تخصيص الموجودات وأثره في أداء المحفظة الاستثمارية
دراسة تحليلية لعينة من الاسواق المالية الدولية(*)

الباحث: محمد عبدالرحمن محمد السندي
جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد
Mehmedfener8@gmail.com

أ.د. رافعة إبراهيم الحمداني
جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد
rafea_ibrahem@uomosul.edu.iq

ISSN 2709-6475 DOI: https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2023.4.1.15

تأريخ استلام البحث ٢٠٢٢/٨/٨ تأريخ قبول النشر ٢٠٢٢/٨/٢١ تأريخ النشر ٢٠٢٣/١/٣٠

المستخلص

يهدف البحث تخصيص الموجودات واثره في اداء المحفظة الاستثمارية، وارتكزت مشكلة البحث في عدة تساؤل كان "ما مدى تأثير التخصيص الموجودات في أداء محفظة الاستثمارية الدولية؟ ولغرض الاجابة على التساؤل البحثية والوصول إلى هدف الدراسة تم الاستناد على فرضية بحثية هو "يوجد أثر ذا دلالة احصائية لتخصيص الموجودات في اداء المحفظة الاستثمارية دولياً"، على هذا الأساس تم اختيار محفظة الاستثمارية الدولية المثلى باستخدام نموذج ارتباط ماركويتز لمؤشرات الدول عينة الدراسة خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢٠.

ولمعالجة إشكالية البحث واختبار فرضياته تم الاعتماد على التحليل المالي والاحصائي، باستخدام مجموعة من الأدوات الاحصائية الوصفية كالوسط الحسابي، الانحراف المعياري، التباين المشترك، ومعامل ارتباط، وانحدار بسيط، محل الدراسة بالتطبيق على برنامج Evews12.

وقد خلصت البحث إلى عدد من النتائج منها: ان العملية تخصيص الموجودات يأثر في أداء المحفظة الاستثمارية وإن نجاح العملية تخصيص الموجودات في المحفظة الاستثمارية يعتمد على الطرق العلمية المتبعة من قبل المستثمر لاختيار مؤشر أو الأسهم المثلى في المحفظة الاستثمارية. لقد تبين عن طريق البحث أن الارتباط بين عوائد المؤشرات الاسواق الدول عينة الدراسة ضعيفة وهذه بسبب عدم تشابه الموجودات المتداولة داخل الاسواق الدول عينة الدراسة و الحقيقة لها تأثير إيجابي على كفاءة المحافظ المكونة من هذه المؤشرات. أن المحافظ تبنى عادة على اساس ارتباط ماركويتز أيضا هناك الأسس و طرق الأخرى لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى من قبل المستثمر.

ومن أهم المقترحات التي اقترح بها الباحثان: ينبغي على المستثمرين الاهتمام بعمليات تخصيص الموجودات عند تشكيل محافظهم الاستثمارية وعدم اللجوء إلى التنويع بشكل عشوائي الذي قد تنعكس آثاره في عدم ضمان تحقق مزايا المحفظة من الاستثمار في أقل مخاطرة ممكنة. وعدم الاكتفاء بالمعايير والاسس التي استخدمتها الدراسة الحالية في مجال اختيار المؤشرات التي رشحت لبناء المحفظة فهناك أسس كثيرة يمكن اعتمادها في بناء المحفظة منها (الألفا، وسعر العالي، وسعر المنخفض ومضاعف الارباح P\E...، الخ) يمكن أن تحقق مبادلة أفضل بين المخاطرة و العائد.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية الدولية، تخصيص الموجودات، أداء المحفظة الاستثمارية.

مجلة اقتصاديات الأعمال
المجلد (٤) العدد (١) ٢٠٢٣
الصفحات: ٢٧٥-٢٩٦

(*) البحث مستل من رسالة ماجستير للباحث الأول.

Allocation of Assets and its Impact on the Performance of the Investment Portfolio

Analytical study of a sample of International Financial Market

Abstract

The study aims to allocate assets and its impact on the performance of the investment portfolio. The problem of the study was based on several questions that were: "What is the impact of asset allocation on the performance of the international investment portfolio?, and for the purpose of answering the research question and reaching the goal of the study was based on a research hypothesis that is "there is a significant effect" Statistics for asset allocation in the performance of the investment portfolio internationally." On this basis, the optimal international investment portfolio was selected using the Markowitz correlation model for the indicators of the sample countries during the period from 2017 to 2020.

In order to address the problem of the study and test its hypotheses, it was relied on financial and statistical analysis, using a set of descriptive statistical tools such as the arithmetic mean, standard deviation, covariance, correlation coefficient, and simple regression, under study by applying the Evews12 program. The study concluded a number of conclusions, including: The process of asset allocation affects the performance of the investment portfolio, and the success of the process of asset allocation in the investment portfolio depends on the scientific methods used by the investor to choose the optimal index or stocks in the investment portfolio. It was found through the study that the correlation between the returns of the indicators and the markets of the sample countries is weak and this is due to the lack of similarity of the assets traded within the markets of the sample countries and the truth has a positive impact on the efficiency of the portfolios consisting of these indicators. The portfolios are usually built on the basis of the Markowitz correlation. And other ways to build the optimal investment portfolio by the investor.

Among the most important suggestions suggested by the researcher: Investors should pay attention to asset allocation processes when forming their investment portfolios and not resort to random diversification, whose effects may be reflected in not ensuring that the benefits of the portfolio are achieved by investing in the lowest possible risk. And not being satisfied with the criteria and foundations used by the current study in selecting the indicators that were nominated for building the portfolio. There are many foundations that can be adopted in building the portfolio, including (alpha, high price, low price, profit multiplier P\E....., etc.) that can achieve a swap Better between risk and return.

Key words: International investment portfolio- Asset Allocation- international portfolio performance.

المقدمة:

تُعد المحفظة الاستثمارية من أكثر التنظيمات التي قبضت حيّزاً مهما في الدراسات الاستثمارية واتخذت صيغا وارتباكا متعددا، مما تطلب تحديدا دقيقا لكافة أنواعها وعناصرها ومع التركيز على بعض هذه الأنواع التي تتسم بأهمية خاصة في الاستثمار. وتنبع أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية في المتغيرات الاقتصادية والمالية التي شهدها العالم عن طريق زيادة تدفق رؤوس الأموال الاستثمارية في الأسواق المالية عن طريق المؤسسات الاستثمارية وصناديق الادخار، وتطور المؤسسات المالية وغير المالية والمصرفية، والاهتمام بتحقيق الأرباح السريعة والابتعاد عن المخاطرة.

تتميز بيئة الاستثمار بتنوع وتطور الأدوات المالية. ودائماً ما يواجه المستثمرون، سواء كانوا أفراداً أم مؤسسات، مسألة كيفية تخصيص أموالهم بين الموجودات المتاحة. للإجابة على هذا السؤال، يستخدم المستثمرون إدارة المحافظ كطريقة منهجية للبحث والتحليل والاختيار والتنفيذ وتقديم التغذية الراجعة حول أداء الأموال المستثمرة. كما ان من بين الأنشطة التي تدخل في عملية إدارة المحفظة؛ هي تخصيص الموجودات التي تلعب دورًا مهمًا في عملية الإدارة كونه يلزم المحفظة باستثمارات معينة لفترة زمنية وللوصول إلى العائد المتوقع. كان تخصيص الموجودات معنيًا أولاً بالفكرة البديهية للتنويع لتقليل المخاطر.

ظهر مفهوم التخصيص للموجودات لأول مرة في هولندا عام ١٧٧٤، إذ تم إنشاء أول صندوق استثماري كأول صندوق استثمار مشترك في العالم من قبل أبراهام فان كيتويتش الذي دعا المستثمرين للنظر في أول صندوق استثماري مغلق. اذ تم استثمار الصندوق في محفظة من السندات الحكومية الأجنبية من النمسا، والدنمارك، وألمانيا، وإسبانيا، والسويد، وروسيا، فضلاً عن قروض المزارع العقارية من جزر الهند الغربية. كما تم إثبات مفهوم التخصيص إلى مناطق جغرافية مختلفة في ذات العمل الذي قدمه آبراهام، اذ أشار في ورقته إلى أنه إذا قام المستثمر بتوزيع رأس ماله على نطاق واسع على سطح الأرض، فإن الكساد المحلي في ربع واحد سيتوازن عن طريق النشاط التجاري المحلي في ربع آخر. بعد ذلك، نشر هاري ماركويتز بصفته والد نظرية المحفظة الحديثة ورقة اختيار المحفظة (Portfolio Section)، إذ كان أول من قدم إمكانية الحد من المخاطر عن طريق تخصيص رأس المال للموجودات التي لها ارتباط منخفض في العوائد وقدم ذلك كصيغة رياضية. قدم Markowitz أيضاً الحدود الفعالة للمحافظ المحسّنة. يُقصد بالكفاءة أن تكون أعلى مخاطرة محتملة في العائد أو العكس. يمكن للمستثمرين بعد ذلك اختيار المحفظة المناسبة بالنظر إلى نفورهم من المخاطرة. في التخصيص وتوزيع الموجودات، بما في ذلك المناهج القائمة على الموجودات، والموجهة بالمسؤولية، والقائمة على الهدف، والنهج الاستكشافي.

المبحث الأول: المنهجية والاطار النظري للبحث:

أولاً: منهجية البحث:

١. مشكلة البحث:

تظهر مشكلة البحث بشكل واضح في عدم استخدام النماذج والأساليب الإحصائية الحديثة في عملية تكوين المحفظة وعدم معرفة المستثمرين بعملية الاختيار التخصيص بين الموجودات في المحفظة الاستثمارية بالشكل الذي يخفض المعادلات المخاطرة ويزيد المعدلات العائد، لذلك تحاول الدراسة الإجابة على التساؤلات الرئيسية الآتية:

أ. ما مدى تأثير التخصيص الموجودات في أداء محفظة الاستثمارية الدولية؟
ب. هل يمكن لتخصيص الموجودات أن يحقق مبادلة أفضل بين المخاطرة والعائد؟

٢. أهمية البحث:

للبحث أهمية اكاديمية تتمثل في تسليط الضوء إلى آمرين مهمين ظهراً مع تطور نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة ويتمثلان في مفهوم تخصيص الاموال في المحفظة، اضافة إلى مفهوم التنويع الدولي والذي قد يشار اليه ايضا بالتنويع الدولي، والذي يُعد احد الاساليب الحديثة في إدارة المخاطر التي تتعرض لها المحافظ الاستثمارية. الأهمية العملية الاستثمارية التي يسعى اليها المستثمرون في تكوين وتقييم اداء محافظهم الاستثمارية عن طريق التوجه نحو عمليات التخصيص للموجودات باعتماد التنويع الدولي.

٣. اهداف البحث:

أ. قياس اثر تخصيص الموجودات المالية على اداء المحفظة الاستثمارية.
ب. تعرف على كيفية تشكيل المحفظة الاستثمارية منوعة دوليا و كيفية تسييرها.
ت. التفريق بين مفهومي التنويع والتخصيص وأهمية وأبعاد وبيان كل منهما ودوره في تكوين المحافظ الاستثمارية.

٤. فرضيات البحث:

أ. يوجد أثر لتخصيص الموجودات في اداء المحفظة الاستثمارية دولياً.
ب. ان تخصيص الموجودات يحقق أفضل مبادلة بين المخاطرة والعائد.

٥. مجتمع وعينة البحث:

تم الاعتماد على اسواق الدول الواقعة ضمن التصنيفات الجديدة لمؤسسة فوتسي (FTSE)[١] الدولية التي تُعد المؤسسة الوحيدة التي قامت بتصنيف الاسواق إلى (أسواق المتقدمة وأسواق الناشئة وأسواق الحدودية) عام (٢٠٠٣). ومن ذلك تم اختيار الدول الواقعة ضمن الاسواق الحدودية كمجتمع دراسي، وتم اختيار العينة وفقاً لإمكانية الحصول على البيانات التي تغطي مقتضيات الدراسة للفترة الزمنية المحددة وتم اختيار سوق العراق كسوق المحلي من منظور مستثمر محلي، وهي غير داخلة في تصنيف العالمي حسب مؤسسة فوتسي (FTSE). اذ تم ادخال سوق العراق في عينة الدراسة لغرض تعرف على كيفية والية الاختيار وتكوين الدقيق لمحفظة الاستثمارية من طرف مستثمر عراقي، وكيفية تخصيص اموالهم في استثمارات الدولية. وذلك بهدف تنشيط العمليات الاستثمارية في سوق العراق للدخول في هذه التوجهات الحديثة بالمراحل الآتية:

٥-١ اختيار (20) من الاسواق المالية الحدودية من أصل (30) سوق حسب التصنيف مؤسسة فوتسي (FTSE)، اذ تم استبعاد الاسواق متبقية من عينة الدراسة بسبب صعوبة الحصول على بياناتها.

٥-٢ اختيار السوق المحلي للبلد الأم من وجهة نظر المستثمر المحلي موضع الاهتمام و الذي يتمثل بالعراق وغير مدرجة في التصنيف الدولي لمؤسسة فوتسي (FTSE). وتم ادخال العراق لأن

(١) FTSE 100: هو اختصار لمؤشر فايننشال تايمز للأوراق المالية. وهو من مؤشرات الأسهم، ويضم أكبر 100 شركة مدرجة في بورصة لندن (LSE)، وبالتالي فهو يوضح الأداء المالي لأكبر 100 شركة من حيث القيمة السوقية في المملكة المتحدة. وبمعنى آخر يعد FTSE100 هو مؤشر لأكبر 100 شركة مدرجة في بورصة لندن. تم إنشاء "مؤشر فوتسي 100" في عام ١٩٨٤ بنقطة انطلاق قدرها 1000 نقطة أساس.

أهمية هذه الدراسة وهدفها تنصب بالدرجة الاولى لمصلحة وأهمية المجتمع الاستثماري في السوق المالية العراقية، لتوجيهها نحو آلية الاختيار والبناء للمحافظ الاستثمارية الخاصة بهم. بالإضافة إلى توضيح أهمية الانفتاح على فرص الاستثمار الدولية الممكنة امام السوق المحلي العراقي وايضا لمواكبة اهم التطورات والمستجدات للارتقاء إلى مستوى الاسواق العالمية.

٥-٣ اختيار مؤشرات اسواق الاسهم والتي تتمثل بالأسواق المالية للدول كمحفظة الدولية مثلى. وتم الاختيار حسب الخطوة الاولى والثانية، ومن الواضح والمعلوم ان غالبية الدول تمتلك اكثر من مؤشر سوق اسهم وتم اختيار مؤشرات كنموذج او عينة للدراسة بشكل قصدي. وذلك بالاعتماد على قياسات ومعايير متعددة المذكورة سابقاً. وبذلك تمثلت عينة الدراسة بالمؤشرات التالية. والجدول (1) يوضح أسماء الدول عينة الدراسة ومؤشراتها وعملتها.

الجدول (1) أسماء الدول عينة الدراسة ومؤشراتها وعملتها

ت	أسم الدولة	المؤشر	نوع العملة
١	العراق	ISX	دينار
٢	الاردن	ASEX	دينار
٣	بحرين	BHBX	درهم
٤	عمان	MSX	ريال
٥	مغرب	AMMC	درهم
٦	سلوفينيا	SBITOP	يورو
٧	سلوفاكيا	SAX	يورو
٨	صربيا	BELEX	دينار
٩	بلغاريا	BSE	ليف
١٠	كرواتيا	CROBEX	كونا
١١	أيسلند	OMX	كرون
١٢	كازاخستان	KASE	تينغ
١٣	فيتنام	VNI	دونغ
١٤	سريلانكا	CSE	روبي
١٥	بنجلادش	DSE	تاكا
١٦	بوتسوانا	BSE	البولاس
١٧	تنزانيا	DSEI	الشلن
١٨	كينيا	NSE	شيلينغ
١٩	نيجيريا	NSE	النيرة
٢٠	موريشيوس	SEMSEX	الروبي
٢١	غانا	GSE	السيدي

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على تصنيفات المؤشر فاينانشيال تايمز (FTSE).

٦. متغيرات البحث:

أ. متغير معتمد: أداء المحفظة الاستثمارية، تم قياسها نسبة شارب.

ب. متغير مستقل: تخصيص الموجودات وهو متغير نوعي يمكن قياسها بأوزان المؤشرات التي رشحناها في المحفظة.

ثانياً: إطار نظري لمحفظة الاستثمارية وتخصيص الموجودات:

١. مفهوم محفظة الاستثمارية :

يُعد الاستثمار من أهم القرارات المالية التي يتخذها المستثمر التي يهدف منها إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تجنب المخاطرة إلى أقصى حد ممكن، ما يعني الامر ان تكون تلك الاستثمارات

موزعة على مجموعة من الموجودات وان لا تكون مركزة على موجود واحد فقط، فالتركيز على موجود واحد من شأنه ان يعرض المستثمر إلى خسائر كبيرة في حال تعرض ذلك الموجود إلى مخاطر مالية، لذلك فإن تنويع الموجودات يساعد على تخفيض المخاطر الاستثمارية إلى مستويات مقبولة، ما يعني أهمية الاخذ بنظر الاعتبار إلى عملية تكوين المحفظة الاستثمارية، التي تعددت المفاهيم الخاصة بها، فنجد من اشارة بانها المحفظة الاستثمارية على أنها "أداة مركبة من أدوات الاستثمارمتعدد قد تكون من موجودين أو أكثر يتم استثمار الأموال بهما" (رمضان، ١٩٨٨: ٧٥)، أما (Hirt & Block,2003:683) فقد عرف المحفظة الاستثمارية بأنها" مجموعة أو تشكيلة من الموجودات قد تكون مالية مثل الأسهم والسندات أو حقيقية مثل العقار والذهب أو مزيج من النوعين من الموجودات يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يناسب مستوى معين من المخاطر عن طريق تنويع مكوناتها".

ويوضح (Reilly & Brown,2003:21) أن هذه الموجودات قد تكون مالية (Financial) كالأسهم والسندات أو حقيقية (Real) كالعقارات والمعادن الثمينة والسيارات والأثاث وغيرها، وعرف (آل شبيب، 2009: 283) المحفظة الاستثمارية بأنها "مجموعة من الموجودات التي يمتلكها المستثمر سواء كانت موجودات حقيقية أم مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة والتي تتلاءم مع رغبة المستثمر سواء كان مستثمر محافظا أم مضاربا أم رشيدا وتخضع المحفظة الاستثمارية لإدارة مدير المحفظة (Portfolio Manager) الذي قد يكون مالك المحفظة، أو يعمل بأجر لدى مالكها. ويتبين عن طريق ما تقدم عن المحفظة الاستثمارية تركيزها على فلسفة التنويع في موجوداتها بهدف تحقيق عوائد من درجة مقبولة من المخاطر، كما يشار إلى المحفظة الاستثمارية بأنها مجموعة متنوعة من الموجودات المالية وغير المالية (مادية) التي يحتفظ بها المستثمر سواء كان المستثمر شركة استثمارية أو فردا (الأعرجي، ٢٠٠٣: ٤٣). وعرفت أيضا المحفظة الاستثمارية هي الأداة الاستثمارية التي تحتوي على تنويع الاستثمارات من الموجودات المالية والموجودات الحقيقية، بواسطة المستثمر يحافظ على القيمة الموجودات لمحفظته الاستثمارية (الجنابي، ٢٠١٩: ٢٩).

٢. مفهوم تخصيص الموجودات:

٢-١ تعريف تخصيص الموجودات (Asset Allocation):

يتم تفسير استراتيجيات تخصيص الموجودات بشكل عام على أنها تخصيص محافظ المستثمرين لعدد من فئات الموجودات الرئيسية (Drobetz & Köhler,2002:219)، ويعرف التخصيص للموجودات على أنه تكوين أوزان لفئة الموجودات العادية أو أوزان فئة الموجودات السلبية تم إجراء تحليل توزيع الموجودات لأول مرة بواسطة (Brinson,*et.al.*,1986:44) وتحديث (Brinson,*et.al.*,1991:48) عن طريق مقال استثنائي أن مساهمة هذه العملية في إجمالي أداء الاستثمار كانت (93.6٪) و(91.5٪). قام كل من (Kaplan & Ibbotson,2000: 26) بعمل ذلك بنموذج يتكون من سياسة العائد (PRit) والعائد النشط (ARit). سياسة الإرجاع هي جزء من استراتيجية توزيع الموجودات (Rit)، بينما العائد النشط هو الباقي، قام (Alexeev & Tapon,2012:4) بتحليل ثلاثة مكونات للإدارة النشطة (تخصيص الموجودات وتوقيت السوق واختيار الأمان) في أداء صناديق التقاعد الأمريكية المتعلقة بحجم الأموال وسيولة الاستثمار. إذ يقوم المستثمر بتخصيص الموجودات التي يرغب بها في تشكيل محفظته وهو قرار طويل الأجل ينصب على اختيار المستثمر لنسب موجودات المحفظة التي يطبقها على فئات معينة من الاستثمارات، ويُعد

تخصيص الموجودات محور إدارة محافظ الاستثمار خاصة أن المعظم المبحث المستثمرين يسعون إلى زيادة مستوى تنويع الموجودات المكونة للمحفظة الاستثمارية ويجمع غالبية خبراء الاستثمار على أن عملية تخصيص الموجودات أن تسبق عملية اختيار مكونات المحفظة سواء أكانت من الأسهم أم السندات أم صناديق الاستثمار وغيرها لذا فإن هناك علاقة قوية بين التنويع وتخصيص الموجودات (باكير، ٢٠٠٨: ١٦٧). وتعرف على انها تخصيص موجودات المحفظة يكون على أساس تحقيق أعلى عائد متوقع وأقل مخاطرة ممكنة وهذا هو ما جاء به نموذج ماركويتز في بناء المحافظ الاستثمارية إن درجة التقلب في عائد المحفظة المقاس بالانحراف المعياري يُعد اساسا في التنويع، لأن الحساب الرياضي في المحفظة يصب في العائد والمخاطرة ودرجة الارتباط "لأن التحليل الذي جاءت به نظرية المحفظة جعل المعلومات التي تتوافر عن العائد المتمثلة بالوسط الحسابي وعن المخاطرة بالانحراف المعياري ودرجة الارتباط وكذلك الوزن النسبي لكل موجود في المحفظة" (Goetzmann,2002:1)، وبذلك يلاحظ أن تخصيص موجودات متنوعة للمحفظة يعود إلى درجات الارتباط بين عوائد الموجودات المكونة للمحفظة التي تتراوح بين (-1،+1) لأن درجة الارتباط بين مكونات المحفظة هي المؤشر الذي يساعد على التنويع الذي عن طريقه يستطيع المستثمر الحد من درجة المخاطرة من دون أن يضطر إلى تقليل العائد المتوقع وتتعزز مزايا التنويع مع انخفاض الارتباط بين أداء الموجودات الداخلة في تركيب المحفظة، وذلك بأن تتضمن المحفظة الاستثمارية المثلى موجودات مالية مختلفة المخاطر أساسا لزيادة العائد (Goetzmann,2002:2).

٢-٢ الاستراتيجيات التخصيص الموجودات Asset Alloction strategic:

٢-٢-١ تخصيص الموجودات متكامل:

تنصب استراتيجية التخصيص المتكامل على أهداف المستثمر ومحدداته من جهة ودراسة واقع سوق رأس المال من جهة أخرى. هذه العوامل تدمج معاً للوصول إلى مزيج موجودات المحفظة الذي يقدم أفضل الفرص للمستثمر لتحقيق متطلباته، على ضوء التنبؤ بحركة سوق رأس المال، كما يشير بأنها كيفية توزيع الاستثمارات أموال المحفظة بين أنواع مختلفة من الموجودات وتنصب استراتيجية التخصيص المتكامل على أهداف (Jordan & Miller,2008:371).

وهناك ثلاث المراحل لاستراتيجية التخصيص المتكامل: (باكير، ٢٠٠٨: ٣٢٣-٣٢٥)

المرحلة الأولى: يجب على المستثمر أن يلخص من التوقعات السوق ومحدداته واهدافه الخاصة قبل الانتقال إلى تحديد مزيج الموجودات.

المرحلة الثانية: يجمع المستثمر المعلومات التي استقاها في المرحلة الاولى ويختار على اساسها المحفظة واحدة تحقق أداء الفضل (امثل)، وذلك بحساب المنفعة المتوقعة من كل مزيج استثماري الموجودة باستخدام المعادلة الآتية:

$$EUpk = ERP- (\sigma 2P).....(1)$$

EU المنفعة المتوقعة من المحفظة.

ER عائد المتوقع على المحفظة.

RT درجة التحمل المخاطرة.

σ 2 تباين المحفظة.

في المعادلة السابقة تمثل النسبة $(\sigma 2P)/RTK)$ ما يعرف بجزاء المخاطرة. اما عامل تحمل المخاطرة فهو تقدير الهدف منه استكناه محددات سلوك المستثمر تجاه عنصر المخاطرة. وكلما

ارتفع هذا الرقم ارتفعت درجة تحمل المستثمر للمخاطرة وانخفض جزاء المخاطرة الذي يصيب عائد المحفظة وبالتالي فإن المزيج الأمثل من الموجودات المحفظة الاستثمارية هو التوليفة التي تحقق أعلى مستويات المنفعة المتوقعة.

المرحلة الثالثة: تبدأ بعد انقضاء زمن يكفي لمقارنة الاداء الفعلي للمحفظة المثلى مع التوقعات الاولية للمستثمر.

٢-٢-٢ تخصيص الموجودات التكتيكي:

المستوى الثالث لتوزيع الموجودات هو "التخصيص التكتيكي للموجودات". هنا سيأخذ مديرو الاستثمار رهانات قصيرة الأجل، عادة من شهر إلى ربع، وينحرفون من الأوزان الاستراتيجية. يؤدي هذا أيضاً إلى حدوث خطأ في التتبع. الفرق بين تؤدي الأوزان الاستراتيجية والتكتيكية إلى حدوث خطأ تتبع "تكتيكي". الفرق بين الأوزان المعيارية والأوزان التكتيكية هي خطأ التتبع "الكلي". لاحظ أن لا يتلخص الانحراف المعياري لخطأ التتبع الاستراتيجي والتكتيكي بالضرورة إجمالي خطأ التتبع بسبب الارتباط المحتمل بين الاستراتيجية والتكتيكية الأوزان على آفاق أطول (Dahlquist,2001:2). كما يشار إلى أنها التخصيص التكتيكي على التعديل الدائم لتخصيص الموجودات لتعكس التغيرات في بيئة السوق، وعند توفر المعلومات الجديدة يعيد المديرون تخصيص الأموال المعدة للاستثمار في كل مرة أي تنويع وتطوير محفظة الاستثمار على وفق أسعار الأسهم والظروف الاقتصادية عن طريق مزج الموجودات المختلفة في نسب متباينة سعيا لتحقيق عوائد غير اعتيادية والتفوق على السوق (عبدالرسول، 2011: 54)، وسميت هذه العملية تخصيص الموجودات التكتيكي أو الديناميكي وهي استجابة شرطية للمعلومات الجديدة ويستطيع المديرون تنفيذ هذه الاستراتيجية باستخدام عدد من الأساليب: (Solnik,2000:656)

أ. تخصيص الموجودات Asset Alloction:

يُقصد بها إعادة توزيع نسب الموجودات المالية المخصصة للاستثمار في أسهم شركات القطاعات الاقتصادية المتغيرة حسب أهميتها، أي عملية تطوير وتنويع محفظة الاستثمار وفقاً لتقلبات الظروف الاقتصادية وأسعار الأسهم من حيث العائد والمخاطرة عن طريق مزج موجودات مختلفة في نسب متباينة للوصول إلى أفضل العوائد عند مستوى مخاطرة معينة (الاعرجي، ٢٠٠٨: ٥٩)، تعني اختيار الأسواق والعملات إذ يستطيع المدير اختيار أوزان على المدى الطويل تختلف عن أوزان الأسهم الموجودة في المؤشر، ويستطيع أيضاً إعادة التخصيص وتعديل الأوزان طبقاً لتوقعات السوق وتقديرات المخاطرة.

ب. توقيت السوق Market Timing:

ترتبط الاستراتيجية توقيت السوق بالاستراتيجية السابقة (إعادة توزيع المحفظة) بشكل قوي، إذ تحدد استراتيجية التوقيت متى يدخل المدراء السوق ومتى يكون الخروج منه، عن طريق مراقبة حركة أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية باستخدام معامل بيتا في عملية التوقع للسوق بالارتفاع والانخفاض ويتم تغيير مكونات المحفظة ومخاطرتها عن طريق التحول من محفظة إلى أخرى، أو تخفيض معامل بيتا (β) للمحافظ عندما يتوقعون الانخفاض في السوق زيادة معامل بيتا للمحافظ عندما يتوقعون الارتفاع في السوق (الاعرجي، ٢٠٠٨: ٦٠)، أن هناك علاقة قوية بين التنويع وتخصيص الموجودات وهو بشكل عام يقلل المخطرة بواسطة تشكيل المحافظ من الموجودات المالية ذات المردودات المرتبطة بصورة غير تامة (Rao,1992:306).

٢-٢-٣ تخصيص الموجودات المضمون:

ويطلق عليه أحياناً اسم استراتيجية النسبة الثابتة لان تعديل توليفة المحفظة يتبع التغيرات التي تحصل في رأس المال المحفظة. ويتبع هذا المنهج التعديل المستمر لتخصيصات موجودات المحفظة بافتراض إن المردود المتوقع والمخاطرة هي عناصر ثابتة مع الزمن، في حين تتغير أهداف المستثمر ومحدداته مع التغير في رأس المال المحفظة (الداودي، 2014: 78)، ويقوم هذا التخصيص على الاستثمار في موجودين هما الأسهم واذونات الخزينة، فعند تراجع أسعار الأسهم فيتطلب زيادة نسبة الموجود السندات والحد من نسبة الأسهم في المحفظة، واذا ارتفعت أسعار الأسهم يحتم عليه زيادة نسبة الأسهم عند عملية التخصيص. وهذا يقلل أساس التخصيص التكتيكي (باكير، 2008: 327).

٢-٢-٤ تخصيص الموجودات الاستراتيجية:

ويتمكن هذا التخصيص على تحديد أوزان موجودات المحفظة على الأجل الطويل. ويستخدم المستثمر وفق هذا المنهج عوائد الموجودات الوسطية وتبايناتها ومخاطرها على الأجل الطويل في تقدير أداء السوق المستقبلي. وباستخدام هذه المعلومات عن العائد التاريخي يمكن الوصول إلى منحنيات الكفاءة ليتسنى للمستثمر اختيار مزيج الموجود الأمثل على الأفق الزمني للمحفظة الاستثمارية. ويمكن بذلك إيجاد تخصيص ثابت للموجودات يخضع لتعديلات دورية تضمن العودة إلى أوزان الموجودات الأولية التي يسير عليها المستثمر. هذا المنهج في التخصيص يشابه منهج التخصص المتكامل مع فارق أساسي هو عدم اعتماده دورات التغذية العكسية (باكير، ٢٠٠٨: ٣٢٥).

٣. بناء المحفظة الاستثمارية و تقيم أدائها:

٣-١ الخطوات الأساسية لعملية بناء المحفظة الاستثمارية:

يتوجب على المستثمر أن يضع تحقيق عدد من الأهداف نصب عينيه، أهمها تلك التي تضمن تحقيق مستوى مناسب من تنويع الموجودات الداخلة في تركيبة المحفظة، كما يجب على المستثمر أيضاً اختيار استثمارات المحفظة بحسب فئات المخاطرة التي تلبي احتياجات المحفظة ومحدداتها، ثم السعي لتحقيق عائد إجمالي يفوق العائد على جملة من الاستثمارات البديلة، ويمكن للمستثمر أن يبني فيها محفظة استثمار تتفق مع الغاية التي يهدف اليها من عملية الاستثمار والاستراتيجيات التي يتبعها، كما يمكن أن نلخص الخطوات الأساسية لعملية بناء المحفظة على النحو الآتي:

أ. تحديد التخصيص الموجودات المثلى:

يُعد التخطيط الاستثماري وتحديد الخطة الاستثمارية بمثابة حجر الأساس الذي سيبنى عليه جميع القرارات التي سيتم اتخاذها لاحقاً، بما في ذلك قرار تخصيص الموجودات المثلى، وأثناء وضع الخطة يحدد المستثمر أهدافه الاستثمارية التي يلزم أن تتمتع بالواقعية وتحديد نوع المخاطر المستُعد لتحملها والعائد المتوقع من استثماره بما يتماشى مع احتياجاته وظروفه، على أن تتم مراجعة هذه الخطوة بشكل دوري وتعديلها بما يتماشى مع أهداف المستثمر والظروف المتغيرة والاحتياجات، ويعد التخطيط الاستثماري خطوة ضرورية ومهمة لأي مستثمر بغض النظر عن حجم الأموال المستثمرة (ربابعة، ٢٠٠٩: ٥). ويتم تحديد نسبة الموجودات المختلفة في المحفظة الاستثمارية بنوعين من العوامل:

العوامل الذاتية: مثل عوامل الفترة الزمنية التي يرغب بها المستثمر في الاستثمار فيها وتنمية راس مال المحفظة وحجم رأس المال المتوفرة ومتطلبات رأس المال المستقبلية، وتشمل هذا العوامل درجة تحمل المخاطرة لدى المستثمر.

العوامل الموضوعية: وتشمل أنواع الادوات الاستثمارية المتاحة للاقتصاد المحلي والدولي، وأوضاع القطاعات والاسواق والشركات التي يرغب المستثمر في توظيف رأس مال المحفظة فيها أو في الادوات المالية الصادرة عنها، وأن الظروف الاقتصادية والدورة التجارية تؤدي دوراً في تشكيل هذه العوامل (الكروي، ٢٠٠٥: ١٨).

ب تركيب المحفظة حسب التخصيصات الموجودة:

بعد تخصيص الموجودات ينتقل المستثمر إلى موجودات الفئات الفرعية ضمن الموجودات او الفئات المحددة في الخطوة الأولى، إذ تقوم عملية التخصيص هنا على تقسيم نسبي بين الأسهم العادية والممتازة وكذلك السندات فتوزع بين سندات قصيرة الاجل وطويلة الأجل والسندات الحكومية وسندات الشركات إذ يجب على المستثمر اختيار الأسهم التي تتناسب مع درجة المخاطرة المنشودة في جزء المحفظة الموجه إلى استثمارات الأسهم مع مراعاة نوع السهم وعوامل القطاع والرسملة السوقية للشركة، أما عند انتقاء السندات فمن الواجب على المستثمر أن يراعي ريع الفائدة أو قيمة الخصم وآجال استحقاق السندات (باكير، 2008: 240-239).

ت. المراجعة "التكتيكية" لأوزان فئات موجودات المحفظة:

بعد تحديد تخصيصات الموجودات الأساسية والفرعية من الضروري متابعة ومراجعة أداء المحفظة بشكل للاستجابة لتغيرات السوق التي قد تتطلب من المستثمر تعديل أوزان الموجودات في المحفظة ويجب مراعاة التغيرات المستقبلية عن طريق بيع أو اكتساب الموجودات الفردية على مستوى اجمالي المخاطرة وعائد المحفظة، وبالتالي لا ينبغي النظر على مخاطر الاستثمار أو الموجودات المحتملة منفردة بشكل منعزل، إذ ينبغي النظر إليها عن طريق محيط تأثيرها في مخاطرة وعائد المحفظة للموجودات المالية (McMenamin,1999:189-199).

ث. المراجعة "الاستراتيجية" لأوزان فئات موجودات المحفظة:

هنا يجب على المستثمر التفكير في نسب الموجودات لحيازتها و ادراجها ضمن موجودات المحفظة ويمكن استخدام حصيلة الموجودات المباعة لشراء تلك الموجودات، أو يجب أن يحصل المستثمر على جزء من دخل المحفظة لتغطية الفرق، إن وجد، أو لزيادة رأس مال المحفظة في عملية الشراء الجديدة، ولا ينبغي تجاهل الاعتبارات الضريبية التي قد تستلزم إعادة موازنة المحفظة الاستثمارية (باكير، ٢٠٠٨: ٢٤١).

٣-٢ بناء المحفظة الاستثمارية:

تختلف البورصات العالمية من حيث معدلات العوائد ومستويات المخاطرة باختلاف المحافظ التي يرغب بها المستثمر، وان يكون لكل مستثمر محفظته الخاصة به، والتي على اساسها يشتري ويبيع الاسهم، وان المحفظة المثلى غير مناسبة لجميع المستثمرين في جميع الاوقات، ومن الواجب على المستثمر بناء مجموعة من المحافظ و اختيار انسب محفظة بما يتناسب مع معدل العائد ومستوى المخاطرة الذي يناسبه، يُعد اختيار موجودات المحفظة هو اهم خطوة لخطوات بناء المحفظة، ويمكن تشكيل المحفظة باستخدام الحاسوب أو بطريقة عشوائية، يتم إعداد مصفوفة

الموجودات التي تقرر تضمينها إلى المحفظة الاستثمارية باستخدام ما يعرف بقرار المزج الرئيسي بين الموجودات لتشكيل المحفظة التي تؤدي إلى تعظيم العائد المتوقع وتقليل المخاطرة إلى حدها الأدنى (الخفاجي،2006،96) فهناك عدة نماذج لبناء المحفظة الاستثمارية وأكثرها شيوعاً وهي:

٣-٢-١ المحفظة الاستثمارية الكفؤة (Efficient Portfolio):

يُعد اختيار المحفظة الفعالة من أهم الاستخدامات التي توضح مفاهيم مخاطرة المحفظة، حيث تشير إلى أن المحفظة الفعالة هو المحفظة التي توفر ادنى درجة مخاطرة لأي عائد متوقع، أو أعلى عائد لأي درجة مخاطرة (Brigham & Ehrhardt,2009:289)، أو كما يعرف أيضا ان المحفظة التي تعظم العائد لمستوى معين من المخاطرة أو تقلل المخاطر إلى مستوى معين من العائد (Gitman,2000:247). وأن المحفظة الاستثمارية الكفؤة تتكون من النقاط الآتية:

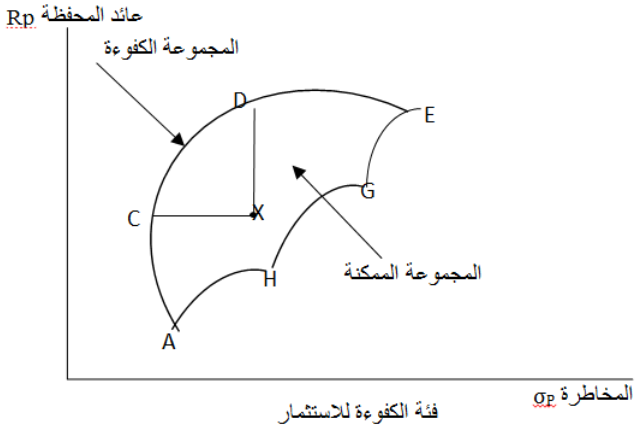
٣-٢-١-١ المجموعة المتاحة (Attainable Set):

في حالة دمج مجموعة من الأوراق المالية في المحفظة وبنسب مختلفة، يتم تشكيل ما يسمى بالمجموعة المتاحة، حيث انها تمثل جميع المحافظ التي يمكن بناؤها من مجموعة الاستثمار، وغالباً ما تأخذ المجموعة المتاحة شكل المظلة في مجال المردودية والمخاطرة (العلي، 1997: 11)، حيث يشير إلى أن المستثمر يختار محفظته الكفؤة من المجموعة المتاحة التي تحقق الشرطين الآتيين: (العامرى، ٢٠١٣: ٥٦)

أ. توفر اعلى عائد لمختلف مستويات المخاطرة.

ب. توفر ادنى مخاطرة لمختلف مستويات العائد.

كما موجود في الشكل (1).



الشكل (1) مجموعة المتاحة في المحفظة الاستثمارية

Source: Ehrhardt, Michael C. & Brigham, (2009), Financial Management: Theory and practice, 12th ed., South-Western, P: 293.

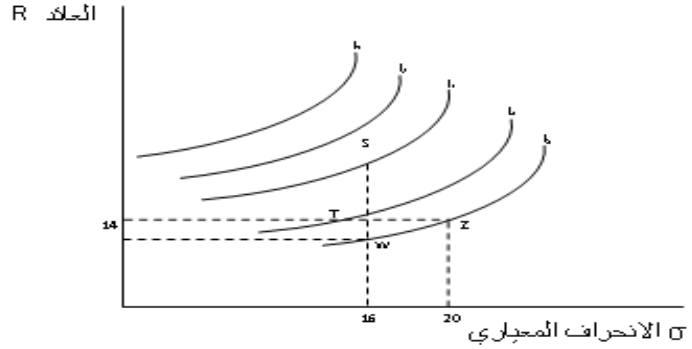
يوضح الشكل (1) المحفظة التي مخاطرتها أدنى هو المحفظة (C)، وكما لا توجد محفظة مخاطرتها أعلى من المخاطرة المحفظة (E)، لذلك فإن مجموعة المحافظ التي تحقق الشرط الأول هي المحفظة التي تقع على المنحنى (EC) شمال مجموعة المتاحة، اما المحفظة ذات العائد الاعلى هو المحفظة (D)، كما لا يوجد محفظة ذات عائد أقل من المحفظة (A)، ان مجموعة المحافظ التي تحقق الشرط الثاني هي المحافظ التي تقع على المنحنى (AD) غرب مجموعة المتاحة. أما المحافظ التي تحقق الشرطين معا فهي التي تقع على المنحنى (CD) شمال غرب مجموعة المتاحة، وتكون هذه المحافظ الحد الكفؤة، ومن مجموعة المحافظ الحد الكفؤة سوف يختار المستثمر محفظته اما بقية محافظ المجموعة المتاحة فهي غير كفؤة (العامرى، ٢٠١٣: ٥٧)، النقاط (A,H,G,E) الأوراق المالية الفردية (Brigham & Daves,2004:81).

٣-٢-١-٢ الحد الكفوء The Efficient Frontier:

يتم تعريف الحد الكفوء على أنه أفضل مجموعة من المحافظ المتاحة للمستثمرين لأنها تمنح المستثمر عائداً أعلى من مستوى المخاطرة (الدوري، 2010: 226)، كما هو موضح في الشكل (2) ان المحافظ على يسار الحد الكفؤة (EC) غير متاحة للمستثمر، أما المحافظ في حد الكفؤة هي محفظة (C) والمحفظة (X) إن عائد المحفظتان هو نفس المقدار ولكن مستوى مخاطرة المحفظة (X) اكبر من مستوى مخاطرة المحفظة (C)، أما مستوى مخاطرة المحفظة (X) والمحفظة (X) نفسه أما العائد محفظة (X) أقل من عائد المحفظة (X) (العامري، ٢٠١٣: ٥٨).

٣-٢-١-٣ منحنيات السواء Indifference Curves:

وهي عبارة عن نقطة تمثل المحفظة للمستثمر أو مدير المحفظة، وهو خطوة الثانية في بناء هذه المحفظة (مطر، ٢٠٠٥: ٢١١)، وكما يمكن ان تُعرف بأنها أداة تستخدم لتحديد سلوك المستثمر (ال شبيب، ٢٠٠٩: ٣٥٣). كما موجود في الشكل (2).



الشكل (2) منحنيات السواء يوضح نقطة الممثلة للمحفظة

Source: Arnold, Glen, (1998), Corporate Financial Management, Prentice Hall, United Kingdom, P: 258.

٣-١-٢-٤ المحفظة المثلى (Optimal Portfolio):

إن المحفظة المثلى ليست مفهوما مطلقا، بل هو نسبي، لذلك فأنه من الصعب تحديد نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين. وعلى هذا الأساس، يعني مصطلح المحفظة المثلى أنها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط، مستثمر لديه اتجاهات وميول قد

تختلف عن اتجاهات و ميول مستثمر آخر، مما يجعل المحفظة المثلى بالنسبة لمستثمر رشيد معين، وإذا كان لابد لنا من معرفة المحفظة المثلى بشكل عام فيمكن تعريفها من وجهة نظر المستثمر الرشيد بما يأتي:

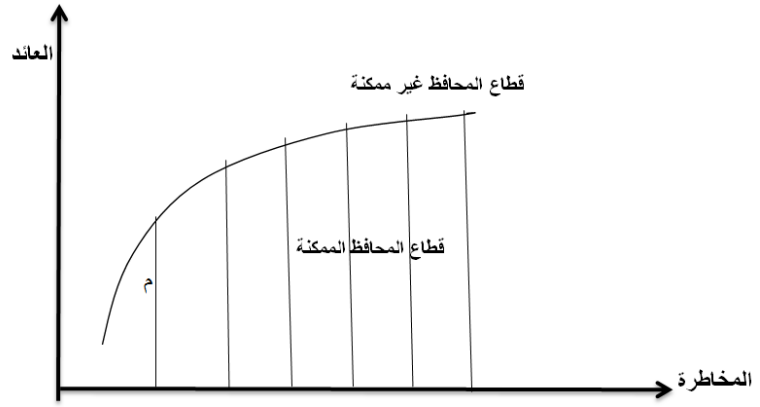
تتيح المحفظة المثلى تحديد مجموعة من الموجودات المالية التي تسعى إلى تقليل المخاطر إلى أدنى المستويات مقابل قبول مستوى معين من العائد أو تعظيم العائد مع قبول مستوى معين من المخاطر(Malik,2008:32)، كما يشير على أنها تلك المحفظة من بين مجموع المحافظ الكفؤة التي تبادل ما بين العائد و المخاطر لأن لكل مستثمر دالة منفعة مختلفة عن الآخر، وهذا يجب ان يؤخذ بنظر الاعتبار ذلك عند اختيار المحفظة (الداغر، ٢٠٠٥: ٢٢٥)، وكما يتم تعريفها على أنها: تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الموجودات أو أدوات الاستثمار، وبما يجعلها الأنسب لتحقيق أهداف المستثمر او مدير المحفظة أو لصاحبها (مطر، ٢٠٠٥: ٢٠٦)، ويتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى على أساس ثلاث مبادئ أساسية هي: (مطر، ٢٠٠٥: ٢٠٨-٢٠٩)

أ. اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل عندما يتساوى العائد.

ب. اختيار المحفظة ذات العائد الاعلى عندما تتساوى درجة المخاطرة.

ت. اختيار المحفظة ذات العائد الاعلى والاقل مخاطرة.

بناء المحفظة المالية على هذه المبادئ الثالث، مطلوب من الصاحب أو مدير المحفظة أو المستثمر أولا تحديد ما يعرف بالحد الفعال، ويمثل هذا المنحنى النقاط التي تمثل مجموعة المحافظ المثلى، ويتم رسمها عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة، بناءً على البيانات التاريخية لهذين المكونين ومجالات استثمار متنوعة، مع الاخذ في الاعتبار افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط من النوع الخطير، بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمارية خالية من المخاطر (مطر، ٢٠٠٥: ٢٠٩).



الشكل (3) منحنى المحافظ المثلى

المصدر: مطر، محمد وتيم، فائز، (٢٠٠٥)، إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

٣-٣ تقيم أداء المحفظة الاستثمارية:

٣-٣-١ أسلوب مزدوج:

يعتمد هذا الأسلوب على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس (نماذج) أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها مقياس شارب، ترينور، جنسن وM2.

٣-٣-١-١ نموذج شارب: Sharpe Model:

قدم وليام شارب عام ١٩٦٦ مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد (داودي، ٢٠١٢: ٢٥٩). ويقيس مقدار الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة (Broquet,*et.al.*,2004:259)، ويتم حسابه وفقاً للمعادلة الآتية: (Bodson,*et.al.*,2010:136)

Sharpe Ratio = (RP - RF) /δP……..(2)

إذ ان:

RP معدل عائد المتوقعة للمحفظة.

RF معدل عائد خالي من المخاطرة.

δP الانحراف المعياري (مخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية).

RP-RF علاوة المخاطرة.

وبالتالي فإن مقياس شارب يقيس علاوة مخاطرة المحفظة إلى المخاطر الكلية التي يعبر عنها بالانحراف المعياري، كما أنه لم يفرق بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل. ويتم استخدام نموذج شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط (النويران، ٢٠٠٢: ٧٠)، أو تكون المحفظة مكونة من الموجودات الدولية سميت المحفظة الاستثمارية الدولية.

المبحث الثاني: الجانب التطبيقي للبحث:

أولاً: بناء المحفظة الدولية على أساس معامل الارتباط (المحفظة Markowitz):

المحفظة الاولى: في حالة تخصيص الموجودات (التوزيع النسبي) بين الموجودات المحفظة الاستثمارية الدولية بشكل الاوزان متساوية وذات درجة الارتباط سالب وموجب ضعيف:

تم ترشيح المؤشرات من عينة الدراسة التي تكون الارتباط بينها سالبة أو موجب، ضعيفة ، لبناء المحفظة الدولية بالاعتماد على معيار الارتباط، وعليه يمكن للمستثمر تشكيل محفظته بناء على نتائج الارتباط بين تلك المؤشرات إذ يستطيع المستثمر عن طريق اختياره الارتباط السالب وذلك لأن عوائد الأسهم لا تتحرك بالاتجاه نفسه وإنما تتحرك باتجاه معاكس أو الارتباط الضعيف (صفري) بسبب عدم وجود علاقة ارتباط بين عوائد الأسهم. يمكن بناء محفظة افتراضية وبأوزان غير متساوية من الارتباط بين (مؤشر السوق الغانا والمؤشر السوق كرواتيا). والجدول (2) يوضح المحفظة الاستثمارية الدولية المبنية على أساس الارتباط وفقال (Markowitz).

الجدول (2) بناء المحفظة الدولية على اساس الارتباط (Markowitz) للمؤشرات عينة الدراسة

ت	اسم المؤشر	رمز المؤشر	العائد	الوزن	الوزن * العائد
١	غانا	GSE	0.003	50%	0.0015
٢	كرواتيا	CROBEX	0.005	50%	0.0025
				%100	
عائد المحفظة				0.004	
الانحراف المعياري للمحفظة				0.04	
بيتا المحفظة				1.01	
المخاطرة النظامية للمحفظة				0.041	
المخاطرة اللانظامية للمحفظة				0.0016	
المخاطرة الكلية للمحفظة				0.0416	
معامل الاختلاف للمحفظة C.V				10	
شارب				0.094	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج البرامج الإحصائية.

بالاعتماد على طرق العلمية لتخصيص الموجودات (توزيع النسبي) لبناء المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى على اساس الارتباط (Markowitz)، وباستخدام برمجة (Solver)، يتبين من الجدول (2) ان المبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة مقارنة مع محفظة سوق، ويلاحظ ان العائد المحفظة على اساس الارتباط بلغ مقداره (0.004)، ومن حيث المخاطرة يتبين أن الانحراف المعياري لمحفظة الدولية على اساس الارتباط بلغ مقداره (0.04)، وكما ان المعامل الاختلاف بلغ مقداره (10 مرات)، وكانت نسبة شارب بمعدل (0.094).

المحفظة الثانية: في حالة تخصيص الموجودات (التوزيع النسبي) بين الموجودات المحفظة الاستثمارية الدولية بشكل الاوزان غير متساوية وذات درجة الارتباط سالب وموجب ضعيف.

تم ترشيح المؤشرات عينة الدراسة التي تكون الارتباط بينها سالبة أو موجب ضعيفة لبناء المحفظة الدولية بالاعتماد على معيار الارتباط، وعليه يمكن للمستثمر تشكيل محفظته بناء على نتائج الارتباط بين تلك المؤشرات، إذ يستطيع المستثمر عن طريق اختياره الارتباط السالب وذلك لأن عوائد الأسهم لا تتحرك بالاتجاه نفسه وإنما تتحرك باتجاه معاكس أو الارتباط الضعيف (صفري) بسبب عدم وجود علاقة ارتباط بين عوائد الأسهم. يمكن بناء محفظة افتراضية وبأوزان غير متساوية من الارتباط بين مؤشر السوق الغانا والمؤشر السوق كرواتيا، ووفق الصيغة وكما موضح في الجدول (3):

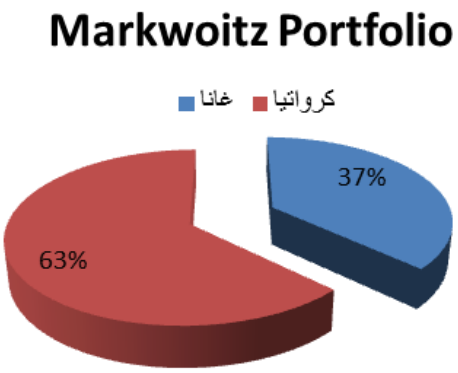
$$W_i = \frac{Z_i}{\Sigma Z_i}$$

الجدول (3) بناء المحفظة الدولية على أساس الأرتباط (Markowitz) للمؤشرات عينة الدراسة

ت	اسم المؤشر	رمز المؤشر	العائد	الوزن	الوزن * العائد
١	غانا	GSE	0.002	37%	0.00074
٢	كرواتيا	CROBEX	0.009	63%	0.00567
عائد المحفظة				0.0064	
الانحراف المعياري للمحفظة				0.057	
بيتا المحفظة				0.98	
المخاطرة النظامية للمحفظة				0.0547	
المخاطرة اللانظامية للمحفظة				0.00325	
المخاطرة الكلية للمحفظة				0.058	
معامل الاختلاف للمحفظة C.V				8.9	
شارب				0.109	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج البرامج الإحصائية.

بالاعتماد على طرق العلمية لتخصيص الموجودات (توزيع النسبي) لبناء المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى على أساس الارتباط (Markowitz)، يتبين من الجدول (3) ان المبادلة أفضل بين العائد و المخاطرة مقارنة مع محفظة سوق، فيتضح ان عائد المحفظة على اساس الارتباط أكبر من عائد المؤشر السوق الدولي بفرق (15%)، وأيضاً من حيث المخاطرة أن الانحراف المعياري لمحفظة الدولية على اساس الارتباط أقل من الانحراف المعياري لمؤشر السوق الدولي بفرق (10%).



الشكل (4) الوزن النسبي لمؤشرات أسواق الدول داخلة المحفظة الاستثمارية الدولية على أساس ارتباط (Markwoitz)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج الاكسل.

كما يوضح من الشكل (4) ان اعلى وزن في المحفظة الدولية على أساس الارتباط (Markwoitz) كان من نصيب سوق الكرواتي بالوزن (63%) من المحفظة، تليها في الترتيب سوق الغاني إذ شكلت (37%) من المحفظة.

ثانياً: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى ، على الاساس حد القطع (Cut–off Rate):

رشحت جميع المؤشرات لعينة الدراسة لبناء المحفظة المثلى وفق استراتيجية التخصيص الموجودات بالاعتماد على معيار حد القطع.

المحفظة الأولى: في حالة تخصيص الموجودات (التوزيع النسبي) بين موجودات المحفظة الاستثمارية الدولية بشكل الاوزان متساوية:

من أجل تخصيص الموجودات في المحفظة الاستثمارية الدولية بناءً على أساس حد القطع مع التوزيع النسبي المتساوي الاوزان، تكوين المحفظة الدولية من (8) المؤشرات (KASE, SAX,SBITOP,VNI,BELEX,BHBX,OMX,NSE) كما موضح في الجدول (4).

الجدول (4) بناء المحفظة الدولية على أساس حد القطع للمؤشرات عينة الدراسة

ت	اسم المؤشر	رمز المؤشر	العائد	الوزن	الوزن * العائد
١	كازاخستان	KASE	0.013	%12.5	0.001625
٢	سلوفاكيا	SAX	0.011	%12.5	0.001375
٣	سلوفينيا	SBITOP	0.013	%12.5	0.001625
٤	فييتنام	VNI	0.017	%12.5	0.002125
٥	صربيا	BELEX	0.012	%12.5	0.0015
٦	بحرين	BHBX	0.009	%12.5	0.001125
٧	أيسلندا	OMX	0.014	%12.5	0.00175
٨	كينيا	NSE	0.01	%12.5	0.00125
				%100	
عائد المحفظة				0.011	
الانحراف المعياري للمحفظة				0.021	
بيتا المحفظة				1.06	
المخاطرة النظامية للمحفظة				0.024	
المخاطرة اللا نظامية للمحفظة				0.0004	
المخاطرة الكلية للمحفظة				0.0244	
معامل الاختلاف للمحفظة C.V				1.9	
شارب				0.512	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الحاسبة.

مما تقدم تُعد المحفظة الدولية المثلى على أساس حد القطع ومكونة من ثمانية مؤشرات الدول عينة الدراسة وبتوزيع النسبي المثلى، أما بالنسبة العائد و المخاطرة كما مبينة في الجدول اعلاء نلحظ أن عائد المحفظة الدولية وفق المداخل التخصيص الموجودات مقداره (0.011) ، أما من إذ المخاطرة فيلحظ أن الانحراف المعياري للمحفظة الدولية المثلى مقداره (0.021)، وأما معامل الاختلاف فمعدله منخفض مقداره (1.9)، كانت كما نسبة شارب هم جيدة بمقدار (0.512).

المحفظة الثانية: في حالة تخصيص الموجودات (التوزيع النسبي) بين موجودات المحفظة الاستثمارية الدولية بشكل الاوزان غير المتساوية:

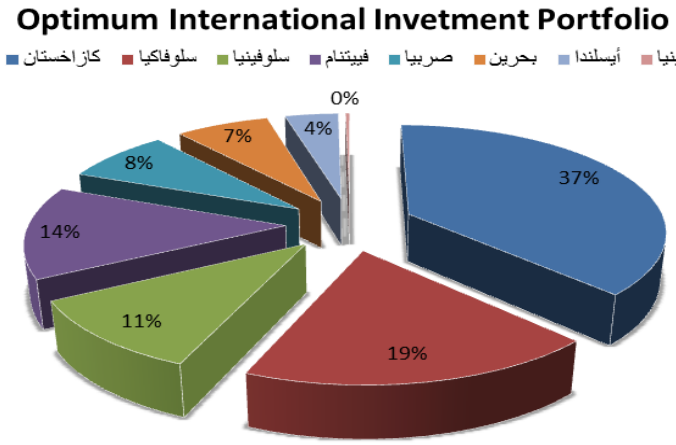
من أجل تخصيص الموجودات في المحفظة الاستثمارية الدولية بناءً على أساس حد القطع مع التوزيع النسبي غير المتساوي للأوزان، كونت المحفظة الدولية من (8) مؤشرات (KASE,SAX, SBITOP,VNI,BELEX,BHBX,OMX,NSE) كما موضح في الجدول (5).

الجدول (5) بناء المحفظة الدولية على أساس حد القطع للمؤشرات عينة الدراسة

ت	اسم المؤشر	رمز المؤشر	العائد	الوزن	الوزن * العائد
١	كازاخستان	KASE	0.013	0.379	0.0049
٢	سلوفاكيا	SAX	0.011	0.187	0.0021
٣	سلوفينيا	SBITOP	0.013	0.113	0.0015
٤	فييتنام	VNI	0.017	0.135	0.0023
٥	صربيا	BELEX	0.012	0.076	0.0009
٦	بحرين	BHBX	0.009	0.07	0.0006
٧	أيسلندا	OMX	0.014	0.036	0.0005
٨	كينيا	NSE	0.01	0.003	0.00003
				%100	
		عائد المحفظة		0.013	
		الانحراف المعياري للمحفظة		0.024	
		بيتا المحفظة		1.02	
		المخاطرة النظامية للمحفظة		0.0027	
		المخاطرة اللا نظامية للمحفظة		0.0006	
		المخاطرة الكلية للمحفظة		0.0277	
		معامل الاختلاف للمحفظة C.V		1.85	
		شارب		0.532	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الحاسبة.

مما تقدم تُعد المحفظة الدولية المثلى على أساس حد القطع والمكونة من ثمانية مؤشرات الدول عينة الدراسة وبتوزيع النسبي المثلى، أما بالنسبة للعائد والمخاطرة والمخاطرها كما مبينة في الجدول (5) فنلحظ ان العائد المحفظة الدولية وفق المداخل التخصيص الموجودات مقداره (0.013)، وتكون أكبر من عائد المؤشر السوق الدولي التي مقدارها (0.0049)، أما من حيث المخاطرة يلحظ أن كان انحرافها المعياري للمحفظة الدولية المثلى مقداره (0.024) هو أقل من المخاطرة المؤشر السوق الدولي التي الانحراف المعياري (0.052)، وأن النسبة شارب مقدارها (0.532) هو أكبر من نسبة شارب لمؤشر السوق الدولي التي مقدارها (0.09). وبالنتيجة فإن المحفظة الدولية المثلى حققت مبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة مقارنةً مع محفظة السوق.



الشكل (5) الوزن النسبي لمؤشرات أسواق الدول داخلة المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان اعتماداً على ما سبق.

يوضح من الشكل (5) أن أعلى وزن في المحفظة الدولية المثلى كان من نصيب مؤشر (KASE) بنسبة (37%) من المحفظة، وتليها في الترتيب مؤشر (SAX)، إذ شكلت (19%)، ثم مؤشر (VNI) بـ(14%)، ثم مؤشر(SBITOP) بـ(11%)، ثم مؤشر (BELEX) بـ(8%)، وثم مؤشر (BHBX) بـ(7%)، وثم مؤشر (OMX) بـ(4%) وفي المرتب الأخيرة أقل نسبة من النصيب المؤشر (BHBX) بنسبة (0.3%). وهذا يؤكد على أن توسيع النطاق الاستثمار ليشمل هذه المؤشرات الاسواق يقضى إلى توسيع المنافع التخصيص الموجودات والتنويع الدولي.

ثالثاً: اختبار فرضيات:

تناولت هذه الدراسة موضوع تخصيص الموجودات وأثره في أداء المحفظة الاستثمارية الدولية، فحاولنا أن نناقش هذا الموضوع عن طريق الإجابة على المشكلة الرئيسة للدراسة التي تمحورت حول إمكانية الاستفادة من التخصيص الموجودات في تدني مخاطرة المحفظة الاستثمارية، وتحسين عوائدها، في الفصلين النظري والتطبيقي.

كما يُعد تخصيص الموجودات من التقنيات الحديثة المستخدمة في إدارة المخاطر التي تتعرض لها المحافظ الاستثمارية وهذا بعد عجز تخصيص الموجودات في المحفظة المحلية على تخطي المخاطر الكلية لاسيما المخاطر النظامية، إذ تمت الاشارة اليه من قبل المستثمرين منذ زمن طويل، إلا أن أهميته تزايدت مع التطورات الحاصلة في مختلف جوانب الاقتصاد، فضلاً عن الأزمات، والتقلبات التي تشهدها الدول لذلك جاءت الدراسة لتسلط الضوء على هذه التقنية.

ولغرض اختبار فرضيات الدراسة، فقد ارتكزت الدراسة على مجموعة أسس اعتمدت بوصفها معاييراً لتخصيص الموجودات وتنويعها في بناء المحفظة الاستثمارية الدولية، وكما موضح في الجدول (6).

الجدول (6) خصائص المحافظ الاستثمارية الدولية التي تم بنائها في المبحث الثاني

المعيار	تخصيص موجودات بأوزان متساوية				تخصيص موجودات بأوزان غير متساوية			
	Rp	Rf	Σp	Sharpe	Rp	Rf	σp	Sharpe
حد القطع	0.011	0.00024	0.021	0.512	0.013	0.00024	0.024	0.532
الارتباط	0.004	0.00024	0.04	0.094	0.0064	0.00024	0.057	0.109

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج الحاسبة.

اعتمدت الدراسة على الفرضيتين الرئيسية ، وفيما يأتي نتائج اختبارها:

١. **الفرضية الأولى:** تنص على أنه "يوجد أثر تخصيص الموجودات في أداء محفظة الاستثمارية الدولية"، اذ تم اثباتها بعد القيام بتشكيل محافظ دولية وبأوزان نسبية المتساوية لكل مؤشر من المؤشرات المستثمر فيها في هذه المحافظ وغيرت هذه الأوزان باستخدام برمجة سولفر (Solver)، وأيضاً معادلة حد القطع فتبين لنا بأنه عند تغيير الأوزان النسبية تتغير أداء كل المحافظ الدولية بشكل اجابي، فنجد أن أداء المحفظة الاستثمارية المنوعة دولياً على أساس حد القطع وبأوزان المتساوية بلغ (0.512) وهو أقل من العائد نفس المحفظة الاستثمارية المنوعة دولياً بالأوزان غير متساوية التي مقدارها (0.532) وكلاهما أفضل من أداء المؤشر السوق الدولي التي مقدارها (0.09).

٢. **الفرضية الثانية:** تنص على أن "تخصيص الموجودات يحقق أفضل مبادلة بين المخاطرة والعائد" إن العائد المحفظة الاستثمارية الدولية على أساس حد القطع (1.3%) أفضل من باقي المحافظ الدولية ومن حيث المخاطرة المحفظة الاستثمارية الدولية على أساس حد القطع

(2.4%) أقل من جميع المحافظ الاستثمارية الاخرى، المبادلة بين العائد والمخاطرتها أيضاً أفضل من مؤشر السوق الدولية أي بمعنى كلما كانت العملية تخصيص الموجودات على أساس العلمية يتحقق أفضل المبادلة بين العائد والمخاطرة، ما يدعو إلى قبول الفرضية الفرعية الرابعة.

ثالثاً: الاستنتاجات والمقترحات:

الاستنتاجات:

١. أثبتت الاختبارات أن النجاح العملية تخصيص الموجودات في بناء المحافظ الاستثمارية الدولية تتوقف على مدى تكون التخصيص الموجودات بطريق العلمية في اختيار النسب التي سيخصصها المستثمر في محفظته الاستثمارية من أجل الوصول إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، وهذا يؤكد على قبول الفرضية الأولى.

٢. إن تأثير التخصيص الموجودات على الاداء المحفظة الاستثمارية يتوقف على معامل الارتباط بين عوائد هذه المؤشرات، وكلما انخفض معامل الارتباط زادت الاستفادة من مبدأ التخصيص الموجودات والتنويع الدولي في تخفيض مخاطر المحفظة المالية، وتحسين أدائها.

٣. إن الخطر المتعلق بالمحفظة الاستثمارية هو عبارة عن خطر كلي يحسب عن طريق الانحراف المعياري، ويقسم إلى اخطار لا نظامية يمكن تجنبها عن طريق التنويع، واخطار نظامية التي لا يمكن تجنبها عن طريق التنويع ويحسب بمعامل بيتا.

٤. يختلف معامل البيتا الدولية عن بيتا المحلي، إذ يمكن حساب معامل بيتا الدولية عن طريق نموذج تسعير الموجودات رأسمالية الدولية (ICAPM).

المقترحات:

١. ينبغي على المستثمرين الاهتمام بعمليات تخصيص الموجودات عند تشكيل محافظهم الاستثمارية وعدم اللجوء إلى التنويع بشكل عشوائي الذي قد تنعكس آثاره في عدم ضمان تحقق مزايا المحفظة من الاستثمار في أقل مخاطرة ممكنة. وعدم الاكتفاء بالمعايير والاسس التي استخدمتها الدراسة الحالية في مجال اختيار المؤشرات التي رشحت لبناء المحفظة فهناك أسس كثيرة يمكن اعتمادها في بناء المحفظة منها (الألفا، وسعر العالي، وسعر المنخفض ومضاعف الارباح P\E...، الخ) يمكن أن تحقق مبادلة أفضل بين المخاطرة والعائد.

٢. ضرورة الدقة في اختيار مؤشرات بناء المحفظة الاستثمارية من قبل المستثمرين مع مراعاة درجة الارتباط الضعيف أو سالب بين عوائد هذه الاستثمارات عند اعتماد سياسة التنويع فالعبرة هي بأثر هذا التنويع على المخاطرة الكلية للمحفظة.

٣. أن يعي المستثمرون ان للمؤشر الواحد، نوعين من البيتا (β)، يستخدم البيتا المحلية إذا كانت الاستثمار للمؤشر أو السهم ضمن المحفظة المحلية، أما البيتا الدولي يستخدمها حينما يكون بناء المحفظة دولية.

٤. ضرورة القيام بعملية تخصيص موجوداتها مع المؤشرات الأسواق التي قيمة عملتها أقوى من العملة المحلية، مع مراعاة الاختيار الدقيق للموجودات الأجنبية المختارة، والابتعاد عن الموجودات الأجنبية التي تشهد عملات بلدانها تقلباً شديداً في أسعار صرفها مقابل العملة المحلية وذلك للتخلص من المخاطرة المرتفعة لتقلب أسعار الصرف.

المصادر والمراجع:

أولاً: المصادر العربية:

١. آل شبيب، دريد كامل، (٢٠٠٩)، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان.
٢. باكير، محمد مجد الدين، (٢٠٠٨)، محافظ الاستثمار إدارتها واستراتيجياتها، مطبعة شعاع للنشر والعلوم، حلب، سورية.
٣. الجنابي، سعد مجيد، (٢٠١٩)، أثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة المثنى، العراق، العدد (٢).
٤. الخفاجي، علي جبران عبد علي، (٢٠٠٦)، تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفؤة في أسواق الاسهم الناشئة: دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
٥. الداودي، آسو بهاء الدين قادر عمر، (٢٠١٤)، أثر استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية على عوائدها ومخاطرها: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت.
٦. الدوري، مؤيد، (٢٠١٠)، إدارة الاستثمار و المحافظ الاستثمارية، طبعة الأولى، اثراء للنشر والتوزيع، عمان.
٧. ربابعة، عبدالرلوف، (بدون سنة)، بناء المحافظ الاستثمارية والإدارة الاستثمار الاسهم بين العوائد والمخاطر، هيئة الأوراق المالية https://kantakji.com/fiqh.
٨. رمضان، زياد، (١٩٩٨)، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، ط١، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن.
٩. العامري، محمد علي إبراهيم، (٢٠١٠)، الإدارة المالية المتقدمة، ط٢، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
١٠. العامري، محمد علي إبراهيم، (٢٠١٣)، الإدارة المالية الحديثة، دار اثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
١١. العاني، محمد علي عبداللطيف، (٢٠٠٢)، أندماج الاسواق المالية الدولية - أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد.
١٢. عبدالرسول، هند ضياء، (٢٠١١)، بناء محفظة الأسهم العادية باستخدام استراتيجية الإدارة النشطة وتقييمها: دارسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية.
١٣. العلي، أسعد حميد عبيد، (١٩٩٧)، بناء المحفظة الكفؤة من الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
١٤. مطر، محمد وتيم، فائز، (٢٠٠٥)، إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

ثانياً: المصادر الأجنبية:

15. Arnold, Glen (1998), Corporate Financial Management, Prentice Hall, United Kingdom, P: 258.
16. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2004), Intermediate Financial Management, 8th ed. THOMSON, United States of America .
17. Brinson, G.P., Singer, B.D., & Beebower, G.L. (1991). Determinants of portfolio performance II: An Update. Cambridge: Financial Analysts Journal.
18. Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower.(1986). "Determinants of Portfolio Performance." Financial Analysts Journal, Vol. 42, No. 4.
19. Chance, Don M., (1998). An Introduction To Derivatives, 4th ed., Forth Worth: The Dryden Press.
20. Ehrhardt, Michael C. & Brigham, (2009), Financial Management: Theory and practice, 12th ed., South-Western.
21. Gitman, Lowrence J. (2000), Principles of Managerial Finance, 9th ed., World Student Series Edition, USA.
22. Goel, Deepika & Chaudhary, Monika Singh, (2013). Advantages of International Portfolio Diversification, International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research, Vol.2, No. 4, April.
23. Goetzman, William, (2002). An Introduction to investment theory, Yale School Management.
24. Hirt, Geoffrey A. & Block, Stanley B., (2003). Fundament of Investment Management, McGraw-Hill, Inc–7 thed, USA.
25. Mc-Menamin, Jim, (1999). Financial Management, Simultaneously Published in the USA and Canada By Routledge .

26. Modigliani, Franco, & Pogue Gerald A., (1973). An Introduction to Risk and Return Concepts and Evidence, March.
27. Reilly, frank K. & Brown, Keith C. (2003). Investment Analysis and Portfolio Management, 7th ed., South- Western division of Thomson Learning, UAS.
28. Richard D. Landsberg, JD, (2013). Sharpe Ratio and Risk Adjusted Measurement" Advanced Consulting Group Nationwide Financial Services Insurance Company, Columbus, Ohio, (03/13).
29. Roy A.D., (1952). Safety first and the hedding of assets. Econometrical, Vol. 20, No .3.
30. Solnik, Bruno& Mcleavey, (2004). International Investments, 5th ed., Pearson Education, Inc.
31. Solnik, Bruno, (2000), International Investment, 4th ed., Addison Wesley Longman, Inc.