

اثر التنويع الدولي في عائد ومخاطرة المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية)

د.حيدر نعمة الفرجي

الجامعة المستنصرية

المقدمة:

لقد حظيت نظرية المحفظة وتطبيقاتها المختلفة باهتمام الكتاب والباحثين في حقل الاداره الماليه منذ تقديم نظرية المحفظة الحديثه من قبل الكاتب ماركووتز في خمسينيات القرن العشرين ، ومنذ ذلك التاريخ ظهرت العديد من المتغيرات والمسائل الجديره بالبحث في هذا الميدان ومن ضمنها موضوع هذه الدراسه الذي يتناول بالبحث والتحليل موضوع التنويع الدولي ومدى امكانيه الاستفاده منه في البيئه الماليه السانده في الوقت الحاضر على النطاق الدولي ،وتحاول الدراسه الاجابه عن بعض التساؤلات الهامه المتعلقة بالتنويع الدولي ومدى تأثيره في عائد ومخاطرة المحفظة الدوليه ،وقد تم الاعتماد على البيانات الخاصه بمجموعه من البورصات الدوليه لاختبار فرضية الدراسه وسيتم تناول هذا الموضوع من خلال تقسيم الدراسه الى اربعة مباحث اساسيه خصص الاول منها للجانب النظري في حين تم تناول منهجية الدراسه في المبحث الثاني اما المبحث الثالث فقد تضمن تحليلا لنتائج الدراسه واخيرا تم تقديم عدد من الاستنتاجات والتوصيات في المبحث الرابع والاخير .

المبحث الأول : الجانب النظري للدراسه

اولا : مفهوم وخصائص المحفظة :

المحفظة الاستثماريه هي (مجموعه من الاوراق الماليه التي يتم مسكها معا من قبل المستثمر بحيث توفر له مبادلة جذابه بين العائد والمخاطره) (Hirschey,2001:526).

لقد قدم ماركووتز المفهوم الحديث للمحفظة من خلال البحوث التي اجراها في بداية خمسينيات القرن العشرين ، وتركز النظرية على الحكمه القائله "لا تضع كل البيض في سله واحده" وبذلك فقد انتقل الاهتمام من خصائص العائد والمخاطره للاوراق الماليه المنفرده الى خصائص العائد والمخاطره لمجموعه مختلفه من الاوراق الماليه التي يتم مسكها مع بعض في محفظة واحده . ووفقا للادبيات الماليه التي تناولت هذا الموضوع باسهاب واهتمام كبيرين فان المبدأ الاساس لنظريه المحفظة هو التوصل الى المزيج الافضل من الموجودات التي تؤدي الى تعظيم العائد في ظل مستوى محدد من المخاطره أو تخفيض المخاطره عند مستوى معين من العوائد ، وتستند الفروض الاساسيه لهذه النظرية الى مفهوم المنفعة Utility اذ يسعى المستثمر الى تعظيم المنفعة المتحققه من استثماراته المختلفه وتزداد هذه المنفعة بزيادة العائد ولكن كما هو معروف فان زيادة العائد يترافق مع زيادة المخاطره ، وعلى اعتبار ان اغلب المستثمرين يفضلون تخفيض المخاطره عند مستويات العوائد المتساويه "Risk Averse" فإنه يجب التوصل الى المبادله الافضل بين العائد والمخاطره والذي يتحقق من خلال مسك المحفظة الكفوءه أو المثلى "Optimal Portfolio" وهي (المحفظة التي تعطي اعلى مستوى من العائد المتوقع عند

مستوى معين من المخاطره أو التي تعطي ادنى مستوى من المخاطره عند مستوى معين من العوائد (Hirschey,2001:531). وهذه المحفظه تعتمد على تفضيلات المستثمرين والتي تنقسم الى ثلاثة انواع: (Chandler,2004:115)، (الهندي، ٢٠٠٠: 25):

١- المستثمرين الكارهين للمخاطره Risk-Averse: وهم المستثمرين الذين يفضلون مسك المحافظ ذات العوائد المستقره نسبيا والتي تحقق مقسوم ارباح ثابت تقريبا ويتميز هذا النوع من المحافظ بانخفاض معدلات العوائد نسبيا وانخفاض مستويات المخاطره ايضا .
٢- المستثمرين المفضلين للمخاطره Risk-Prefer: وهم الذين يفضلون مسك المحافظ ذات العوائد المرتفعه نسبيا والتي تعتمد على المكاسب الرأسماليه والتي تمتاز بارتفاع نسبي في معدلات العوائد المتوقعه ولكنها في نفس الوقت تمتاز بارتفاع مستويات المخاطره .
٣- المستثمرين المحايدين أو المعتدلين Risk-Moderate : وهم الذين يفضلون مسك المحافظ التي تمتاز بمستويات معتدله نسبيا من العوائد والمخاطره .
ان جميع هذه المحافظ تقع على منحنى واحد يمثل المنطقه الكفوءه التي تعطي المبادله الافضل بين العائد والمخاطره والنتيجة عن تماس منحنيات السواء المختلفه للمستثمرين مع خط سوق الاوراق الماليه. وفي ضوء تفضيلات المستثمرين وفروض السوق الماليه الكفوءه فإنه سيكون لدينا عدة انواع من المحافظ (Rose,1999:312) :

١- محفظة المخاطره الصفرية Zero-Risk Portfolio : وهي المحفظه التي تحقق مستوى معين من العائد وبدرجه مخاطره مساويه للصفر وهذا العائد يمثل ادنى عائد يمكن تحقيقه من قبل المستثمر الرشيد في السوق الماليه والمتمثل بعائد الاوراق الماليه الحكوميه قصيرة الاجل .

٢- محفظة الحد الاعلى من المخاطره High-Risk Portfolio : وهي المحفظه التي تحقق اعلى مستوى من العوائد المتوقعه ولكنها تعطي في نفس الوقت اعلى مستوى من المخاطره على منحنى المنطقه الكفوءه .

٣- محفظة السوق Market-Portfolio : وهي المحفظه الناتجة عن مسك كل الاوراق الماليه المدرجه في السوق الماليه وباوزان تعكس القيم السوقية لكل ورقه وعادة ما تحقق مستوى العوائد الذي يعكس المخاطره النظاميه للسوق باعتبارها المحفظه ذات التنوع الافضل .

ثانيا: التنوع

يمثل التنوع العنصر الاساس في نظرية المحفظه ويمكن تعريفه بانه (عملية دمج الاصول في محفظه واحده بهدف تقليل المخاطره الكليه دون التضحية بالعائد (عمر

٢٠٠٣ : ٤٨)، وهناك نوعين اساسيين للتنوع هما : (Chance,2003:96)

١- التنوع البسيط : وهو عملية اضافة ورقه ماليه الى ورقه ماليه اخرى او مجموعة اوراق ماليه دون الاعتماد على معيار محدد لاضافة هذه الورقه وبالتالي فإنه ليس بالضروره ان يؤدي هذا النوع من التنوع الى تخفيض مخاطرة المحفظه بل قد يؤدي الى زيادتها في بعض الاحيان عندما يتم اختيار ورقه ماليه غير مناسبه وفقا لمواصفات العائد والمخاطره كما سيأتي لاحقا .

٢- تنوع ماركووتز: ويختلف عن المفهوم السابق بكونه يعتمد على اختيار الورقة الماليه وفقاً لمعاييرالعائد والمخاطره وعلاقتها بخصائص عائد ومخاطره الاوراق الماليه الاخرى في المحفظه .

وعليه فإن التنوع يهدف اساسا الى تخفيض مخاطر المحفظه ولكن ذلك لن يتحقق الا اذا تم اخذ معامل الارتباط بين عوائد الاوراق الماليه في المحفظه بنظر الاعتبار ،ويقيس الارتباط طبيعة تحرك عوائد الاوراق الماليه المختلفه اي مقدار واتجاه تحرك عوائد كل ورقه وعلاقتها بالاوراق الاخرى وتحدد العوائد والمخاطر الكليه للمحفظه وفقاً لقيمة معامل الارتباط بين عوائد الاوراق الماليه التي تتضمنها المحفظه وكالاتي : (Elton,et.al,2003:68-82)

١- معامل الارتباط التام الموجب: اذا كانت العوائد تتحرك بنفس المقدار والاتجاه تماما فإن معامل الارتباط في هذه الحالة سيكون تاما موجبا اي يساوي الواحد الصحيح ،وفي هذه الحالة لايمكن الاستفادة من خاصية التنوع اطلاقا اذ لايمكن تخفيض المخاطره الكليه للمحفظه الى مستوى يقل عن مخاطرة الموجود الذي يحمل المستوى الادنى من المخاطره في المحفظه .

٢-معامل الارتباط التام السالب: اما اذا كانت عوائد الاوراق الماليه تتحرك بمقادير واتجاهات متعاكسة تماما فإن معامل الارتباط سيكون تاما سالبا ومساويا لـ(-١) وفي هذه الحالة تتحقق الاستفادة القصوى من التنوع بحيث يمكن التوصل الى نقطه معينه تصل فيها مخاطرة المحفظه الى الصفر مع الاحتفاظ بمعدل مرتفع نسبيا من العوائد وفقاً لنسبة الاستثمار في كل موجود من الموجودات .

٣-معامل الارتباط الصفري : اذا كانت العوائد تتحرك بصورة عشوائيه مطلقه بالمقدار والاتجاه فان معامل الارتباط سيكون مساويا للصفر وفي هذه الحالة يمكن الاستفادة من التنوع وتخفيض المخاطره ولكن لايمكن الوصول الى حاله المخاطره الصفريه ابدا .

٤- معاملات الارتباط الموجبه والسالبه غير التامه : تقع بين قيم الارتباطات السابقه مجموعه لامتناهيه من معاملات الارتباط الموجبه والسالبه والتي تنحصر بين قيمتي (١) و(-١) وكلما اقتربت معاملات الارتباط من (-١) كلما امكن الاستفادة من التنوع بصورة اكبر وعلى العكس من ذلك كلما اقتربت هذه المعاملات من (١) كلما قلت الاستفادة من التنوع وتوضح الاشكال والمعادلات الاتيه عوائد ومخاطرة المحفظه في حاله العامه والحالات الرئيسييه الثلاث وعلى افتراض مسك موجودين فقط للتبسيط : (عمر، ٢٠٠٣ : ٥٠)

، (Gittman,2000:253):

في حالة الارتباط التام الموجب :

عائد المحفظه:

$$R_p = w_1 r_1 + w_2 r_2$$

مخاطرة المحفظه :

$$S_p = w_1 s_1 + w_2 s_2$$

في حالة الارتباط التام السالب:

$$R_p = w_1 r_1 + w_2 r_2$$

عائد المحفظه:

$$S_p = w_1 S_1 - w_2 S_2$$

مخاطرة المحفظه:

الوزن النسبي للموجودات الذي يحقق المخاطره الصفريه:

$$W1 = \frac{S1}{S1+S2}, \quad W2 = 1 - W1$$

$$R_p = w1 r1 + w2 r2$$

$$S_p^2 = w1^2 s1^2 + w2^2 s2^2$$

في حالة الارتباط الصفري :
عائد المحفظه :
مخاطرة المحفظه :

الوزن النسبي للموجودات الذي يحقق الحد الأدنى من المخاطره

$$W1 = \frac{S1}{S1^2+S2^2}, \quad W2 = 1 - W1$$

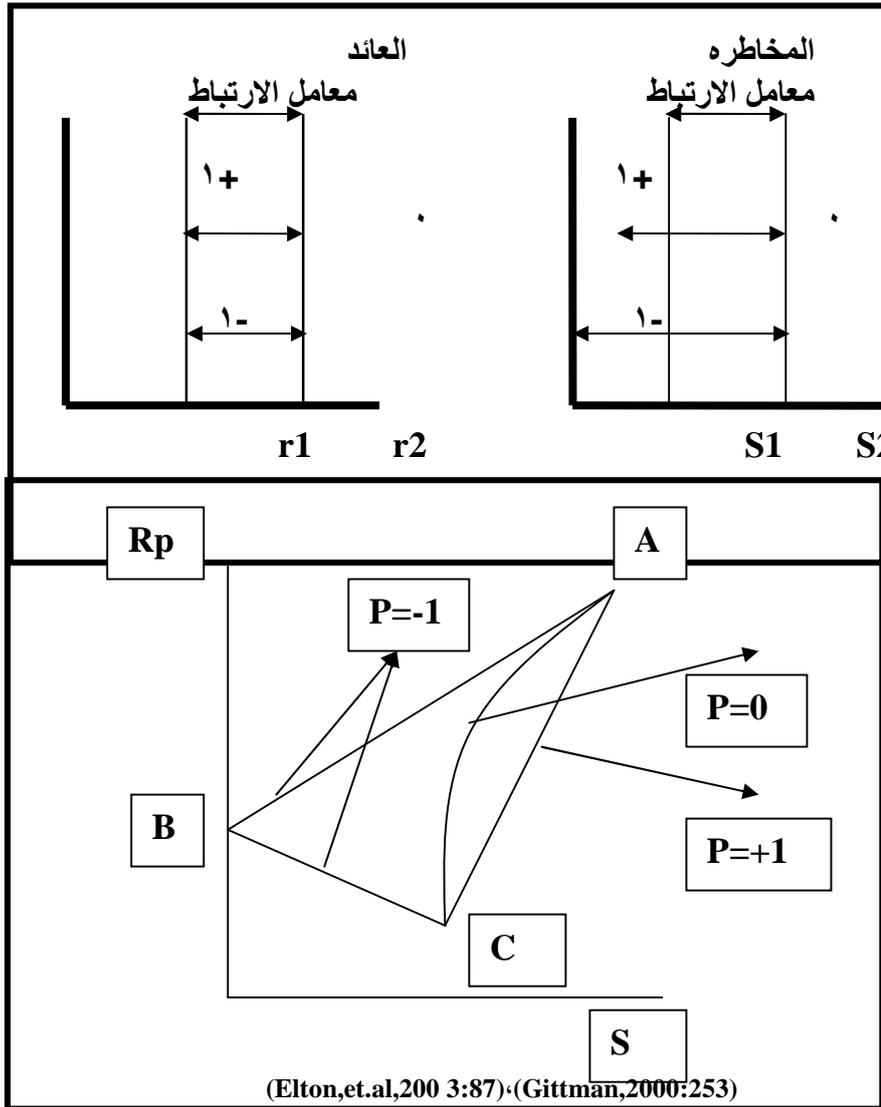
$$R_p = w1 r1 + w2 r2$$

في الحالة العامة :
عائد المحفظه :

$$S_p^2 = w1^2 s1^2 + w2^2 s2^2 + 2w1 w2 Q1$$

مخاطرة المحفظه :
اذ أن R_p : العائد المتوقع للمحفظه w :الوزن النسبي للموجود
الموجود S_p : الانحراف المعياري لعوائد المحفظه
الانحراف المعياري لعوائد الموجود Q : التباين المشترك لعوائد الموجودات
عائد : r
:s

الشكل (١)
العائد والمخاطره في حالات الارتباط المختلفه



وهناك عدة استراتيجيات للتنويع يمكن استخدامها من قبل المستثمرين لتحقيق اهدافهم في الحصول على العوائد المرتفعه مقابل مستوى مقبول من المخاطره ومن ابرز هذه الاستراتيجيات وبأختصار شديد ما يلي : (Elton,et.al,2003:675-685):

١- استراتيجية صندوق مؤشر السوق Index Fund : وهي استراتيجيه بديله عن المسك الحقيقي لمؤشر السوق ، اذ يقوم المستثمر بشراء كل سهم في مؤشر السوق وفقا للنسبه الفعليه التي يمثلها في المؤشر واستنادا للقيمه السوقيه ،فاذا كانت اسهم شركه IBM تشكل ما نسبته ٥%

من مؤشر السوق فان المستثمر سيقوم باستثمار ٥% من امواله في هذا السهم وهكذا بالنسبة لبقية الشركات .

وتعتبر هذه الاستراتيجية من الاستراتيجيات المحافضة والتي تهدف الى تحقيق معدل العائد السائد في السوق وبادنى مستوى من المخاطره ونظرا لتكاليف المعاملات العاليه فانه يمكن تعديل هذه الاستراتيجية بحيث يتم اما الاقتصار على عدد محدد من الاسهم بدلا من شراء كل اسهم المؤشر على ان يكون هذا العدد الافضل تمثيلا للمؤشر من الناحية التاريخيه أو ان يتم اختيار مجموعه اصغر من الاسهم وفقا لمعايير محدده مثل انواع القطاعات ، حجم الشركات وغيرها .

٢- استراتيجية مؤقت السوق Market Timer : وتستند الى تغيير خصائص معامل Beta المحفظه وفقا للتوقعات الخاصه باداء السوق وذلك من خلال اما تغيير نوعية الاوراق الماليه الممسوكه في المحفظه او من خلال تغيير كميته الاموال المستثمره في هذه الاوراق وعادة ما يتم استخدام الخيارات والمستقبليات او المبادلات في هذه الاستراتيجية التي تعتبر احدى الاستراتيجيات المغامره والتي تهدف الى متابعه تحركات السوق المختلفه لتحقيق مستوى مرتفع من العوائد.

٣- استراتيجية تدوير القطاع Sector Rotation وتستند الى اختيار القطاع المناسب من بين القطاعات المختلفه في السوق ويطلق عليها احيانا مختاري القطاع Sector Selectors فاستنادا الى التحليل المناسب للسوق سيتم تعديل نسب الاستثمار في كل قطاع وفقا للاداء المتوقع له ويمكن ان يتم تعديل نسب للاستثمار في الاسهم داخل القطاع الواحد اذا كانت هناك معلومات تبرر ذلك وعادة ما يتم تقسيم القطاعات وفقا لمعايير معينه مثل مجال العمل " صناعي ، مالي ، طاقه" نوع المنتج " استهلاكي ، صناعي ، خدمات " او الحساسيه لبعض المتغيرات الاقتصاديه مثل " اسهم حساسه للتغير في اسعار الفائده واخرى لاسعار الصرف وهكذا ". وهذه الاستراتيجيه هي ايضا من الاستراتيجيات المغامره .

٤- إستراتيجية اختيار الورقه الماليه Security Selector : وتستند الى ملاحقه الاوراق الماليه المقيمه باقل من قيمتها الحقيقيه Undervalued اذ يتم تقييم الاوراق الماليه في السوق وتتم زياده نسبة الاستثمار في الاوراق الماليه التي تظهر بقيمه اقل من القيمه التي تعكسها سجلات الشركه وذلك املا في تحسن قيمتها السوقيه واستغلالا لبعض حالات عدم التوازن في السوق الماليه وتعتبر هذه الاستراتيجيه من اشهر الاستراتيجيات المغامره واكثرها مخاطرة .

٥- إستراتيجية التنوع الدولي International Diversification : وهي موضوع دراستنا المتواضعه هذه والتي سنخصص الفقره القادمه لاستعراض ابرز جوانبها .

ثالثا: التنوع الدولي

يمثل التنوع الدولي احد استراتيجيات التنوع التي شهدت تطورا كبيرا خلال العقود الثلاث الاخيره متزامنة مع موجة تحرير التجاره وازالة القيود واتساع حركة رؤوس الاموال بين مختلف ارجاء العالم ، وتتمثل هذه الاستراتيجية في توسيع نطاق التنوع بحيث لا يقتصر على الاسواق الماليه المحليه وانما يشمل الاوراق الماليه المدرجه في البورصات العالميه باتجاه ما يعرف بمحفظة العالم World Portfolio وهي (محفظة الأوراق الماليه التي تضم كل الاوراق الماليه المدرجه في البورصات الماليه الاساسيه في العالم) (Elton,et.al,2003:262) وهناك العديد من الاسباب التي شجعت على التوجه نحو التنوع الدولي مثل (الماجدي: ٢٠٠٤، ٥٦):

١- عدم الاستقرار في العديد من البيئات المحليه مما شجع على التوجه نحو البيئات الدوليه التي تتمتع باستقرار نسبي اكبر .

- ٢- ازالة القيود الماليه والتجاريه وزيادة حرية حركة الاموال بين الدول المختلفه خصوصا الموقعه على اتفاقية التجاره الحره .
- ٣- الافصاح المالي وتطور الانظمه الماليه والمصرفيه مما سهل من عمليات الاستثمار عبر الانترنت وغيرها من وسائل الاتصال المختلفه .
- ٤- الاستفادة من مزايا التنوع حيث يمكن للاسواق الدوليه ان توفر فرصا استثماريه متعدده لا ترتبط بالاسواق المحليه .

وهناك العديد من الاعتبارات التي يجب مراعاتها عند اتخاذ قرار التنوع الدولي مثل الوضوح والعقلانيه والامد الزمني ،اذ يقصد بالوضوح عدم غموض المعلومات المتعلقة بالسوق الماليه والارباح التي يمكن تحقيقها فيها ، اما العقلانيه فتتمثل بدراسةالعلاقة بين العوائد والمخاطره واختيار البديل الافضل ويرتبط ذلك بالمدى الزمني للاستثماروالذي يعتمد على تفضيلات المستثمر وقياس الاداء المالي للشركات(الجميل ،٢٠٠٢:٣٠٨).

ويشير العديد من الباحثين الى امكانية الاستفادة من مزايا التنوع الدولي اذ ان اداء اسهم معظم الشركات انما يتاثر بصورة كبيرة بالظروف الاقتصادية والسياسيه للبلد الذي تعمل فيه الشركه وان اداء هذه الاسهم انما يعكس الى حد ما الحاله المتوقعه لاقتصاد ذلك البلد ،ولان اقتصاديات البلدان تختلف بصورة واضحة من حيث معدلات النمو فان عوائد الاسهم المدرجه في الاسواق الماليه المختلفه للبلدان المختلفه لايتوقع ان تكون ذات ارتباط كبير ،وهذا على خلاف الاسواق المحليه التي عادة ما تتحرك بنفس الاتجاه بسبب تاثيرها بنفس العوامل وبذلك يمكن الاستفادة من مزايا التنوع الدولي ولكن مع ذلك فان هناك ثلاثة قيود اومحددات اساسيه للتنوع الدولي هي:(Madura,2000:85):

- ١-تكاليف المعاملات : إذ أن كل بلد عادة ما يمتلك سوقا مالية أو أكثر وهناك العديد من الاسواق التي تفرض تكاليف اضافيه على التعاملات الدوليه وإن كانت هذه التكاليف قد أخذت بالانخفاض التدريجي بسبب زيادة عدد الاسواق الماليه وانتشار تكنولوجيا الاتصال الحديثه .
- ٢- تكاليف الحصول على المعلومات : نتيجة لتعدد وانتشار الاسواق الماليه وتنوع لغات الدول يصبح من الصعب الحصول على المعلومات التي يحتاج اليها المستثمر لاتخاذ قرارات الاستثمار في البورصات الدوليه ، وكما هو الحال مع تكاليف المعاملات فان هذه التكاليف قد بدأت بالانخفاض ايضا بسبب زيادة كفاءة الاسواق الماليه وتشديد معايير الشفافيه والافصاح المالي وكذلك الاعتماد المتزايد على الانترنت في الحصول على المعلومات المطلوبه .
- ٣- مخاطرة اسعار الصرف: وهي من اهم وابرز المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها المستثمر عند اختياره لاستراتيجية التنوع الدولي ،وتتمثل هذه المخاطره بالتقلب المستمر في اسعار صرف العملات المختلفه امام العملة المحليه إذ يمكن ان تتحول الارباح المتحققه بالعمله الاجنبيه الى خسائر بالعمله المحليه في حالة انخفاض قيمة العمله الاجنبيه امام العمله المحليه والعكس صحيح .
- ٤- المخاطره السياسييه: وهي المخاطره الناتجه عن احتمال قيام سلطات البلد الاجنبي أو المضيف باتخاذ قرارات تؤدي الى الحاق الضرر بالمستثمر الاجنبي ،أو إن أحداثا سياسييه قد تؤدي الى الحاق ذلك الضرر (Gittman,2000:254) .

إن الاساس الذي ينطلق منه التنوع الدولي هو ان الارتباط بين اداء الأسواق المالية والدولية كان اقل دائما من الارتباط بين اداء الاسواق المحليه وبذلك يمكن الاستفادة من مزايا التنوع ،فمثلا الارتباط بين مؤشرات مختاره للاسواق الماليه الاميركيه وكل من اليابان ، فرنسا والسويد

وللفترة من عام ١٩٩١ ولغاية عام ٢٠٠٠ كانت تبلغ ٠.٣٤، ٠.٥٣، ٠.٤٦ على التوالي ، بينما كان الارتباط بين مؤشر S&P وباقي اسهم بورصة نيويورك يبلغ ٠.٩٧ ولنفس الفترة ويوضح الجدول الاتي معاملات الارتباط بين بعض مؤشرات البورصات العالمية .

الجدول (١)

معاملات الارتباط لبعض البورصات العالمية

	اليابان	فرنسا	بريطانيا	اييطاليا
الولايات المتحدة	٠.٣٥	٠.٥٣	٠.٦٥	٠.٣٠
بريطانيا	٠.٤٧	٠.٦٤		٠.٣١
فرنسا	٠.٤٢			٠.٤٢
اليابان				٠.٤٣

المصدر: (Elton,et.al,2003:267)

رابعاً: قياس عوائد ومخاطر المحفظة الدولية :

كما هو الحال مع عوائد المحفظة الاعتيادية فإن عوائد المحفظة الدولية هي عبارة عن مجموع عوائد الاوراق المالية التي تتضمنها المحفظة مضروبة بالوزن النسبي لكل ورقة مالية .

أما مخاطرة المحفظة الدولية فإنها تتضمن عنصرين للمخاطرة هما :
: (Elton,et.al,2003:265)

١- عائد الاستثمار للورقة المالية في السوق الدولية بعملة البلد الاجنبي وهو نفسه عائد الاستثمار بالاوراق المالية في السوق المحليه والذي يحسب كالآتي :

$$P2-P1+D$$

$$Rs = \frac{P2-P1+D}{P1}$$

إذ أن Rs عائد الاستثمار في الورقة الاجنبيه محسوبا بالعملة الاجنبيه

P1 سعر الورقة السابق

P2 سعر الورقة الجديد

D مقسوم الارباح

٢- العائد (الخسارة) الناتجة عن تقلب سعر صرف العملة الاجنبيه مقابل العملة المحليه ويحسب كالآتي :

$$Re = \frac{E2-E1}{E1}$$

إذ أن Re عائد الورقة المالية الاجنبيه والناتج عن تقلب سعر الصرف

E1 سعر صرف العملة الاجنبيه السابق

E2 سعر صرف العملة الاجنبيه الجديد

وهكذا فإن ارتفاع سعر صرف العملة الاجنبيه سيؤدي الى تحقيق الربح بالنسبه للمستثمر الاجنبي والعكس صحيح . وعليه يمكن حساب العائد الكلي على الاستثمار في الورقه الماليه الاجنبيه كالآتي :

$$TRs=Rs+Re$$

وستكون المخاطرة الناتجه عن ذلك الاستثمار مساويه للآتي :

$$Q^2=Q^2Rs+Q^2Re$$

ويمكن حساب معدل العائد والمخاطره على الاستثمار بالورقه الماليه الاجنبيه بطريقه اخرى من خلال تحويل العوائد من العمله الاجنبيه الى العمله المحليه ومن ثم حساب العائد والمخاطره بالطريقه الاعتياديه (Peter,2003:312) وهذا ما سنستخدمه في هذه الدراسه .

وللحكم على المبادله الافضل ما بين العائد والمخاطره سيتم الاستعانه بمقياس معامل الاختلاف الذي يقيس مخاطرة الوحده الواحده من العوائد كما هو معروف بالنسبه للمتخصصين في الاداره الماليه ووفقا للمعادله الآتيه :

$$D=Q/R$$

المبحث الثاني : منهجية الدراسه

اولا : مشكله الدراسه : تحاول هذه الدراسه البحث في موضوع اساسي في حقل الاداره الماليه الدوليه الا وهو اداره المحافظه الدوليه او التنوع الدولي وذلك من خلال محاوله الاجابه عن تساؤل مهم وهو هل ان التنوع الدولي يمكن ان يخفض من مخاطرة المحافظه ويؤدي الى تحقيق علاقه افضل ما بين العائد والمخاطره ، والى اي مدى يمكن تحقيق ذلك ، أي إنه في ظل ترابط الاسواق الماليه الدوليه هل يمكن حقا الاستفادة من مزايا التنوع الدولي . وكما يبدو من مشكله الدراسه فانها انما تنطلق من النظرية الماليه للمحافظه أي اننا لا نبحث عن حلول لمشكله تطبيقيه بقدر البحث عن إثباتات ومساهمات لتدعيم الفروض والاسس الفكرية لنظريه المحافظه اعتمادا على بيانات الواقع الفعلي .

ثانيا : أهمية الدراسه واهدافها : تنبع اهمية الدراسه من مشكلتها النظرية المعرفيه والتي يمكن ان تشكل إضافه ولو محدوده وبسيطه للفكر المالي وللمكتبه العراقيه والعربيه ، اما اهداف الدراسه وفضلا عن الاجابه عن التساؤلات السابقه فانها تتمحور حول الآتي :

- ١- قياس مخاطرة وعوائد محافظه التنوع الدولي .
- ٢- تحليل عوائد ومخاطر الاستثمار في الاسواق الماليه الاجنبيه .
- ٣- تحديد المزيج الافضل من الاوراق الماليه الذي يؤدي الى تحقيق المحافظه المثلى .
- ٤- تقديم اطار معرفي نظري يمكن البناء عليه مستقبلا لاعداد دراسات أوسع وأكثر دقة .

ثالثا : فرضيه الدراسه : تتبنى الدراسه فرضيه رئيسيه واحده هي (يؤدي التنوع الدولي الى تحقيق المبادله الافضل بين العائد والمخاطره : وسيتم اختبار هذه الفرضيه بالاعتماد على نماذج القياس المقدمه في الجانب النظري من الدراسه .

رابعا : عينه الدراسه: بسبب توقف التعامل وعدم انتظامه لفترات طويله في سوق بغداد للاوراق الماليه(العراق) سوف يتم اللجوء الى البيانات الخاصه بالاسواق الماليه الدوليه اذ تم

اختيار مؤشرات S&P و NIKKI و FT ولفترته من ٢٠٠٥/١/٢ ولغاية ٢٠٠٣/١٠/٨ ولفترات نصف شهريه ، كما سيتم الاعتماد على اسعار صرف العملات الاجنبية وفقاً لاسعار الصرف الفعلية السائده خلال فترة الدراسة وذلك لتحويل العوائد من العملات الاجنبية الى العملة المحليه التي ستمثل في هذا البحث بالدولار من وجهه نظر المستثمر الاميركي . ولمزيد من التوضيح في الجانب التطبيقي سيتم افتراض نسب معينه للاستثمار في كل مؤشر وبصوره متبادله وهذه النسب هي (25%,50%,75%).

المبحث الثالث : الجانب التطبيقي للدراسه :

اولاً: تحليل عوائد الاستثمار في البورصات الدولييه : من خلال البيانات الوارده في الجدول ١ والتي تمثل معدل العائد على الاستثمار في المؤشرات الثلاث محسوباً بالعملات الاجنبية وبالدولار يظهر لنا ان هذه المعدلات قد تآثرت بشده بمخاطر تقلب اسعار الصرف وذلك من خلال تغير معدل العائد المحسوب بالعمله الاجنبية (الجنيه الإسترليني والين الياباني) اذا ما تم تحويله الى العملة المحليه (الدولار) اذ ظهر ان متوسط معدل العائد على الاستثمار في مؤشر FT قد بلغ ٠.٩٢ % محسوباً بالجنيه ولكن هذا المتوسط انخفض الى ٠.٥٥ % فقط عند تحويله الى الدولار الاميركي وذلك بسبب انخفاض قيمة الجنيه امام الدولار خلال فترة الدراسة مما يؤدي الى تاكل الربح المتحقق بالجنيه اذا ما تم حسابه بالدولار ، اما اذا انتقلنا الى مؤشر NIKKI فاننا سنكتشف التأثير الاشد وطأة لتقلب سعر صرف الين مقابل الدولار خلال نفس الفتره اذ تحول متوسط معدل العائد على الاستثمار من ٠.٧٧ % محسوباً بالين الى خساره تبلغ -٠.٣٥ % عند تحويلها الى الدولار وذلك بسبب الانخفاض المتواصل والكبير نسبياً للين الياباني امام الدولار الاميركي خلال فتره الدراسة ، اما متوسط معدل العائد على الاستثمار في مؤشر S&P فقد بلغ ٠.٥٤ % محسوباً بالدولار الاميركي طبعاً . واذا ما نظرنا الى البيانات التفصيليه للمؤشرات اعلاه والمذكوره في الملحق (١) سنجد ان لدينا ثلاث حالات لتحرك معدلات العائد على الاستثمار محسوبه بالعمله المحليه والاجنبية وكالاتي :

أ- حالة ثبات سعر صرف الجنيه او الين امام الدولار : وفي هذه الحاله سوف لن يتاثر معدل العائد المتحقق بالجنيه او الين عند تحويله الى الدولار وتحققت هذه الحاله في الفترات الثانيه ، السابعه ، الثانيه عشر والسابعه عشر بالنسبه لمؤشر FT كما تحققت في الفتره قبل الاخيره في مؤشر NIKKI اذ ظلت معدلات العائد او الخساره على حالها دون تغيير سواء احتسبت بالعمله الاجنبية ام المحليه .

ب- حالة انخفاض سعر صرف الجنيه او الين امام الدولار : وفي هذه الحاله سوف تنخفض العوائد المحسوبه بالعمله الاجنبية او تتحول الى خسائر اذا ما تم حسابها بالعمله المحليه ، اما اذا كانت هناك خسائر بالاساس فانها ستزداد بصوره اكبر عند حسابها بالعمله المحليه ، اي ان المستثمر الاميركي سوف يتاثر بصوره سلبية نتيجة للتحركات النازله لمنحنى صرف العمله الاجنبية مقابل الدولار، وقد تحققت هذه الحاله في اغلب فترات الدراسة نتيجة للاتجاه الصعودي لسعر الدولار امام العملات الاخرى خلال فترة الدراسة، فبالنسبه لمؤشر FT ظهرت هذه الحاله في الفترات الثالثه ، السادسه، التاسعه، العاشره، الحاديه عشره، الثالثه عشره، الرابعه عشره ، الخامسه عشره ، التاسعه عشره والفتره الاخيره من الدراسة. اما بالنسبه لمؤشر NIKKI فقد تحققت هذه الحاله في الفترات الثالثه، الرابعه، الخامسه، السادسه، السابعه، العاشره، الثانيه عشره، الثالثه عشره ، الخامسه عشره والفتره الاخيره من الدراسة .

ج – حالة ارتفاع اسعار صرف الجنيه او الين امام الدولار: وفي هذه الحالة سوف ترتفع معدلات العوائد وتتحول الخسائر الى ارباح او تنخفض قيمة معدلات الخسائر المتحققه بالجنيه او الين عند تحويلها الى الدولار ،اي ان المستثمر سوف يتاثر بصورة ايجابية نتيجة للتحركات الصاعدة لمنحنى اسعار صرف العملة الاجنبية امام عملته المحليه وبمعنى اخر انه سيحقق ارباحا اضافية نتيجة لزيادة سعر صرف العملة التي سيحقق الارباح بها ، وقد تحققت هذه الحالة في بعض فترات الدراسة فقط ، فبالنسبة لمؤشر FT ازداد العائد المتحقق خلال الفترات الرابعه ، السادسه عشر ، والثامنه عشر كما تحولت الخسائر المتحققه بالجنيه في الفترتين الخامسه والثامنه الى ارباح بالدولار نتيجة لارتفاع قيمة الجنيه امام الدولار خلال هذه الفترات . اما بالنسبة لمؤشر NIKKI فقد ازدادت قيمه العوائد المتحققه بالين في الفترات الحاديه عشر ، الرابعه عشر ، السادسه عشر ، والسابعه عشر عند تحويلها الى الدولار كما تحولت خسارته المتحققه بالين في الفتره التاسعه الى ارباح بالدولار . ويظهر من هذه النتائج بان تقلب سعر صرف الجنيه والين امام الدولار قد ادى الى تحقيق تقلب اكبر في معدلات العوائد محسوبة بالدولار مما يؤدي الى اضافة عامل مخاطره قوي وكبير الى العوامل الاخرى للمخاطره الخاصه بكل مؤشر من المؤشرات عينه الدراسة ، وبذلك فان زيادة تقلب اسعار العملات الاجنبية امام العملة المحليه للمستثمر سوف يؤدي الى تحمله لمخاطره اضافيه يجب ان يحقق من خلالها عوائد اضافيه كعلاوه للمخاطره والا فان علاقه بين العائد والمخاطره سوف لن تكون مثاليه.

ثانيا: تحليل مخاطرة الاستثمار في البورصات الدولي

تم استخدام الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لقياس مخاطر الاستثمار في كل مؤشر من مؤشرات الاسهم عينه الدراسة وبالعاملتين المحليه (الدولار) والاجنبية(الجنيه والين) ، اذ ظهر ان قيمة الانحراف المعياري لعوائد الاستثمار في مؤشر FT قد بلغ ١.٧٧ محسوبا بالجنيه و ٢.١٠ بالدولار ، في حين ارتفعت مخاطر الاستثمار في مؤشر NIKKI من ٢.٤٩ بالين الى ٣.٠١ بالدولار مما يؤكد ما ذهبنا اليه من ارتفاع درجة المخاطره بالنسبه للمستثمر المحلي عند انتقاله للاستثمار في الاسواق الدوليه في ظل بيئه ارتفاع سعر صرف عملته المحليه امام العملات الاجنبية خصوصا اذا كان هذا الارتفاع كبيرا. وهذا ينطبق على معامل الاختلاف الذي يمثل مقياسا لمخاطرة الوحده الواحده من العوائد والذي يمكن استخدامه للمقارنه بين الخيارات الاستثماريه عند اختلاف متوسط معدلات العائد ، اذ ارتفع معامل الاختلاف لعوائد الاستثمار في مؤشر FT من ١.٩٢ محسوبا بالجنيه الى ٢.٢ محسوبا بالدولار ، كما ارتفع معامل الاختلاف لعوائد مؤشر NIKKI من ٣.٢٣ الى ٨.٦ محسوبا بالدولار ليشير الى تحقق الخساره وليس الربح من الاستثمار في هذا المؤشر ، اما الانحراف المعياري لعوائد الاستثمار في مؤشر S&P فقد بلغ ١.٧٢ ومعامل الاختلاف ٣.١٩ وهو الاقل بين معاملات الاختلاف المحسوبه بالدولار ويمثل العلاقه الافضل بين العائد والمخاطره ، اي ان المستثمر الاميركي يفضل الاستثمار في مؤشر S&P لوحده على الاستثمار في اي من مؤشري FT و NIKKI كلا على حده ولكن هل ستبقى هذه الحاله على ما هي عليه عند استخدام المحفظه الدوليه اي الجمع بين مؤشرين او اكثر في سلة واحده بالنسبه للمستثمر الاميركي ، هذا ما سيتم اختباره في الفقره اللاحقه من الدراسة .

ثالثا: عائد ومخاطرة المحفظه الدولي

من أجل تحديد مدى امكانية الاستفادة من مزايا التنوع الدولي بصورة مبدئيه تم اختبار علاقه الارتباط البسيط بين عوائد الاستثمار في مؤشرات البورصات الثلاث وظهر ان معامل الارتباط

بين مؤشري FT و S&P يبلغ ٠.٤٢، في حين بلغ معامل الارتباط بين مؤشري NIKKI و S&P-٠.١٧ وبين مؤشري FT و NIKKI ٠.٢٨ كما يوضحها الجدول ٢ وتشير هذه النتائج الى وجود علاقة ارتباط موجبه متوسطه القوه بين مؤشري FT و S&P مما يعني امكانية الاستفادة من مزايا التنوع ولكن بصوره محدوده فقط ، في حين تشير العلاقه العكسيه الضعيفه بين مؤشري S&P و NIKKI الى امكانية تحقيق الاستفادة من مزايا التنوع الى حد كبير اما علاقه الارتباط الموجبه الضعيفه بين مؤشري FT و NIKKI الى امكانية الاستفادة من التنوع بصوره جيده ، اما معامل الارتباط المتعدد بين مؤشر S&P ومؤشري FT و NIKKI فقد كان موجبا ضعيفا ويبلغ ٠.٣٣ ويشير ذلك الى امكانية استخدام استراتيجيه التنوع الدولي لتحسين خصائص العائد والمخاطره للمحفظة الدوليه من الناحيه المبدنيه على الاقل .

وعليه فأن اختبارات العائد والمخاطره للمحفظة الدوليه ستم وفقا للنسب الافتراضيه المقدمه في منهجية البحث اذ يتم تشكيل المحفظة الدوليه من خلال الجمع بين مؤشرين فقط في البدايه وبنسب مختلفه ثم الجمع بين المؤشرات الثلاثه في محفظة واحده وبنسب متساويه وكالاتي :

أ- محفظة (FT و S&P) : سيتم تشكيل المحفظة من المؤشرين بثلاثة اوزان مختلفه في كل مره اذ ستكون لدينا ثلاث محافظ هي :

$$١- \text{المحفظة الاولى } (0.25S\&P+0.75FT)$$

$$٢- \text{المحفظة الثانيه } (0.50S\&P+0.50FT)$$

$$٣- \text{المحفظة الثالثه } (0.75S\&P+0.25FT)$$

وبلغ معدل العائد المتحقق على المحافظ الثلاث (٠.٥١%، ٠.٥٢%، ٠.٥٣%) على التوالي ويشير هذا الى ارتفاع قيمة العائد كلما زادت نسبة الاستثمار في مؤشر S&P بسبب ارتفاع معدل العائد على الاستثمار في هذا المؤشر مقارنة بالمؤشر الاخر ، اما الانحراف المعياري للمحافظ الثلاث فقد بلغ (١.٧٧ ، ١.٣٦ ، ١.٥٥) على التوالي وهذا يشير الى تحقيق المستوى الاقل من المخاطره في المحفظة الثانيه وبصوره واضحه وهذا ما اكده معامل الاختلاف الذي بلغ (٣.٥ ، ٢.٦ ، ٢.٩) على التوالي في المحافظ الثلاث وعليه ووفقا لهذه النتائج تكون المحفظة الثانيه هي المحفظة الافضل من ناحية العلاقه بين العائد والمخاطره .

ب- محفظة (S&P + NIKKI) : كما هو الحال مع المحفظة السابقه سوف يتم اختيار ثلاث محافظ من المؤشرين وفقا لنسب الاستثمار الاتيه :

$$١- \text{المحفظة الاولى } (0.25S\&P+0.75NIKKI)$$

$$٢- \text{المحفظة الثانيه } (0.50S\&P+0.50NIKKI)$$

$$٣- \text{المحفظة الثالثه } (0.75S\&P+0.25NIKKI)$$

وعليه فان معدل العائد على المحافظ الثلاث بلغ (-٠.١٣% ، ٠.١% ، ٠.٣٢%) على التوالي مما يشير الى تحقق الخساره من الاستثمار في مؤشر NIKKI وتتحول خسائر هذه المحفظة الى ارباح وبصوره متزايدة كلما زادت نسب الاستثمار في مؤشر S&P ، اما قيمة الانحراف المعياري فقد بلغت (٢.٢٣ ، ١.٦١ ، ١.٣٩) للمحافظ الثلاث على التوالي وتشير هذه النتائج الى مقدار المخاطره الكبيره نسبيا للاستثمار في مؤشر NIKKI خلال فتره الدراسه وذلك بسبب الخسائر الكبيره والمتلاحقه عند تحويل عوائد المؤشر من الين الى الدولار وهذا ما اكده اختبارات معامل الاختلاف التي بلغت قيمته (-٠.١٧ ، ١٦ ، ٤) للمحافظ الثلاث على التوالي

مشيرة الى وجود خسارته في المحفظة الاولى وانخفاض نسبة المخاطره بقوه كلما زاد الاستثمار في مؤشر S&P بسبب غياب مخاطرة سعر الصرف .

ج - محفظة (FT+NIKKI+S&P) : سيتم اختبار محفظة واحده وبأوزان نسبيه متساويه لكل مؤشر بقيمة (٣٣.٣%) وفي هذه الحالة بلغ معدل العائد (٣١.٣%) في حين بلغ الانحراف المعياري (١.٦) ومعامل الاختلاف (٥.١٦) ويوضح الجدول (٣) هذه النتائج التي تشير الى امكانية الاستفادة من مزايا التنوع الدولي في حالتين فقط من الحالات السابقة اذ امكن تخفيض مخاطره المحفظة الثانيه المتكونه من مؤشري FT+S&P وبنسبة ٥٠% لكل منهما وكذلك المحفظة الثالثه المتكونه من نفس المؤشرين وبنسبة ٧٥% ، ٢٥% على التوالي ، واعطت هاتان المحفظتان علاقه افضل بين العائد والمخاطره مقارنة بمسك مؤشر S&P لوحده او الجمع بينه وبين المؤشرات الاخرى بنسب مختلفه وبالتاكيد فان المحفظة الثانيه هي الافضل لتحقيقها ادنى قيمه لمعامل الاختلاف من بين كل المحافظ الاخرى المحليه او الاجنبيه ، وبسبب معدل العائد السالب (الخساره) للاستثمار في مؤشر NIKKI فإنه لم يتم الاستفادة من مزايا الارتباط السالب بين عوائد هذا المؤشر ومؤشر S&P ، اذ اثرت العوائد السالبة والتقلب الكبير للين مقابل الدولار بشده في مخاطره المحفظة مما ادى الى ارتفاع قيمة معامل الاختلاف وبصورة واضحه في كل المحافظ الناتجه عن الجمع بين مؤشري NIKKI و S&P أو بين المؤشرات الثلاثة معا .

ان هذه النتائج تدلل على وجوب استبعاد الاستثمارات التي تحقق خسارته وبذلك يجب التخلي عن الاستثمار في مؤشر NIKKI بالنسبه للمستثمر الامريكي في ظل هذه الظروف بالرغم من وجود علاقة الارتباط السالبه بين عوائده وعوائد مؤشر S&P ، ومع ذلك فقد امكن الاستفادة من مزايا التنوع الدولي ولو بصورة محدوده من خلال تخفيض المخاطره الكليه للمحفظة ، وعليه ووفقا لهذه النتائج لا يمكن الحكم بقبول فرضية الدراسه وقد يرجع السبب في ذلك الى عينة الدراسه التي تضمنت مؤشرا يحقق خسارته أو بسبب انخفاض عدد الموجودات الدوليه في المحفظة (موجودين او ثلاثة فقط) او بسبب محدودية فتره الدراسه ، لذلك هناك حاجه لاعاده اختبار الفرضيه في دراسات اخرى اوسع واشمل لكي يتم التمكن من الحكم على فرضية الدراسه والتوصل الى نتائج علميه دقيقه يمكن القبول بها ، كما يمكن دراسه حاله من وجهه نظر المستثمر الياباني والذي سيحقق الارباح الاضافيه عند تحويل عوائد مؤشر S&P المحسوبه بالدولار الى الين .

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات:

اولا: الاستنتاجات:

- ١- يؤدي وجود مخاطرة سعر الصرف الى زياده مستويات المخاطره بالنسبه للاستثمارات الدوليه خصوصا اذا كانت معدلات تقلب العمله كبيره مما قد يؤدي الى تحول العوائد بالعملات الاجنبيه الى خسائر بالعمله المحليه عند انخفاض قيمه العملات الاجنبيه امام العمله المحليه .
- ٢- يمكن الاستفادة من مزايا التنوع الدولي في بعض الحالات عندما يكون معامل الارتباط صغيرا اوصفريا اوسالبا بين عوائد الموجودات الاجنبيه ولكن يجب الاخذ بنظر الاعتبار استبعاد الموجودات التي تحقق خسارته وتختلف حاله وفقا لاتجاهات حركة اسعار الصرف بالنسبه للمستثمر من ناحية تفضيل التنوع الدولي من عدمه .
- ٣- كلما ازداد تنوع المحفظة كلما ادى ذلك الى انخفاض التأثير النسبي للموجودات التي تحقق خسارته او ذات المخاطره العاليه ولكن هذه القاعده تحتاج الى اختبارات اضافيه لكي يتم التاكيد من صحتها تماما خصوصا فيما يتعلق بعدد الموجودات التي يجب مسكها في المحفظة الواحده .

٤- يزداد عائد المحفظه بزيادة نسبة الاستثمار في الموجود ذي العائد الاعلى وينطبق ذلك على المخاطره .

ثانياً : التوصيات :

١- التوجه نحو التنوع الدولي للمحفظه خصوصا في ظل بينه انخفاض قيمة العملة المحليه امام العملات الاجنبيه مع مراعاة الاختيار الدقيق للموجودات الاجنبيه المختاره والتي ينصح من الناحيه النظرية على الاقل ان تكون عوائدها ذات ارتباط سالب اوصفري مع عوائد الموجودات المحليه .

٢- الابتعاد عن الموجودات الاجنبيه التي تشهد عمالات بلدانها تقلبا شديدا في اسعار صرفها مقابل العملة المحليه وذلك للتخلص من المخاطره المرتفعه لتقلب اسعار الصرف .

٣- القيام بدراسات اخرى حول هذا الموضوع للتوصل الى نتائج اكثر دقة وعلمية من التي توصلت اليها دراستنا المتواضعه هذه .

الجدول (٢)

خصائص العائد والمخاطره للمؤشرات عينة الدراسه

FT بالجنيه	FT بالدولار	NIKKI بالين	NIKKI بالدولار	S&P بالدولار	
0.92 %	0.505 %	0.77 %	-0.35 %	0.04 %	الوسط الحسابي للعائد
1.77	2.1	2.49	3.01	1.72	الانحراف المعياري
1.92	4.2	3.32	-8.6	3.19	معامل الاختلاف

الجدول (٣)

العائد والمخاطره للمحافظ الاستثماريه

المحفظه	متوسط العائد %	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف
أ- محفظة (S&P و FT)			
١- المحفظه الاولى (0.25S&P+0.75FT)	-0.13	2.23	-17
٢- المحفظه الثانيه (0.50S&P+0.50FT)	0.1	1.61	16
٣- المحفظه الثالثه (0.75S&P+0.25FT)	0.32	1.39	4
ب- محفظه (NIKKI + S&P)			
١- المحفظه الاولى (0.25S&P+0.75NIKKI)	0.51	1.77	3.5
٢- المحفظه الثانيه (0.50S&P+0.50NIKKI)	0.52	1.36	2.6
٣- المحفظه الثالثه	0.53	1.55	2.9

			. (0.75S&P+0.25NIKKI)
٥.١٦	١.٦	٠.٣١	ج – محفظة (FT+NIKKI+S&P)

الملحق (١) البيانات التفصيلية للدراسة

جدول (١)
قيمة المؤشرات عينة الدراسة بالعملات المحلية

التاريخ	S&P بالدولار	FTSE بالجنيه	NIKKI بالدين
٢٠٠٥/١/١٠	١١٨٥	٤٨١٩	١١٥٤٠
١/٢٤	١١٧١	٤٨١٣	١١٢٨٩
٢/٧	١٢٠٥	٤٩٧٩	١١٥٠٠
٢/٢١	١٢١١	٥٠٣٣	١١٥٩٨
٣/٧	١٢٠٠	٥٠٢٧	١١٩٢٥
٣/٢١	١١٧١	٤٩٣٣	١١٨٤٢
٤/٤	١١٨١	٤٨٩٧	١١٦٦٨
٤/١٨	١١٥٢	٤٨٢٧	١٠٩٣٨
٥/٢	١١٧١	٤٨٦١	١١٠٠٢
٥/١٦	١١٨٩	٤٨٨٧	١١٠٤٩
٥/٣٠	١١٩٦	٤٩٦٤	١١٢٧٧
٦/١٣	١٢١٧	٥٠٥٠	١١٣١٦
٦/٢٧	١١٩٤	٥٠٤٤	١١٣٧٩
٧/١١	١٢٢٨	٥٢٤٢	١١٦٧٥
٧/٢٥	١٢٣٤	٥٢٧١	١١٧٦٣
٨/٨	١٢٣٠	٥٣٤٤	١١٧٧٩
٨/٢٢	١٢٠٥	٥٣١٨	١٢٤٥٣
٩/٦	١٢٤١	٥٣٥٩	١٢٥٩٩
٩/٢٠	١٢١٥	٥٤٣٠	١٣١٤٩
١٠/٣	١٢٢٨	٥٥٠٢	١٣٥٢٥

المصدر: www.Tadawel.Com

جدول (٢)
العائد على الاستثمار في المؤشرات عينة الدراسة بالعملات المحلية والدولار %

التاريخ	NIKKI بالدين	NIKKI	FTSE بالجنيه	FTSE	S&P بالدولار
---------	--------------	-------	--------------	------	--------------

	بالدولار		بالدولار		
0	0	0	0	0	٢٠٠٥/١/١٠
-0.1	-0.1	-2.2	-2	-1.1	١/٢٤
3.3	2.4	1.9	-2	2.9	٢/٧
1.1	3.8	0.8	-2	0.5	٢/٢١
-0.1	0.4	2.8	-5	1	٣/٧
-2	-4	-0.7	-3	2.4	٣/٢١
-0.7	-0.7	-1.5	-4	0.9	٤/٤
-1.5	1.5	-6	-5	-2.4	٤/١٨
5.7	0.2	0.6	1	1.6	٥/٢
0.5	-3.7	-0.6	-2	1.5	٦/١٦
1.6	1.5	0.4	3	0.6	٥/٣٠
1.7	1.7	2	1	1.8	٦/١٣
-0.1	0.7	0.3	-1	-1.9	٦/٢٧
3.9	1	0.7	1	2.8	٧/١١
0.6	0	2.6	1	0.5	٧/٢٥
1.4	4.2	0.1	1	-0.3	٨/٨
-0.5	-0.5	5.7	6.6	-2	٨/٢٢
0.8	3	1.2	1.8	3	٩/٦
1.5	-0.9	4.4	4.4	-2.1	٩/٢٠
1.3	-0.4	2.9	-1.7	1.1	١٠/٣

جدول (٣)
اسعار صرف الجنيه والين مقابل الدولار خلال فترة الدراسة

التاريخ	دولار /جنيه	ين/دولار
---------	-------------	----------

١٠٣	١٠٨٨	٢٠٠٥/١/١٠
١٠٣	١٠٨٨	١/٢٤
١٠٦	١٠٨٦	٢/٧
١٠٥	١٠٩١	٢/٢١
١٠٤	١٠٩٢	٣/٧
١٠٦	١٠٨٨	٣/٢١
١٠٨	١٠٨٨	٤/٤
١٠٧	١٠٩١	٤/١٨
١٠٦	١٠٩٠	٥/٢
١٠٨	١٠٨٤	٥/١٦
١٠٨	١٠٨٢	٥/٣٠
١٠٩	١٠٨٢	٦/١٣
١١٠	١٠٨١	٦/٢٧
١١٢	١٠٧٦	٧/١١
١١٢	١٠٧٥	٧/٢٥
١١١	١٠٨٠	٨/٨
١١٠	١٠٨٠	٨/٢٢
١١٠	١٠٨٤	٩/٦
١١١	١٠٨٠	٩/٢٠
١١٥	١٠٧٧	١٠/٣

المصدر: www.Tadawel.Com

المصادر:

اولاً: العربيه

١- الكتب

١- الجميل، سرمد كوكب (التمويل الدولي مدخل في الهياكل والعمليات والادوات) العراق – جامعة الموصل ٢٠٠٢.

- ٢- عمر ، واثق ابو احمد (النظريه المعاصره لمحفظه الاوراق الماليه) ،سوريا ،دار الرضا للنشر الطبعه الاولى .٢٠٠٣
- ٣- الهندي ،عدنان (الاستثمارات الدوليه .. النظريه والتطبيق) الاردن ، دار السرو للنشر والتوزيع الطبعه الاولى ٢٠٠٠ .

ب- الدوريات

- ١- المجدي ، عبد الله (كيف تبني محفظتك الدوليه) مقال منشور على الانترنت ،الموقع

www.Ketabat.com

ثانيا : الاجنبيه

١- الكتب :

- 1-Chance , William(portfolio management theory) , U.K. 2nd.ed. 2003.

- 2- Elton,J.Edwin. Martin,J.gruber. Brown,J.stephen. And Goetzmann,N.William. (Modern portfolio Theory And Investment Analysis),6th.ed. John wields and sons, inc.USA,2003.

- 4-Gitman,J.Lawrence(Principle of managerial finance), RR Donnelley&sons Company,Usa,2000.

- 5- hirschey,mark, (investment, theory and application) ,1st.ed. Harcourt.inc.usa. 2001.

- 6- Madura, jaff,(international financial man.)6th.ed international Thomson publishing inc.usa.2000.

٢- الدوريات

- 1- Chandler,a.ross .(The risk of securities) ,Journal of banking man. No 134. 2004. 2-Petert ,r. welly . (Why is the diversification good) , www.Papers.com 2003.

- 3- Rose ,D.J. (the investment decision in international markets), financial markets journal .No 45 ,1999.

- 4- www.tadawel.com (financial indexes , exchange rate) .