

# **اثر محفظة الاوراق المالية الدولية في العائد**

**عبدالله محمد محسن  
أ. د. منتظر فاضل سعد**

**جامعة البصرة – كلية الادارة والاقتصاد – قسم العلوم  
المالية والمصرفية**

## اثر محفظة الاوراق المالية الدولية في العائد

*The effect of international stock portfolio on the return*

Abdullah Mohammed Mohsen

[arar.abdallah@yahoo.com](mailto:arar.abdallah@yahoo.com)

Prof. Dr. Muntader Fadel Saad

[muntader.saad@uobasrah.edu.iq](mailto:muntader.saad@uobasrah.edu.iq)

تاريخ النشر	تاريخ قبول النشر	تاريخ استلام البحث
1/ 12 /2022	12/ 9 /2022	22 / 8 /2022

**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, and this is what led to the existence of a new practical and commercial system that leads to the process of financial liberalization and technical development. The increase in the movement of capital and the accompanying easing of legislation 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. This research aims to study the extent to which the financial portfolio contributes to its impact on the return, as well as to show the effectiveness of diversification in the case of the interconnectedness of financial markets. On this basis, the study sample was formed from a set of financial market indicators during the period 2017-20*

**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 ، وهو ما ادى الى وجود نظام عملي وتجاري جديد يقود الى عملية التحرر المالي والتطور التقني ، اذ ان زيادة حركة رؤوس الاموال وما رافقها من تخفيف التشريعات فضلا عن التطورات التكنولوجية والمعلوماتية ادت الى تسهيل عملية الدخول والخروج من والى الاسواق المالية بحرية تامة ، فهذه العوامل أسهمت في بروز ظاهرة العولمة التي اصبحت سمة اساسية للنظام الاقتصادي الجديد ، فالعولمة تحتوي على اثار منها الايجابية 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 ، إذ يهدف هذا البحث الى دراسة مدى مساهمة المحفظة المالية في تأثيرها بالعائد 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

**الكلمات المفتاحية : المحفظة المالية ، العائد**

## المقدمة

تعد المحفظة المالية الدولية من المواضيع المهمة التي حظيت باهتمام الكثير من الباحثين عامة والمستثمرين خاصة لأنها تعد من أهم التطورات التي شهدها العالم الاستثماري ، فهي تهدف الى تحقيق التوظيف الامثل للأصول التي تتم ادارتها وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة ، وكذلك المحافظة على رأس المال المكون لها وتحقيق الاستقرار في عملية التدفق النقدي والعائد على وفق حاجات الافراد وطبيعة المستثمر وتكوين المحفظة وأن أهم 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 ، وتعد المحافظ المالية توليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية ، إذ يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها الى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر ، وان تعدد الخيارات بين مختلف الاوراق المالية ادى الى نتاج الكثير من النظريات والنماذج وعلى رأسها نظرية ماركويتز التي تعتمد على الاختيار بين المحافظ البديلة ليتم تعيين محفظة مثالية وان تعيين هذه الاخيرة يستند الى ثلاثة عوامل رئيسة وهي العائد ، الخطر ، والتنوع وهذا ما ادى الى ظهور نموذج تسعير الاصول الرأسمالية والذي يعد عائد المحفظة المالية تابع لخطرها المنتظم بمعنى انه تقوم فكرة المحفظة المالية على الاستثمار في الفرص الاستثمارية ذات الجدوى اذ يتم الاستثمار ضمن المحفظة المالية التي تتكون من مختلف الادوات المالية طويلة او قصيرة الاجل كالأسهم والسندات التي 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.

## منهجية البحث

## اولا - مشكلة البحث :-

تتجسد مشكلة الدراسة من موضوع البحث الذي يعد من القضايا المالية المعاصرة ولما له من اثر مهم في اتخاذ القرار الاستثماري في ظل متغيرات السياسة الدولية وما يعترئها 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 مخاطر تقلب العائد بسبب اختلاف متغيرات الدولة وتسارعها متمثلة بأسعار الصرف والفائدة الضريبية ومعدلات التضخم وغيرها من العوامل التي تؤثر في العائد المتوقع وهنا بالإمكان طرح تساؤل

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

ثانيا - أهمية البحث :

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

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

3- التركيز على اهمية المحفظة المالية الدولية.

ثالثا - أهداف البحث :-

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

4- معرفة ما اذا كان هنالك تأثير للمحفظة المالية في العائد

رابعاً - فرضية البحث :-

تتضمن فرضية الدراسة عدة حلول أولية قد تثبت صحتها من عدمها بعد عملية التحليل ويمكن القول انها تخمين معقول لمشكلة الدراسة ، وان السؤال الذي تم طرحه في مشكلة الدراسة بحاجة الى اجابة اولية عنه ، اذن ان الاجابة عن السؤال تسمى فروض مع التحليل والجهد المبذول للوصول الى الطريقة الصحيحة والعلمية ، وهي مسلمات البحث العلمي وعلى هذا الاساس تمت صياغة فروض الدراسة إذ تنطلق هذه الدراسة من فرضية رئيسية مفادها "ان لمحفظة الاوراق المالية الدولية تأثير في العائد " تتبثق منها الفرضيات الاتية :

1- توجد علاقة بين المحفظة الدولية و عائد المحفظة

2- توجد علاقة تأثير بين المحفظة الدولية و عائد المحفظة

خامساً - مجتمع وعينة البحث والية اختيار العينة:

1- مجتمع وعينة البحث: تألف مجتمع البحث من (3) مؤشرات لاسواق

مالية .

والجدول التالي يبين المؤشرات عينة الدراسة :

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

السوق	المؤشر	العملة الاساسية للمؤشر
سوق العراق لأوراق المالية	ISX Main 60	الدينار العراقي
سوق السعودية المالي	TASI	الريال السعودي
سوق دبي المالي	DFMG	الدرهم الاماراتي

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات المواقع الالكترونية التالية

[http : //sa.investing.com](http://sa.investing.com)

- [http : //en.wikipedia.org](http://en.wikipedia.org)

– [http : //www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

[www.bloomberg.com/markets/stocks](http://www.bloomberg.com/markets/stocks)

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

3- متغيرات البحث :

المحفظة المالية الدولية : متغير مستقل

العائد على المحفظة : متغير تابعالرئيسية

إذ سيتم الاعتماد على اسعار الاغلاق لمؤشرات عينة الدراسة

4- أسلوب البحث 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 المتوفرة في الانترنت والمكتبات وجمع المعلومات اللازمة لمعرفة متغيرات البحث

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

البسيط

## المحور الاول / مفاهيم عامة حول المحفظة المالية

### General view of the international financial portfolio

المطلب الاول : مدخل مفاهيمي للمحفظة المالية الدولية

#### 1- مفهوم المحفظة المالية الدولية

للمحفظة المالية مفاهيم متعددة ومتنوعة تم تداولها من قبل المصادر والمؤلفات لعدد كبير من الباحثين في المجالات المالية والاقتصادية وقد يصعب حصرها في تعريف دقيق وشامل لذلك سيتم التطرق الى بعض هذه المفاهيم ، اذ عرفت المحفظة المالية بأنها عبارة عن مجموعة من الموجودات والتي قد تحتوي على اصول حقيقية مثل سيارة او منزل ... الخ فضلا عن الموجودات المالية مثل الاسهم والسندات (Elton, Gruber, 1997:3) ، وكذلك عرفت بانها مجموعة من الاصول المالية او الحقيقية التي يتحكم بها المستثمر بهدف تحقيق عائد عند مستوى معقول من المخاطر (Amenc & Sourd 2003:6). كما عرفت سارة بانها مجموعة من الاصول المالية المنقولة والتي تشكل مزيجا متجانسا من هذه الاوراق إذ يتم اختيارها بعناية لتحقيق اهداف المستثمر وتتكون من مختلف الاوراق المالية (الاسهم ، السندات ، الصكوك ...) وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد. (سارة ، 2007:8) . في حين تعرف "كما ورد في معاجم اللغة بأن كلمة محفظة تعني في الاصل كيسا كبيرا او صغيرا من الجلد تحفظ فيه قطع من النقود والاوراق المهمة الاخرى ، ومن هنا جاءت تسمية المحافظ الاستثمارية لتدل على المعنى نفسه إذ يمكن ان تكون مجموعة من الاوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات بأنواعها وشهادات الايداع فضلا عن انه يمكن ان يكون في المحفظة ايضا صكوك ملكية الاصول حقيقية كالعقارات او الذهب والفضة " (المومني، 2013:17) . و عرفت بانها محفظة مشتركة يشترك بها

العديد من المستثمرين وحسب رغبتهم وقدراتهم المالية وبمبالغ كبيرة او صغيرة إذ يتمكن المستثمر من خلالها بشراء حصة من اصولها وتسمى بالوحدة ويتم تقييم هذه الوحدة بشكل دوري ويتم الاستثمار في المحافظ المالية بالاسم والسندات والنقد والعملات (كافي، 2014:234). أما محفظة الاوراق المالية الدولية فهي تعد من ادوات الاستثمار الحديثة والتي اخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين خصوصا النوع المؤسسي منها ، ولعل اهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع الجيد والتي تعطي للمحفظة سمة الامان النسبي (مطر، 2009:148). وان المحفظة المالية الدولية تتكون من الاوراق المالية الاجنبية المضافة ، ولها شكل المخاطرة في محفظة الاسهم المحلية نفسه ولكنها تتميز بان لها ادنى معامل بيتا اي مقياس المخاطر النظامية مما يعني ان مخاطر المحفظة المالية الدولية تكون اقل من مخاطر المحفظة المحلية (الشاوي، 2020:136).

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

## 2- النظرية الحديثة للمحفظة

ان النظرية الكلاسيكية للمحفظة تقترح ان على المستثمر ان يختار المجموعة المثلى من الاصول المتوافرة لديه وان هنالك هدفا يسعى المستثمر الى تحقيقه وهو تعظيم العائد المتوقع بما يتفق مع مستوى معين من المخاطرة إذ تسمى نظرية المحفظة بـ(محفظة التباين المتوسط) وان عملية اختيار المحفظة المثلى من قبل المستثمر تتطلب معرفة جوانب وطبيعة الاستثمار والتي تتمثل بالعائد والمخاطرة (Michalikova et.al,2015:1102) إذ ان الاهتمام والتركيز في النظرية الكلاسيكية للمحفظة المالية على معدل العائد المتوقع على الاستثمار. الا ان نظرية المحفظة (Portfolio Modern theory) الحديثة اضافت بعدا اخر على الاستثمار، وهو المخاطرة إذ شملت المفهومين معا العائد والمخاطرة في الوقت نفسه واكدت نظرية المحفظة الحديثة ان العائد والمخاطرة يرتبطان معا بشكل ايجابي وان هذه العلاقة بمثابة مشكلة لدى المستثمرين الذين يطمحون للحصول على اعلى عائد مقابل ادنى مخاطرة (picooli,et.al,2018:1-2) ويعد هاري ماركويتز من الاوائل الذين اهتموا بعائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية والمدخل الجديد الذي قدمه عن كيفية تشكيل محفظة استثمارية عن طريقة النظر في العائد والمخاطرة للاسهم الفردية باستخدام علاقة الارتباط بين الموجودات (Mangram,2013:59). ويرمز الى نظرية المحفظة بـ(MPT) إذ تعد الاساس لعملية توزيع الاصول ولكن هذه النظرية وضعت الاساس النظري فقط وان اهم التطورات المالية الحديثة التي تعتمد عليها نظرية المحفظة الحديثة هي نموذج CAPM وكذلك فرضية السوق الفعال (Roche,2016:3). وصاغ ماركويتز مشكلة اختيار المحفظة على ان المستثمر يرغب في تعظيم العائد المتوقع عند مستوى معين من المخاطرة او تدنية المخاطرة عند مستوى معين من العائد إذ ادى هذان المبدآن الى صياغة الحد الكفوء الذي يمكن المستثمر من خلاله اختيار محفظته الكفوءة حسب تفضيلات العائد والمخاطرة للموجودات

الفردية (Ivanova&Dospatljev,2017:294) ، وكانت الرسالة المهمة للنظرية هي انه لا يمكن اختيار الموجودات فقط على اساس الخصائص الفردية للأوراق المالية ، و عوضا عن ذلك ينبغي على المستثمر ان يفكر في كيفية تحرك كل ورقة مالية مع سائر الاوراق المالية الاخرى (sirucek&Kren,2015:1375) ، وقد افضى الاهتمام بهذه التحركات المشتركة الى القدرة على بناء محفظة لها العائد المتوقع نفسه ومخاطرة اقل من المحفظة التي يتم بناؤها مع تجاهل التفاعلات والتحركات بين الاوراق المالية (Pandey,2012:7) ، وينبغي على المستثمر عند بناء محفظة كفوءة ان يقوم بتحديد نسبة كل ورقة مالية تدخل في تشكيل المحفظة المالية مع الاخذ I بنظر الاعتبار الشروط لتعظيم العائد ، وان الشروط يقصد بها هنا ان يكون مجموع الاوزان للاوراق المالية في المحفظة المالية مساويا للواحد الصحيح إذ ان كل وزن للورقة المالية لا يمكن ان يكون سالبا ولا يمكن ان يكون اكبر من الواحد الصحيح وان تباين العوائد والعائد المتوقع هما المعياران المعتمدان لاختيار المحفظة (Radovic,et.al,2018:22).

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

1- ان المستثمرين يرون ان كل بديل استثماري على انه التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة خلال مدة الاحتفاظ .

2- ان المستثمرين يهتمون بمخاطر المحفظة المالية على اساس التقلب الحاصل في العوائد المتوقعه.

3- ان المستثمرين يتجهون للعوائد العالية على العوائد الاقل لمستوى معين من المخاطرة وكذلك عند مستوى معين من العائد يفضل المستثمر المخاطرة الاقل على المخاطرة الاعلى.

4- ان قرارات المستثمر ترتبط بالعائد والمخاطرة.

المطلب الثاني: أهمية واهداف ومكونات المحفظة الدولية

اولا : اهداف المحفظة المالية الدولية

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

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

2- تحقيق امان مستقبلي: وهذا بتشكيل محفظة تتكون من اوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الايام ، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء الى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن (سارة ، 11، 2007).

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

4- التنوع : يعد التنوع احد اهم الاهداف للمحفظة المالية إذ يعد من اهم

الوسائل لتقليل المخاطر التي يمكن ان تقع على المحفظة الاستثمارية فعلية اختيار السندات لها دخل محدد واسهم ثابتة ولا تتأثر في التغيرات الصغيرة لسوق الاوراق المالية وكذلك اختيار اسهم ذات ربح عاليا ومن الممكن ان تكون هناك مخاطرة ، فهذه المجموعة تشكل مزيجا يؤدي في النتيجة الى زيادة الارباح وتخفيض المخاطر (المومني،21،2013).

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

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

#### ثانيا : أهمية المحفظة المالية الدولية

تتمثل اهمية المحفظة المالية في النقاط الاتية : (الجنابي ، 2019 ، 29)

- 1- حصول تدفقات كبيرة في رأس المال ويتدفق الى مختلف المؤسسات والقطاعات الاقتصادية كالتجارية والصناعية والمالية
- 2- قدرة المؤسسات الاستثمارية على التوسع ومن ثم زيادة الخبرة في عملية تقديمها للخدمات والنصائح ولاسيما الاستثمار في الاسهم والسندات.
- 3- تحقيق الاستثمارات المالية المتاحة بأدوات استثمارية قصيرة متمثلة بالأسهم العادية او طويلة الاجل متمثلة بالأسهم الممتازة والسندات (ال شبيب ،2010، 17).

4- توسيع نشاط صناديق الاستثمار المشتركة ومحافظ المؤسسات المالية كشركات التمويل والمصارف و وحدات الضمان الاجتماعي وتنوع الادوات

الاستثمارية المتاحة الدولية والمحلية (اليودة، 10، 2018).

ثالثا : مكونات المحفظة المالية الدولية :

تصنف اصول المحافظ الى نوعين هما :-

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

أ- العقارات : ان المتاجرة بالعقارات تأتي في المرتبة الثانية في عالم الاستثمار إذ يتم الاستثمار بها بطريقتين اما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (مبان أو أرض) واما بشكل غير مباشر وذلك عندما يقوم بشراء سند عقاري او يقوم بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية (مطر، 82، 2009)

ب- السلع : وهي المنتجات التي تمتلك خصائص استثمارية وتمتلك اسواقا خاصة والتي تشبه اسواق الأوراق المالية ، ومثال ذلك المعادن الثمينة بالذهب والفضة والبن . (الكناني، 2020، 99)

ج- العملات الاجنبية : ان اسواق العملات الاجنبية منتشرة عبر العالم وتستقطب اهتمام الكثير من المستثمرين الا ان التعامل بالعملات الاجنبية يمتاز بمخاطر عالية بسبب تأثره بالظروف الاقتصادية والسياسية وينعكس ذلك على القدرة الشرائية انطلاقا من التضخم واسعار الفائدة ومحاوله التوفيق بين الربحية والسيولة إذ يتميز هذا السوق بكونه حساسا جدا للظروف السياسية والاقتصادية وكذلك هو سوق يفتقر الى الاطار المادي الملموس ويتم التعامل به بواسطة ادوات الاتصال الحديثة . (السيد علي ، 8، 2021) .

د- المشروعات الاقتصادية : ان الاستثمار في المشروعات الاقتصادية من اكثر الادوات الاستثمارية انتشارا ، إذ تقوم على اصول حقيقية كالمباني والمعدات لذلك

تعد من الادوات الاستثمارية الحقيقية ويحقق المستثمر في هذه المشروعات عائدا معقولا ومستمرا ويوفر هامشا كبيرا جدا من الامان إذ يحوز المستثمر اصلا له قيمة ذاتية ولذلك تكون المخاطر الرأسمالية منخفضة الى حد كبير . (مفلح ، 2019، 13).

2- الموجودات المالية : المقصود بها الاوراق المالية التي تمنح لحاملها شهادة من خلال ملكية الاوراق والتي تبين لحاملها حقوق الملكية وتخوله المطالبة بجزء او كل من المطالبة من تلك القيمة ، وتتميز تلك الاصول بانها تحقق ارباحا عالية وتتفاوت الخطورة التي تترتب عليها وتأثرها بالعوامل الخارجية كالاسهم والسندات (Barasinska,2009, :14)

### المطلب الثالث : انواع المحافظ المالية والسياسات المتبعة

اولا : انواع المحافظ المالية

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

1- محفظة النمو(الربح) : تتكون هذه المحفظة من الادوات الاستثمارية التي تحقق نموا (ارباحا سريعة) وذلك بسبب الارتفاع الذي يحصل في عملية المضاربة كالأسهم فالمستثمرون في هذه المحافظ يرغبون في الحصول على اعلى العوائد مقابل مخاطر عالية ، اي ان عملية الشراء للأسهم تكون دقيقة جدا لأنها يجب ان تحقق عائد اعلى من عائد السوق (الغزيري ، 2019 ، 108).

2- محفظة الدخل : تهدف الى تحقيق اعلى دخل للمستثمر مع مستوى مخاطرة

مقبول ، وهنا يفترض على مدير المحفظة المالية اختيار الاوراق المالية التي تدر اعلى العوائد لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق اعلى فائدة فضلا عن الاسهم التي توزع ارباحا عالية ، فضلا عن سندات الشركات القوية التي لا تتأثر بتقلبات السوق وتكون مخاطرها منخفضة مقارنة بالأدوات الاستثمارية الاخرى كالأسهم ، وكذلك السندات الحكومية المضمونة ذات العائد المضمون (Kelly,2011:87).

3- المحفظة المختلطة : وهي تلك المحفظة التي تقوم بمزج اوراقها او موجوداتها ما بين الاوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة او مخاطرة بسيطة (اسهم لشركات كبيرة وثقيلة - سندات ) مع الاوراق المالية التي تحمل مخاطرة عالية (اسهم مضاربة) (الشاوي، 2020، 114).

4- المحفظة المتخصصة : هي تلك المحفظة التي تخصص في استثمار معين ، والذي يميز هذه المحفظة انها لا تتلاءم عادة مع مبدأ المحفظة الاستثمارية الذي هو التنوع فيها قليل ، ونادرا ما تتشكل وان تشكلت تكون مؤقتة (العارضي، 2016، 257).

5- المحفظة المتوازنة : تكون خليطا من الاسهم العادية والممتازة وكذلك السندات ، ويطمح المستثمر في مثل هذا النوع من المحافظ بالحصول على الارباح الرأسمالية فضلا عن التوزيعات النقدية من ارباح الاسهم ومن فوائد السندات مع الاهتمام بالمحافظة على راس المال المستثمر (اليودة، 2018، 12).

6- المحفظة الدولية : هي المحفظة التي تضم ادوات مالية من بورصات عالمية مختلفة والغرض منها تقليل المخاطر النظامية ، واهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع ، التي توافر سمة الامان النسبي ، لا نها منوعة تنوعا جيدا من ثلاث زوايا (مليك، 2013، 5).

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

ب- التنوع الجغرافي : لان راس مال المحفظة يكون موزعا على اصول مالية في

عدة بلدان.

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

### ثانيا : سياسات المحفظة المالية

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

1- سياسة المخاطرة او الهجومية (العدوانية): ويمكن تعريفها بانها استراتيجية تعمل على تمويل الموجودات المتداولة من المصادر قصيرة الاجل ، وتهدف الادارة او المستثمر عند اتباعها الى تحقيق ربح عاليا من خلال استخدام الاستثمارات الرأسمالية الاقل وذلك لمواجهة النقص الذي يحصل في رأس المال العامل (Irene&Ondigo,2018,115) . هدفها الحصول على ارباح مرتفعة وسريعة مع تحمل مخاطر كبيرة وتكون محتويات المحفظة من الاسهم النامية ذات الارباح العالية والتي تحتوي على مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالتقلبات الاقتصادية المختلفة اذ تتطلب ادارة المحفظة الاستثمارية على وفق هذه السياسة بصورة دقيقة واتخاذ القرارات الحكيمة التي تتطلب التأيي خوفا من الوقوع في الخسائر ويفضل استخدام هذه السياسة في حالة ازدهار الشركات ورواجها فهي تحقق ارباحا عالية في حالة الرواج وارباح قليلة في حالة الكساد وتشير الى المستثمر المجازف (الجنابي ، 2018 ، 30). إذ تقوم على تحصيل ارباح رأسمالية من الفروقات في الاسعار السوقية لمكونات المحفظة وهو الهدف الرئيسي الذي يسعى اليه مدير المحفظة لذلك تسمى هذه المحافظ بالمحافظ

الرأسمالية او محافظ النمو (محمد ونجيب ،19،2018).

2- السياسة الدفاعية : وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ المالية المتحفظون تجاه عنصر المخاطرة وهم يفضلون الامان على حساب العائد فيركزون اهتمامهم على الادوات الاستثمارية ذات الدخل المستقر وتتكون قاعدتها الاساسية من ادونات الخزينة والسندات الحكومية والسندات المضمونة طويلة الاجل والاسهم الممتازة والعقارات وبنسب متفاوتة تتراوح من 60-80 % من راس مال المحفظة وميزة هذا النوع من السياسات انها توفر دخلا ثابتا ومستمر لمدة طويلة من الزمن (بن عزيزة،15،2020) . وقد يختار المستثمرون او مديرو المحافظ هذه السياسة عندما يشعرون بوجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجهات الاقتصاد نحو الكساد او الركود الاقتصادي

3- السياسة المتوازنة (المعتدلة ) : تعد هذه السياسة وسيطا بين السياستين المذكورتين انفا إذ تتم مراعاة الاستقرار النسبي في المحفظة مع عائد مقبول ومستوى مقبول من المخاطرة ويتم ذلك من خلال تنويع المحفظة بأدوات استثمارية مختلفة إذ تسمى المحفظة من هذا النوع بالمحفظة المتوازنة (الشاوي،113،2020) اي هي السياسة التي تتوسط بين مسار السياسة المتحفظة والسياسة العدوانية وتكون اكثر استقرارا ومدير المحفظة مؤمن بالحصول على الارباح المعقولة في مستوى مخاطرة معقول (Watson&head,2007:69).

المطلب الخامس : مؤشرات اسواق الاسهم الدولية :

ان مؤشرات الاسواق العالمية اصبحت مهمة جدا في ظل عولمة الاستثمار إذ ان هذه المؤشرات عبارة عن محفظة مكونة من عدد من الاسهم يتوقع ان تكون لها خصائص مشابهة لمجتمعها او ان تكون ممثلة لمجموعة من الشركات المحددة والدول ويفترض ان يتبع المؤشر اداء تلك الشركات او الدول (Hirt&Block,2011:57), الى ذلك ذهب كل من Clare&Thomas في تعريفهما لمؤشر السوق بانه يمثل رقما قياسيا لمستوى اسعار الاسهم في السوق

المالي ومن ثم يعكس ذلك مباشرة على اسعار التعامل سواء بالزيادة او النقصان ، وبلاستناد الى عينة من اسهم الشركات التي يتم التداول فيها عندئذ غالبا ما يتم اختيار العينة بشكل يتيح للمؤشر ان يعكس السوق المالي (Clare&Thomas,2015:4) وبهذا تعد مؤشرات اسواق المال اداة مرجعية ومعلوماتية للكثير من المشاركين في الاسواق المالية فضلا عن الباحثين ، وعادة ما تكون قيمة رقمية مطلقة يعبر عنها بشكل متوسطات او قد تكون على شكل ارقام قياسية توظف لأهداف عديدة منها (الملاحظات ، المقارنات او التتبع والقياس)، كما وتسهم في تصوير اداء السوق المالي الكلي او لقطاع اقتصادي محدد ، فضلا عن مساهمتها المهمة في تعريف اتجاه السوق العام ، والتي تعكس بشكل مباشر اتجاه النشاط الاقتصادي الكلي للدولة (داغر وصادم ،2018:212) وتوجد هنالك عدة مؤشرات في الاسواق المالية العالمية تقوم بقياس حالة السوق بصفة عامة ألا ان المؤشرين التاليين يعدان من اهم مؤشرات الاسواق المالية :

#### 1- مؤشر (Dow Jones Industrial Average – DJIA):

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

#### 2- مؤشر (500 P&S – Poor & S)

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

وان وجهات النظر تباينت حول تبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الاسهم ، إذ تعتمد وجهة النظر الاولى على النموذج التقليدي لمعرفة او تحديد اسعار الاسهم ، وذلك بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية ، فكلما ارتفعت توقعات الارباح ترتفع اسعار الاسهم ويحدث العكس في حالة الانخفاض ، وهنا من الممكن ان يبعث سوق رأس المال اشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام ، اما وجهة النظر الثانية حول التأثيرات النفسية لتغيرات اسعار الاسهم ، قد تحدث حالة التفاؤل عندما يشعر الافراد بان الوضع الاقتصادي في حالة الانتعاش ، ويحدث التشاؤم عند حالات الركود والكساد ، مما تتخفف رغبة المستثمرين في الاستثمار ذات المخاطر العالية كالأسهم (الشكرجي وتاج الدين، 2008:76) ، وعموما فان مؤشرات الاسواق المالية لها اهمية كبيرة في البيئة الاستثمارية والاقتصادية على حد سواء وانها تحظى باهتمام كبير لدى محلي الاوراق المالية ومديري المحافظ الاستثمارية ، فضلا عن الاحصائيين والاقتصاديين والذي يستخدمون ذلك في دراسة نمو الاقتصاد وكذلك عند التحليل والتنبؤ بالدورات الاقتصادية ومن خلال ربطهم مؤشرات الاسواق المالية بالنشاط الاقتصادي للبلد (العامري، 2013:154)، وما يهم من كل هذا هو السعي الى فهم وبعث اكثر علاقة مؤشرات الاسواق المالية بتقلبات النشاطات الاقتصادية العامة للدولة وبذلك قد

اثبتت العديد من الدراسات التطبيقية انه بإمكان المؤشرات المالية ان تسهم في التعرف على عوامل ومتغيرات الاقتصاد الكلي ويؤثر ذلك في عناصر المحفظة الاستثمارية وهذا ما تمت الإشارة اليه ، وبهذا تعد مؤشرات الاسواق المالية اداة مقارنة مرجعية وتتبع قياسيا ، يقيم بمقتضاها اداء مديري المحافظ المحترفين وعلى ان يؤخذ بالحسبان التباين بين مخاطر المحفظة الاستثمارية ، فضلا عن استخدامهم لأساليب متقدمة في تنويع المحفظة ، ليكون لازما عليه ان يحقق عائدا اعلى من متوسط عائد محفظة السوق (Bodie,2018:46).

### المحور الثاني / عائد محفظة الاوراق المالية

#### المطلب الاول : مفهوم العائد

يختلف المستثمرون ومديرو الاستثمار باتجاههم في تفضيل العائد والمخاطرة إذ ان هنالك مستثمرا مجازفا والذي لا يهتم بالخطر ويسعى الى تحقيق العوائد العالية فقط وهنالك مستثمر متجنب للمخاطر والذي يرغب في عوائد قليلة مقابل تحمله لمخاطر منخفضة وهنالك المستثمر المعتدل والذي لا يقبل بأي مخاطرة الا اذا كان يقابلها عائد متوقع مقبول يعوضه عن مقدار المخاطرة وتتعدد اشكال العوائد باختلاف انواع الاستثمارات حقيقية او مالية ومن ثم قد تختلف طرائق حسابه حسب الاصل المالي للمستثمر فيه ، وعموما ان المستثمر لا يتحمل اي جزء من المخاطرة الا اذا حصل على زيادة مقبولة في العائد ، كما يعد الاستثمار في الاوراق المالية كغيره من الاستثمارات ذو وجهين ، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الاخر يمثل المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها المستثمر المالي سواء على شكل فردي أم من خلال محفظة مالية ، والمحفظة المالية تمثل اداة استثمارية مكونة من مجموعة الاوراق المالية يهدف المستثمر عند تكوينها تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق ما يدعى بتنويع الاوراق المالية ، إذ ان

هنالك مفهومين مهمين جدا في الادارة المالية لتقييم اداء المحفظة الاستثمارية هما العائد والمخاطرة إذ ان هذين المفهومين يؤثران في عملية صنع القرار بالنسبة لأي مستثمر ، و عرف العائد من قبل (Hsu et.al,2017:3) بأنه عبارة عن النسبة المئوية للتغير الحاصل في سعر الاوراق المالية والتي بدورها تعكس صافي قيمتها الحالية المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية ، وأما (الجعفري ،2021:55) فقد عرف العائد على انه عبارة عن المبلغ الذي يتحقق من الاستثمار ويوضح عن قدرة الاصول في تحقيق دخل من العمليات التشغيلية للشركة، او هو عبارة عن الربح او الخسارة التي تنتج من الاستثمار من خلال اصول الشركة خلال مدة معينة ، إذ ان العائد يوضح مدى مساهمة الموجودات في عملية توليد الارباح ويمثل مؤشرا الربحية الوحدة الاقتصادية ويعتمد عليه كذلك في عملية قياس مدى كفاءة الادارة في عملية توظيف الموارد لعملية خلق وزيادة الارباح (الصبيحي،2020:181) كذلك يعرف من وجهة النظر الاقتصادية بأنه عبارة عن الزيادة الحاصلة في الثروة والتي تكون من مصدرين اولهما الزيادة في الايرادات والتي تكون اكبر من التكاليف وثانيهما الارباح التي يتم الحصول عليها من غير الزيادة في الاسعار والتي تكمن في ارتفاع قيمة الموجود (فاضل،2021:229) في حين عرفه (Brigham&Ehrhardt,2011:219) بأنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يتم الحصول عليه خلال مدة زمنية معينة ويتم التعبير عنه نسبيا من كلفة الاستثمار اول الفترة ، ومن خلال المفاهيم السابقة بالإمكان تعريف العائد بأنه عبارة عن الاضافة او الزيادة الحاصلة في راس المال والتي يحصل عليها المستثمر خلال مدة معينة كمكافأة عن تحمل المخاطر الاستثمارية

ويرى الباحث من خلال المفاهيم السابقة أن العائد هو الاضافة الى راس المال المستثمر او الارباح التي يحصل عليها المستثمر في اصل معين وخلال مدة زمنية معينة كمكافأة عن تحمل مخاطرة الاستثمار وان العائد يرتبط بنتيجة النشاط

بمعنى انه قد يكون ربحا او خسارة ويعد العائد بمثابة التعويض الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة تحمل المخاطرة التي ترافق العمل وكذلك يتسم العائد بحالة عدم التأكد لان تحقق العائد غير مضمون إذ ان العمل قد يتعرض الى خسارة بدل الربح , واما المخاطر المالية فسيتم الإشارة إليها في المطلب الثالث .

### المطلب الثاني : أهمية عائد الاستثمار في المحفظة المالية

#### اولا : اهمية عائد الاستثمار

تظهر أهمية حساب عائد الاستثمار بالنسبة للمستثمر في مدى معرفة اختيار انسب المشروعات التي يقوم المستثمر في وضع امواله فيها وما الذي سيجنيه في مختلف المشروعات المتاحة امامه إذ ان المستثمر عندما يفكر في وضع امواله في اي استثمار معين يأخذ بنظر الاعتبار العائد المتوقع ، كما هو مهم ايضا لإدارة الشركات والمسيرين والقائمين عليها من خلال انعكاسه على قيمة المؤسسة في السوق ، ويعد الاخير مقياسا دقيقا وسريعا لمسار المؤسسة وتصحيحها في حالة الانحراف ومدى التطور والانجازات المكتسبة ، كذلك تعد معرفة عوائد الاستثمار مهمة لأصحاب القرار القائمين على ادارة الاقتصاد الوطني لان كل قرار سواء كان سياسيا أم اقتصاديا سيتجلى اثره في السوق ، ومن ثم سيعكس السوق للمسؤول عن مدى صحة قراره او مدى تحقيقها لتأثيراتها المستهدفة في حالة الاقتصاد الوطني (عادل،2014:145) ، ويرى الباحث ان معرفة العائد على الاستثمار مهم للمستثمر لمعرفة مقدار المخاطرة التي يرغب في تحملها عند مستوى معين من العائد ، وتجدر الإشارة الى ان عوائد الاستثمار تأخذ ثلاثة اشكال وكما يلي :-

#### 1- مقسوم الارباح :

هي عبارة عن مقدار الارباح الصافية التي يتم توزيعها بين المساهمين في الشركة كمكافئة للاستثمار (Soni,2015:1). إذ يمكن ان يكون العائد على شكل ارباح

موزعة اذا كان الموجود المستثمر يمتلك سهما ، بمعنى ان حامل السهم يعد شريكا للحصول على نصيبه من الارباح الموزعة فيما اذا كانت السنة تحقق ارباحا ، وكذلك فان مالك السهم يتحمل المخاطرة والتي تتمثل بالخسارة اذا ما تعرض الاستثمار في سنة ما الى خسارة ما (Howells&Bain,2007:24). وان الناتج من مقسوم الارباح يعد على انه معدل عائد دوري على الاستثمارات او يمثل النقد المستلم فعلا من قبل المساهمين (حمود ، 2019:39) وكما في المعادلة الآتية

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

## 2- الفوائد :

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

## 3- الارباح الرأسمالية :

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

## ثانيا : عائد الاستثمار في محفظة الاوراق المالية

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

.....2

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

إذ ان :

$R_p$  = تمثل معدل العائد على الاموال المستثمرة في المحفظة.

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

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

$n$  = تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة

### المحور الرابع / التطبيق العملي لمتغيرات الدراسة

المطلب الاول: إيجاد علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

من اجل التحقق من الفرضية الأولى تم ايجاد معامل ارتباط بيرسون بين المحفظة الدولية وعائد المحفظة وكما بالجدول التالي :

جدول (2) معامل ارتباط بيرسون

المتغير	X	Y1
X	1	-0.02
Y1	-0.02	

إذ نلاحظ معامل الارتباط بين المحفظة الدولية وعائد المحفظة مقداره - 0.02 وهو ارتباط عكسي ضعيف وغير معنوي احصائيا لذا نستنتج انه ليست هناك علاقة ارتباط معنوية بين المحفظة الدولية وعائد المحفظة

المطلب الثاني : حالة الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة :

## جدول (3) الارتباط بين مؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة

		ISX Main60	DFMG	TASI
ISX Main 60	Pearson Correlation	1	-.399**	-.157
DFMG	Pearson Correlation	-.399**	1	.386**
TASI	Pearson Correlation	-.157	.386**	1

Eview.12

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eview.12  
ويتضح من الجدول (9) ان مؤشر سوق العراق للأوراق المالية ( ISX Main60) يرتبط ارتباطا سالبا معنوياً مع كل من مؤشر سوق (دبي والسعودية) وأما مؤشر سوق دبي فيرتبط ارتباطا سالبا ومعنوياً مع مؤشر سوق (العراق للأوراق المالية) ويرتبط ارتباطا موجبا مع مؤشر سوق السعودية .  
وان سوق السعودية يرتبط ارتباطا سالبا ومعنوياً مع مؤشر سوق (العراق للأوراق المالية) وارتباطا موجبا مع مؤشر سوق دبي .  
المطلب الثالث : قياس اثر كل مؤشر في العائد

من اجل معرفة اثر كل مؤشر في العائد والمخاطرة قام الباحث بقياس اثر المؤشر في كل سوق من الاسواق المالية عينة الدراسة :  
أ- تقدير اثر المحفظة الدولية X في عائد المحفظة Y1 في سوق العراق للأوراق المالية

## الجدول(4) اثر مؤشر ISX Main 60 في العائد في سوق العراق للأوراق المالية

مؤشر سوق العراق للأوراق المالية X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R <sup>2</sup>	DW
Y1	B0	-0.079	-1.36	0.181	1.85	0.181	0.04	1.93
	B1	0.00015	1.36	0.181				

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

نلاحظ من الجدول (4) ما يلي :

عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.181) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و عائد المحفظة، ومن ثم من خلال ما سبق فأنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.181) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R2 بلغت (0.04) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (4%) من التغيرات الحاصلة في العائد المحفظة 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=1.93) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

وان عدم تأثير مؤشر سوق العراق للأوراق المالية في العائد 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 فضلا عن غياب الوعي الاستثماري وانخفاض الدخل وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع على الاستثمار

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

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

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

الجدول (5) اثر مؤشر DMFG على عائد المحفظة Y1 في سوق دبي للأوراق المالية

مؤشر سوق دبي X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R <sup>2</sup>	DW
Y1	B0	-0.041	-1.55	0.128	2.87	0.097	0.06	2.28
	B1	0.00002	1.69	0.097				

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

نلاحظ من الجدول (5) عدم معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.097) اكبر من 0.05 لذا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على عائد المحفظة Y1 ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود الاثر المعنوي ، وهذا ما لا يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على

وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و عائد المحفظة، ومن ثم من خلال ما سبق فأنا نستنتج عدم وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على عائد المحفظة اي نرفض الفرضية الرئيسة الأولى ، كذلك نلاحظ عدم معنوية قيمة F المحسوبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.097) وهي اكبر من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل غير معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد  $R^2$  بلغت (0.06) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (6%) من التغيرات الحاصلة في مردوية المحفظة وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (94%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة ( $D.W=2.28$ ) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

ويرجع سبب عدم وجود اثر لمؤشر سوق دبي المالي في العائد وبالنظر الى جدول (3) نجد 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 فضلا عن خشية المستثمرين من دخول الدولة في الحرب ضد اليمن هذا كله جعل مؤشر سوق دبي متذبذبا وخشية المستثمرين من ان التضخم وارتفاع اسعار الفائدة سيقوضان افاق نمو الاقتصاد.

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

الجدول (6) اثر مؤشر TASI على عائد المحفظة Y1 في سوق السعودية للأوراق المالية

مؤشر سوق السعودية X								
المتغير المعتمد	المعلمة	قيمة المعلمة	قيمة اختبار T	Sig.	F	Sig.	R <sup>2</sup>	DW
Y1	B0	-0.035	-2.37	0.082	6.49	0.014	0.12	2.01
	B1	0.000005	2.55	0.014				

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

نلاحظ من الجدول (6) ما يلي: معنوية معامل المتغير (X) تحت مستوى معنوية 0.05 وذلك لكون القيمة الاحتمالية لاختبار t لمعامل X والبالغة (0.014) اقل من 0.05 لذا نرفض فرضية العدم ونقبل البديلة التي تنص على وجود اثر معنوي لمتغير المحفظة الدولية X على عائد المحفظة Y1 ، وهذا ما يتفق مع الفرضية الاولى التي تنص على وجود علاقة أثر ذات دلالة معنوية بين المحفظة الدولية و عائد المحفظة، ومن ثم من خلال ما سبق فأنا نستنتج وجود علاقة تأثير للمحفظة الدولية على عائد المحفظة اي نقبل الفرضية الرئيسية الأولى ، كذلك نلاحظ معنوية قيمة F المحتسبة تحت مستوى معنوية (0.05) وذلك لكون القيمة الاحتمالية لها قد بلغت (0.014) وهي اقل من (0.05) وهذا يعني إن النموذج المقدر ككل معنوي، كما ان قيمة معامل التحديد R<sup>2</sup> بلغت (0.12) وهذا يعني إن المتغير المستقل يفسر (12%) من التغيرات الحاصلة في عائد المحفظة وهي قيمة ضئيلة جدا إما النسبة المتبقية والبالغة (88%) فهي تعود إلى عوامل موجودة ضمن الخطأ العشوائي، في حين نلاحظ انه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء اذ ان قيمة (D.W=2.01) لأنها تقع بين 2 و 4-du.

ويرجع سبب التأثير برنامج الريادة المالي التي وضعته السعودية وتابعته بإحكام كأحد الخطط الاستراتيجية عاد بالإيجاب على السوق المالي بشكل عام حيث

اعتمد على تطوير السوق المالية وجعلها سوق متقدمة من خلال تحقيق اهداف معينة منها التنوع المالي والشمولية المالية وكذلك الاستقرار المالي والتحول الرقمي والعمل على تعميق القطاع المالي

### "الاستنتاجات"

- 1- ان الاسواق المالية التي تتمتع بارتباطات سالبة مع الأسواق الاخرى تكون اكثر كفاءة وجدوى من ناحية استقرار العائد وتخفيض المخاطر المالية
- 2- في المحفظة المالية تتم معرفة العائد المتوقع على اساس المخاطرة لان العائد يرتبط ارتباطا طرديا مع المخاطر المالية
- 3- ان المحفظة المالية الغاية منها خفض المخاطر المالية عن طريق التنوع المحلي او الدولي بالدرجة الاساسية وليس زيادة العائد
- 4- من خلال دراستنا لمؤشرات الاسواق المالية عينة الدراسة تبين ان للمحفظة المالية تأثير بالعائد في الاسواق المالية التي تكون متطورة ومتقدمة ومنوعة تنوعا جيدا وترتبط بارتباطات سالبة مع الاسواق المالية الاخرى

### "التوصيات"

- في ضوء الاستنتاجات المشار اليها توصي الدراسة بالاتي :
- 1- على الدول النامية ان تهتم اهتماما كبيرا في الاسواق المالية ومؤشراتها لأن فرصتها في تخفيض المخاطر واستقرار العائد كبيرة جدا وذلك لأنها ترتبط ارتباطا سالبا مع اغلب الدول المتطورة والمتقدمة
  - على المستثمر العراقي ان ينتقل 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 والحاصل والتجزئة بين مؤشرات الاسواق المالية

وذلك تبعا لدرجة تطور اقتصاداتها ، وذلك لأنه عندما يكون التطور الاقتصادي  
عاليا جدا يعني ان الارتباط بين الاسواق المالية يكون عاليا 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 سياسة التنويع  
الدولي للمحفظة المالية والعمل كما تعمل الاسواق المالية الاخرى وذلك لان تكوين  
المحفظة المالية الدولية اصبح من الثقافة الاستثمارية السليمة  
4- تقتضي 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

## اولا : المصادر العربية

- 1- بن عزيزة ، بديعة ، سارة صوكو ، (2020) كفاءة المحفظة الاستثمارية وأثرها على ربحية البنوك التجارية - دراسة جالة بنك المؤسسة العربية المصرفية الاردن (ABC) مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي ، جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل .
- 2- التميمي ، عباس فاضل رسن ، (2019) التضخم وانعكاسه في العائد والمخاطرة ، مجلة اهل البيت ، العدد24.
- 3- الجعفري ، هبة عامر عيسى ، (2021) 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 .،
- 4- الجنابي ، سعد مجيد ، (2019) اثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العراقية ، جامعة المثني / كلية الادارة والاقتصاد ، مجلة المثني للعلوم الادارية والاقتصادية المجلد (9) العدد (1) .
- 5- حمود ، قاسم محمد ، (2019) تحليل مدى تركيز وتنوع محفظة القروض باستخدام نموذج (هيرشمان - هيرفندال) واثرها على عائد ومخاطرة الصرف ، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ، جامعة كربلاء ، كلية الادارة والاقتصاد ،
- 6- سارة ، بوزيد ، (2007) ادارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص ادارة مالية ، جامعة منتوري - قسنطينة ،

- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.
- 7- سلام ، عزمي اسامة ،(2004) الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ، دار الميسر للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى .
- 8- السيد علي ، هبة الله مصطفى ،(2021) مفهوم الاستثمار ، جامعة وارث الانبياء .
- 9- الشاوي ، هاني فاضل ، (2020)الجوانب الفنية للمحفظة الاستثمارية البناء الامثل والتحليل الفني المالي الاعمق ، كلية شط العرب الجامعة..
- 10- الشبيب ، دريد كامل ، (2010)ادارة المحفظة الاستثمارية ، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الطبعة الاولى .
- 11- الشكرجي ، بشار ذنون محمد ، تاج الدين ، ميادة صلاح الدين (2008)- علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية" مجلة تنمية الرافدين - المجلد 30 العدد 89
- 12- الصبيحي ، نوري محمود احمد ، عبد الكاظم ، محمد راضي،(2020) تقييم اداء المصارف باستخدام مؤشر العائد على الاستثمار دراسة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة كلية المأمون ، العدد 35 .
- 13- صورية ، عبيدش صبرينة مزاهي ،(2018) اثر التضخم على اداء محفظة الاوراق المالية دراسة حالة بورصة عمان : 2005 - 2016 ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص ادارة مالية ، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير .
- 14- عادل ، سلماني-(2014) دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق رأس المال الاسلامي - دراسة حالة ماليزيا ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اسواق مالية وبورصات ، جامعة محمد خيضر - بكسرة .
- 15- العارضي ، جليل كاظم مدلول ، جعفر ، زيد عبد الزهرة ، (2016)ادارة

المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص ( بحث مستل من رسالة ماجستير في جامعة الكوفة )،مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والادارية المجلد 14 /العدد 38/ .

16- العامري ،محمد علي ابراهيم ، (2013)ادارة محافظ الاستثمار ، اثره للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى .

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

18- الكافي ، يوسف مصطفى ،(2014) تحليل وادارة بورصة الاوراق المالية ، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع الطبعة الاولى .

19- الكناني ، كامل كاظم بشير ، (2020)تقييم قرارات الاستثمار (الاستثمار العيني ودراسة الجدوى) ، دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية ، الطبعة الاولى .

20- محمد ، درموشي ، نجيب زرق ،(2018) تحليل تأثير تنوع المحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر في المؤسسة - دراسة حالة مؤسسة التمويل الدولية ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص ادارة مالية.

21- مطر ، محمد ، (2009)ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الطبعة الخامسة

22- مليك ، غالي ، سويسي ، هوارى ،(2013)اثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية ، دراسة ميدانية لمجموعة من الاسواق المالية خلال (2010-2013) ، مجلة الباحث العدد 13.

23- المنصور ، هبة الله مصطفى السيد علي ، (2018)جدوى التنوع الدولي

في ظل الازمة المالية - دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية ، جامعة كربلاء - كلية الادارة والاقتصاد .

24- المومني ، فلاح غازي ، (2009) ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى .

25- المومني ، فلاح غازي ، (2013) ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى

26- اليودة ، عذراء جاسب عبادي راجي ، (2018) اثر مخاطرة تقلبات اسعار الصرف على عوائد محافظ الاستثمار دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2017 ، جامعة البصرة ، كلية الادارة والاقتصاد تخصص علوم مالية.

#### المصادر الانكليزية

- 1- Amenc , nole , lesourd Veronique , 2003 , Portfolio Theory and Performance Analysis British Library Cataloguing in Publication Data.
- 2- Barasinska, Natalya, Schafer, Dorothea, 2009, Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification This draft: October 12.
- 3- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, (2011), Financial Management Theory and Practice , 13th Edition , Lachina pub
- 4- Bodie, Zvi, & Kane, Alex, & Marcus, Alan J. Marcus, 2018, "Investment", 11th Edition
- 5- Bodie, Zvi, & Kane, Marcus, Alan J., 2014 , Investments, 10th Edition, Mcgraw-Hill, USA.
- 6- Elton , edein j . gruber , martin , Modern Portfolio Theory 1950 to data , Nomura Professors of finance , stem Business School , New York University.
- 7- HILSTED, CHRISTIAN, JOHAN , 2012 , ACTIVE PORTFOLIO MANAGEMENT AND PORTFOLIO CONSTRUCTION - IMPLEMENTING AN INVESTMENT

STRATEGY , 14th

8- Hirt, Geoffrey A.,Block,Stanley B., 2011, Fundamentals Of Investment Management, 10th Ed ,N.Y: Irwin ,Mcgraw–Hill.

9- Hallinan, Kelly , 2011, The Role of Emerging Market in Investment Portfolios, University of Connecticut School of Business, Spring 5-8.

10- McGraw–Hill Companies, INC.,USA.Howells Peter & Bain Keith, 2007 " Financial market and institution" 5th ed, published , prentice hall .

11- Michalikova , Katarina Frajtova & Spuchl'akova , Erika & Misankova ,MariaPortfolio Optimization , 2015 Procedia Economics and Finance 26. doi:10.1016/S2212-5671(15)00936-3.

12- mangram , myle E. , 2013, "Asimplified perspective of the markowitz port folio, theory" Global Journal of Business Reseqrcg , volume 7,n.1.

13- Sirucek , Martin , kren , Lukas , 2015, APPLICATION OF MARKOWITZ PORTFOLIO THEORY BY BUILDING OPTIMAL PORTFOLIO ON THE US STOCK MARKET , ACTA UNIVERSITATIS AGRICULTURAE ET SILVICULTURAE MENDELIANAE BRUNENSIS , Number 4.

14- Saed, Ahmed , Sulub , Mohammed, Adel, 2014, The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange market , January.

15- Pandey , Manas , 2012 APPLICATION OF MARKOWITZ MODEL IN AN Berk ALYSING RISK AND RETURN A CASE STUDY OF BSE STOCK , Risk governance & control: financial markets & institutions / Volume 2, Issue 1,.

16- Picooli, Pedro; & Costa, Newton, C.; & Silva, Wesley; & Cruz,June A., 2018,"Investor sentiment and the risk–return tradeoff in the Brazilian market", Accounting & Finance.

- 17- Reilly , Frank K. , Brown , Keith C., 2012, Investment Analysis & Portfolio Management , 10th Edition , South-Western, Cengage Learning.
- 7- Cooper, Robert , Edgett, Scott , 2014, Portfolio Management for New Products: Picking The Winners , Stage-Gate International and Product Development Institute Inc.
- 18- Irene , Awunya Rose , Ondigo , Herick , 2018, The Effect Of Working Capital Management Policies On Financial Performance Of Commercial And Services Sector Firms Listed At The Nairobi Securities Exchange , International Journal Of Economics, Commerce And Management , Vol. VI, Issue 2, February.  
<http://erepository.uonbi.ac.ke/handle/11295/102411>.
- 19- Ivanova , L. Dospatliev , 2017, Application of Markowitz Portfolio optimization no Bulgarian stock market , , international Journal of puer and Applied Mathematics volume 117 NO.2.
- 20- Roche , Cullen O., 2016 , Understanding Modern Portfolio Construction , February 22.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2740027](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2740027).
- 21- Radović , Milica , Radukić , Snežana , Njegomir , Vladimir , 2018, THE APPLICATION OF THE MARKOWITZ'S MODEL IN EFFICIENT PORTFOLIO FORMING ON THE CAPITAL MARKET IN THE REPUBLIC OF SERBIA , Union University, Faculty of legal and business studies dr Lazar Vrkatić, Republic of Serbia , ECONOMIC THEMES .
- 22- Watson, Denzil, & Head, Antony, 2007, Corporate Finance Principles & Practice, Edition, Pearson Education Limited