.

المحور الأول / منهجية الدراسة

اولا - مشكلة الدراسة

تتجسد مشكلة الدراسة من موضوع البحث والذي يعد من القضايا المالية المعاصرة ولما له من اثر مهم في اتخاذ القرار الاستثماري في ظل متغيرات السياسة الدولية وما يعتمدها من عقبات قد تؤدي الى فشل الاستثمار في المحافظ الدولية ، فضلا عن ذلك تخوف اغلب المستثمرين وخاصة العراقيين من الاستثمار الدولي وذلك لعدم معرفتهم بالنتائج الايجابية او السلبية لهذه العملية على المستوى الدولي وذلك لما يتعرض له المستثمرون الدوليون من مخاطرة تقلب العائد بسبب اختلاف متغيرات الدولة وتسارعها متمثلة بأسعار الصرف والفائدة الضريبية ومعدلات التضخم وغيرها من العوامل التي تؤثر على العائد المتحقق وهنا بالإمكان طرح تساؤل

(هل ان المحفظة الدولية افضل من المحفظة المحلية في تخفيض المخاطر؟)

ثانيا - أهمية الدراسة :-

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

2- تكتسب الدراسة اهميتها من اهمية وحدانية موضوعها وذلك لمناقشتها لموضوع غاية في الاهمية للمجتمع الاستثماري في السوق المالية بغية تصويهم نحو الية الاختيار لمكونات محفظة مالية دولية مثلى تساهم في تقليل المخاطرة

3- تقدم هذه الدراسة دليل عمل ارشادي لكل مستثمر في المحفظة الاستثمارية في سوق المال عموما وفي سوق العراق للأوراق المالية خصوصا.

4- تساهم الدراسة للإسهام في ترسيخ الفكر المالي في حقل المحفظة الاستثمارية الحديثة كونه يعد اهم الحقول المعرفية المعاصرة في مجال ادارة الاستثمار وبالتالي فان هذه الدراسة تقدم اضافة معرفية وفكرية للمكتبة العراقية والعربية عن واحد من اهم المفاهيم الاستثمارية الحديثة

ثالثا - أهداف الدراسة :-

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

2- محاولة تقييم اداء بعض المحافظ الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية ومقارنتها مع محافظ مالية دولية لا سواق مالية اخرى

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

4- معرفة مدى امكانية الاعتماد على المحفظة المالية الدولية كاستراتيجية متبعة لعملية تخفيض المخاطر المالية

رابعا - فرضية الدراسة :-

تتضمن فرضية الدراسة عدة حلول أولية قد يثبت صحتها من عدمه بعد عملية التحليل ويمكن القول انها تخمين معقول لمشكلة الدراسة ، وان السؤال الذي تم طرحه في مشكلة الدراسة بحاجة الى اجابة اولية عليه ، اذ ان الاجابة عن السؤال تسمى فروضا مع التحليل والجهد المبذول للوصول الى الطريقة الصحيحة والعلمية ، وهي مسلمات البحث العلمي وعلى هذا الاساس تمت صياغة فروض الدراسة حيث تنطلق هذه الدراسة من فرضية رئيسية مفادها "ان لمحفظة الاوراق المالية الدولية دور في تخفيض المخاطر"

تنبثق منها الفرضيات الاتية :

1- توجد علاقة بين المحفظة الدولية والمخاطر المالية

2- توجد علاقة تأثير بين المحفظة الدولية والمخاطر المالية

خامسا - مجتمع وعينة الدراسة والية اختيار العينة:

1- مجتمع وعينة الدراسة: تألف مجتمع دراستنا من (6) مؤشرات لاسواق مالية منها ثلاث اسواق عربية ، 3 اسواق أجنبية . والجدول التالي يبين مؤشرات عينة الدراسة :

الجدول (1)

الاسواق المالية قيد الدراسة ومؤشراتها (عينه الدراسة)

السوق	المؤشر	العملة الاساسية للمؤشر
سوق العراق للأوراق المالية	ISX Main 60	الدينار العراقي
سوق السعودية المالي	TASI	الريال السعودي
سوق طوكيو المالي (اليابان)	NIKK I225	الين الياباني
سوق وول ستريت المالي ، الولايات المتحدة الامريكية	S & P 500	الدولار الامريكي
سوق ساو باولو المالي ، البرازيل	Bovespa	الريال البرازيلي
سوق دبي العام	DFMG	الدرهم الاماراتي

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات المواقع الالكترونية التالية

<http://sa.investing.com>

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

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

www.bloomberg.com/markets/stocks

2- الية اختيار عينه الدراسة : روعي في اختيارنا لمجتمع الدراسة كل من التنوع الجغرافي للأسواق المالية ومدى توفر المعلومات حولها للمدة فتم اتخاذ اسعار الاغلاق الشهرية للمؤشرات الرئيسية لأسهم هذه الاسواق المالية عينه لدراستنا ، وبذلك تم تشكيل عينه شملت عشرة مؤشرات من بينها المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية .

3- متغيرات الدراسة :

المحفظة المالية الدولية : متغير مستقل

المخاطر المالية : متغير تابع

حيث سيتم الاعتماد على اسعار الاغلاق لمؤشرات عينه الدراسة

4- أسلوب الدراسة لجمع البيانات

أ- المنهج الاستقرائي (النظري) :- اعتمد في الجانب النظري على مجموعة من المراجع والكتب العلمية الحديثة المحلية والعربية والاجنبية والرسائل و الأطاريح والمقالات المحلية والعربية والاجنبية المتوافرة في الانترنت والمكتبات وجمع المعلومات اللازمة لمعرفة متغيرات الدراسة

ب- المنهج القياسي (العلمي) :- اعتمد الجانب العملي على البيانات الرقمية لمؤشرات الاسواق المالية العامة والمنشورة في مواقع الرسمية الاسواق عينة الدراسة وتم الاعتماد كذلك على المواقع التالية لجمع اسعار الاغلاق الشهرية : <http://sa.investing.com//> وسيتم الاعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط للكشف عن النتائج

المحور الثاني: التنوع الدولي

المطلب الاول: مفهوم التنوع

اصبح مفهوم المحفظة المالية والذي يستند اساسا على التنوع امر مفهوم الى العديد من المستثمرين في كل بقاع العالم ، وعبارة "لا تضع كل البيض في سلة واحدة" بإمكانها ان تلخص الفكرة من وراء ذلك ، وان اسم نظرية المحفظة المالية الحديثة جاءت نتيجة النظريات الثلاثة معا (اختيار المحفظة ، نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، وكفاءة السوق) . حيث ان هذه النظرية جاءت بمثابة شريان اساسي للكثير من الاقتصاديات المالية الحديثة حيث ان نتائج كل من (ماركويتز ، شارب ، فاما) ترمي باتجاه واحد وهو شراء محفظة السوق. حيث اكد ماركويتز على ان المستثمرين قادرين على تحسين اداء محافظهم الاستثمارية عن طريق تخصيص الاموال في الاستثمار بفئات مختلفة من القطاعات والاوراق المالية التي لا تتحرك بنفس الاتجاه ، اذ انه بالإمكان بناء المحفظة المنوعة تنوعا جيدا وذلك عبر ادخال الموجودات الاقل ارتباطا (Islam&Faisal,2011:9).

ولعل نزعة الاصول الموجودة في المحفظة المالية المحلية تتحرك باتجاه واحد مع حركة السوق العام وهذا يزيد من قوة الترابط بين عوائد المحفظة مما يؤدي الى عدم الاستفادة من الهدف وراء انشاء المحفظة المالية (التنوع) والذي من شأنه ان يخفف من المخاطر المالية ولهذا السبب انبثقت ميزة التنوع الدولي حيث تكون معاملات الارتباط فيما بين الاوراق المالية الدولية اقل بكثير من نظيرتها في الاوراق المالية المحلية (السيد،2018:27) وان السبب بذلك ان العوامل السياسية والاقتصادية بالإضافة الى العوامل النفسية والتي بدورها تؤثر في عوائد الاوراق المالية والتي تميل الى الاختلاف والتفاوتات الكبير بين الدول المختلفة وهذا ما يفسر الارتباطات التي تكون منخفضة نسبيا بين الاوراق المالية الدولية (Eun,et.al,2018:299) ، وعرف التنوع بأنه الاستثمار في مجموعة متعددة ومختلفة من الاوراق المالية والتي تكون عوائدها غير مترابطة حيث يكون العائد المتوقع بسيط وهو عبارته عن المتوسط المرجح لعوائد الاوراق المالية المفردة واما التقلب فيكون اقل من المتوسط المرجح لتقلبات الاوراق المالية الفردية (Hiriyappa,2008:195).

وان الغرض من تكوين المحفظة هو لجعل الاستثمارات اكثر تنوعا او للعمل على تخفيض الخسارة وان عملية التنوع هي من الاستراتيجيات المستخدمة لزيادة العوائد وتخفيض المخاطرة عن طريق الاستثمار في مجموعة متنوعة من الموجودات وان التنوع يساعد المستثمرين على تحسين مجموعات الفرص الاستثمارية ، وعلى سبيل المثال الاستثمار الذي يتكون من اسهم شركة واحدة فان هذا يسبب للمستثمر معاناة بسبب التراجع الذي قد يحصل للسهم مما يعرض المحفظة الى مخاطرة الا انه يمكن المحافظة على المحفظة من خلال تقسيم الاستثمار بين اسهم شركتين مختلفتين وهنا يمكن تقليل المخاطر المحتملة (Brentani,2004:20) وتنص نظرية المحفظة الحديثة " بما ان الترابط بين

ازواج الموجودات هو اقل من واحد لذلك يجب على المستثمرين ان يحتفظوا ببعض ثرواتهم في موجودات متعددة فان ذلك يساعدهم على تقليل حجم مخاطر محفظتهم لمستوى معين من العائد المتوقع " (Humphrey et.al, 2015:1)

المطلب الثاني : التنوع الدولي

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

أ- مراعاة تحقيق الميزج الامثل من الادوات الاستثمارية

ب- اختيار ادوات المحفظة من الاسواق التي لا يتوفر فيها ارتباط تام وذلك حتى يعطي التنوع الفوائد المرجوه منه مثل اختلاف العملات واختلاف الانظمة السياسية واختلاف انظمة سعر الصرف (مفلح، 2019، ص75).

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

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

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

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

3- الاستفادة من مزايا التنوع حيث توفر الاسواق الدولية العديد من الفرص الاستثمارية والتي لا تتوفر في الاسواق المحلية

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

وان تحسين كفاءة التخصيص العالمي لرأس المال وتعزيز القدرة على تنوع المحافظ الاستثمارية تعتبر من مزايا عولمة الاستثمارات حيث ان مكسب الكفاءة تأتي من ان الاستثمار الدولي يهدف الى تقليص

الحالات التي يتم فيها تجاهل الاستثمارات ذات العوائد العالية في بعض الدول وذلك بسبب عدم توفر راس مال كافي لتنفيذها (السيد، 2018:28). ومقابل ذلك يتم تنفيذ الاستثمارات التي تكون عوائدها منخفضة والموجودة في دول اخرى وعكس السبب بمعنى وجود راس مال كافي لتنفيذها، وهذا يعني ان تدفق راس المال يفرض التقارب ما بين الدول المختلفة بالمعدلات الحدية للعائد وهذا ما يسمح للمستثمر الدولي عوائد افضل محليا ودوليا (Goel&Chaudhary,2013:18). ويشار الى الاسواق الدولية بانها اسواق ليست متكاملة وانما متجزئة بسبب العوائق المختلفة امام حركة رؤوس الاموال وبالرغم من ذلك ما زال المستثمرين يقومون ببناء المحافظ الاستثمارية التي تسيطر عليها الموجودات المحلية بشكل كبير جدا ، ويبقى المستثمرين وتفضيلهم للاسهم المحلية موضع نقاش وجدل وذلك لان العديد من الدراسات تشير الى امكانية تحقيق الارباح وتخفيض المخاطر عن طريق محفظة مالية متنوعة تنوعا دوليا وهذا التفضيل يؤكد وجود تحيز الوطن (Abid,etal,2014:46) والجدير بالذكر ان هنالك نزعة للتحرك المشترك بين العائد والمخاطرة والتي تسمى بالارتباط ويكون مقياس هذا الارتباط بما يسمى معامل الارتباط (Ehrhardt&Brigham,2011:233). فالارتباط هو التناغم بين العوائد وتراوح قيمة معامل الارتباط $P=$ (+1,-1) (الغريزي، 2018، ص42)

المطلب الثالث : فائدة التنوع الدولي

ان فائدة التنوع بشكل عام تستند على حالات الارتباط بين العائد والمخاطرة وان هنالك ثلاث حالات للارتباط وكما يلي :

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

في هذه الحالة والتي تسمى بحالة الارتباط التام الموجب والتي تتحرك فيه عوائد الاسهم في اتجاه واحد صعودا وهبوطا تكون معادلة المحفظة المالية :

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

ولان الانحراف المعياري للمحفظة يكون مساوي للجذر التربيعي الموجب لذلك ستكون المعادلة كالآتي:

$$\sigma_p = W_A \sigma_A + (1-W_A) \sigma_B \dots\dots 2$$

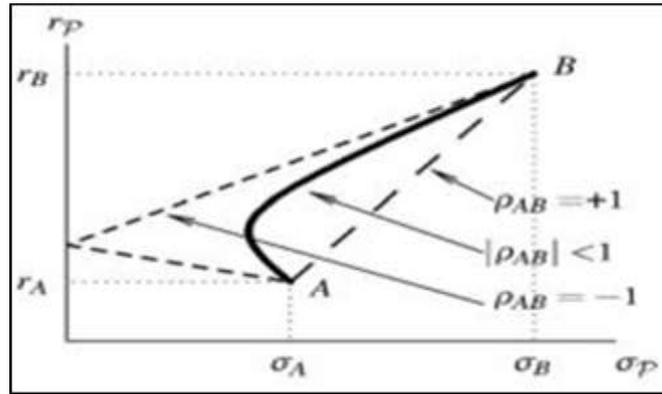
وان العائد المتوقع على المحفظة هو

$$E(r_p) = W_A E(r_A) + (1-W_A) E(r_B) \dots\dots 3$$

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

الشكل (1)

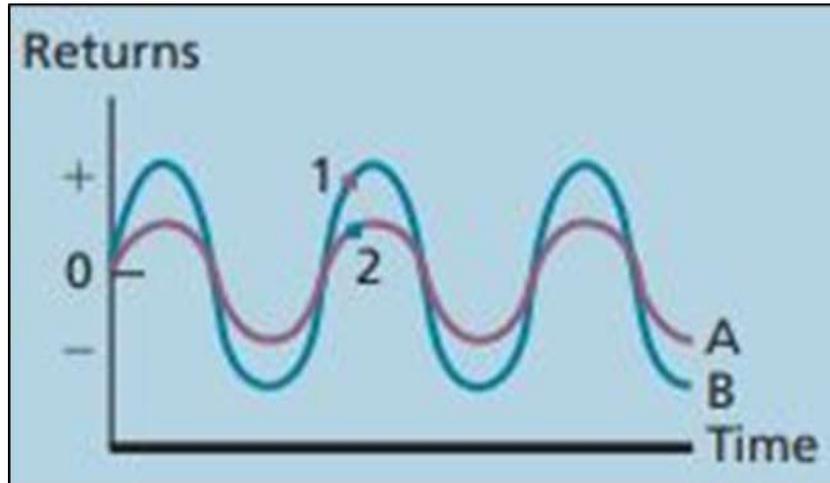
العلاقة بين العائد المتوقع والانحراف المعياري



Source: Maringer ,Dietmar11;2005

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

الشكل (2) حالة الارتباط الموجب التام



source: Jordan, Bradford & Miller 2018 :380

الحالة الثانية : الارتباط السلبي (P=-1)

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

$$\sigma_P = [W_A^2 \sigma_A^2 + (1-W_A)^2 \sigma_B^2 - 2W_A(1-W_A) \sigma_A \sigma_B]^{0.5} \dots\dots\dots 4$$

ونستطيع تبسيط صيغة الانحراف المعياري، لان مفكوك الحد مساوي لأحد الصيغتين التاليتين :

$$[W_A \sigma_A - (1-W_A) \sigma_B]^2 \dots\dots\dots 5$$

او

$$[-W_A \sigma_A + (1-W_A) \sigma_B]^2 \dots\dots\dots 6$$

وبالتالي فأنا (pσ) اما ان تكون

$$\sigma_P = W_A \sigma_A - (1-W_A) \sigma_B \dots\dots\dots 7$$

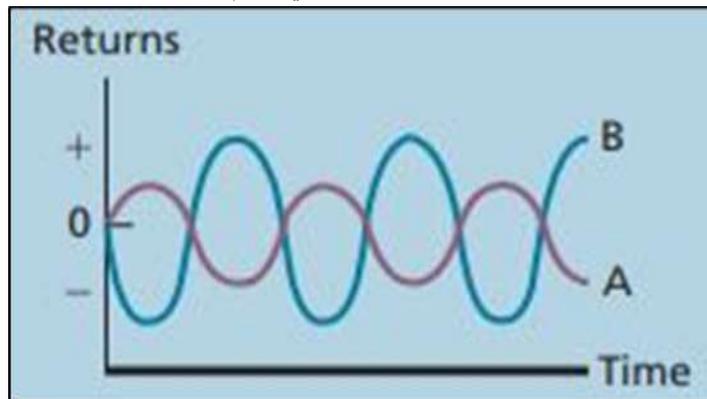
او تكون

$$\sigma_P = -W_A \sigma_A + (1-W_A) \sigma_B \dots\dots\dots 8$$

وبما انه يؤخذ الجذر التربيعي لنحصل على صيغة pσ ولان الجذر التربيعي للرقم السالب يكون خيالي فان كلا المعادلتين (10،8) تكون صحيحة عندما يكون الجانب الايمن لها موجبا فقط ، وهذا يعني ان مخاطر المحفظة عندما يكون معامل الارتباط -1 هو اصغر مما كان معامل الارتباط +1 وبالتالي بالأمكان تخفيض المخاطر بدرجة كبيرة جدا من خلال التنوع (المنصوري، 11:2018) والرسم البياني التالي يوضح حالة الارتباط السلبي التام :

الشكل (3)

حالة الارتباط السلبي التام



source: Jordan, Bradford & Miller 2018 : 380

الحالة الثالثة : حالة الارتباط الصفري

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

$$\sigma_p = [W_A^2 \sigma_A^2 + (1-W_A)^2 \sigma_B^2]^{0.5} \dots\dots\dots 9$$

وبجعل هذه القيمة مساوية للصفر فإن قيمة W_A تستخرج كما في الآتي (Elton et al, 2014:37):

$$W_A = \frac{\sigma_B^2 - \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2 \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}} \dots\dots\dots 10$$

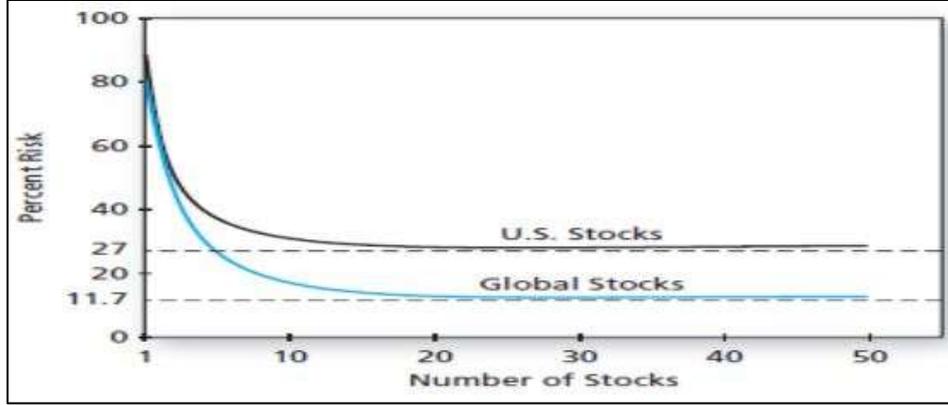
ويتضح من هذا كله أن ما يثير اهتمام المستثمرين هو أنهم لن يقبلوا على استثمار ما لم يكن معدل العائد مرتفعاً لدرجة تعوضه عن المخاطر التي سترافق استثماراتهم ، وفي نفس الاتجاه بإمكان المستثمر تفادي المخاطرة من خلال عملية التنويع في المحفظة الاستثمارية والتي تعتمد على درجة معاملات الارتباط بين مكونات المحفظة المالية والتي تؤدي إلى انخفاض المخاطر (Lim, 2015:21)

ويرى الباحث أن الحل الأفضل للمستثمرين للحصول على عائد عالي ومخاطر منخفضة اللجوء إلى مبدأ التنويع أي إنشاء محفظة مالية ذات أصول مالية متنوعة ومختلفة وأن تكون ذات ارتباط سالب بمعنى عند انخفاض أحد الأصول الموجودة في المحفظة المالية سيعوض المستثمر ارتفاع أصل آخر موجود كذلك في نفس المحفظة وبالتالي فإن المستثمر ضمن الحصول على عائد مقبول وبالتالي لا يتأثر بالتقلبات المفاجئة في المحفظة المالية وأن الهدف النهائي لكل مستثمر هو تكوين محفظة كفؤة يمكن من خلالها تحقيق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة أو تحقيق أدنى مخاطرة عند مستوى معين من العائد حيث أن أساس كل قرار استثماري هو العائد والمخاطرة .

المطلب الرابع : الهدف من التنويع الدولي

إن الهدف من التنويع الدولي ينبغي أن ينصب على تخفيض المخاطر للمحفظة الاستثمارية والتي تتكون من العديد من الأوراق المالية المدرجة في السوق الأجنبية (Halicki&Uphasus, 2015:423) ومن الآثار التي تنجم عن التنويع الدولي أنه يؤدي إلى تحصيل عوائد أعلى للمستثمرين ويمكن تسميتها بفرضية المخاطرة والتي توضح التفاعل الذي يحدث بين المخاطرة والتنويع والإداء ، ويؤدي التنويع إلى خفض المخاطر وهذا ما يعطي حافزاً للمستثمرين في مجالات أكثر مخاطرة وبالتالي الحصول على عائد كبير ، ومن خلال التنويع يمكن تجنب المخاطر التي تلازم الموجود أو الأصل (Buchner et.al, 2017:2)

الشكل (4) مكاسب التنوع الدولي



المصدر : السيد مصطفى ، 2018، ص 28

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

ولا ينبغي الحكم على التنوع الدولي من زاوية واحدة او زاوية العائد فقط لانه ربما يؤدي التنوع الدولي الى عملية زيادة في المخاطرة الكلية لمحفظة المستثمر مقارنة بالمحفظة المحلية ولكن ربما يتزامن ذلك مع زيادة العائد في المحفظة بمعدل اعلى من معدل الزيادة في المخاطرة مما يفضي الى عائد معدل بالمخاطرة في المحفظة الدولية اعلى بكثير من نظيرة للمحفظة المحلية وهذا يؤكد فعالية التنوع الدولي (Bodie, 2014:91). وان المستثمر المحترف يعلم بان التنوع على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة يفضي الى مستوى اقل من المخاطر عند مستويات معينة من العائد المتوقع ، وعلى سبيل المثال ان مخاطر المحفظة الامريكية المتنوعة تنوعا كاملا لا تشكل سوى 27% من مخاطرة الاسهم المنفردة بمعنى اخر ان حوالي 73% من مخاطرة الاستثمار بالاسهم المنفردة يمكن التخلص منها في المحفظة المتنوعة تنوعا كاملا لكن مزايا مثل هكذا تنوع تكون محدودة لان اغلب الشركات العاملة في دولة واحدة تكون عرضة وبدرجة ما الى ذات التقلبات الاقتصادية الدورية ، وعبر التنوع الدولي اي عبر انشاء محفظة مالية متنوعة تنوعا دوليا اي عبر التنوع العابر للدول ذات الدورات الاقتصادية غير المترابطة بدرجة تامة ، ينبغي ان يكون المستثمرون قادرين على تخفيض مخاطرتهم ، وبعبارة اخرى ان المخاطر التي تعد نظامية في سياق الاقتصاد الامريكي ربما تكون مخاطر غير نظامية في سياق الاقتصاد العالمي على سبيل المثال في الوقت الذي تشكل فيه صدمة اسعار النفط ضرر على الاقتصاد الامريكي ولكن في نفس الوقت شكلت عاملا

داعما للاقتصادات خصوصا للدول المصدرة للنفط والعكس صحيح وبالتالي فان تحركات الاسهم المختلفة ستعوض بعضها الاخر جزئيا ضمن المحفظة المتنوعة تنوعا دوليا وكذلك فان التحركات في محافظ الاسهم الامريكية وغير الامريكية ستلغي بعضها البعض الاخر (Shapiro,2014:510)

المطلب الخامس : مزايا المحفظة المالية المتنوعة تنوعا دوليا :

1- نشر المخاطرة :

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

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

2- مكاسب من تسعير الموجودات الرأسمالية الدولية :

السؤال المطروح هنا هل يتم تسعير الموجودات المالية الدولية في الاسواق المالية الدولية ام في الاسواق المالية المحلية المتجزئة (Goel&Chaudhary,2013:25) ، فاذا ما تم تسعير الموجود في اسواق مالية متكاملة دوليا فستكون العوائد المتوقعة على الموجودات منسجمة مع مخاطرتها فيما لو تم استخدامها في بناء المحفظة المتنوعة تنوعا دوليا كفوء ، مثل محفظة السوق العالمية ، وبالمقابل اذا ما تم تسعير الموجود في اسواق مالية متجزئة فان عوائدها ستكون وفقا لخاطرتها النظامية في سوقها المحلي (Elbannan,2015:222). وهذا يعني انه ان كان المستثمر يستطيع التحايل بطريقة تجعل من الاسواق

مجزئة عندها ستكون قادرا على استغلال منافع المحفظة الدولية لذلك فانه من المهم معرفة ما اذا تم التسعير في اسواق مالية متكاملة ام متجزئة ومن المهم ذكر ان هنالك نوعين من النماذج المطروحة لتسعير المخاطر فيتتمثل الاول بالنماذج المحلية والتي تشمل على نماذج العامل او المؤشر الواحد وبرزها نموذج (CAPM) ونماذج العوامل او المؤشرات المتعددة ، اما النوع الثاني يعرف بالنماذج الدولية والتي تشمل على نماذج العامل او المؤشر الواحد الدولي

أ- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المحلية :

ان معادلة نموذج تسعير الموجودات المحلي هي

$$R_j = R_F + \beta (R_m - R_F) \dots\dots\dots 11$$

حيث ان

R_j = العائد المتوقع المطلوب على الورقة المالية او المحفظة j

R_F = معدل العائد الخالي من المخاطرة

R_M = العائد المتوقع لمحفظة السوق m

β = المخاطر النظامية للورقة المالية او المحفظة

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

ب- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولية

ان هذا النموذج نشأ من نموذج (CAPM) حيث يعتبر وليد منه ولكن ميرتون Merton قام في عام (1973) بتطوير النموذج من المنظور الدولي وبضوء الصيغة المحلية لنموذج (CAPM) فاذا كانت الموجودات مسعرة في اسواق مالية متكاملة دوليا فأن عائدها المتوقع يكون كالآتي (Goel,2013:25):

$$R_j = R_F + \beta^w (R_m^w - R_F) \dots\dots\dots 12$$

اذ ان :

$$\beta^w = \frac{\text{COV}(R_j, R_m^w)}{\text{VAR}(R_m^w)} \dots\dots\dots 13$$

R_m^w = العوائد المتوقعة للأسواق العالمية

3- التنوع الدولي يغير من شكل الحد الكفوء :

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

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

الشكل (5)

اثر التنوع الدولي على الحد الكفوء



Source: Shapiro, Alan 2014: 514

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

المحور الثالث / مخاطرة محفظة الاوراق المالية

المطلب الاول : مفهوم المخاطر وأنواعها

اولا : مفهوم المخاطرة

تعرف المخاطرة بشكل عام بانها احتمالية ان يختلف العائد المتوقع عن العائد المتحقق الناتج من الاستثمار ، واذا كان الاستثمار يخلو من اي مخاطر فان العائد المتحقق يتساوى مع العائد المتوقع (التميمي،2019:311). حيث انه عندما يقوم المستثمر ويهدف الحصول على عائد مقبول فهو في الواقع يتحمل درجة مخاطر معينه لذلك فان المخاطرة تعد عنصرا مهما يجب اخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ اي قرار استثماري حيث يكون هدف المستثمر الحصول على اكبر عائد ممكن مقابل اقل مخاطرة ممكنة (العارضي،2016:250). ويعبر عن المخاطر بالاختلاف الحاصل في عملية التدفق النقدي الحقيقي عما كان متوقعا (الربيعي والجرجري،2016:150) وان الكتاب والباحثون اختلفوا في اعطاء مفهوم للمخاطرة حيث تركز بعض التعريفات على احتمالية وقوع الحدث وان البعض الاخر يشير على ان المخاطرة هي عدم

التيقن من النتائج سواء كانت ايجابية ام سلبية ، وغيرها من المخاطر الجزئية التي يمكن قياسها كميا ، وكذلك تعرف بانها عشوائية عوائد الاستثمار ، بما في ذلك النتائج الايجابية والسلبية على حد سواء . ووفق هذا الرأي فان قدر كبير من العائد المتوقع يرتبط مع تقلب اكبر النتائج ، او ان المخاطرة تشير الى عدم اليقين من النتائج والعواقب السلبية التي قد تترتب او تتعرض لها المنشأة (Bessis,2015:1-2). وكذلك عرفت بانها الاحتمالات السلبية التي قد ينتهي عندها الاستثمار حيث تكون العائدات المتوقعة اكبر من العائدات المتحققة (Malz,2011:50). وايضا عرفت بانها الاثار الناتجة من الانحراف الفعلي عن النتائج المتوقعة والتي تؤدي الى ما يسمى بالخطر ، حيث تؤثر على الشركات او الافراد من الناحية المالية وتنطوي على بعض العواقب السلبية الاخرى (Moles,2013:16) ، وقد عرفت في قاموس الخطر بانها عملية التعرض للخسارة او الضرر المادي والتي تكون ناتجة من القرارات المالية والاقتصادية التي هي دائما ما تكون غير معروفة في الوقت الذي يتم اتخاذ القرارات فيه (Cecchetti&Schoenholtz,2015:105)

وهناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في المخاطر التي تتعرض لها الشركات او المؤسسات وتصنف الى (لطيفة،2012:18):-

1 - عوامل خارجية : وتتكون من الانواع التالية :-

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

ب- اخطار مالية : مثل التقلب في اسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا وتغيرات اسعار صرف العملات والتغيرات التي تحدث في الائتمان المصرفي.

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

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

ثانيا : انواع المخاطر المالية

تم تصنيف المخاطر في معظم الدراسات الى ما يلي :

1- المخاطر النظامية :-

هي نوع من انواع المخاطر والتي تتعرض لها المنشأة وتكون نتيجة اسباب متنوعه في البيئة الاقتصادية وتؤثر على الاسواق المالية وعلي سبيل المثال (التغيرات الحاصلة في سعر الصرف ، سعر الفائدة ، والتطورات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي) ، وهي من المخاطر التي لا يمكن تجنبها من خلال التنوع والتي تصيب الاقتصاد ككل (Hsu et.al ,2017:3). حيث تعود هذه المخاطر لعوامل سوقية وتشمل جميع الشركات في تأثيرها ولا يمكن التخلص منها من خلال عملية التنوع ومثال على تلك المخاطر الحروب

والاحداث السياسية حيث ان هذه المخاطر تؤثر على معظم الاصول وسميت بهذه التسمية لتوضيح ان هنالك خطر منظم يستطيع ان يؤثر في عدد كبير من الوحدات الاقتصادية سواء كانت صغيرة ام كبيرة (حمود، 2019:46)

وتقاس المخاطر النظامية من خلال المعادلة الاتية (العامري، 2013:286)

$$\text{Systematic Risk} = B2 \times \sigma^2 \text{ RM}$$

.....14

حيث ان

$B2 =$ مربع معامل بيتا

$\sigma^2 \text{ RM} =$ تباين معدل العائد لمحفظة السوق

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

1- اسبابها تكون نتيجة عوامل مشتركة حيث تشمل عموم النظام الاقتصادي بأكمله.

2- تصيب كل الاستثمارات لأنها تؤثر بالمنشآت العاملة جميعا.

3- لا يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال التنوع

4- يتم قياسها بمعامل بيتا

وتكون درجة المخاطر النظامية مرتفعة في الحالات الاتية (العارضى، 2016:251)

1- الشركات التي تنتج سلعا صناعية كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات المطاط

2- الشركات التي تتصف اعمالها بالموسمية كشرركات الطيران

3- الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الاجمالية وهي الشركات التي تكون درجات الرفع

التشغيلي فيها مرتفعة

2- المخاطر الغير نظامية او المخاطر الخاصة :

هي المخاطر التي تكون مستقلة عن النشاط الاقتصادي وتصيب شركة معينة او قطاع معين ، وتكون نتيجة الاخطاء

الادارية او الاضراب العالمي في شركة محددة وبذلك يكون هذا النوع من المخاطر مستقل وليس له علاقة بالسهم

(Berk,2012:335) وتعرف بانها المخاطرة التي تؤثر على اصل معين او ربما مجموعة من الاصول ، وذلك لان هذه

المخاطر تكون فردية في نوعها للشركات الفردية او الموجودات ، ما يطلق عليه احيانا مخاطر فريدة من نوعها او

الموجودات المحددة (Jordan,2017:383). وان هذه المخاطر بإمكان الادارة تجنبها وان اثارها في حال حدوثها تكون كبيرة ،

وكذلك تسمى بالمخاطر اللاسوقية او المخاطر المنفردة والقابلة للتنوع اي يمكن ازالتها او الحد منها وتقليلها من خلال استخدام عملية التنوع في

الاستثمارات (العارضي ، 2016:167). ويمكن قياس المخاطر الغير منتظمة من خلال المعادلة الاتية (العامري ، 2013:287،

$$CVR_j = \sigma R_j / \hat{R}_j$$

.....15

حيث ان CVR_j = معامل تباين المخاطرة الغير نظامية

σR_j = الانحراف المعياري لمعدل العائد

\hat{R}_j = متوسط معدل العائد

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

وبشكل عام فقد صنف (Kanchu&Kumar,2013:147)

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

1- المخاطرة المالية :

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

أ- مخاطر السيولة :

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

ب- مخاطر الائتمان :

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

ج- مخاطر معدلات الفائدة :

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

د- مخاطر انخفاض القوة الشرائية:

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

2- المخاطر الغير مالية:

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

أ- المخاطر التشغيلية :

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

ب- المخاطر الاستراتيجية :

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

ج- المخاطر السياسية :

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

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

المطلب الثاني : مصادر الخطر وطرائق قياسها

اولا : مصادر الخطر :

ان المخاطر تنشأ بسبب عوامل عديدة منها (اسماء ومدينة ،7:2018) (لطيفة،2015:2012) :
أ- التغيرات التنظيمية : ان العديد من الدول تفرض القوانين والتشريعات على الشركات والقطاعات المختلفة وهذه تعتبر قيود على عملها واستثماراتها وكذلك على الاستثمارات الاجنبية وتعتبر هذه القوانين بمثابة عوامل طرد للاستثمارات المحلية والاجنبية.

ب- عدم استقرار العوامل الخارجية : التغيرات التي تحصل في اسعار الفائدة وعدم استقرار اسعار صرف العملات مثال على ذلك ، ولتفادي هذه التقلبات تلجأ الشركات والمؤسسات للأسواق المالية من خلال ادوات التغطية المستقبلية لتفادي الخسائر المتوقعة من هذه التقلبات.

ج - اسباب خطر ادارية : ان التزوير والاختلاس وحوادث السرقات التي تحدث في الشركات والمؤسسات المالية والتي تؤدي بدورها الى خسائر مادية متمثلة بمبالغ نقدية او خسائر معنوية متمثلة بالسمعة السيئة التي تلحق بالشركة .

د- مصادر خطر طبيعية : مثل الكوارث الطبيعية والفيضانات والزلازل تؤثر في البيئة والمجتمع وبالتالي تؤثر في الاستثمارات بصورة عامة .

هـ- مصادر خطر سياسية واجتماعية : مثل حدوث الحروب الداخلية والانقلابات والتغيرات السياسية وبالتالي تؤثر في الازدواج المالية سواء للافراد او الشركات وتعوق من العملية الاستثمارية .

ويضيف الباحث النقاط التالية :

و- التطورات التكنولوجية : ان التطور التكنولوجي يؤدي الى ظهور المنتجات الحديثة تؤدي الى الغاء الطلب على المنتجات القديمة لذلك ان الشركات التي لا تواكب التطور التكنولوجي تواجه خطر هذه التطورات مما يؤدي الى عدم بقائها في السوق

ز- ظهور منافسين جدد : ان ظهور المنافسين الجدد خصوصا الذين يمتلكون قدرة عالية جدا على المنافسة قد يؤدي الى تراجع الحصة السوقية في الشركة او المؤسسة في السوق وبالتالي تدهورها تدريجيا وذلك لكون المنافس الجديد ذو قدرة عالية على البقاء والنمو والتطور

ح- أخطاء القرارات الادارية : من الممكن ان تؤدي القرارات الادارية الى حدوث ازمات ومشكلات تواجه الشركة ومثال على ذلك انقسام مجلس ادارة الشركة على قرار الاستثمار من عدمه يفوت فرصة ربح للشركة او اخطاء تتعلق بتحديد التكاليف والعوائد المتوقعة من الاستثمار وغيرها من الاخطاء

ثانيا : طرائق قياس المخاطر

أ - الانحراف المعياري:

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

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

.....16

σ = الانحراف المعياري .

r_i = العائد المحتمل

\bar{r} = القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة .

P_i = احتمالية العائد .

حيث يستخدم الانحراف المعياري لتوضيح درجة التقلب في العوائد المتوقعة للمحفظة بمعنى ان مخاطر المحفظة تزداد كلما زادت درجة التقلبات والعكس صحيح
ب - معامل الاختلاف :

ان الانحراف المعياري يكون مناسباً عندما تتم المقارنة بين ورقتين ماليتين تكون لهما نفس القيمة المتوقعة ولكن في حال عدم تساوي القيم المتوقعة فان معامل الاختلاف يكون افضل من الانحراف المعياري وذلك لأنه يبين مخاطر الوحدة الواحدة من العائد (ال شبيب، 2010:93) ويحسب معامل الاختلاف بالطريقة التالية :

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

.....17

حيث ان : CV = معامل اختلاف المحفظة

S = الانحراف المعياري للمحفظة

X = المردودية المتوقعة للمحفظة .

ج - معامل بيتا :

ان معامل بيتا يعد من المؤشرات المهمة والتي تستخدم للتنبؤ بالمخاطر السوقية للمحفظة وان اول من طورها هو شارب ، حيث يقيس المخاطر المنتظمة والتي تتعلق باسهم شركة معينة بالنسبة لمخاطر السوق ، ويتم ايجاد هذا المعامل من خلال المعلومات التاريخية السابقة لمحفظة معينة (مفلح، 2019:85). ويعتبر مقياس مدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير اخر ومثال على ذلك (قياس حساسية عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد السوق) ، واذا كان معامل بيتا مرتفع يدل على ارتفاع درجة الحساسية بمعنى ارتفاع مستوى المخاطرة واذا كان

منخفض يدل على ان المخاطر منخفضة (العائش، 2012: 77) ويمكن حساب معامل بيتا للورقة المالية المفردة كما يلي (نعيمه، 2013: 32):

$$\beta_i = \frac{COV(R_M, R_i)}{\delta_M^2} \dots\dots\dots 18$$

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

R_M = عائد محفظة السوق .

R_i = عائد الورقة المالية.

σ_M^2 = تباين محفظة السوق.

$COV(R_M, R_i)$ = التباين المشترك بين عائد محفظة السوق وعائد الورقة المالية

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

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \dots\dots\dots 19$$

حيث ان :

β_p = معامل بيتا لمحفظة تتكون من اصل .

β_i = معامل بيتا لأصول المكونة للمحفظة .

w_i = نسبة الثروة الموزعة على الاصول المكونة للمحفظة .

الجانب العملي

المطلب الاول: إيجاد علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

من اجل التحقق من الفرضية الاولى والثانية تم ايجاد معامل ارتباط بيرسون بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية وكما بالجدول التالي :

جدول (2)
معامل ارتباط بيرسون

Y2	X	المتغير
0.83**	1	X
	0.83**	Y2

نلاحظ ان معامل الارتباط بين المحفظة الدولية والمخاطر المالية مقداره 0.83 وهو ارتباط طردي قوي و معنوي احصائيا لذا نستنتج انه هناك علاقة ارتباط معنوية بين المحفظة الدولية والمخاطر المالية أي اننا بالنتيجة نقبل الفرضية الاولى

المطلب الثاني : حالة الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة

جدول (3) الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة

	I	ISX Main60	DFMG	TASI	S&P500	Bovespa	Nikki225
ISX Main 60	1	1	-.399**	-.157	.522**	-.006	.526**
DFMG		-.399**	1	.386**	-.244	.374**	.390**
TASI		-.157	.386**	1	.493**	.981**	.267
S&P500		.522**	-.244	.493**	1	.591**	.379**
Bovespa		-.006	.374**	.981**	.591**	1	.416**
Nikki225		.526**	.390**	.267*	.379**	.416**	1

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

ويتضح من الجدول (3) ان مؤشر سوق العراق للأوراق المالية (ISX Main60) يرتبط ارتباط سالب معنوي مع كل من مؤشر سوق (دبي - بولندا - كندا) ويرتبط ارتباط سالب ضعيف جدا مع مؤشر سوق (البرازيل-السعودية) ، ويرتبط مؤشر سوق العراق ارتباط موجب ومعنوي مع مؤشر سوق (طوكيو- والمغرب- والولايات المتحدة الامريكية)

وأما مؤشر سوق دبي فيرتبط ارتباطاً سالباً ومعنوي مع مؤشر سوق (العراق للأوراق المالية) ، ويرتبط مع الولايات المتحدة الأمريكية ارتباطاً سالباً ضعيفاً حيث بلغ -0.244 ، ويتمتع بارتباط موجب مع كل من مؤشر سوق (السعودية-بولندا-كندا-البرازيل-طوكيو) ومع سوق المغرب يرتبط ارتباطاً موجباً ضعيفاً حيث بلغ 0.260

وان سوق السعودية يرتبط ارتباطاً سالباً ومعنوي مع مؤشر سوق (العراق للأوراق المالية) ، ويرتبط مع كندا ارتباطاً سالباً ضعيفاً حيث بلغ -0.29 ، كما ويرتبط مع كل من مؤشر سوق (دبي- بولندا- الولايات المتحدة الأمريكية-البرازيل-) ارتباطاً موجباً معنوياً اما مع بقية المؤشرات وهي مؤشر سوق (المغرب-طوكيو) فيرتبط معها ارتباطاً موجباً ضعيفاً

ونرى مؤشر سوق الولايات المتحدة يرتبط ارتباطاً موجباً معنوياً مع اربع مؤشرات لأسواق مالية هي كل من مؤشر سوق (العراق – السعودية – البرازيل - طوكيو) ، ويتمتع بارتباط موجباً ضعيفاً مع (المغرب – بولندا) ، ويرتبط ارتباطاً سالباً معنوياً مع مؤشر سوق كندا ، وارتباطاً سالباً ضعيفاً مع مؤشر سوق دبي

وان مؤشر سوق البرازيل يرتبط ارتباطاً موجباً معنوي مع كل من مؤشر سوق (دبي – السعودية – بولندا – الولايات المتحدة - طوكيو) ، وكذلك يرتبط ارتباطاً موجباً ضعيفاً مع مؤشر سوق (المغرب) ، في حين يرتبط ارتباطاً سالباً ضعيفاً مع مؤشر كل من سوق (العراق - كندا)

اما المؤشر الاخير وهو مؤشر سوق طوكيو فيتمتع بارتباط موجب مع جميع مؤشرات الاسواق المالية ما عدى مؤشر سوق كندا حيث يتمتع بارتباط سالب ضعيف

المطلب الثالث : قياس اثر كل مؤشر على المخاطر المالية

من اجل معرفة اثر كل مؤشر على المخاطرة قام الباحث بقياس اثر المؤشر في كل سوق من الاسواق المالية عينه الدراسة :

أ- تقدير اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق العراق للأوراق المالية

الجدول (4)

اثر مؤشر ISX Main 60 على العائد والمخاطر المالية في سوق العراق للأوراق المالية

مؤشر سوق العراق للأوراق المالية X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	-10.876	-1.08	0.285	3.89	0.054	0.09	2.07
	B1	0.0381	1.97	0.054				

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

نلاحظ من الجدول (4) ما يلي :

1-عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.054) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y2 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الثانية ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.054) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R2 بلغت (0.09) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (9%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (91%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.07) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

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

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

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

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

ب - تقدير اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق دبي للأوراق المالية

الجدول(5)

اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق دبي

مؤشر سوق دبي X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	15.748	0.67	0.507	2.14	0.150	0.04	1.94
	B1	0.0151	1.46	0.150				

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

نلاحظ من الجدول (5) ما يلي :

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

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

ج- تقدير اثر المحفظة الدولية X والمخاطر المالية Y1 في سوق السعودية للأوراق المالية :

الجدول(6)

اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق السعودية للأوراق المالية

مؤشر سوق السعودية X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	-3.639	-0.09	0.922	14.66	0.000	0.24	1.92
	B1	0.0151	1.46	0.000				

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

نلاحظ من الجدول (6) ما يلي :

1- معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t معامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y2 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية ، وبالتالي من خلال

ما سبق فأننا نستنتج وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على المخاطر المالية اي نقبل الفرضية الرئيسية الثانية ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R^2 بلغت (0.24) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (24%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (76%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.92) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

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

ز- تقدير اثرالمحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق الولايات المتحدة للأوراق المالية :

الجدول (7)

اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق الولايات المتحدة للأوراق المالية

مؤشر سوق الولايات المتحدة الامريكية X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	791.772	3.01	0.000	3.92	0.054	0.09	1.87
	B1	-0.055	-1.98	0.054				

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

نلاحظ من الجدول (7) ما يلي:

1- عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t معامل X والبالغة (0.054) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y2 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية، وبالتالي من خلال ما سبق فأننا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على المخاطر المالية اي نرفض الفرضية الرئيسية الثانية ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.054) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R2 بلغت (0.09) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (9%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (91%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.87) لأنها تقع بين 2 و 4-du

ان سوق الولايات المتحدة سوق كبير جدا ويمتاز بالمخاطر العالية جدا وبالتالي فان مؤشر s&p يكون مؤشر متذبذب بدرجات كبيرة جدا وتأثر الاسواق المالية للأخبار السلبية كبير جدا اضافة الى ذلك فان مؤشر سوق الولايات المتحدة وبالنظر الى جدول (9) نلاحظ بانه يرتبط ارتباط موجب وقوي مع اغلب مؤشرات الأسواق المالية للدول عينة الدراسة وهذا من شأنه اضعاف تأثير المحفظة المالية على المخاطر المالية وكذلك التضخم العالمي الحاصل عاد بالسلب على الاسواق المالية بشكل عام وهذه الاسباب التي جعلت تأثير مؤشر سوق الولايات المتحدة ضعف تجاه المخاطر المالية

و- تقدير اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق البرازيل للأوراق المالية

الجدول (8)

اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق البرازيل للأوراق المالية

مؤشر سوق البرازيل X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	T قيمة اختبار	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	13.615	0.25	0.803	14.66	0.000	0.25	1.92
	B1	0.0164	3.88	0.000				

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

نلاحظ من الجدول (8) ما يلي:

معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y2 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية ، وبالتالي من خلال ما سبق فأنا نستنتج وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على المخاطر المالية اي نقبل الفرضية الرئيسية الثانية ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.000 وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R2 بلغت (0.25) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (25%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (75%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=1.92) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

اتخذت البرازيل عدة اجراءات واستراتيجيات للنهوض بواقع السوق المالي من خلال التوسع المالي والائتماني ووضع الكثير من الاعفاءات الضريبية حيث ساهم ذلك في استقرار الاسواق المالية في البرازيل وجعلها جذابة بشكل اكبر للمستثمرين وتعتبر هذه احد الاسباب التي جعلت الاسواق المالية في البرازيل تؤثر على المخاطر المالية .
ي- تقدير اثر المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y1 في سوق طوكيو للأوراق المالية:

الجدول(9)

اثر المحفظة الدولية X على عائد المحفظة Y1 والمخاطر المالية Y2 في سوق طوكيو للأوراق المالية

مؤشر سوق طوكيو X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R ²	DW
Y1	B0	-178.725	-1.44	0.158	97.60	0.000	0.68	2.34
	B1	0.021	9.88	0.000				

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

نلاحظ من الجدول (9) ما يلي:

1- نلاحظ معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X وبالغا (0.000) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على المخاطر المالية Y2 ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الثانية التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و المخاطر المالية , وبالتالي من خلال ما سبق فأنا نستنتج وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على المخاطر المالية اي نقبل الفرضية الرئيسية الثانية ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت ((0.000 وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R2 بلغت (0.68) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (68%) من التغيرات الحاصلة في المخاطر المالية إما النسبة المتبقية والبالغة (32%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.34) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

تعد اليابان احد اهم لدول المتقدمة في العالم ويتمتع مؤشر السوق الياباني بخصائص يميزه عن غيره من مؤشرات الاسواق المالية الاخرى حيث تتميز باستقرار التداول فيها وذلك بسبب الوعي الاستثماري الكبير وتجديد وتطور الادوات المالية وهذا من شأنه اي يخفض من المخاطر المالية بالإضافة الى تنوع الاوراق المالية في هذه السوق بشكل كبير جدا وهذا له دور كبير في زيادة عدد الشركات المسجلة فيها مما يجعل مؤشر سوق طوكيو من افضل المؤشرات التي تتمتع باستقراره عالية وتأثير كبير على المخاطر المالية .

"الاستنتاجات"

- 1- اثبتت الاختبارات التجريبية ان محفظة الاوراق المالية الدولية لها تأثير على المخاطر المالية وهذا ما يؤكد فرضية الدراسة بان هنالك علاقة تأثير بين المحفظة المالية الدولية والمخاطر المالية
- 2- اثبتت الدراسة ان معاملات الارتباط هي معيار الحكم الاساس على جدوى المحفظة المالية التي تؤثر في تخفيض المخاطر المالية
- 4- ان معاملات الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية تتباين فيما بينها بحسب درجة التطور الاقتصادي اذ تبين انه كلما زاد التطور الاقتصادي للدول كلما زادت درجة الارتباط والتكامل بين الاسواق المالية وهذا من شأنه ان يجعل تأثير المحفظة المالية الدولية على المخاطر اقل من الاسواق المالية الاقل تطورا
- 5- ان الدول التي تتمتع بارتباط سالب معنوي او موجب منخفض يكون تأثير المحفظة المالية الدولية فيها كبير لخفض المخاطر المالية قياسا بالدول التي تتمتع بارتباطات موجبة
- 6- على الرغم الزيادة الحاصلة في انفتاح الاسواق المحلية مع الاسواق المالية الاخرى الا ان الاسواق المالية المحلية لا زالت تواجه ظروفًا اقتصادية تختلف عن بيئة الاسواق الدولية المتطورة

"التوصيات"

في ضوء الاستنتاجات المشار اليها توصي الدراسة بالاتي :

- 1- على المستثمر العراقي ان ينتقل من بالاستثمار من البيئة المحلية الى البيئة الدولية للاستثمار المالي لما له من جدوى اكبر تكون منعكسة بمبادلة اكثر كفاءة بين العائد والمخاطرة
- 2- ضرورة الاستفادة من التفكك الحاصل والتجزئة بين مؤشرات الاسواق المالية وذلك تبعاً لدرجة تطور اقتصاداتها ، وذلك لأنه عندما يكون التطور الاقتصادي عالي جدا يعني ان الارتباط بين الاسواق المالية تكون عالية جدا ، وهذا يعني ان المحفظة الدولية تكون اكبر عند الاستثمار في اسواق الدول الاقل تطورا اقتصاديا
- 3- العمل على حث الجهات ذات الاختصاص على تشجيع اتباع سياسية التنوع الدولي للمحفظة المالية والعمل كما تعمل الاسواق المالية الاخرى وذلك لان تكوين المحفظة المالية الدولية اصبح من الثقافة الاستثمارية السليمة
- 4- يقتضي الاستفادة من نتائج الدراسة بالسماح للمستثمرين العراقيين وتوجيههم لبناء محافظهم من مؤشرات الاسواق المالية وخصوصا الاسواق التي تتمتع بارتباط سالب وذلك لان الاستثمار في اسواق الاسهم هو احد اهم مصادر الاستثمار في الاقتصاد الدولي

المصادر العربية

- 1- ال شبيب ، كامل , دريد ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى ، 2009
- 2- اسماء ، بركاوي ، مدينة ، بوشنة ، أثر المخاطر غير النظامية على أداء المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة بنك البحرين الاسلامي للفترة (2008-2017) – جامعة أحمد دراية ادرار – الجزائر 2018
- 3- التميمي ، عباس فاضل رسن ، التضخم وانعكاسه على العائد والمخاطرة ، مجلة اهل البيت ، العدد 24-2019
- 4- الجبوري ، هدير خيون عاشور ، تحليل المخاطرة والعائد واثربهما في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية للمصرف – دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، جامعة كربلاء – كلية الادارة والاقتصاد – 2017
- 5- الجعفري ، هبة عامر عيسى ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية – دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019 ، جامعة البصرة كلية الادارة والاقتصاد ، 2021.
- 6- حمود ، قاسم محمد ، تحليل مدى تركيز وتنويع محفظة القروض باستخدام نموذج (هيرشمان – هيرفندال) واثربهما على عائد ومخاطرة الصرف ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2019
- 7- الربيعي ، حاكم محسن محمد ، الجرجري ، زهراء جار الله حمو ، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها في العائد والمخاطرة / دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي للفترة من 2006-2013 ، المجلة العراقية للعلوم الادارية ، المجلد 12، العدد 48، 2013
- 8- السيد علي ، هبة الله مصطفى ، مفهوم الاستثمار ، جامعة وارث الانبياء ، 2021
- 9- صلاح الدين ، بوهالي ، دحمان ، بوعبدالله ، ادارة محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS في الفترة 2014-2019 ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، 2020.
- 10- شيكوش ، كريمة لدغم ، التنويع الدولي الاستثماري كاستراتيجية لإدارة محفظة الاوراق المالية – دراسة حالة بورصتي عمان وتونس (2010-2014) مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وادارة مخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير ، 2015
- 11- العارضي ، جليل كاظم مدلول ، جعفر ، زيد عبد الزهرة ، ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص (بحث مستل من رسالة ماجستير في جامعة الكوفة)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية المجلد 14 / العدد 38 / 2016.
- 8- العامري ، محمد علي ابراهيم ، ادارة محافظ الاستثمار ، اثناء للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، 2013

12- علي الضرب ، حسين عبد الحسن ، اثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الاداء المالي للمصرف (دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) رسالة ماجستير ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2017.

13- الغريزي ، صفاء سالم خلف ، تحديد محفظة الاسهم المثلى لسوق العراق للاوراق المالية باستخدام البرمجة التريعية للمدة (2005-2016) كلية الادارة والاقتصاد- جامعة تكريت – مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية المجلد 11 العدد 25 ، 2019

14- لطيفة، عبدلي ، دور ومكانة ادارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية " دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته scis ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ن تخصص : ادارة الافراد وحوكمت الشركات 2012.

15- مفلح ، هزاع ، ادارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية ، جامعة حماه ، كلية الاقتصاد ، 2019

16- مطر ، محمد ، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الخامسة 2009
17- المنصور ، هبة الله مصطفى السيد علي ، جدوى التنوع الدولي في ظل الازمة المالية – دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية ، جامعة كربلاء – كلية الادارة والاقتصاد – 2018

18- نريمان ، حيمر ، عليمه ، مخالفة ، فعالية التنوع الاستثماري في ادارة مخاطر المحفظة الاستثمارية – دراسة حالة السوق المالي السعودي ، مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي ، جامعة محمد الصديق بن يحيى – جيغل 2020
المصادر الانكليزية

- 1- Abidin, Sazali Zainal& Mohamed Ariff , Annuar Md. Nassir , Shamsheer Mohamad, International Portfolio Diversification: A Malaysian Perspective, Investment Management And Financial Innovations, 3/2004.
- 2- Ariffin, Noraini Mohd," Liquidity Risk Management And Financial Performance In Malaysia: Empirical Evidence From Islamic Banks", International Journal of Social Sciences, Vol.1,No. 2,2012.
- 3- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter & Harford, Jarrad, "Fundamentals of Corporate Finance", 2nd ed, Prentice Hall, USA, 2012.
- 4- Brentani, Christine, Portfolio Management in Practice,2004.
- 5- Bessis Joël " Risk management in banking" 4thed , Wiley 2015.
- 6- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, (2011), Financial Management Theory and Practice , 13th Edition , Lachina pub
- 7-Buchner , Axel & Mohamed , Abdulkadir & Schwienbacher , Armin ,Diversification,Risk, And Returns In Venture Capital, 2017 Http ://Dx.Doi.Org /10.1016/J.Jbusvent 2017.05.005.
- 8- Bodie, Zvi,& Kane, Marcus, Alan J., Investments,10th Edition, Mcgraw-Hill, USA, 2014.
- 10-Cecchetti Stephen G. & Kermit L. Schoenholz " Money, Banking, and Financial Markets" 4th Edition , 2015 by McGraw-Hill

- 11- Eun, Cheol S. ,& Resnick Bruce G. ,& Sabherwal Sanjiv : International Financial Management, 6th Edition, Front Matter Preface , The Mcgraw–Hill Companies, 2018
- 12- Enrico G. De Giorgi & Ola Mahmoud, "Naive Diversification Preferences and their Representation" , research paper, November 10, 2016.
- 13- Elton ,Edwin J.& Gruber, Martin J.,& Brown, Stephen J., Goetzmann, William N. , Modern Portfolio Theory And Investment Analysis, 9th Edition, Printed In The United States Of America,2014.
- 14- Evans, Twm, & Mcmillan , David G., Financial Co-Movement And Correlation: Evidence From 33 International Stock Market Indices. Working Paper. (2006, 12). Address For Correspondence: Dr David Mcmillan, School Of Management, University Of St Andrews, The Gateway, North Haugh, St Andrews, KY16 9SS, UK. Tel: +44 (0) 1334 462800. Fax: +44 (0) 1334 462812 E-Mail: Dgm6@St Andrews.Ac.Uk.
- 15- Elbannan, Mona A., The Capital Asset Pricing Model: An Overview Of The Theory, International Journal Of Economics And Finance; Vol. 7, No. 1; 2015
- 16- Gerard, Bruno, & Pierre Hillion, Frans De Roon, And Esther Eiling, International Portfolio Diversification: Currency, Industry And Country Effects Revisited, July 23 , 2007 . JEL Classification: G11, G15.
- 17- Gitman, Lawrence J.& Zutter, Chad J., Principles Of Managerial Finance, 13th Edition, Manufactured In The United States Of Copyright By Lawrence J. Gitman. All Rights Reserved America, 2012.
- 18- Goel, Deepika,& Chaudhary, Monika Singh, Advantages Of International Portfolio Diversification., International Journal Of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 4, April, 2013.
- 19 - Jordan, Bradford D, Ross, Stephen A, Essentials of Corporate Finance, 9th,University of Southern California, 2017.
- 20 - Halicki, Marcin& Uphaus, Andreas, International Portfolio Diversification: A Practical Approach To Wealth Management, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 855 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 74, T. 1, 2015.
- 21- Hsu , Liwu & Kaufmann , Patrick & Srinivasan , Shuba , How Do FranchiseOwnership Structure and Strategic Investment Emphasis Influence Stock Returns and Risks? , 2017. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jretai.2017.04.004>.
- 22- Hiriyyappa, B. , Investment Management : Securities and Portfolio Management , New Age International (P) Ltd ,2008.
- 23- Humphrey , Jacquelyn E. & Benson , Karen L.& Low , Rand K.Y.& Lee ,Wei-Lun, Isdiversi fictional ways optimal? 2015.<http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.09.003>.
- 24- Islam, Abu Hena Md Mamunul & Faisal Md , Investment Diversification A Study On Six European Countries, Student Umea School Of Business Autumn Semester 2011 Master Thesis

- 25- Kanchu,Thirupathi & Kumer , Manoj , " Risk Management In Banking Sector –An empirical Study", International Journal of Marketing, Financial Services &Management ResearchVol.2, No. 2, 2013.
- 26- Liem, Nguyen Thanh, "Portfolio Risk Management And Capital Asset Pricing Model Case: The Comparison Among Portfolios In The same And Different Regions", Thesis Lapland University of Applied Sciences School of Business and Administration Program in Innovative Business Service Bachelor Of Business Administration,2015
- 27-Lhabitant, François Serge, Portfolio Diversification, ISTE Press Ltd. Published by Elsevier Ltd., 2017
- 28- Malz Allan M. " Financial Risk Management " models , history and institutions , Moles 2011.
- 29-mangram , myle E. ,"Asimplified perspective of the markowitz portfolio theory" Global Journal of Business Reseqrcg , volume 7,n.1,2013.
- 30- Moles Peter " Financial Risk Management Sources of Financial Riskand Risk Assessment" FK-A3-engb 1/2013 .
- 31- Mansourfar, Gholamreza.& , Shamsheer Mohamad, &Taufiq Hassan, A Review On International Portfolio Diversification: The Middle East And North African Region, African Journal Of Business Management Vol. 4(19), 2010.
- 32- Oino, Isaiah," A Comparison Of Credit Risk Management in Private And Public Banks In India" International Journal of Business and Finance Research,Vol. 10, No. 1, 2016.
- 33- Plessis, AJ Du& Ward, M, A Note On Applying The Markowitz Portfolio Selection Model As A Passive Investment Strategy On The JSE , Investment Analysts Journal – No. 69, 2009
- 34- Tehrani, Amir Ehsan, A Comparative Analysis Of The Tehran Stock Exchange And Selected Stock Markets: Evidence From A Correlation Matrix, , MediterraneanUniversity, Gazimağusa, North Cyprus, August 2011.
- 35-Vidyashree, D. V & Rathod, Pralhad," Credit Risk Management – A study on Public sector, Private Sector and Foreign Banks in India", International Journal of Research in Finance and Marketing, Volume 5, Issue 7,2015.