

جامعة النجاح الوطنية
كلية الدراسات العليا

التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين

إعداد
داليا عنان حلمي عبد العزيز

إشراف
د. مفيد الظاهر
د. سامح العطوط

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المنازعات
الضريبية بكلية الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين.

2018م

التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين

إعداد

داليا عنان حنمي عبد العزيز

نوقشت هذه الأطروحة بتاريخ 2018/11/01م، وأجيزت.

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

.....

1. د. مفيد الظاهر / مشرفاً رئيسياً

.....

2. د. سامح العطوط / مشرفاً ثانياً

.....

3. د. رائد عريقات / ممتحناً خارجياً

.....

4. أ. د. طارق الحاج / ممتحناً داخلياً

الإهداء

إلى أمي وأبي حفظهما الله ...

إلى جميع أفراد أسرتي ...

إلى من تحدث معنا الحاضر لنرسم المستقبل، جامعة النجاح الوطنية ...

إلى كل زملائي وزميلاتي في مسيرتي التعليمية ...

إلى كل من علمني حرفاً ... جزاه الله خير الجزاء

و إلى كل من ساهم في إنجاز هذه الرسالة...

أهدي عملي المتواضع هذا

داليا

الشكر والتقدير

الشكر لله رب العالمين على كرمه ونعمه، والذي بنعمته تتم الصالحات

أتوجه بالشكر لكل من ساعدني على إتمام هذه الرسالة بصورة جيدة ...

وأخص بالشكر الدكتور مفيد الظاهر والدكتور سامح العطوط اللذان ساهما في الإشراف على هذه الرسالة، ولم يبخلا علي بمعرفتها وعلمهما وساعدوني في إتمام هذا العمل المتواضع.

كما أقدم بجزيل الشكر للسادة أعضاء لجنة المناقشة الدكتور رائد عريقات والأستاذ الدكتور طارق الحاج لجهودهم الرائعة في مراجعتهم جميع جوانب الرسالة وملاحظاتهم وتوجيهاتهم القيمة.

كما وأشكر كل من ساهم في وصولي إلى هذه الدرجة من العلم والمعرفة...

جزاكم الله خيرا الجزاء...

الباحثة

الإقرار

أنا الموقعة أدناه، مقدمة الرسالة التي تحمل العنوان:

التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه، حيث أن هذه الرسالة كاملة، أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل أي درجة أو لقب علمي أو بحث لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

Declaration

The work provided in this thesis, unless otherwise referenced, is the researcher's own work, and has not been submitted elsewhere for any other degree or qualification.

Student's name:

اسم الطالبة:

Signature:

التوقيع:

Date:

التاريخ:

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
ج	الإهداء
د	الشكر والتقدير
هـ	الإقرار
و	فهرس المحتويات
ي	فهرس الجداول
م	فهرس الأشكال
ن	فهرس الملاحق
س	الملخص
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
2	مقدمة الدراسة
3	مشكلة الدراسة وأسئلتها
4	أهمية الدراسة
5	أهداف الدراسة
6	فرضيات الدراسة
8	متغيرات الدراسة
8	منهجية الدراسة
8	مجتمع وعينة الدراسة
9	مصطلحات الدراسة
11	الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة
12	المبحث الأول: ماهية الاستثمار
12	مقدمة
13	مفهوم الاستثمار
14	العوامل التي تؤثر على الاستثمار
15	أهمية الاستثمار
15	أهداف الاستثمار
16	مجالات الاستثمار

الصفحة	الموضوع
18	أدوات الاستثمار
20	القرار الاستثماري
20	أسس ومبادئ القرار الاستثماري
21	محددات القرار الاستثماري
24	إدارة الاستثمار
24	العائد على الاستثمار
26	مخاطر الاستثمار
29	العلاقة ما بين عائد ومخاطر الاستثمار
31	المبحث الثاني: ماهية المحافظ الاستثمارية
31	مقدمة
31	مفهوم المحفظة الاستثمارية
33	أهمية المحفظة الاستثمارية
33	أهداف المحفظة الاستثمارية
34	أنواع المحافظ الاستثمارية
37	المبحث الثالث: بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية
37	نظرية المحفظة الاستثمارية
38	مراحل تشكيل المحفظة الاستثمارية
44	المبحث الرابع: مقومات بناء المحفظة الاستثمارية (عائد ومخاطر وتنويع المحفظة)
44	أولاً: عائد المحفظة الاستثمارية
46	ثانياً: مخاطر المحفظة الاستثمارية
57	ثالثاً: تنويع المحفظة الاستثمارية
62	المبحث الخامس: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
62	مقدمة
62	قياس أداء المحفظة الاستثمارية
67	المقارنة بين الطرق التقليدية لقياس أداء المحفظة الاستثمارية
69	تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
70	المبحث السادس: الدراسات السابقة

الصفحة	الموضوع
70	الدراسات العربية
77	الدراسات الأجنبية
82	الفصل الثالث: الطريقة والإجراءات
83	مقدمة
83	منهج الدراسة
83	مجتمع وعينة الدراسة
84	متغيرات الدراسة
85	إجراءات الدراسة
86	المعالجات الإحصائية
88	الفصل الرابع: نتائج الدراسة
89	مقدمة
89	التحليل الإحصائي الوصفي
91	النتائج الإحصائية المتعلقة بفرضيات الدراسة
92	نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الأولى
92	نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الثانية
93	نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الثالثة
94	نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الرابعة
95	اختبار الفرضية الفرعية الأولى
96	اختبار الفرضية الفرعية الثانية
97	اختبار الفرضية الفرعية الثالثة
98	اختبار الفرضية الفرعية الرابعة
100	نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الخامسة
101	اختبار الفرضية الفرعية الأولى
103	اختبار الفرضية الفرعية الثانية
104	اختبار الفرضية الفرعية الثالثة
105	اختبار الفرضية الفرعية الرابعة
107	الفصل الخامس: ملخص النتائج والتوصيات
108	النتائج

الصفحة	الموضوع
109	التوصيات
111	قائمة المراجع والمصادر
118	الملاحق
b	Abstract

فهرس الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
جدول (1)	العوامل التي تؤثر على الاستثمار	14
جدول (2)	مجالات الاستثمار	16
جدول (3)	الأدوات الاستثمارية	18
جدول (4)	أنواع المحافظ الاستثمارية	35
جدول (5)	أنواع السياسات الاستثمارية	40
جدول (6)	استراتيجيات الاستثمار	41
جدول (7)	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين	90
جدول (8)	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين	90
جدول (9)	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين	91
جدول (10)	التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين	91
جدول (11)	نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق في أداء المحافظ الاستثمارية حسب نوع الهيئة	92
جدول (12)	نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية حسب نوع الهيئة	93
جدول (13)	مصفوفة العلاقة الارتباطية بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحفظة الاستثمارية	93
جدول (14)	معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع الهيئات	94
جدول (15)	نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التنويع على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع الهيئات	95
جدول (16)	معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحافظ الاستثمارية للبنوك التجارية العاملة في فلسطين	95

الرقم	الجدول	الصفحة
جدول (17)	نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التمويل على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين	96
جدول (18)	معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التمويل وأداء المحافظ الاستثمارية للبنوك الإسلامية العاملة في فلسطين	96
جدول (19)	نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التمويل على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين	97
جدول (20)	معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التمويل وأداء المحافظ الاستثمارية لشركات التأمين العاملة في فلسطين	98
جدول (21)	نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التمويل على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين	98
جدول (22)	معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التمويل وأداء المحافظ الاستثمارية لشركات الوساطة العاملة في فلسطين	99
جدول (23)	نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التمويل على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين	99
جدول (24)	معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع الهيئات	100
جدول (25)	نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع الهيئات	101
جدول (26)	معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين	102
جدول (27)	نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين	102
جدول (28)	معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين	103
جدول (29)	نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين	103
جدول (30)	معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين	104

الرقم	الجدول	الصفحة
جدول (31)	نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين	105
جدول (32)	معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين	105
جدول (33)	نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين	106

فهرس الأشكال

الرقم	الشكل	الصفحة
شكل (1)	نموذج الدراسة (متغيرات الدراسة)	8
شكل (2)	محددات وصعوبات الاستثمار	23
شكل (3)	العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري	23
شكل (4)	أنواع الأدوات الاستثمارية حسب مخاطرها	27
شكل (5)	منحنى التوزيع الاحتمالي لشركتين مختلفتين	29
شكل (6)	العلاقة ما بين العائد والمخاطرة	30
شكل (7)	نموذج الدراسة (متغيرات الدراسة)	84

فهرس الملاحق

الرقم	الجدول	الصفحة
ملحق (1)	هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين	119
ملحق (2)	البيانات المستخرجة من القوائم المالية	121
ملحق (3)	مكونات المحافظ الاستثمارية لهيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين	132
ملحق (4)	نتائج اختبار الفرضيات	147

التنوع وأثره على أداء المحافظ الاستثمارية في فلسطين

إعداد

داليا عنان حلمي عبد العزيز

إشراف

د. مفيد الظاهر

د. سامح العطوط

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سياسة تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين على أداء المحفظة، متمثلة بالبنوك التجارية والإسلامية وشركات التأمين والوساطة العاملة في فلسطين، وذلك للفترة ما بين (2007-2016). بالإضافة إلى معرفة أثر حجم رأس المال ورأس المال المستثمر والأصول على أداء تلك المحافظ.

ولتحقيق هدف الدراسة، تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم الاعتماد على بيانات ثانوية مستخلصة من القوائم المالية لهيئات إدارة المحافظ في فلسطين ليتم استخراج البيانات المتعلقة بأداء المحافظ الاستثمارية. حيث تم حساب عائد المحفظة الاستثمارية لجميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين، والمخاطر الكلية لتلك المحافظ، وكذلك المخاطر النظامية وغير النظامية والعائد الخالي من المخاطرة ومؤشر شارب الذي يعبر عن أداء تلك المحافظ، بالإضافة إلى حجم رأس المال والأصول ورأس المال المستثمر ومكونات المحافظ الاستثمارية لجميع تلك الهيئات.

وبعد استخراج وحساب البيانات والأرقام اللازمة، تم إدخالها على برنامج التحليل الإحصائي لحساب مؤشرات التحليل الإحصائي الوصفي كالوسط الحسابي والانحراف المعياري وغيرها من المؤشرات، وأيضاً لفحص واختبار الفرضيات وحساب معامل الارتباط بين المتغيرات، حيث تم استخدام عدة اختبارات لفحص تلك الفرضيات كاختبار التباين الأحادي (One-way Anova Test) واختبار الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression) والمتعدد (Multiple Linear Regression) ومعامل ارتباط بيرسون.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: لا توجد فروق في أداء المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ ولكن توجد فروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ، وجود علاقة ارتباطية سالبة ضعيفة تكاد تكون معدومة بين أداء المحفظة وكل من حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول في جميع هيئات إدارة المحافظ، سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية والإسلامية وشركات الوساطة العاملة في فلسطين أما في شركات التأمين فإن سياسة التنويع لا تؤثر على أداء المحافظ، وكذلك الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) لا تؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الوساطة العاملة في فلسطين، ولكن حجم رأس المال المستثمر فقط يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين.

ومن أهم التوصيات التي أوصت بها الباحثة: يجب على كل هيئة اتباع سياسة تنويع مناسبة لها والعمل على تحسينها، أن لا تهتم هيئات إدارة المحافظ كثيراً بأصولها المالية وإنما يجب عليها أن تولي اهتمامها لجانب آخر لتحسين أداء محافظها، أن تقوم البنوك التجارية والإسلامية وشركات الوساطة العاملة في فلسطين بالاهتمام بسياسة تنويع محافظها الاستثمارية والعمل على تحسينها بشكل يؤدي إلى تحسين أداء تلك المحافظ، بالإضافة إلى ضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول المحافظ الاستثمارية في فلسطين.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

مقدمة الدراسة

أدت التطورات الاقتصادية الكبيرة إلى حدوث زيادة في الموارد المالية، الأمر الذي دفع المستثمرون الذين يملكون هذا الفائض المالي إلى البحث عن عدة طرق ووسائل لتشغيله وتوظيفه، فكانت المحفظة الاستثمارية من أهم الطرق المتاحة لذلك. (بوزيد، 2007)

حيث يعتبر الاستثمار من أهم الأدوات المتبعة للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي وزيادة نسبة التنمية الاقتصادية وإنعاش الثروات الوطنية وإشباع الحاجات الأساسية في الدولة (القاضي، 2016). كما ويعد الاستثمار عملية إدارية تحتاج إلى تخطيط وقدرة على التنبؤ بالتوجهات والاحتياجات المستقبلية، بالإضافة إلى ضرورة التفكير ملياً والدراسة بعناية قبل أخذ أي خطوة، ووضع عوامل المخاطرة في البيئة المحيطة بالاستثمار في عين الاعتبار (برادعي، 2013) حتى يستطيع المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح الذي يعود عليه بأكبر عائد ممكن بأقل التكاليف والمخاطر.

وتعتبر المحفظة الاستثمارية من أهم الوسائل التي يلجأ إليها المستثمرون لتشغيل الفائض من أموالهم واستثمارها، وذلك للحصول على عائد مرضي وتعويضهم عن المخاطر والتكاليف التي يتحملونها في سبيل هذا العائد.

ولكن هناك تناقض في تحقيق هذين الهدفين، لأن الحصول على عائد عالٍ يتطلب تحمل مخاطر عالية وهذا ما لا يرغبه المستثمرون، وخاصة أن عمليات الاستثمار تتضمن الكثير من المخاطر، مثل تقلبات الأسعار وحدوث بعض الظروف غير المتوقعة، لذلك ظهر هناك ما يسمى بالتنويع. (السلطان، 2009)

حيث أن الإدارة الكفؤة للمحفظة الاستثمارية تضمن تحقيق هذا الهدف وتوفير المناخ المناسب للإستثمار، من خلال اتباع المستثمر لسياسة تنويع محتويات المحفظة للحد من

المخاطر، بالإضافة إلى اتباع إجراءات معينة لإختيار الإستثمار المناسب. (شبير، 2015، الشريف، 2005).

وبما أن مبدأ التنويع يقوم على نصيحة مهمة وهي "لا تضع البيض في سلة واحدة"، فالمستثمر يقوم باستثمار أمواله في مجالات مختلفة لعدة منشآت، فلا يركز على قطاع واحد أو مجال محدد في هذا القطاع، ولا يستثمر جميع أمواله في منشأة واحدة، الأمر الذي قد يعرضه لمخاطر أكثر في حال انخفاض الأسعار أو تعرض القطاع المستثمر فيه لبعض الظروف غير المتوقعة، والتي تؤثر سلباً على الأصول أو الأوراق المالية المستثمر فيها، أو إفلاس الشركة المستثمر فيها.

أما بالنسبة لإدارة المحفظة، فهي عملية مهمة تتطلب الكثير من الخبرة في مجال الاستثمار لاتخاذ القرارات الصحيحة التي تحقق أهداف المستثمرين. وبما أن البنوك وشركات التأمين وشركات الوساطة تملك الاختصاص والخبرة والكفاءة والمواد اللازمة والتكنولوجيا، فإن المستثمرين يوكلون مهمة إدارة محافظهم إلى هذه الجهات (برادعي، 2013). ومن ناحية أخرى فإن هذه المؤسسات تستفيد من هذه المحافظ لتشغيل أموالها وتعزيز أرباحها ودعم مركزها المالي والتنافسي في السوق. (القاضي، 2016)

مشكلة الدراسة وأسئلتها

تقوم شركات إدارة المحافظ بإدارة محافظها ومحافظ أغلب المستثمرين بسبب خبرتها وتوفر الامكانيات لديها، حيث قامت هذه الشركات بتطوير واستحداث استراتيجياتها وسياساتها للتعامل الجيد والإدارة الكفوة لهذه المحافظ، وذلك لزيادة عوائدها وأرباحها وتحقيق أهداف المستثمرين بتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل المخاطر.

وإحدى سياسات هذه الشركات هي سياسة تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية، أي استثمار الأموال في عدة مجالات مختلفة وليس في مجال واحد فقط. وذلك للحصول على مزيج متنوع من الاستثمارات تجنباً للمخاطر التي قد يتم التعرض لها في حال استثمار جميع الأموال

في قطاع واحد، وتحقيقاً لأهداف المستثمر في الحصول على أكبر عائد ممكن مقابل أقل المخاطر. كما ويجب على هذه الشركات معرفة أثر سياسة التنويع التي تتبعها على أداء تلك المحافظ من حيث العائد والمخاطرة، فيجب عليها أن تختار السياسة المناسبة التي تحقق أكبر العوائد بأقل المخاطر.

يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال السؤال الرئيسي التالي:

هل يوجد أثر لسياسة تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين، والتمثلة في البنوك التجارية والإسلامية وشركات التأمين والوساطة، على أداء المحفظة معبر عنها بمؤشر شارب (Sharpe)؟

ومنه تتفرع الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل توجد فروق في أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين والتمثلة في البنوك التجارية والإسلامية وشركات التأمين والوساطة؟
2. هل توجد فروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين والتمثلة في البنوك التجارية والإسلامية وشركات التأمين والوساطة؟
3. هل توجد علاقة بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين؟
4. هل يوجد أثر للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين على أداء المحفظة معبر عنها بمؤشر شارب (Sharpe)؟

أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية المحافظ الاستثمارية كونها تعتبر من الأدوات المهمة وإحدى أساليب الاستثمار الحديثة التي تعمل على زيادة الطاقة الإنتاجية والكفاءة الاقتصادية

واستغلال الموارد بشكل أفضل وتنشيط السوق، خاصة في الدول النامية التي تعاني من قلة مواردها المالية وسوء استخدام الموارد المتاحة، لذلك فهذه الطريقة تعتبر من أهم الأدوات لاستثمار الأموال وتحقيق العائد المطلوب بأقل المخاطر الممكنة.

ومن هنا ظهرت أهمية هذه الدراسة، فالإدارة الجيدة للمحافظ الاستثمارية تعمل على تحقيق العائد المرغوب لشركات إدارة المحافظ وتقليل مخاطر الاستثمار، وهذا ما يسعى له المستثمرون لتلبية حاجاتهم ورغباتهم. بالإضافة إلى قلة الدراسات التي تتناول دور شركات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين.

كذلك يوجد عدد كبير من الاستثمارات في فلسطين، حيث بلغ حجم الاستثمارات من مجموع الأصول في عام 2016 للبنوك التجارية 14.06%، وللبنوك الإسلامية 3.11%، ولشركات التأمين 25.3%، أما شركات الوساطة فبلغ حجم الاستثمارات 17.5%.

أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، من أهمها:

1. الهدف الرئيسي

معرفة أثر سياسة تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين على أداء المحفظة معبر عنها بمؤشر شارب

2. الأهداف الفرعية

أ- معرفة الفروق في أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين

ب- معرفة الفروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في

فلسطين

ت- معرفة العلاقة بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين

ث- معرفة أثر الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) في جميع هيئات إدارة المحافظ في فلسطين على أداء المحفظة

ج- معرفة مكونات المحافظ الاستثمارية في فلسطين

فرضيات الدراسة

1. الفرضية الصفرية الرئيسية الأولى: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة

($\alpha \leq 0.05$) في أداء المحافظ الاستثمارية تعزى لنوع هيئة إدارة المحافظ في فلسطين"

2. الفرضية الصفرية الرئيسية الثانية: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة

($\alpha \leq 0.05$) في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية تعزى لنوع هيئة إدارة المحافظ في

فلسطين"

3. الفرضية الصفرية الرئيسية الثالثة: "لا توجد علاقة ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة

($\alpha \leq 0.05$) بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم

الأصول) وأداء المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ في فلسطين "

4. الفرضية الصفرية الرئيسية الرابعة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة

($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ

العاملة في فلسطين".

ومنها تتفرع الفرضيات الفرعية التالية:

أ. الفرضية الفرعية الأولى: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$)

لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين".

ب. الفرضية الفرعية الثانية: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين".

ج. الفرضية الفرعية الثالثة: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين"

د. الفرضية الفرعية الرابعة: " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين"

5. الفرضية الصفرية الرئيسية الخامسة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين".

و منها تتفرع الفرضيات الفرعية التالية:

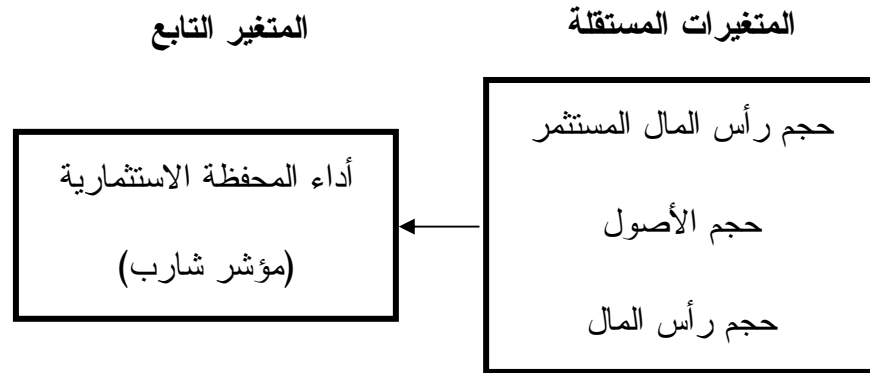
أ. الفرضية الفرعية الأولى: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين"

ب. الفرضية الفرعية الثانية: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين"

ج. الفرضية الفرعية الثالثة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين"

د. الفرضية الفرعية الرابعة: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين"

متغيرات الدراسة



شكل (1) نموذج الدراسة (متغيرات الدراسة)

منهجية الدراسة

من أجل تحقيق الأهداف والإجابة على الأسئلة المذكورة سابقاً، تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي. حيث تم الاعتماد على بيانات ثانوية مستخلصة من القوائم المالية لشركات إدارة المحافظ في فلسطين ليتم استخراج البيانات المتعلقة بأداء المحافظ الاستثمارية، وتم إجراء مراجعة شاملة للدراسات السابقة والأدبيات والأبحاث والرسائل العلمية حول مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهميتها وتحديد مفاهيم الدراسة، بالإضافة إلى استخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) لمعالجة البيانات وللإجابة على أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها.

مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات إدارة المحافظ في فلسطين، المتمثلة في البنوك التجارية والإسلامية العاملة في فلسطين وشركات التأمين وشركات الوساطة، والتي بلغ عددها 31 شركة. حيث بلغ عدد البنوك التجارية العاملة في فلسطين والتي تدير محافظ استثمارية (4) بنوك وطنية، و(2) بنوك إسلامية، و(8) بنوك وافدة. وبلغ عدد شركات التأمين التي تدير محافظ استثمارية (9) شركات، منها شركة تأمين إسلامية واحدة وشركة واحدة للتأمين على الحياة، أما شركات الوساطة التي تدير محافظ استثمارية فقد بلغ عددها (8) شركات.

وفي هذه الدراسة، تم عمل مسح شامل لجميع مجتمع الدراسة مع استبعاد فقط شركة التأمين على الحياة.

مصطلحات الدراسة

1. شركات إدارة المحافظ: هي الشركات التي لها محافظ استثمارية وتقوم بإدارتها لتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل المخاطر، بالإضافة إلى إدارة محافظ العملاء سواء كانوا أفراد أو شركات (بوزيد، 2007)

2. شركات التأمين: هي الشركات التي تقوم بالتأمين على ممتلكات الأفراد والشركات من أي مخاطر قد تتعرض لها كالحريق والزلازل والحوادث، مقابل مبلغ من المال يتم دفعه لهذه الشركات، على أن تتعهد الشركة بتقديم تعويض للجهات المؤمنة عن المخاطر التي تعرضت لها ممتلكاتهم بفعل عوامل خارجة عن إرادتهم.

3. شركات الوساطة: هي وسيط بين العميل والسوق أو بين العملاء بعضهم البعض، حيث تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة على العملاء مقابل عمولة محددة (صالحة، 2007)

4. البنوك التجارية: عبارة عن منشأة مالية، تقوم بدور الوسيط بين الفئات التي لديها فائض أموال والفئات التي تحتاج إلى أموال مقابل عمولة تتقاضاها، بالإضافة إلى المحافظة على أموال الأفراد الطبيعيين والمعنويين من خلال الودائع وهي تعتبر أحد وظائفها الرئيسية، بالإضافة إلى العديد من الخدمات المصرفية التي تصب في صالح عملائها وصالحها في تعظيم ربحيتها (بالحاج، فلاح، 2013)

5. المحافظ الاستثمارية: هي أحد أوجه استثمار الأموال، سواء من قبل الأفراد أو الشركات، حيث تقوم هذه الجهات باستثمار أموالها في الأصول أو الأوراق المالية أو أي شكل آخر من أشكال الاستثمار، للحصول على أكبر عائد مقابل أقل المخاطر الممكنة، وذلك من خلال اتباع مبدأ التنويع في الاستثمارات وعدم التركيز على جانب واحد فقط (رمضان، 2005)

6. عائد المحفظة الاستثمارية: هي الأرباح التي يحصل عليها المستثمر من استثمار أمواله في المحفظة (عمران، بورزق، 2006)

7. مخاطر المحفظة الاستثمارية: تعني عدم تأكد المستثمر من العوائد الاستثمارية التي يمكن أن يحققها في المستقبل أو اختلاف العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة (مليك، 2013)

8. العائد الخالي من المخاطرة: هو العائد الذي يحققه المستثمر ولا يكون عليه أي نوع من المخاطر مثل أدونات الخزينة

9. مؤشر شارب: يقيس هذا المؤشر الزيادة في عائد المحفظة ممثلاً بعلاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر الكلية، لذلك يسمى هذا المقياس نسبة العلاوة إلى التغير في العائد. (الدوري، 2010)

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول

ماهية الاستثمار

مقدمة

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي أكثر المعايير شمولاً التي تمكن صانعي السياسات من تحديد حالة الاقتصاد إذا كان يشهد حالة من الركود أو الانتعاش، وتقويم النشاط الاقتصادي وكفاءته وقياس حجم الاقتصاد الكلي ومساعدة متخذي القرارات في إجراء التنبؤات الاقتصادية المهمة وتحديد مستوى المعيشة في الدولة، وذلك من خلال قيام الناتج المحلي الإجمالي بتلخيص النشاطات الاقتصادية التي تقوم بها دولة ما وقياس القيمة الإجمالية النقدية للسلع والخدمات التي تنتجها الدولة خلال مدة معينة، ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$GDP = C + I + G + (X-M)$$

حيث:

I: إنفاق الشركات (الاستثمار)

C : الاستهلاك الشخصي

(X-M): الفرق بين الصادرات والواردات

G : الانفاق الحكومي

(السلمان، البكر، 2016)

وفي هذه الدراسة تم التركيز على الاستثمار باعتباره مصطلح اقتصادي حديث ومن أهم الموضوعات التي تحتل مكانة أساسية في الدراسات الاقتصادية والمالية والمصرفية وغيرها من الدراسات التي تهتم بالتطورات الهيكلية. وتظهر أهمية هذا الموضوع خاصة في الدول النامية التي تهدف إلى اللحاق بالتطور الصناعي والتكنولوجي من خلال التشريعات المنظمة للاستثمار التي تعمل على جذب رؤوس الأموال، بالإضافة إلى زيادة الدخل القومي لزيادة متوسط دخل الفرد لتحسين معيشتهم، وكذلك الارتقاء وتحسين الأوضاع الاقتصادية (الطعان،

(2006)، فالاستثمار يعتبر أساس حركة العجلة الاقتصادية وآلية خلق الثروة في المجتمع. (باكير، 2008)

ويتمثل المصدر الأساسي للاستثمار في الفوائض النقدية للدخل الذي يحققه الفرد أو المنشأة، فكل من يدخر مالاً يزيد عن حاجته الاستهلاكية يعتبر مستثمراً محتملاً، لأنه ليس بالضرورة أن يستثمر جميع فوائضه بل يمكن أن يحولها إلى مدخرات أو أن يقوم باستثمارها. فالمدخرات تعتبر استهلاك مؤجل يتخلى به الشخص عن إشباع حاجة حالية لتأمين الأموال اللازمة لإشباع حاجة مستقبلية محتملة، أما الاستثمارات فهي تعتبر التخلي عن إشباع رغبة حالية وليش تأجيلها فقط للحصول على إشباع أكبر في المستقبل وبالتالي يتحمل المستثمر درجة معينة من المخاطرة. (مطر، 2009)

مفهوم الاستثمار

يملك الاستثمار أهمية حيوية في الاقتصاد القومي والمنشآت الاقتصادية خاصة البنوك والمؤسسات المالية المشابهة، فهو يعتبر الطريق الأساسي لتعظيم قيمة المنشأة من خلال التدفقات النقدية التي ينتجها وأثرها على معدلات النمو وقيمة الأسهم السوقية. (رزق، 2004)

ويستمد الاستثمار كمفهوم أصوله من علم الاقتصاد، ويكون على صلة وثيقة بمفاهيم الدخل والاستهلاك والادخار والاقتراض كما هو موضح في معادلة الناتج المحلي الإجمالي المذكورة سابقاً (مطر، 2009). حيث يمكن تعريف الاستثمار بشكل شامل بأنه التعامل بالأموال بهدف الحصول على الأرباح أي التخلي عن الأموال في فترة معينة ولمدة محددة للحصول على تدفقات نقدية في المستقبل تعوض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة. (عرفة، 2009)

وبالتالي يمكن تعريف الاستثمار بأنه:

— تخلي الفرد لفترة زمنية محددة، قصيرة أو طويلة، عن أموال يملكها في لحظة معينة بهدف الحصول على تدفقات مالية في المستقبل تعوضه عن قيمة الأموال الحالية التي تخلى عنها

والنقص المتوقع في قيمتها بسبب التضخم (رمضان، 2005) وعدم التأكد من تحقق تلك التدفقات (آل شبيب، 2009)

— توظيف الأموال في مشاريع اقتصادية واجتماعية مختلفة لتحقيق تراكم رأس مال جديد وزيادة القدرة الإنتاجية أو تجديد رأس المال القديم (عطا الله، 2011) لإنتاج السلع والخدمات لإشباع الحاجات المتزايدة والحفاظ على الطاقات القائمة وتوسيعها (آل شبيب، 2009)

ويختلف مفهوم الاستثمار في الاقتصاد عنه في المحاسبة عنه في الإدارة المالية، فمفهوم الاستثمار في الاقتصاد يعني شراء أصل للمحافظة عليه وزيادة قيمته عبر الزمن (الدوري، 2010)، أما من وجهة نظر محاسبية فإن الاستثمار يعتبر حيازة المؤسسة لقيم معينة قد تكون مادية أو مالية وتسجل من ضمن أصولها (برقوق وآخرون، 2016)، أما من وجهة نظر مالية فيعني الاستثمار توظيف الأموال في الأوراق والأدوات المالية المختلفة مثل الأسهم والسندات وغيرها (حردان، 2010).

العوامل التي تؤثر على الاستثمار

هناك عدة عوامل في بيئة الاستثمار الداخلية والخارجية التي تؤثر على الأموال المستثمرة بشكل إيجابي وسلب، والتي يمكن توضيحها في الجدول التالي:

جدول (1) العوامل التي تؤثر على الاستثمار

العوامل ذات الأثر الإيجابي	العوامل ذات الأثر السلبي
سياسات اقتصادية واضحة ومتلائمة مع القوانين (الزرقان وآخرون، 2012)	التضخم (آل شبيب، 2009)
بنية تحتية ملائمة بأسعار معتدلة كالماء والكهرباء (عطا الله، 2011)	ارتفاع أسعار الفائدة (آل شبيب، 2009)
بنية قانونية بسيطة وواضحة بعيدة عن الإجراءات الطويلة (عطا الله، 2011)	
الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة (آل شبيب، 2009)	
زيادة الدخل القومي (آل شبيب، 2009)	

أهمية الاستثمار

يعتبر الاستثمار من المواضيع الاقتصادية المهمة والتي زادت أهميتها بعد الحرب العالمية الثانية (برقوق وآخرون، 2016) بسبب انتشار ظاهرة العولمة وتكنولوجيا المعلومات والإنترنت التي أدت إلى زيادة حدة المنافسة والبدائل الاستثمارية وسهولة الحصول على البيانات اللازمة وانتقال الأموال (آل شبيب، 2009).

وتظهر أهمية الاستثمار في عدة أمور:

1. توفير الخدمات اللازمة للمستثمرين (عطا الله، 2011)
2. زيادة الإنتاج والإنتاجية وزيادة الدخل القومي ومتوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين
3. توفير الخبرات والتخصصات المختلفة من الفنيين والخبراء والعمالة الماهرة
4. زيادة فرص العمل المتوفرة وبالتالي تقليل البطالة
5. زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة
6. إنتاج السلع والخدمات اللازمة لإشباع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للحصول على العملات الأجنبية لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي (الزرقان وآخرون، 2012)

لذلك عملت الدول المختلفة على تشجيع الاستثمار والاهتمام به من خلال القوانين والتشريعات التي تصدرها (برقوق وآخرون، 2016)

أهداف الاستثمار

تطورت أهداف الاستثمار بسبب تطور الفكر المالي والنظرية المالية، وأصبح الهدف الأساسي من الاستثمار تعظيم الثروة وتحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة، بالإضافة إلى إنعاش الاقتصاد ورفع رفاهيته وتوظيف الأموال وتشغيلها (آل شبيب، 2009).

ويهدف المستثمر من استثمار أمواله إلى تحقيق العائد أو الربح المرغوب وتكوين وتنمية ثورته وتوفير السيولة اللازمة لتأمين الحاجات المتوقعة (حردان، 2010)، بالإضافة إلى تأمين المستثمرين الكبار في السن على مستقبلهم من خلال استثمارهم في الأوراق المالية التي تحقق عائد دوري بمخاطر قليلة، والتركيز على الاستثمارات التي لها مزايا وإعفاءات ضريبية بموجب القانون، وكذلك حماية القوة الشرائية للنقد من الانخفاض بسبب التضخم، ومواجهة احتمال ارتفاع الطلب واتساع السوق، وتحقيق التطور العلمي والتكنولوجي وبناء رأس المال الاجتماعي (عطا الله، 2011).

مجالات الاستثمار

المجال الاستثماري هو عبارة عن النشاط الذي يريد المستثمر استثمار وتوظيف أمواله فيه للحصول على العائد المطلوب (خريوش وآخرون، 1999). ويعتبر هذا المفهوم أوسع وأشمل من مفهوم الأداة الاستثمارية، فالمستثمر قد يوظف أمواله في الاستثمارات المحلية (مجال الاستثمار) في سوق الأوراق المالية (الأدوات الاستثمارية) (عطا الله، 2011). ويمكن تصنيف مجالات الاستثمار كما يلي:

جدول (2): مجالات الاستثمار

أ. استثمارات محلية: تشمل جميع الفرص الاستثمارية في السوق المحلي داخل حدود إقليم دولة ما (مطر، 2009)، كالاستثمار في المخزون السلعي وفائض التصدير (آل شبيب، 2009) ب. استثمارات خارجية: تشمل جميع الفرص الاستثمارية في الأسواق الأجنبية خارج حدود الدولة الإقليمية (آل شبيب، 2009)، إما بشكل مباشر أو غير مباشر (خريوش وآخرون، 1999). وتتميز هذه الاستثمارات بتوفير مرونة كبيرة في اختيار الأدوات الاستثمارية وأسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل تلك الأدوات، ومن أهم عيوبها احتمال ازدواجية الضرائب وارتفاع مخاطر أسعار الصرف (برقوق وآخرون، 2016)	1. الموقع الجغرافي
--	----------------------------------

2. طبيعة الاستثمار	أ. استثمارات حقيقية: تتمثل في حيازة أصل حقيقي كالعقارات والمعادن الثمينة ويكون لها قيمة اقتصادية ومنفعة إضافية على شكل سلعة أو خدمة (آل شبيب، 2009). ومن مميزاتها أنها تؤدي إلى زيادة الدخل القومي مباشرة وتكوين رأس مال الدولة (برقوق وآخرون، 2016)، وفي نفس الوقت تكون غير متجانس وسيولتها منخفضة وهامش أمانها مرتفع (مطر، 2009) ب. استثمارات مالية: تتمثل في حيازة أصل مالي غير حقيقي كالأسهم والسندات وتعطي حاملها حق المطالبة بالعائد المتحقق من تلك الأصول. ومن مميزاتها أنها متجانسة وسيولتها مرتفعة (عطاالله، 2011)، ومن عيوبها أن مخاطرها مرتفعة وليس لها كيان مادي ملموس (رمضان، 2005) ولا ينتج عنها أي منفعة اقتصادية (خريوش وآخرون، 1999)
3. الهدف من الاستثمار	أ. استثمارات توسعية: تهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة عن طريق زيادة الانتاج وتقليل تكلفة المنتجات ب. استثمارات استراتيجية: تهدف إلى المحافظة على استمرارية المؤسسة (برقوق وآخرون، 2016)
4. وسائل الاستثمار	أ. استثمار مباشر: يعني الاستثمار في جميع أنواع الاستثمارات ما عدا تلك المتعلقة بالمساعدات المالية والفنية المقدمة للدولة ب. استثمار غير مباشر: يعني الاستثمار من خلال شراء أوراق مالية لشركة مساهمة في النشاط الاقتصادي بشكل مباشر (عطا الله، 2011)
5. مدة الاستثمار	أ. قصيرة الأجل: يتم إنجاز هذه الاستثمارات والحصول على عوائدها في مدة تتراوح من سنة إلى سنتين، مثل التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع ب. متوسطة الأجل: يتم إنجاز هذه الاستثمارات في مدة تتراوح بين (2-7) سنوات، مثل الاستثمار في السلع والخدمات ج. طويلة الأجل: يتم إنجاز هذه الاستثمارات في مدة تزيد عن السبع سنوات، مثل المشاريع العقارية التي لا يتم إنشاؤها للبيع وإنما للاستفادة منها لفترة طويلة (برقوق وآخرون، 2016)

أدوات الاستثمار

الأدوات الاستثمارية هي عبارة عن الأصول الحقيقية والمالية التي يستطيع امتلاكها المستثمر مقابل مبلغ من المال وتسمى وسائط الاستثمار (برقوق وآخرون، 2016)، وتقسم هذه الأدوات إلى قسمين:

جدول (3) الأدوات الاستثمارية

أ. العقارات: تحتل العقارات المركز الثاني في الاستثمار بعد الأوراق المالية، ويتم الاستثمار فيها إما بشكل مباشر عند شراء عقار حقيقي مثل الأراضي والمباني، أو بشكل غير مباشر عند شراء سند عقاري. ومن خصائص الاستثمار فيها أنها توفر درجة أمان أعلى من الأوراق المالية، بعض المزايا الضريبية مثل إعفاء فوائد السندات العقارية، عوائدها مرتفعة وليس لها سوق ثانوية منظمة. ب. السلع: يتم الاستثمار فيها من خلال عقود خاصة تسمى المستقبلات أو التعهدات المستقبلية التي تكون بين منتج السلعة والوكيل أو السمسار، بحيث يتعهد المنتج للوكيل بتسليم كمية محددة من سلعة ما في تاريخ معين مقابل حصوله على تأمين يحدد بنسبة معينة من قيمة العقد. ومن خصائص الاستثمار فيها ارتفاع تكلفة تخزينها، مرونة الطلب عليها مرتفعة، تكاليف مرتفعة بسبب وجود الوسيط، أفقها الزمني قليل جداً حيث أن أقصى حد للعقود المستقبلية سنتان من تاريخ العقد ولها سوق منظمة. (آل شبيب، 2009) ج. المشروعات الاقتصادية: أكثر الأدوات الاستثمارية الحقيقية انتشاراً، وتكون متنوعة فمنها الصناعية والتجارية والزراعية، وبعضها يتخصص بإنتاج السلع وبعضها بتجارة السلع وبعضها بتقديم الخدمات. ومن خصائص الاستثمار فيها أنها تحقق دخل معقول بشكل مستمر، توفر درجة عالية من الأمان، مخاطرتها قليلة، تنتج سلع وخدمات تشبع حاجات المجتمع وترفع من مستوى العمالة في البلد. د. المعادن الثمينة: تمتلك هذه المعادن، كالذهب والفضة، أسواقاً منظمة كما للأوراق المالية أهمها سوق لندن وهونغ كونغ. ومن صور هذا الاستثمار الشراء والبيع المباشر، ودائع الذهب في البنوك والمقايضة بالذهب. (مطر، 2009)	1. أدوات الاستثمار الحقيقي
--	-----------------------------------

أ. أدوات دين مثل أذونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع ب. أدوات ملكية مثل الأسهم العادية والممتازة ج. أدوات قصيرة الأجل تستحق خلال سنة مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والقروض تحت الطلب د. أدوات طويلة الأجل تستحق خلال فترة أطول من سنة مثل الأسهم والسندات هـ. أدوات ثابتة الدخل مثل أذونات الخزينة والأسهم الممتازة و. أدوات متغيرة الدخل مثل الأسهم العادية ز. الأدوات المشتقة: تعتبر من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي ظهرت بسبب التطور التكنولوجي والحاجة لتقليل المخاطر وزيادة السيولة، حيث يعتبرها البعض عقود مشتقة من الأوراق المالية والعملات الأجنبية لأنها تصدر تدفقات نقدية بسيطة، ومن هذه الأدوات اتفاقيات إعادة الشراء التي تكون عبارة عن شراء أوراق مالية من بائع يتعهد بإعادة شرائها بعد مدة زمنية قد تكون ليلة واحدة أو أطول، والعقود المستقبلية التي تكون مبنية على أدوات ترتبط أسعارها بسعر الفائدة وتكون التزاماً أكيداً ببيع أو شراء الأداة المالية خلال مدة معينة ح. صناديق الاستثمار: عبارة عن أداة تستخدمها شركات الاستثمار لتجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار في عدة مجالات لتحقيق عائد معين مقابل مستوى معين من المخاطر. وقد تكون هذه الصناديق صناديق نمو (مضاربة) تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية أو صناديق دخل تهدف إلى الحصول على عائد مستمر أو صناديق متوازنة (دخل - رأس مال) تهدف إلى الحصول على عائد مستمر وتحقيق أرباح رأسمالية أو صناديق متخصصة تهدف إلى الاستثمار في الأوراق المالية لشركات صناعية معينة أو صناديق مغلقة تتميز بثبات رأس المال أو صناديق مفتوحة تتميز بإمكانية زيادة أو تخفيض رأس المال أو صناديق مضمونة تتميز بالمحافظ على رأس المال ويتحمل المدير كامل المخاطرة أو صناديق غير مضمونة تلجأ إلى المحللين والخبراء ويتحمل فيها المستثمر كامل المخاطرة. (برقوق وآخرون، 2016)	2. أدوات الاستثمار المالي
--	----------------------------------

القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري الاختيار الواعي بين البدائل الاستثمارية في موقف معين، وبسبب وجود تلك البدائل يكون الأصل في هذا القرار هو عدم التأكد ويعتبر اتخاذه العملية الحرجة في الإدارة. (آل شبيب، 2009)

ولكن قبل اتخاذ أي قرار استثماري يجب على المستثمر في البداية أن يتأكد من عدة أمور وأولويات لا بد من المحافظة عليها بشكل مستمر، مثل توفر دخل كافٍ لدى المستثمر لتغطية نفقاته الحياتية، توفر احتياطي نقدي يكفي لمواجهة المخاطر والحالات الطارئة وضرورة عمل تأمين ضد الحوادث وتأمين طبي وتأمين على الحياة. (ربابعة، 2009)

و تعتمد القرارات الاستثمارية على الاستخدام الأمثل للموارد النادرة للحصول على أكبر عائد بأقل المخاطر. وهذه القرارات حسب طبيعتها لا يمكن تكرارها ويمتد تأثيرها لفترة طويلة من الزمن وتحيط بها مشكلات بسبب عدم التأكد وتغير قيمة النقود. كما يقوم القرار الاستثماري بتحديد الاستراتيجية التي سوف يتم استخدامها في الاستثمارات المستقبلية، وحتى تكون هذه القرارات كفوة يجب أن تتبع أسلوب التخطيط الذي يقوم بوضع الخطط لاتخاذ القرار الملائم، وفي هذه الخطط يتم تحديد المشكلة ومعايير اتخاذ القرار والبدائل وتحليلها واختيار أفضلها ثم التنفيذ وتقييم القرار. (آل شبيب، 2009)

أسس ومبادئ القرار الاستثماري

يقوم اتخاذ القرار الاستثماري الملائم على عدة أسس:

1. اختيار الاستراتيجية الاستثمارية الملائمة: يعتمد اختيار هذه الاستراتيجية على مؤهلات ومجالات إبداع المستثمر، فيجب عليه اتباع استراتيجية الربح عند ثبات قوى التنافس في السوق لزيادة العوائد، واستراتيجية إعادة التأهيل عند ضعف المركز التنافسي أو وجود أخطاء في الاستراتيجية أو منحى التفضيل الخاص به والذي يتحدد حسب المقارنة بين العائد والسيولة والأمان. وتتم عملية بناء الاستراتيجية الاستثمارية أولاً بمرحلة بناء الحصاة في

السوق عن طريق تطوير الميزة التنافسية الحالية وخلق مزايا تنافسية جديدة، ثم مرحلة النمو وزيادة الحصة ثم مرحلة التمرکز في السوق والنضوج ثم مرحلة التمسك والاحتفاظ أو تحقيق الربح.

2. اعتماد خطوات محددة: يتم اعتماد خطوات محددة عند اتخاذ القرار الاستثماري مثل تحديد الهدف من الاستثمار وجمع المعلومات المطلوبة لتحقيق ذلك الهدف وعرض جميع البدائل المتوفرة وتقييم عوائدها واختيار البديل المناسب.

3. الاستناد إلى مبادئ أساسية: مثل معرفة المدة الزمنية اللازمة لتحقيق أهداف الاستثمار، تحديد مقدار المخاطر التي يستطيع المستثمر تحملها، الاطلاع على كل الفرص الاستثمارية المتاحة لمعرفة ميزاتها وعيوبها لاختيار البديل الأفضل، توزيع المخصصات على استثمارات متنوعة بناءً على أسس ومبادئ علمية وذلك لتوزيع العوائد وخفض المخاطر غير النظامية، حساب القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمارات وإدارة الاستثمارات بكفاءة وفاعلية والاستعانة بالأشخاص من ذوي الخبرة والكفاءة في حال عدم توفر الخبرة اللازمة. (الشعراني، 2015)

محددات القرار الاستثماري

هناك مجموعة من المحددات التي تؤثر على القرار الاستثماري، منها:

1. احتياجات السيولة: يحتاج المستثمر إلى مقدار معين من السيولة لتغطية حاجاته ونفقاته والمخاطر التي يتعرض لها، فكلما كان من الممكن تحويل الأصل إلى نقد بسهولة وسرعة وكلما كان عدد المستثمرين المعنيون بالأصل أكبر كلما كان الأصل أكثر سيولة، فأذونات الخزينة مثلاً تكون أكثر سيولة من الاستثمارات العقارية.

2. الأفق الزمني: يوجد علاقة قوية ما بين الأفق الزمني والسيولة والقدرة على تحمل المخاطر، فالمستثمر الذي له أفق زمن قصير يحتاج إلى سيولة عالية ولا يستطيع تحمل مخاطر عالية لأنه من الصعب تعويض الخسائر، أما المستثمر الذي له أفق زمن طويل فهو يحتاج إلى

سيولة أقل ويستطيع تحمل مخاطر عالية لأن أي خسارة يمكن تعويضها خلال السنوات القادمة.

3. الاعتبارات الضريبية: عند وضع بيان السياسة الاستثمارية يجب الأخذ بعين الاعتبار النظام الضريبي في البلد والوضع الضريبي للمستثمر، فالشخص الذي لديه أعباء ضريبية كثيرة تكون الاستثمارات ذات الإعفاءات الضريبية أكثر ملائمة له.

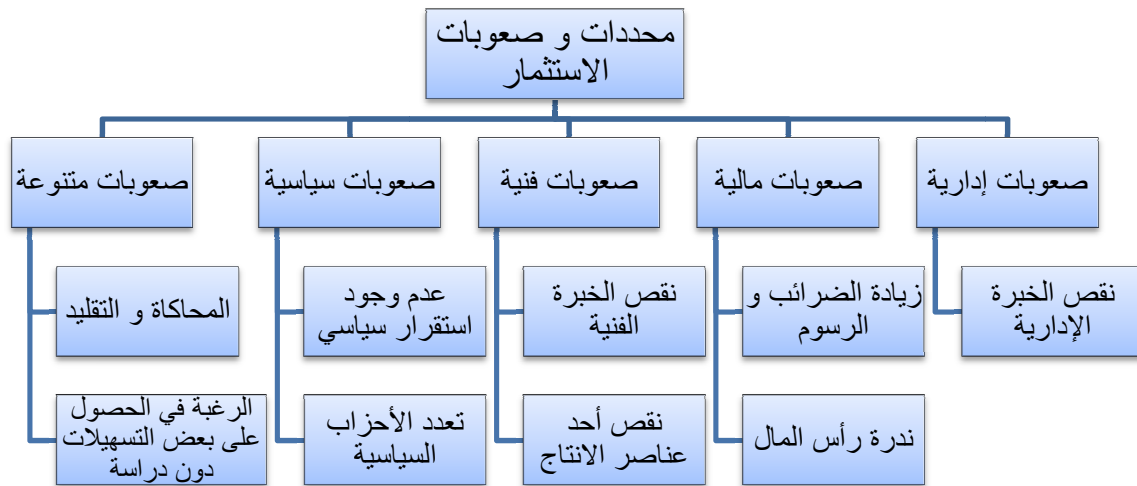
4. العوامل التنظيمية والقانونية: هذه العوامل قد لا تسمح بالاستثمار في مجال معين أو تجاوز الاستثمار لنسبة معينة، لذلك يجب الانتباه لها بشكل دائم.

5. التفضيلات والاحتياجات الخاصة: يفضل بعض المستثمرين استثمارات معينة لاعتبارات روحية ونفسية خاصة بهم، وتختلف هذه التفضيلات والاحتياجات من مستثمر لآخر. (ربابعة، 2009)

6. التطور التكنولوجي: يعتمد توسيع الاستثمار وخلق فرص استثمارية جديدة وطرق إنتاجية متطورة على مقدار التطور التكنولوجي في الدولة المعنية.

7. توقعات السوق وطبيعة المناخ الاستثماري: إذا توقع المستثمر زيادة حجم السوق واستقرار الوضع الاقتصادي فإنه يعمل على توسيع وزيادة حجم استثماراته، وإذا توقع ضيق السوق وعدم استقرار الوضع الاقتصادي فإنه يعمل على تقليل حجم استثماراته.

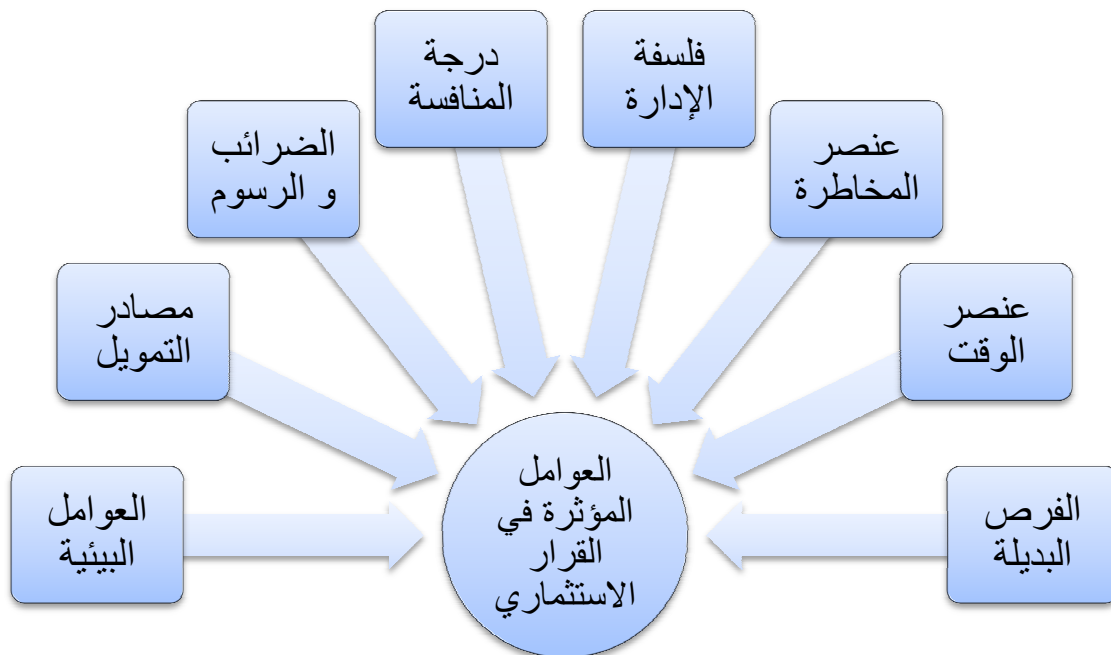
ويبين الشكل التالي صعوبات ومحددات الاستثمار:



شكل (2): محدّدات وصعوبات الاستثمار

المصدر: (برقوق وآخرون، 2016)

والعوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري يمكن توضيحها كما في الشكل التالي:



شكل (3): العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري

المصدر: (الزرقان وآخرون، 2012)

إدارة الاستثمار

تعتبر إدارة الاستثمار من الإدارات الحديثة التي تم توسيعها بعد زيادة الفوائض المالية لدى المستثمرين والانفتاح الاقتصادي الذي جلب العديد من الفرص الاستثمارية (آل شبيب، 2009)، وهناك عدة خطوات يجب اتباعها لإدارة ومراقبة الاستثمار:

1. بناء سياسة مكتوبة، وهي عبارة عن خارطة طريق يتم من خلالها تحديد أهداف المستثمر والمخاطر التي يستطيع تحملها والمحددات التي قد يتعرض لها.
2. دراسة الأوضاع الاقتصادية والسياسية والمالية الحالية والاتجاهات المستقبلية لها، حتى يتم اختيار الاستراتيجية الاستثمارية الملائمة.
3. تحديد كيفية توزيع المخصصات المالية واختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة ثم بناء المحفظة التي تتلائم مع حاجات وأهداف المستثمر وتعمل على تقليل المخاطر التي يتعرض لها.
4. مراقبة المحفظة ضمن الخطة الاستثمارية وأوضاع السوق وحاجات المستثمر المتغيرة باستمرار، وكذلك تعديل الاستراتيجية حسب تغير الظروف والمستجدات في البيئة المحيطة، ثم مقارنة النتائج مع التوقعات والمتطلبات الموجودة في السياسة الاستثمارية. (الدوري، 2010)

العائد على الاستثمار

يعتبر العائد على الاستثمار الربح أو الخسارة الذي يحصل عليه المستثمر من الاستثمار ويعبر عن التغير النسبي في ثروة المستثمر في نهاية العام وأي تغيير على قيمة الاستثمار (حردان، 2010)، أو هو عبارة عن الزيادة الفعلية أو المتوقعة للمبلغ المستثمر الذي يلبي رغبات المستثمر (المومني، 2002). أما في المفهوم المحاسبي، فيعتبر العائد صافي الربح بعد الضرائب أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب وقبل الاستهلاك. (رمضان، 2005)

وقد يكون هذا العائد فعلي، أي تم تحقيقه بالفعل، أو متوقع لا يتصف بدرجة التأكد الكامل، أو مطلوب (مرغوب)، كما قد يكون إيجابي أو سلبي. (آل شبيب، 2009، رمضان، 2005). كما قد يكون جاري ينتج من الاستثمارات المالية والحقيقية، أو رأسمالي ينتج بسبب تغير قيمة الأصل السوقية خلال فترة الاحتفاظ به (عطا الله، 2011).

ويتأثر العائد على الاستثمار بفترة الاستحقاق، مقدار سيولة الأداة الاستثمارية، حجم المخاطر التي يتعرض لها العائد، معدل الضريبة على الأداة الاستثمارية، تكاليف البحوث والدراسات للبحث عن الأداة الاستثمارية الملائمة، تكلفة الفرصة البديلة لاستخدام الموارد المتوفرة ومعدل التضخم المتوقع. (آل شبيب، 2009)

ولقياس العائد على الاستثمار يمكن استخدام عدة نسب مالية:

1. العائد على الاستثمار: هو عبارة عن قدرة الدينار الواحد على توليد أرباح صافية (جابر، 1989)، ويعبر عن كفاءة الإدارة في استغلال أصولها لتحقيق أقصى ربح ممكن (خريوش وآخرون، 1999)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

أو

$$100\% \times \frac{\text{ربحية الدخل}}{\text{مجموع الأصول}}$$

المصدر: (مطر، 2003)

2. العائد على حقوق الملكية: هو عبارة عن قدرة الدينار الواحد من رأس المال (حقوق الملكية) على توليد الربح (المومني، 2002)، أي يعبر عن كفاءة الإدارة في الحصول على الأرباح

من خلال توظيف أموال المستثمرين (خريوش وآخرون، 1999)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{مجموع حقوق الملكية}} \times 100\%$$

المصدر: (مطر، 2003)

3. عائد فترة الاحتفاظ: يحقق المستثمر هذا العائد خلال مدة الاحتفاظ بالأوراق المالية (المومني، 2002)، وقد يكون على شكل توزيعات أرباح أو فوائد أو أرباح رأسمالية (آل شبيب، 2009)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\text{عائد فترة الاحتفاظ} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{توزيعات الأرباح}}{\text{سعر الشراء}}$$

المصدر: (خريوش وآخرون، 1999)

مخاطر الاستثمار

تعتبر المخاطرة عدم التأكد من تحقق العوائد المتوقعة، لأن تلك العوائد مرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية التي يكون تحققها مرتبط بظروف خارجة عن نطاق سيطرة المستثمر لذلك لا يمكن معرفة مقدار تحققها بشكل تام. (الزرقان وآخرون، 2012)

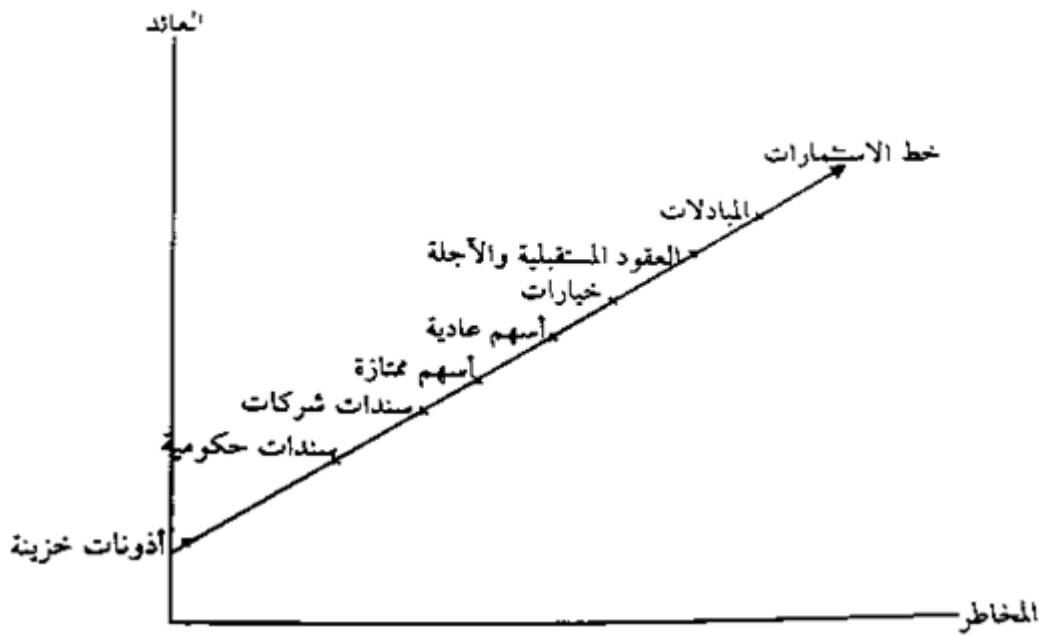
وللمخاطرة عدة تعريفات حسب وجهات نظر الباحثين، فبعضهم عرفها بأنها مقدار تقلب العائد المتوقع أو اختلاف العائد الفعلي عن المتوقع وكلما كان هذا الاختلاف أكبر كانت المخاطر أعلى والعكس صحيح (برقوق وآخرون، 2016)، وعرفها آخرون بأنها مقدار الخسارة التي تلحق بالمستثمر بسبب اختيار بديل استثماري ما يحقق له خسارة (نور وآخرون، 2012).

وقد تنتج هذه المخاطر بسبب انخفاض قيم السوق مما يؤدي إلى خسارة جزء من الأموال المستثمرة، أو بسبب حدوث تضخم في الاقتصاد مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية

للأموال وارتفاع تكاليف المعيشة، أو بسبب عدم القدرة على تسييل الاستثمارات بسهولة وسرعة عند الحاجة. (عرفة، 2009)

ويكون لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، ويختار المستثمر الاستثمار الذي يتناسب مع طبيعته وأهدافه، فهناك مستثمر مغامر يكون مستعد لتحمل مخاطر عالية لذلك يختار الاستثمار في الأسهم، وهناك مستثمر متحفظ لا يكون مستعد لتحمل تلك المخاطر لذلك يختار الاستثمار في السندات الحكومية أو سندات الشركات، كما أن هناك مستثمر صغير السن يكون عادةً مستعد لتحمل مخاطر أكبر من المستثمر كبيرة السن لأنه يدرك بسبب سنه أنه يستطيع تعويض الخسارة إن لحقت به. (خريوش وآخرون، 1999)

والشكل التالي يوضح ترتيب الأدوات الاستثمارية تصاعدياً حسب مخاطرتها:



شكل (4): أنواع الأدوات الاستثمارية حسب مخاطرها

المصدر: (الزرقان وآخرون، 2012)

يلاحظ من شكل (4) أن أذونات الخزينة عديمة المخاطرة (مخاطرها = صفر) لأنها صادرة عن الحكومة، أما السندات الحكومية فهي أيضاً صادرة عن الحكومة ولكن لديها مخاطر

وذلك بسبب طول فترة استحقاقها، لذلك تتعرض لمخاطر التضخم وانخفاض قوة النقود الشرائية ولكنها لا تتعرض لمخاطر عدم السداد. ويلاحظ أيضاً أن مخاطر الأسهم الممتازة أقل من الأسهم العادية لأن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على نسبة معينة من توزيعات الأرباح سنوياً بشكل مؤكد بالإضافة إلى أولويتهم في الحصول على حصتهم من الأرباح في حال تصفية الشركة. (الزرقان وآخرون، 2012)

وعندما يتخذ المستثمر قراره الاستثماري فإنه يقوم بالمفاضلة ما بين العائد والمخاطرة، فقد يكون على استعداد لتحمل مخاطر أكبر إذا حققت له عوائد أعلى، ولكن بعض المستثمرين لا يحبذون تحمل المخاطر المرتفعة حتى لو حققت لهم عوائد أكبر لأنهم يحبون السلامة والحيطة والحذر لذلك يبحثون عن استثمارات قليلة المخاطر حتى لو كانت عوائدها قليلة (خريوش وآخرون، 1999)

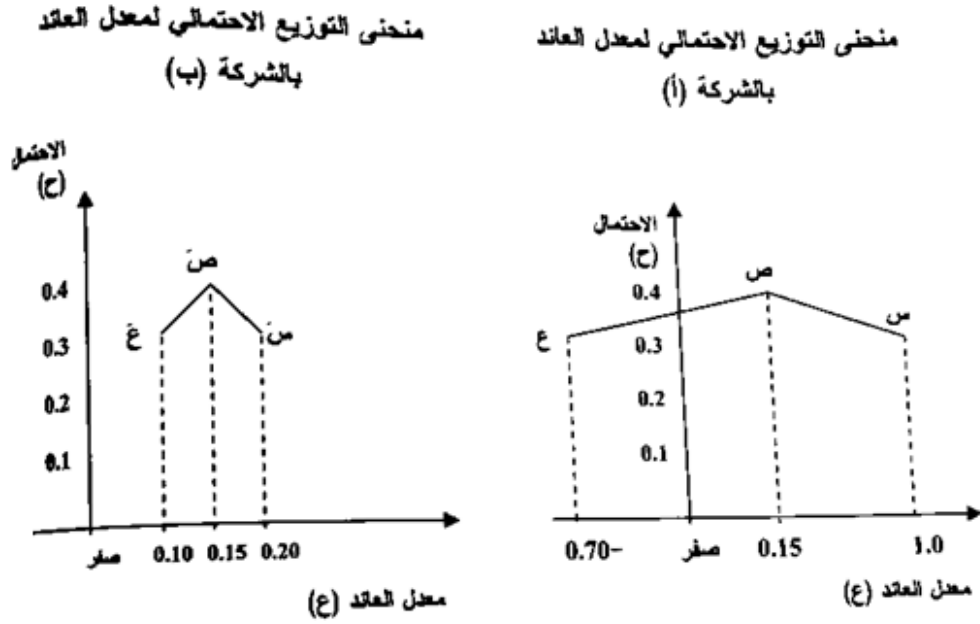
ويمكن قياس تلك المخاطر باستخدام عدة أساليب:

1. تحليل الحساسية: في هذا الأسلوب يتم قياس المخاطر من خلال تقدير قيم مختلفة للعائد المتحقق إما من خلال التقدير المتفائل أو المتشائم أو التقدير الأكثر احتمالاً للعائد.

2. الاحتمالات: يعتبر هذا الأسلوب أكثر دقة في تحديد المخاطر من الأسلوب السابق، حيث يتم قياس المخاطرة من خلال حساب احتمال حدوث عائد معين، فإذا كان احتمال حدوث عائد ما 80% يكون عدم التأكد 20% وإذا كان احتمال حدوث العائد 100% يكون هناك تأكيد تام وإذا كان احتمال حدوثه صفر فإنه لن يتحقق أبداً.

3. التوزيع الاحتمالي: في هذا الأسلوب يتم ربط الاحتمالات بالعائد المتوقع لكل احتمال، حيث أن لكل أصل نسبة احتمال معينة حسب كل تقدير من التقديرات الموجودة في الأسلوب الأول (عطا الله، 2011)، فيتم وضع توزيع احتمالي للعوائد المحتملة وهذا التوزيع قد يكون موضوعي، يعتمد على البيانات التاريخية لمعدلات العائد، أو شخصي، يعتمد على الخبرة الشخصية. (آل شبيب، 2009)

وفيما يلي مثال على منحني توزيع احتمالي لشركتين مختلفتين:



شكل (5) منحني التوزيع الاحتمالي لشركتين مختلفتين

المصدر: (مطر، 2009)

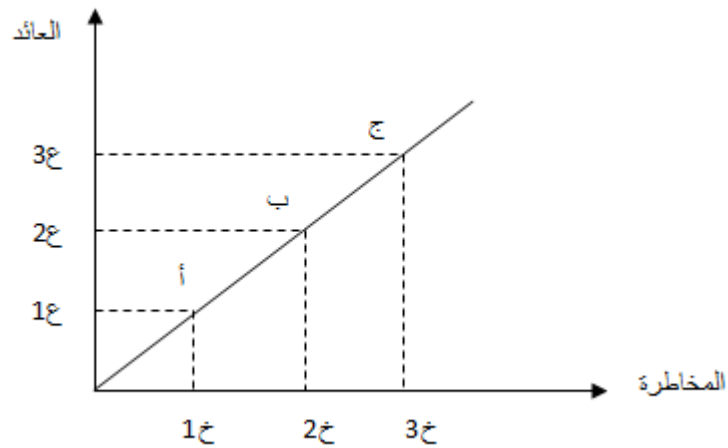
يُستخدم منحني التوزيع الاحتمالي في توضيح درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار، فانتساع مدى المنحنى يدل على المخاطر العالية والعكس صحيح، فكلما كان المنحنى أقل انتساعاً اقترب معدل العائد المتوقع من معدل العائد الفعلي وبالتالي قلت مخاطر الاستثمار. وبناءً على ذلك، يعتبر الاستثمار في الشركة (أ) أكثر خطورة من الشركة (ب) بسبب انتساع منحني التوزيع الاحتمالي على الرغم من تساوي معدل العائد المتوقع لكلا الشركتين (0.15). ويمكن قياس هذا الانتساع باستخدام الانحراف المعياري الذي يقيس مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي، فكلما كان هذا الانحراف كبير كلما كانت القيم أكثر تشتتاً وبالتالي يكون المنحنى أكثر انتساعاً، وهذا يعني مخاطر أكبر. (مطر، 2009)

العلاقة ما بين عائد ومخاطر الاستثمار

يعتبر مفهوم العائد على الاستثمار ومخاطر الاستثمار مفهومين مترابطين ولا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، كما يرتبط هذان المفهومين معاً في علاقة طردية، فكلما زادت

المخاطر التي يتحملها المستثمر يتوقع أن يحصل على عائد أعلى من استثماره مقابل المخاطر العالية التي تحملها والعكس صحيح (رمضان، 2005)، وتم علاج العلاقة بين عنصري العائد والمخاطرة من خلال نظرية المحفظة الاستثمارية التي سيتم توضيحها لاحقاً. (مطر، 2009)

والشكل التالي يوضح ذلك:



شكل (6) العلاقة ما بين العائد والمخاطرة

المصدر: (الزرقان وآخرون، 2012)

يظهر من شكل (6) أن لكل عائد مخاطر معينة، وكلما زاد ذلك العائد زادت المخاطرة والعكس صحيح (الزرقان وآخرون، 2012). فعندما يقوم المستثمر باتخاذ قراره الاستثماري يقوم بالمقارنة ما بين العائد والمخاطرة لاتخاذ القرار الذي يضمن له تحقيق أعلى عائد عند مستوى مخاطر ثابت أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى عائد ثابت. (برقوق وآخرون، 2016)

كما يوجد علاقة ما بين المخاطرة وفترة الاستثمار، فكلما زادت تلك الفترة زادت المخاطر والعكس صحيح، لأن طول الفترة الزمنية يقلل من القدرة على التنبؤ بالعائد المتوقع وبالتالي تزداد المخاطرة. (الزرقان وآخرون، 2012)

المبحث الثاني

ماهية المحافظ الاستثمارية

مقدمة

تعتبر المحافظ الاستثمارية من العلوم المالية الحديثة نسبياً، وتتبع أهميتها من تنوع الأدوات الاستثمارية والأسواق المالية والاقتصادية التي تتسم بالتغيرات العديدة وتأثرها بالانفتاح الاقتصادي والعولمة والتطور التكنولوجي. ويعتبر مفهوم المحفظة تطوير لمفهوم الاستثمار لمواجهة الحاجة إلى وجود حقيبة لاستثمار الأموال المتزايدة بشكل كبير واستغلال الموارد بالشكل الأمثل من خلال توظيفها في مجالات استثمار مناسبة وإدارتها بشكل جيد من خلال اتخاذ القرارات الصحيحة في بيع وشراء الأدوات الاستثمارية واتباع استراتيجية استثمارية ملائمة لتحقيق أهداف ورغبات المستثمر وتحديد المخاطر التي يستطيع تحملها، لأن اتباع استراتيجية خاطئة أو خطأ في تقدير المخاطر الممكن تحملها سوف يسبب للمستثمر خسائر كبيرة. (هندي، 2006)

ويعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز (Harry Markowitz) أول من كتب عن المحافظ الاستثمارية في مقالته الشهيرة (اختيار المحفظة) (Portfolio Selection) وذلك في عام 1952، ويعتبر من الرواد الأوائل لنظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة، التي حصل بسببها على جائزة نوبل في الاقتصاد، والمرجع الأساسي لمن جاء بعده من الباحثين أمثال شارب وتوبن. (القاضي، 2016)

مفهوم المحفظة الاستثمارية

عرفت معاجم اللغة كلمة المحفظة بأنها كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش تُحفظ فيه النقود والأوراق المهمة، ومن هنا جاء مفهوم المحفظة الاستثمارية التي تحمل نفس المعنى، فقد تحتفظ بمجموعة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع أو صكوك ملكية الأصول الحقيقية مثل العقارات والمعادن الثمينة. (المومني، 2002)

ولكن اختلف المليون حول وضع تعريف محدد للمحفظة الاستثمارية؛

- حيث عرفها بعضهم بأنها مجموعة الأصول التي يملكها المستثمر سواء حقيقية أو مالية للحصول على أكبر عائد بأقل المخاطر بما يتلائم مع ميوله ورغباته (آل شبيب، 2009)
 - وعرفها البعض الآخر بأنها أداة مركبة من الأدوات الاستثمارية تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة الذي يكون ماكلها أو جهة مؤجرة، وقد تكون تلك الأصول مالية أو حقيقية أو مزيج بينهما (دلول، 2010)
 - وعرفها آخرون بأنها وعاء مالي له عمر محدد، تقوم بتشكيله مؤسسة مالية متخصصة في مجال الاستثمار عن طريق تجميع المدخرات من الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات متعددة مقابل حصولهم على وثائق رسمية لها قيمة محددة تحدد نصيب كل فرد من أرباح المحفظة حسب المبلغ الذي دفعه لتحقيق عائد مقبول للمستثمرين ضمن مستويات مقبولة من المخاطرة (ميلانة، 2014)
 - ويمكن اعتبارها أيضاً بأنها مجموعة من الاستثمارات الفردية المتنوعة التي يتم اختيارها بطريقة منهجية تأخذ بعين الاعتبار العائد والمخاطرة الناتجين عن تلك الاستثمارات حتى يتم المفاضلة فيما بينها واختيار الأفضل لضمه للمحفظة (رزق، 2004)
- ويختلف تعريف المحفظة المالية عن الاستثمارية في أنها مجموعة من الأدوات المالية التي يملكها المستثمر ويمسكها خلال فترة معينة مثل الأسهم وشهادات الإيداع وغيرها. أما صندوق الاستثمار فهو عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة بين عدد من المستثمرين، ويستطيع أي مستثمر الاستثمار فيها حسب رغبته وقدرته من خلال شراء حصة من الأصول تسمى الوحدة والتي تقيم دورياً، ويحتوي ذلك الصندوق على العديد من الأدوات الاستثمارية المختلفة.
- (عطا الله، 2011)

أهمية المحفظة الاستثمارية

تكمن أهمية المحافظ الاستثمارية في قدرتها على تقليل مخاطر الاستثمار التي تصيب المستثمر عند قيامه بالعمليات الاستثمارية، فإذا كانت هذه المخاطر تكمن في العمل تقوم المحفظة بخفضها من خلال احتوائها على أدوات استثمارية لا تتعرض لهذه المخاطر مثل السندات وأذونات الخزينة، وإذا كانت المخاطر تكمن في سعر الفائدة تقوم المحفظة بخفضها من خلال استبدال الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل المكونة لها بأخرى قصيرة الأجل، أما إذا كانت تلك المخاطر تكمن في السوق فإن المحفظة تقوم بتقليلها من خلال احتوائها على أدوات استثمارية ذات جودة عالية مثل الأوراق المالية التابعة لشركات تاريخ نجاحها طويل. (القاضي، 2016)

كما تكمن أهمية للمحفظة الاستثمارية أيضاً في تحليل مخاطر الاستثمار، حيث أنها تعمل على تجنب المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أداة واحدة فقط من خلال تنويع الأدوات المستثمر فيها لضمان مستوى معقول من الدخل وزيادة القيمة السوقية لرأس المال. (بن موسى، 2004)

وزادت أهمية المحافظ الاستثمارية بسبب زيادة الفرص الاستثمارية والفوائد المالية لدى مختلف الجهات والقطاعات، فكل ذلك أدى إلى ضرورة إيجاد جهات إدارية كفؤة لتوجيه تلك الفوائد نحو الفرص الاستثمارية الملائمة. (آل شبيب، 2009)

أهداف المحفظة الاستثمارية

تختلف أهداف المحفظة الاستثمارية من مستثمر لآخر، حيث أن بعض المستثمرين يفضلون التحفظ عند الاستثمار لأنهم لا يحبذون تحمل المخاطرة أو لا يستطيعون، وبعضهم لا يراعون الأمان لتحقيق عائد أكبر. (الشعراني، 2015)

ويعتبر الهدف الرئيسي والأهم لأي محفظة استثمارية هو الموازنة بين العائد والمخاطرة والسيولة، أي تحقيق أكبر عائد بأقل المخاطر الممكنة مع توفر السيولة اللازمة. (آل شبيب، 2009)

وهناك مجموعة من الأهداف التي تهدف إلى تحقيقها جميع المحافظ الاستثمارية أياً كان نوعها (البريكات، 2009):

1. تشغيل الأموال الفائضة في العمليات الاستثمارية، لأن بقاء هذه الفوائض مجمدة يعرضها لخطر انخفاض قيمتها مع الزمن وتآكل قوتها الشرائية. (الموسوي، 2009)

2. الحصول على دخل جاري بشكل مستمر لتلبية احتياجات المستثمرين وسداد مصاريفهم التشغيلية (هندي، 2006)

3. زيادة قيمة المحفظة السوقية في المستقبل عن طريق الاستثمار في أصول ترتفع قيمتها السوقية بشكل مستمر مثل أسهم الشركات التي لها معدلات ربح مرتفعة ونظام مالي متوازن وقدرة كبيرة على التمويل الذاتي (الشعراني، 2015)

4. التحفظ (المحافظة على رأس المال الأصلي وحمايته): فلا يجوز أن يتم الاستثمار في ظروف عدم التأكد لأن ذلك يسبب خسائر ومخاطر عالية تتجاوز العائد لتصل إلى رأس المال وتعمل على تآكله، لذلك فالمحفظة تعمل تنويع الأدوات الاستثمارية وبالتالي تنويع العائد والمخاطرة (برقوق وآخرون، 2016)

5. تحقيق السيولة اللازمة: يجب أن تكون الأدوات الاستثمارية الموجودة في المحفظة قابلة للتسييل والبيع السريع في أي وقت ودون خسارة حتى يستطيع المستثمر مواجهة أي حاجة مالية مفاجئة ومشاكل العسر المالي (جابر، 1989)

أنواع المحافظ الاستثمارية

تقسم المحافظ الاستثمارية، بناءً على عدة معايير إلى عدة أنواع، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (4): أنواع المحافظ الاستثمارية

1. حسب الأهداف	أ. محافظ الدخل (العائد): تهدف إلى تحقيق أكبر عائد مستقر ومنتظم بأقل المخاطر الممكنة، لذلك تتكون من الأسهم العادية والسندات بمختلف أنواعها خاصة سندات الحكومة، ولا تحتاج إلى متابعة مستمرة، وتسمى محافظ ذات إيرادات بطيئة (هندي، 2006) ب. محافظ النمو (الربح): تهدف إلى زيادة قيمتها المستقبلية من خلال تحقيق أرباح رأسمالية ولا تهتم كثيراً بالتدفقات النقدية الحالية، لذلك تحتوي على الأدوات الاستثمارية التي يتوقع أن تحقق نمو عالي في المحفظة وعوائد أعلى من عوائد السوق (جابر، 1989) ج. محافظ متنوعة (الدخل والنمو): تهدف إلى تحقيق دخل مستقر وأرباح رأسمالية لذلك تضم مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية عالية ومنخفضة المخاطرة (برقوق وآخرون، 2016) د. محافظ دولية: تعد من أدوات الاستثمار الحديثة وتهدف إلى التنويع الجيد للأصول وتنويع العملات والتنويع الجغرافي (مليك، 2013)
2. حسب المكونات	أ. محافظ متخصصة: تحتوي على نوع واحد من الاستثمارات أو استثمارات مؤسسة معينة فقط، وهذه تعتبر حالة نادرة لأنها تتعارض مع مبدأ التنويع. ولكن قد يتم اللجوء إليها في بعض الحالات، مثل قلة إمكانات المستثمر، البحث عن الأمان والشفافية وعدم قبول المخاطرة، عدم وجود معلومات كافية عن الفرص الاستثمارية وتفضيل السيولة على الاستثمار في أوراق مالية معينة. (عبو، 2016، الشعراني، 2015) ب. محافظ متوازنة: تهدف إلى تحقيق توازن في الاستثمارات الموجودة فيها، فتوازن بين الاستثمارات قصيرة الأجل (يمكن تسيلها بسهولة) وطويلة الأجل (تحقق تدفقات نقدية)، وهذا يتطلب توافق دقيق بين العائد والمخاطرة. (عبو، 2016)
3. حسب ترتيب الشركات	أ. المحافظ المغلقة: رأس المال في هذه المحافظ ثابت، فلا يجوز طرح حصص أخرى لزيادة رأس المال ولا يجوز استهلاك الحصص لتخفيضه، أي لا يجوز للمساهمين الانسحاب إلا عند تصفية الشركة المالكة لهذه المحافظ ب. المحافظ المفتوحة: ظهرت بعد المحافظ المغلقة، وتتميز أنه يمكن زيادة وتخفيض رأس مالها ويمكن لأي مستثمر الانسحاب من المحفظة في أي وقت يريده. (القاضي، 2016)

أ. المحافظ المرنة: يترك للإدارة الحرية المطلقة في اختيار مكونات المحفظة والتخلص من الرديئة وإضافة أنواع جديدة مناسبة ب. المحافظ الجامدة: يتم إلزام الإدارة بالالتزام بشروط العقد في نوعية الأدوات الاستثمارية المسموح ضمها للمحفظة ج. المحافظ ذات التكوين شبه الثابت: هذه المحافظ متوسطة بين النوعين السابقين، فالإدارة تستطيع استبعاد الأدوات التي ينخفض عائدها عن حد معين وإضافة بعض الأدوات التي ليست مذكورة في العقد إذا توقعت أن يرتفع عائدها. (عبو، 2016)	4. حسب أسلوب الإدارة
أ. المحافظ الخاصة: يملكها شخص واحد ويقوم بتكوينها وتحديد أنواع الاستثمارات التي يريد ضمها للمحفظة ونسبتها. أما إذا كان مدير المحفظة شخص آخر غير المالك فإنه يقوم فقط بتنفيذ رغبات المالك أو يكون له حرية التصرف حسب شروط العقد (الشعراني، 2015) ب. المحافظ العامة: تكون تابعة لمؤسسات استثمارية عامة وتحتوي على أدوات استثمارية متنوعة، وتكون على شكل صناديق مشتركة أو شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، ويكون للمستثمر دور في إدارة المحفظة فقط بمقدار مساهمته في رأسمالها (حردان، 2010) ج. صناديق التقاعد: هي عبارة عن محفظة تحتوي على مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، ويعتبر رأسمالها مساهمة من رب العمل إما على شكل نسبة من أرباح المنشأة أو من أجور العمال (الشعراني، 2015)	5. حسب مالك المحفظة

المبحث الثالث

بناء وتكوين المحفظة الاستثمارية

نظرية المحفظة الاستثمارية

يعود الفضل إلى المالي والاستثماري هاري ماركويتز (Harry Markowitz) في ابتكار نظرية المحفظة الاستثمارية في عام 1952 معتمداً على مفهوم المنفعة على أساس العلاقة بين العائد والمخاطرة وعلى أساس فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، والتي تنص على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة حدية خاص به يبين ميوله وسلوكه تجاه العائد على الاستثمار والمخاطرة (المومني، 2002). ويمكن تقسيم المستثمرين حسب موقفهم من المخاطرة إلى أربعة أنواع:

1. مستثمر متحفظ تجاه المخاطرة: يعتبر هذا المستثمر كاره للمخاطرة، أي أنه لا يحبذ تحمل أي مخاطرة حتى لو حققت له عائد مرتفع. وينطبق عليه قانون تناقص المنفعة الحدية للاستثمار، يعني أن المنفعة المتحققة من الدينار الثاني أقل من المنفعة المتحققة من الدينار الأول (الزرقان وآخرون، 2012)، وبالتالي هذا المستثمر يعطي الأولوية للأمان على حساب العناصر الأخرى وبالتالي يكون حساساً جداً تجاه المخاطر (نور وآخرون، 2012).

2. المستثمر المحايد تجاه المخاطرة: ينطبق على هذا المستثمر قانون ثبات المنفعة الحدية، يعني أن المنفعة المتحققة من الدينار الثاني هي نفسها المستحققة من الدينار الأول، أي أن المنفعة تكون ثابتة مهما تغير الدخل. أما بالنسبة للمخاطرة فإن استعداده لتحملها لا يتغير إذا تغير العائد وإنما يبقى ثابتاً (الزرقان وآخرون، 2012)

3. المستثمر عاشق المخاطرة (مضارب): ينطبق على هذا المستثمر قانون تزايد المنفعة الحدية، يعني أنه كلما زاد العائد الذي يحصل عليه زادت المنفعة الحدية، أي أن المنفعة الحدية للدينار الثالث أكبر من الثاني أكبر من الأول وهكذا. كما أن هذا المستثمر يحب المخاطرة ويكون على استعداد لتحمل مخاطر عالية مقابل حصوله على عائد مرتفع (الزرقان وآخرون،

(2012)، يعني أنه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على حساب العناصر الأخرى وبالتالي حساسيته تجاه المخاطر تكون متدنية (نور وآخرون، 2012)

4. مستثمر متوازن: يسمى المستثمر الرشيد أو العقلاني الذي يهتم بعنصري العائد والمخاطر معاً بشكل متوازن وتكون حساسيته تجاه المخاطر معقولة، ويتخذ قرارات استثمارية بحيث يحصل على أعلى عائد ممكن بأقل المخاطر، ويندرج تحت هذا النوع غالبية المستثمرين (نور وآخرون، 2012)

وتقوم نظرية المحفظة الاستثمارية على عدة افتراضات، منها:

1. المستثمر يهدف إلى تعظيم العائد المتوقع لفترة واحدة ومنحنى المنفعة له يعكس تناقصاً في المنفعة الحدية للثروة (عثمان، 2013)

2. المستثمر ينظر لكل بديل استثماري متوفر من وجهة نظر التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع

3. المستثمر ينظر للمخاطر كونها تعبر عن تقلب العوائد المتوقعة

4. المستثمر يتخذ قراره الاستثماري على أساس العائد والمخاطرة

5. المستثمر يفضل العائد الأعلى عند تساوي المخاطر، ويفضل المخاطر الأقل عند تساوي العوائد (الدوري، 2010)

6. يتم تشكيل المحفظة الاستثمارية بالاعتماد على موارد المستثمر الذاتية (بوزيد، 2007)

مراحل تشكيل المحفظة الاستثمارية

تمر عملية تشكيل المحفظة الاستثمارية بعدة خطوات:

أولاً: التخطيط (خطة الاستثمار)

تعتبر هذه المرحلة حجر الأساس الذي سيبني عليه باقي القرارات الاستثمارية الأخرى (الشعراني، 2015) ومن أهم العوامل لنجاح أي قرار استثماري (شبير، 2015). ففيها يجب أن

يقوم المستثمر بتحديد أهدافه الواقعية واحتياجاته ورغباته والعائد الذي يريد الحصول عليه والمخاطر التي يستطيع تحملها وتوقعاته بشأن المستقبل (باكير، 2008)، مع أخذه بعين الاعتبار ظروفه ومسؤولياته ومدة الاستثمار التي يفضلها وموقفه من الضرائب خاصة الدخل ورأس المال (بوليويل، 2000).

كما يتم في هذه المرحلة تحديد سياسة الاستثمار المناسبة التي سيقوم المستثمر باتباعها شرط تناسبها مع أهدافه ورغباته، فهي تعمل على توجيه العملية الاستثمارية وتساعد المستثمر لفهم أهدافه بشكل أفضل وإدارة أصول محفظته وتقييم أدائها (باكير، 2008)، بالإضافة إلى أنها تتضمن قواعد تخصيص الموارد المالية لتحديد أنواع الأصول المراد ضمها للمحفظة والوزن النسبي لكل منها لتحقيق الأهداف المطلوبة وتقليل المخاطر وتحقيق العائد المطلوب، بالإضافة إلى درجة التفويض المسموح بها والمستويات الإدارية المخولة باتخاذ القرارات الاستثمارية (أحمد، 2009). وهناك عدة سياسات يستطيع المستثمر اختيار أفضلها بما يتناسب مع أهدافه، ويمكن توضيحها كما في الجدول التالي:

جدول (5): أنواع السياسات الاستثمارية

1.السياسة الدفاعية (المتحفظة)	يتم إعطاء الأولوية للأمان على حساب العائد، وتسمى المحافظ التي تتبع هذه السياسة محافظ الدخل التي تهتم بتوفير عائد ثابت ومستقر وهامش أمان مرتفع ومخاطر منخفضة، لذلك فهي تتكون من الأسهم الممتازة وأذونات الخزينة والسندات الحكومية، ويتم اتباع هذه السياسة عندما يتوقع حدوث كساد في الاقتصاد.
2.السياسة الهجومية(غير المتحفظة)	يتم إعطاء الأولوية للعائد على حساب الأمان، وتسمى المحافظ التي تتبع هذه السياسة محافظ رأس المال (النمو) التي تهتم بتحقيق أرباح رأسمالية، لذلك فهي تتكون من أسهم عادية، ويتم اتباع هذه السياسة عندما يتوقع حدوث ازدهار في الاقتصاد.
3.السياسة المتوازنة (الدفاعية - الهجومية)	تعتبر هذه السياسة مشتركة بين السياستين السابقتين، ويتم استخدامها من قبل معظم المستثمرين الذين يريدون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم للحصول على عوائد مقبولة ضمن مستويات مخاطر معقولة. وتسمى المحافظ التي تتبع هذه السياسة المحافظ المتوازنة التي تتكون من أدوات استثمارية تحقق حد أدنى من الدخل الثابت مع وجود فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية، مثل شهادات الإيداع والأسهم العادية والممتازة، ويتم استخدام هذه السياسة عند عدم التأكد من الأوضاع الاقتصادية في المستقبل.

المصدر: (الزرقان وآخرون، 2012)

كما ويعتبر بيان السياسة الاستثمارية أداة تخطيط لمساعدة المستثمر لفهم احتياجاته بشكل أفضل وتواصله مع مدير محفظته للعمل بشكل أفضل وتوفير دليل للأصول التي يجب شراؤها ونسبة الأموال المستثمرة فيها، بالإضافة إلى تحديد استراتيجية الاستثمار المناسبة للمستثمر (ربابعة، 2009)، ومن الاستراتيجيات التي يستطيع المستثمر الاختيار فيما بينها:

جدول (6): استراتيجيات الاستثمار

1. الاستراتيجية الساكنة في هذه الاستراتيجية يكون السوق كفوً وتعكس الأسعار قيمة الأدوات الاستثمارية الحقيقية، ولأن المعلومات تصل إلى جميع المستثمرين في نفس اللحظة لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية (الشعراني، 2015). ومن مزايا هذه الاستراتيجية قلة تكاليفها، ومن عيوبها أنها تضيع على المستثمر فرصة تحقيق عوائد إضافية (باكير، 2008).	
2. الاستراتيجية النشطة (المتحركة) في هذه الاستراتيجية لا تعكس الأسعار قيمة الأدوات الاستثمارية الحقيقية، حيث أن المعلومات لا تصل لجميع المستثمرين في نفس الوقت ولن يتم الوصول لنفس النتائج بسبب اختلاف طرق تحليل المعلومات وبالتالي يمكن تحقيق أرباح غير عادية (الشعراني، 2015). ومن مزايا هذه الاستراتيجية أنها تساعد المحفظة في تحقيق أداء متميز، ومن عيوبها أنها عالية التكاليف (باكير، 2008). ويندرج تحت هذه الاستراتيجية عدة استراتيجيات، منها: أ. استراتيجية توقيت السوق: يتم إعادة توزيع المخصصات المالية بين الأصول المختلفة لتحقيق أرباح غير عادية مع اختيار الوقت المناسب للدخول والخروج من السوق، فعندما تتحسن ظروف السوق يتم تسهيل الاستثمارات قصيرة الأجل مثل واستخدام الحصيلة لشراء استثمارات طويلة الأجل (برقوق وآخرون، 2016) ب. استراتيجية اختيار الأدوات الاستثمارية: يتم القيام بالتحليل الأساسي والفني ولمعرفة قيمة الاستثمارات الحقيقية ومقارنتها مع قيمتها السوقية لاتخاذ قرار ضمها أو استبعادها من المحفظة. (برقوق وآخرون، 2016) ج. استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: يتم إعادة توزيع المخصصات المالية المخصصة للاستثمار في جهة معينة لحساب أو على حساب جهة أخرى حسب ظروف السوق (عطا الله، 2011)	

ثانياً: دراسة السوق وتحليل مكونات المحفظة

بعد تحديد أهداف المستثمر ورغباته والسياسة والاستراتيجية الاستثمارية الملائمة له في مرحلة التخطيط، يتم في هذه المرحلة دراسة أوضاع السوق وظروفه الاقتصادية والمالية والسياسية وتوقع الاتجاهات المستقبلية (الشعراني، 2015)، وكذلك الاطلاع على كافة القطاعات

الاستثمارية المتوفرة واختيار الملائم منها بما يتناسب مع أهداف وظروف المستثمر، ثم اختيار الأدوات الاستثمارية المناسبة التي تقع ضمن المجالات التي تم اختيارها. (بوليليول، 2000)

وبعد اختيار الأدوات الاستثمارية لا بد من تحليلها قبل ضمها للمحفظة، وهذا التحليل يأخذ شكلين:

1. التحليل الأساسي: في هذا التحليل يتم في البداية تحليل الأوضاع والظروف الاقتصادية العامة والخاصة وظروف الصناعة التي تحيط بالجهة التي أصدرت الأدوات الاستثمارية، ثم يتم تحديد قيمة الأدوات الاستثمارية وتوقع اتجاه الأسعار بالاعتماد على دراسة المركز المالي لتلك الجهة وقدرتها على تحقيق الأهداف، بالإضافة إلى تحليل المؤشرات الاقتصادية مثل التضخم والاستهلاك وأسعار الفائدة وميزان المدفوعات والظروف والأحداث الدولية التي تؤثر على اقتصاد الدولة بشكل مباشر. (الشعراني، 2015)

2. التحليل الفني: في هذا التحليل يتم دراسة حركة السوق والأسعار لمعرفة اتجاهات الأسعار المستقبلية، وهذا يعتمد على التفاعل بين الطلب والعرض اللذان يحكما عوامل يتم أخذها بعين الاعتبار (كروش، 2010) (الشعراني، 2015). ولمعرفة اتجاهات الأسعار المستقبلية يمكن استخدام الأوساط الحسابية أو الخرائط التي تعبر عن تقلب الأسعار مثل خرائط الأعمدة أو مؤشر القوة النسبية (كروش، 2010).

ثالثاً: تكوين المحفظة الاستثمارية

بعد وضع الخطة الاستثمارية وتحليل الأدوات الاستثمارية المختارة لمعرفة مدى ملائمتها واختيار السياسة والاستراتيجية الاستثمارية الملائمة، يتم في هذه المرحلة تطبيق تلك السياسة والاستراتيجية وتوزيع المخصصات بين الأدوات المختلفة (الشعراني، 2015)، يعني اتخاذ قرار المزج الرئيسي (تخصيص الأصول) الذي يحدد الأدوات الاستثمارية التي سيتم إضافتها للمحفظة والوزن النسبي لكل منها من رأس المال، وهنا تظهر مهارات المدير في الوصول للمحفظة المثلى من خلال هذا المزج. ولكن في المستقبل سوف يتم إعادة تنويع تلك

الأصول حسب الظروف والمستجدات، ويتم اتخاذ قرار يسمى قرار التوقيت لتغيير الأوزان النسبية لمكونات المحفظة وهذا يسمى التوزيع النشط للأصول.(مطر، 2009)

كما يجب أيضاً توقع سلوك المحفظة الاستثمارية في المستقبل ككل وليس توقع سلوك أحد أجزائها فقط، ويتم ذلك عن طريق التخطيط السليم للمحفظة واتخاذ القرارات المناسبة للتنويع والترابط.(ببليويل، 2000)

رابعاً: المراقبة والمتابعة

بعد تنفيذ الاستثمار يجب على المستثمر أن يقوم بمراجعة دورية ومستمرة للمحفظة الاستثمارية للتأكد من توافقها مع أهداف المستثمر بشكل مستمر(ببليويل، 2000)، كذلك لا بد من متابعة متطلبات وأهداف المستثمر بشكل مستمر ومعرفة التغيرات التي تطرأ عليها وكذلك التغيرات التي تحصل على الظروف المحيطة من أجل تحديث وتعديل السياسة الاستثمارية ومقارنة النتائج الفعلية مع التوقعات.(باكير، 2008)

المبحث الرابع

مقومات بناء المحفظة الاستثمارية (عائد ومخاطر وتنويع المحفظة)

أولاً: عائد المحفظة الاستثمارية

تم تعريف العائد سابقاً بأنه صافي التدفق النقدي الذي ينتج عن استثمار مبلغ من المال، وكلما كانت هذه التدفقات أقرب لبعضها كلما كان أفضل (عمران، بورزق، 2006)، أو هو المقابل الذي يتوقع المستثمر أن يحصل عليه مقابل تخليه عن منفعة معينة حالياً للحصول على منفعة أكبر في المستقبل (السلطان، 2009).

كما ذكرنا سابقاً أن هذا العائد قد يكون على شكل توزيعات أرباح مثل توزيعات الأرباح لحملة الأسهم، أو على شكل أرباح رأسمالية مثل الربح الناتج عن بيع الأسهم والسندات بسعر أعلى من ثمن البيع، أو على شكل فائدة مثل الفوائد التي يحصل عليها حملة السندات. وذكرنا أيضاً أن هناك عدة أنواع للعائد:

1. معدل العائد المطلوب: هو العائد الذي يريد ويأمل المستثمر أن يحصل عليه بما يتلائم مع المخاطرة، ويتكون من العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، ويعتبر أقل عائد يعوض المستثمر عن تأجيل الاستهلاك الحالي. ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$r_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

حيث:

R_f : العائد الخالي من المخاطرة

r_i : معدل العائد المطلوب

β : معامل بيتا

R_m : معدل عائد محفظة السوق

المصدر: (شبير، 2015)

2. معدل العائد المتوقع: هو العائد الذي يتوقع المستثمر أن يحصل عليه في المستقبل (شبير، 2015) ويكون من الصعب تحديده بشكل دقيق بسبب عدم التأكد من التنبؤات المستقبلية،

فيقوم المستثمر بتقدير العائد حتى يستطيع تقدير المخاطر المصاحبة له (الشريف، 2005)، وذلك من خلال عمل توزيعات احتمالية لمعدلات العائد المتوقعة، وهذا التوزيع قد يكون ذاتي بناء على خبرة المستثمر أو موضوعي باستخدام البيانات التاريخية (الشعراني، 2015).

ويمكن حساب العائد المتوقع من الاستثمار من خلال المعادلة التالية:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n Ri.Pri$$

حيث:

$E(r)$: معدل العائد المتوقع Ri : العائد من الفترة i

Pri : احتمالية وقوع الحدث

المصدر: (شبير، 2015)

أما العائد المتوقع من المحفظة الاستثمارية هو عبارة عن المعدل الموزون للعوائد المتوقعة من الأدوات الاستثمارية الموجودة في المحفظة، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$R_p = \sum_{r=1}^n W_r R_r = W_1 R_1 + W_2 R_2 + \dots + W_n R_n$$

المصدر: (عمران، بورزق، 2006)

وهذا النموذج هو المعتمد حالياً بعد الانتقادات التي وجهت إلى نموذج تسعير الأصول

الرأسمالية (CAPM). (البريكات، 2009)

3. معدل العائد الحقيقي (الفعلي) (المحقق): هو العائد الذي يتم الحصول عليه بشكل فعلي ويكون أكبر أو أقل من معدل العائد المتوقع (شبير، 2015)، أو هو نسبة تغير ثروة

المستثمرين في نهاية المدة الزمنية عن بدايتها (دلول، 2010). ويتكون هذا العائد من العائد الجاري الذي ينتج عن الاحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي (شبير، 2015)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$Ri = \frac{Di + P1 - P0}{P0}$$

حيث:

Ri : معدل العائد الفعلي

Di : توزيعات الأرباح

P1: السعر في نهاية الفترة

P0 : السعر في بداية الفترة

المصدر: (شبير، 2015)

وهناك عدة تعاريف لعائد المحفظة الاستثمارية، منها:

— هو المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها في المستقبل مقابل تخليه عن تحقيق رغبة معينة حالية (كروش، 2010)

— هو المنافع الإضافية التي تحققها الأدوات الاستثمارية الموجودة في المحفظة

— هو الزيادة الحقيقية في قيمة أصول المحفظة الإجمالية خلال العام نسبة إلى قيمة تلك الأصول في بداية العام

— هو التدفق النقدي الذي يحصل عليه المستثمر في مدة معينة ويسمى العائد لفترة الاقتناء (زيان، 2015)

ثانياً: مخاطر المحفظة الاستثمارية

يمكن تعريف الخطر بأنه السبب في الخسارة مثل سرقة أو حريق، ويشبه هذا المفهوم مفهوم المخاطرة إلى حد كبير، لذلك يجب الحذر عند استعمال هذين المصطلحين. ويمكن

تعريف عدم التأكد بأنه جميع الحالات التي يشك فيها الفرد في وقوع حادث معين ولكن لا يستطيع تحديد احتمالات دقيقة لوقوعه، ويشبه هذا المفهوم مفهوم المخاطرة ولكن لا يمكن استخدام أحدهما عوضاً عن الآخر. أما المجازفة فهي العوامل التي تساعد على خلق أو زيادة إمكانية حدوث الخسارة الناتجة عن خطر ما، مثل وقوع حريق في مؤسسة تصدر أوراق مالية، فهذا قد يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لتلك الأوراق وبالتالي انخفاض العائد الذي ينتظره المستثمرون. (كروش، 2010)

أما بالنسبة للمخاطرة، فليس هناك تعريف محدد لها، حيث أن لكل جهة وجهة نظرها الخاصة بها:

— حيث عرفها البعض بأنها مقدار تقلب العائد المتوقع أو اختلاف العائد الفعلي عن المتوقع، وكلما زاد هذا الاختلاف زادت المخاطرة (برقوق وآخرون، 2016)

— وعرفها البعض الآخر بأنها تعرض المستثمر للخسارة بسبب عدم التأكد أو الحصول على عائد فعلي يختلف عن العائد المتوقع (مليك، 2013)

— وعرفها آخرون بأنها تذبذب قيمة العوائد بسبب عدم التأكد بشأن التنبؤات المستقبلية (الشريف، 2005)

كما يختلف مفهوم المخاطر في الفكر المالي عنه في الفكر المحاسبي، ففي الفكر المالي يمكن تعريف المخاطرة بأنها درجة تقلبات العائد المتوقع أو مقدار انحراف العائد الفعلي عن المتوقع من الاستثمار، أما في الفكر المحاسبي فيمكن تعريفها بأنها وجود درجة من عدم التأكد في التدفقات النقدية المستقبلية. (رزق، 2004)

وهناك ثلاثة أنواع من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية:

1. مخاطر كلية

هي جميع المخاطر التي تتعرض لها عوائد الاستثمارات بسبب تشتت العائد عن قيمته المتوقعة (شبير، 2015)، وتسمى بمخاطر المحفظة (الدوري، 2010)، وهي مجموع المخاطر

النظامية وغير النظامية، وتقاس بالتباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف (مليك، 2013).

2. مخاطر نظامية (عادية) (خارجية) (عامة)

تنتج هذه المخاطر عن عوامل تؤثر على السوق ككل فلا تؤثر فقط على أداة استثمارية ما أو قطاع معين، وترتبط تلك العوامل بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية مثل الإضرابات العامة والتضخم والحروب والقوانين والأنظمة الضريبية وأسعار الفائدة وغيرها، وبالتالي لا يمكن القضاء عليها بالتنوع. وتكون هذه المخاطر أعلى في الشركات التي تكون أعمالها موسمية مثل شركات الطيران والشركات التي تنتج سلع صناعية أساسية مثل الحديد. (الزرقان وآخرون، 2012)

وتسمى أيضاً هذه المخاطر بمخاطر السوق أو مخاطر البيئة الاقتصادية العامة لأنها ترتبط بالبيئة الاقتصادية المحيطة بالاستثمارات وليس بالاستثمارات نفسها وتشكل 35%-50% من المخاطر الكلية التي تتعرض لها الاستثمارات (آل شبيب، 2009)، فإذا كانت البيئة الاقتصادية العامة مستقرة تكون المخاطر النظامية أيضاً مستقرة بشكل نسبي، أما إذا كانت البيئة الاقتصادية العامة غير مستقرة فإن المخاطر النظامية سوف تكون متغيرة ومتذبذبة كثيراً من فترة لأخرى ويتم قياسها بمعامل بيتا (زيان، 2015). كما وتسمى بالمخاطر غير القابلة للتنوع يعني أنه لا يمكن تجنبها من خلال تنويع استثمارات المحفظة لأنها تؤثر على جميع الاستثمارات ولكن بنسب مختلفة حسب ارتباطها بالسوق، فكلما زادت درجة الارتباط زادت المخاطر والعكس صحيح (أحمد، 2009، الدوري، 2010).

كما تنتج هذه المخاطر من عدة مصادر، منها:

أ. مخاطر أسعار الفائدة: تنتج هذه المخاطر بسبب تغير أسعار الفائدة في السوق وبالتالي اختلاف العائد الفعلي عن المتوقع (باكير، 2008)، وبالتالي تتأثر جميع الأدوات الاستثمارية بذلك، ولكن الأدوات ثابتة الدخل مثل السندات تتأثر أكثر من الأدوات متغيرة الدخل مثل

الأسهم (زيان، 2015). ففي حال ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع الفائدة المحصلة من السندات وتنخفض أسعارها، لأن ارتفاع أسعار الفائدة يجعل الشركات تسدد التزامات القروض (السندات) التي عليها قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم وبالتالي تنخفض تلك التوزيعات وينخفض الطلب على تلك الأسهم وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعارها. ولكن في حال انخفاض أسعار الفائدة، يصبح للشركات فائض في الوفورات بسبب تناقص الفوائد المدفوعة للبنوك والمؤسسات المالية، وتكون شروط الاقتراض ميسرة مما يمكنها من التوسع دون عوائق وبالتالي ترتفع أسعار الأسهم (باكير، 2008). لذلك ينصح المستثمرون بالاستثمار في أدوات استثمارية قصيرة الأجل لأنها أقل عرضة لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة (آل شبيب، 2009).

ب. مخاطر القوة الشرائية للنقد: تقل القوة الشرائية للنقد مع الزمن بسبب عوامل التضخم والعامل الزمني، حيث أن كمية الاستثمارات التي يمكن شراؤها اليوم بكمية نقد معينة تزيد عن كمية الاستثمارات التي يمكن شراؤها بنفس كمية النقد بعد سنة أو سنتين، وهذا يؤدي إلى انخفاض عوائد الاستثمارات. (الشريف، 2005)

و تعتبر هذه المخاطر أول المخاطر التي يتعرض لها المستثمر عند استثماره في الأوراق المالية ثابتة الدخل (زيان، 2015)، وللتحوط منها يُنصح بالاستثمار في الأسهم العادية لأن عائدها غير ثابت، وارتفاع هذا العائد يعوض انخفاض قيمة الاستثمارات (الشعراني، 2015).

ج. مخاطر السوق: تحدث هذه المخاطر بسبب أحداث غير متوقعة تؤثر على اتجاهات السوق وعلى سلوك المتعاملين فيه وعلى الأسعار، مثل التغيرات الاقتصادية والاجتماعية والاضطرابات السياسية (كروش، 2010) سواء في نفس الدولة أو في دول أخرى لها علاقات وثيقة مع الدولة المعنية (الشريف، 2005). ويستطيع المستثمر حماية نفسه من هذه المخاطر من خلال معرفة اتجاهات الأسعار التاريخية للأدوات الاستثمارية حتى يستطيع تقدير الاتجاهات الحالية ومقدار المخاطر التي سوف يتعرض لها (جابر، 1989).

د. مخاطر أسعار الصرف: تنتج هذه المخاطر من وجود مركز عملات أجنبية مفتوح، سواء بالنسبة لكل عملة أو لجميع العملات مجتمعة، ومن الاتجاهات غير المناسبة لأسعار الصرف

والأشكال المختلفة للعمليات الآجلة (زيان، 2015). ويستطيع المستثمر تجنب هذه المخاطر من خلال تجنب الأصول الأجنبية التي يكون مخصص لها عملات أجنبية (الدوري، 2010).

3. مخاطر غير نظامية (داخلية) (غير سوقية)

تنتج هذه المخاطر عن عوامل تتعلق بشركة أو قطاع معين وليس بجميع الشركات، مثل إضراب العمال في شركة معينة وأخطاء إدارية في شركة أخرى، وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر على الاقتصاد (مطر، 2009)، يعني أنها تؤثر على أدوات استثمارية معينة وليس على السوق ككل وبالتالي يمكن السيطرة عليها وتجنبها من خلال التنويع والإدارة الكفؤة للمحفظة (المومني، 2002).

وتحدث هذه المخاطر في أوقات غير منتظمة، وإذا حدثت فإن آثارها تكون جسيمة على الاستثمارات التي تؤثر عليها، ويمكن حسابها من خلال الفرق بين المخاطر الكلية والمخاطر النظامية (آل شبيب، 2009). ومن مصادر هذه المخاطر:

أ. مخاطر الإدارة: تنتج هذه المخاطر عن القرارات الإدارية الخاطئة بسبب معلومات غير صحيحة أو ناقصة، مما يؤثر على نشاط الشركة وأرباحها وأسعار أسهمها، مثل إضرابات العمال داخل الشركة والمشاكل بين أعضاء مجلس الإدارة (المومني، 2002) وخسارة بعض المعدات بسبب عدم التأمين وخسارة ممولين أساسيين للشركة (الشعراني، 2015) وعدم اتخاذ الاحتياطات اللازمة من الأحداث غير المتوقعة والارتباط بعميل واحد (نور وآخرون، 2012).

ولتفادي هذه المخاطر لا بد من تحليل كل فرد مشارك في إدارة الشركة وهذا يحتاج إلى محللين وخبراء (مطر، 2009)، بالإضافة ضرورة تحقيق الإدارة للكفاءة والفاعلية الإدارية (خريوش وآخرون، 1999).

ب. مخاطر الصناعة: تنتج هذه المخاطر عن عوامل تؤثر على قطاع صناعي معين دون غيره، مثل عدم وجود مواد خام وظهور قوانين جديدة ومنافسين جدد (عبو، 2016)، وتؤثر على أرباح وأسهم جميع الشركات في ذلك القطاع (آل شبيب، 2009).

ج. مخاطر العمل: تنتج بسبب فشل الشركة في الحفاظ على مركزها التنافسي وتحقيق النمو والأرباح (جابر، 1989) والأهداف المرجوة من استثمار معين (حردان، 2010)، وقد يحدث ذلك بسبب إهمال تطوير المنتجات وعدم قدرتها على المنافسة ومتابعة التطورات التي تحدث (جابر، 1989).

د. مخاطر قانونية: تحدث هذه المخاطر بسبب التغيرات التي تحدث في النظام القانوني أو بسبب التغيرات التنظيمية، مما يؤثر على نشاط وأداء المؤسسة وعلى أرباحها وعوائد أسهمها (كروش، 2010)

هـ. مخاطر تشغيلية: تنتج عن تراجع الرقابة الداخلية أو نظام المعلومات في المؤسسة، وبالتالي تؤثر سلباً على العائد المتوقع من العملية الاستثمارية، مثل تغير أسعار المدخلات أو حجم الطلب على منتجات المنشأة أو درجة الرفع التشغيلي (كروش، 2010)

و. مخاطر تغير أذواق المستهلكين: تنتج هذه المخاطر بسبب توقف المستهلكين عن استخدام منتج معين بسبب ظهور منتج جديد أكثر تطوراً (الزرقان وآخرون، 2012)

ز. مخاطر عدم سداد الالتزامات: تعني هذه المخاطر امكانية التوقف وليس التوقف الفعلي عن سداد الالتزامات، وتنشأ بسبب تغير سلامة المركز المالي للمنشأة (الشريف، 2005)

ح. مخاطر السيولة: تنتج هذه المخاطر عند عدم قدرة المستثمر على تحويل أصوله إلى نقد بسهولة وسرعة عند الحاجة لتغطية نفقاته (باكير، 2008)

ط. مخاطر الرفع المالي: تنتج هذه المخاطر بسبب زيادة اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجي مثل الاقتراض أكثر من اعتمادها على مصادرها الذاتية كالأرباح المحتجزة والاحتياطات، مما يؤدي إلى زيادة أعباء الشركة بسبب التزامها بسداد الفوائد. (آل شبيب، 2009)

ويمكن حساب درجة الرفع المالي من خلال المعادلة التالية:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT}$$

أو

$$DFL = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT}$$

حيث:

DFL : درجة الرفع المالي EBIT : صافي الربح قبل الفوائد والضرائب

EBT : صافي الربح قبل الضرائب

ΔEPS : نسبة التغير في عائد السهم العادي، والتي يمكن حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

المصدر: (الزرقان وآخرون، 2012، مطر، 2003)

ي. مخاطر الرفع التشغيلي: تنتج هذه المخاطر بسبب زيادة نسبة التكاليف الثابتة من إجمالي الأصول، مثل استهلاك الآلات وتكاليف الصيانة (خريوش وآخرون، 1999). وارتفاع درجة الرفع التشغيلي تعني أن أي تغير في المبيعات يؤدي إلى تغير كبير في الأرباح مما يؤدي إلى زيادة المخاطر (آل شبيب، 2009).

ويمكن حساب درجة الرفع التشغيلي من خلال المعادلة التالية:

$$DOL = \frac{MC}{EBIT} \quad \text{أو} \quad DOL = \frac{\Delta EBIT}{\Delta S}$$

حيث:

DOL : درجة الرفع التشغيلي MC : عائد المساهمة الحدية

EBIT : صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ΔS : نسبة تغير المبيعات

المصدر: (مطر، 2003)

وترتبط المخاطر الثلاث السابقة مع بعضها البعض في علاقة خطية كما توضح المعادلة

التالية:

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطر النظامية} + \text{المخاطر غير النظامية}$$

حيث أن مجموع المخاطر النظامية وغير النظامية يساوي المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية، ولكن المخاطر غير النظامية لا تكون ذات أهمية كبير إذا كانت إدارة المحفظة ذات كفاءة عالية في اختيار الأدوات الاستثمارية ومزجها، أما المخاطر النظامية فهي تعتبر مهمة لأنه لا يمكن تجنب آثارها على عوائد المحفظة. (هندي، 2006) كما يلاحظ أيضاً أنه كلما زاد عدد الأصول المكونة للمحفظة قلت المخاطر الكلية أما المخاطر النظامية فهي تبقى ثابتة مهما تغير عدد الأصول. حيث أوضحت الدراسات أن المحفظة التي تتكون من 10-15 ورقة مالية تتخفض مخاطرها غير النظامية مع بقاء المخاطر النظامية نفسها. (الدوري، 2010)

ويمكن قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية باستخدام عدة طرق:

1. التباين: هو عبارة عن مجموع مربعات انحراف وتشتت قيم العوائد عن وسطها الحسابي (عمران، بورزق، 2006)، وكلما زادت قيمته زاد التشتت وبالتالي زادت المخاطرة والعكس صحيح (الدوري، 2010). ويقاس التباين المخاطر غير النظامية (كروش، 2010)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (ri - r')^2$$

حيث:

$$\delta^2 : \text{التباين} \quad (ri - r') : \text{الفرق بين قيمة العائد ووسطه الحسابي}$$

المصدر: (الحمودني، 2013)

كما يمكن معرفة قيمة التباين لمحفظة تتكون من أصل واحد من خلال المعادلة التالية:

$$\delta^2 = [P(R_x) - E(R_x)]^2$$

حيث:

δ^2 : التباين $P(R_x)$: احتمال تحقق العائد $E(R_x)$: قيمة العائد المتوقع

المصدر: (كروش، 2010)

أما التباين لمحفظه استثمارية تتكون من أصلين فقط فيمكن حسابه من خلال المعادلة

التالية:

$$\delta^2 = W_1^2 \cdot \delta_1^2 + W_2^2 \cdot \delta_2^2 + 2W_1W_2 \cdot \delta_1\delta_2 \cdot r_{1,2}$$

حيث:

W_1 : الوزن النسبي للأصل الأول W_2 : الوزن النسبي للأصل الثاني
 δ_1 : الانحراف المعياري للأصل الأول δ_2 : الانحراف المعياري للأصل الثاني
 $r_{1,2}$: معامل الارتباط بين الأصلين

المصدر: (شبير، 2015)

2. الانحراف المعياري: هو مقياس إحصائي يبين مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي (شبير، 2015)، وكلما كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة كلما كانت تقلبات العائد كبيرة وبالتالي تزداد المخاطر والعكس صحيح (عبو، 2016). كما ويعتبر من أهم المقاييس لقياس المخاطر غير النظامية للمحفظة الاستثمارية (الكبيسي، 2007)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

أي أن الانحراف المعياري يساوي الجذر التربيعي للتباين

3. معامل الاختلاف: يتم استخدام معامل الاختلاف لحساب المخاطرة في حال تساوي الانحراف المعياري (المخاطرة) لأصلين حتى لو اختلفت عوائدهما، كما يستخدم عند تساوي قيمة العوائد المتوقعة للاستثمارات البديلة (السلطان، 2009)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$CV = \frac{\delta p}{E(r)}$$

حيث:

δp : الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية $E(r)$: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية

وكلما انخفض معامل الاختلاف قلت المخاطرة والعكس صحيح.

المصدر: (الكبيسي، 2007)

4. معامل بيتا: هو سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد وهذا يختلف من سهم لآخر (شبير، 2015)، وهو مقياس للمخاطر النظامية ويقاس حساسية عائد المحفظة الاستثمارية إلى محفظة السوق (حردان، 2010)، أي يعبر عن مقدار الاختلاف في عائد الأصل بسبب تغير مؤشرات السوق (عبو، 2016)، وتعتمد قيمة هذا المعامل على العلاقة التاريخية بين عائد الاستثمار وعائد السوق (عمران، بورزق، 2006). ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{COV_{(i,m)}}{\delta^2 m}$$

حيث:

β : معامل بيتا $COV_{(i,m)}$: التباين المشترك بين عائد المحفظة وعائد السوق

$\delta^2 m$: تباين عائد السوق

المصدر: (هندي، 2006)

ويمكن حساب التباين المشترك بين عائد المحفظة وعائد السوق من خلال:

$$Cov_{(i,m)} = \frac{r_{(i,m)}}{\delta_m^2}$$

حيث:

$r_{(i,m)}$: معامل الارتباط بين عائد المحفظة وعائد السوق

المصدر: (عبو، 2016)

وبالتالي تصبح المعادلة:

$$\beta = \frac{r_{(i,m)} \cdot \delta_i \cdot \delta_m}{\delta_m^2} = \frac{r_{(i,m)} \cdot \delta_i}{\delta_m}$$

المصدر: (دلول، 2010)

ويرتبط معامل بيتا مع معامل الارتباط بعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد معامل الارتباط بين عائد الاستثمار وعائد السوق تزيد المخاطر المعبر عنها بمعامل بيتا، وكذلك الأمر بالنسبة للانحراف المعياري للاستثمار الذي كلما ارتفع ارتفعت مساهمته في المخاطر الكلية للمحفظة وبالتالي ارتفعت مخاطر المحفظة المعبر عنها بمعامل بيتا (الحمودني، 2013).

أما المحفظة التي تتكون عدة أصول، فيمكن حساب معامل بيتا لها من خلال المعادلة

التالية:

$$\beta = W_1 \cdot \beta_1 + W_2 \cdot \beta_2 + \dots + W_n \cdot \beta_n = \sum_{i=1}^n W_i \cdot \beta_i$$

حيث:

$W_1, W_2 \dots W_n$: نسب الأصول التي تتكون منها المحفظة

$\beta_1, \beta_2 \dots \beta_n$: معامل بيتا لكل أصل من أصول المحفظة. المصدر: (الزرقان وآخرون، 2012)

فإذا كان معامل بيتا (+1) هذا يعني أن الأداة الاستثمارية تكون حساسة للتغيرات ومخاطرها تساوي مخاطر السوق، وإذا كان أكبر من (+1) هذا يعني أن الأداة تكون حساسة جداً تجاه التغيرات التي تطرأ على السوق وتكون مخاطرها أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كان أقل من (+1) هذا يعني أن الأداة تكون غير حساسة بشكل نسبي للتغيرات في السوق وتكون مخاطرها أقل من مخاطر السوق، وإذا كان (صفر) يعني أن مخاطر الأداة تكون غير مرتبطة بمخاطر السوق، وإذا كان (-1) يعني أن مخاطر الأداة تساوي مخاطر السوق في القيمة ولكن في الاتجاه المعاكس (رمضان، 2005).

ثالثاً: تنويع المحفظة الاستثمارية

تعتبر القرارات الاستثمارية التي يتخذها مدير المحفظة مهمة، فهي تعبر عن مهارات وخبرات ذلك المدير في تطبيق نظرية المحفظة الاستثمارية مقابل أتعاب مرتفعة يتقاضاها من مالك المحفظة. ومن أهم تلك القرارات قرار اختيار الأدوات الاستثمارية المناسبة لضمها للمحفظة مع مراعاة طبيعة المنشأة التي تنتمي إليها تلك الأدوات وموقعها التنافسي وكفاءة إدارتها وحجم أرباحها، وقرار توقيت بيع وشراء الاستثمارات مع مراعاة اتجاه أسعارها واتجاه منحى السوق (هندي، 2006)، بالإضافة إلى قرار المزج (تنويع الأصول) سواء كانت أصول حقيقية أو مالية، حتى لا تتأثر جميع الأصول في المحفظة بنفس الطريقة عند وقوع أي حدث، فالحسائر التي تلحق بأصول معينة تعوضها الأرباح التي تحققها أصول أخرى (جابر، 1989).

ويمكن تعريف التنويع بأنه قرار المستثمر بتوزيع الأموال المراد توظيفها على مجموعة من الاستثمارات لضمها للمحفظة، سواء كانت حقيقية أم مالية، لتحفيز المخاطر التي يتعرض لها دون التأثير بشكل سلبي على العائد، أو هو قيام المؤسسة بتقديم سلع وخدمات جديدة أو إضافة عمليات إنتاجية جديدة مما يسمح لها بالتوسع وزيادة قدرتها التنافسية وتقوية مركزها السوقي (غال، تيمجدين، 2014). وبالتالي فإن التنويع قادر على تقليل المخاطر غير النظامية، أما بالنسبة للمخاطر النظامية فلا يمكن الحد منها بالتنويع. (الدوري، 2010)

ولكن في بعض الأحيان قد لا يكون التنويع مناسباً للمحفظة أي لا يعمل على تقليل المخاطر، فمثلاً قد يقوم مستثمر بالاستثمار في عدة أدوات استثمارية في نفس القطاع بنفس النسبة، هنا قام المستثمر بتقليل المخاطر التي تتعرض لها بعض الأدوات ولكن لم يتم بتقليل المخاطر التي يتعرض لها ذلك القطاع ككل. (بوبيويل، 2000)

ويتم هذا التنويع إما من خلال تنويع جهة الإصدار أو تنويع تواريخ الاستحقاق.

أولاً: تنويع جهة الإصدار

أي عدم التركيز على الأدوات الاستثمارية من جهة واحدة فقط وإنما يجب تنويع تلك الأدوات من عدة جهات وقطاعات وليس من قطاع واحد (موهوب، 2017). ويندرج تحت هذا التنويع أسلوبان:

1. التنويع البسيط (السادج): في هذا الأسلوب يتم اختيار الأدوات الاستثمارية بشكل عشوائي حسب قاعدة "كلما زاد عدد الاستثمارات قلت المخاطرة" دون الاهتمام بحجم المنشأة المصدرة لتلك الأدوات أو مقدار العائد المتوقع (عطا الله، 2011)، وهذا النوع من التنويع يكون مناسب فقط عند عدم القدرة على التمييز بين العوائد المتوقعة للاستثمارات ومخاطرها (الشعراني، 2015)، وفي بعض الأحيان يتم وضع حد أعلى للمبلغ المستثمر في جهة واحدة بحيث لا يتجاوز 5% من مخصصات المحفظة في كل جهة (السلطان، 2009).

ولكن يجب عدم المبالغة في تنويع الأدوات الاستثمارية لأن هذا سوف يؤدي إلى العديد من المشاكل والصعوبات، مثل صعوبة إدارة المحفظة بسبب كثرة الأدوات وزيادة تكاليف متابعتها ومراقبتها، ارتفاع متوسط تكاليف الشراء وتكاليف العمولات وعمليات التحليل بسبب شراء كميات صغيرة من كل إصدار، اتخاذ قرارات غير سليمة بسبب الحاجة إلى عدة خبرات بسبب كثرة الأدوات (هندي، 2006) وارتفاع تكاليف البحث عن مكونات جديدة لضمها للمحفظة بسبب زيادة مكوناتها. (الهندي، 2000)

2. تنويع ماركويتز (التنوع الكفو): في هذا الأسلوب يتم اختيار الاستثمارات لضمها للمحفظة بطريقة دقيقة علمية مدروسة مع مراعاة معامل الارتباط بين عوائدها، وليس بشكل عشوائي مثل التنوع البسيط (آل شبيب، 2010)، ويقيس هذا المعامل نسبة التغير بين عوائد أصلين أو أكثر (آل شبيب، 2009). كما واهتم هذا الأسلوب باختيار الأدوات الاستثمارية بناءً على معامل بيتا لكل أداة ووزنها النسبي (الزرقان وآخرون، 2012)، وهكذا أصبح بالإمكان التخلص من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية (الهندي، 2000).

وتتراوح قيمة معامل الارتباط بين $(1-)$ و $(1+)$ كما يلي:

أ. حالة ارتباط موجب تام: يكون معامل الارتباط $(1+)$ وأي زيادة في عائد أصل ما تؤدي إلى نفس الزيادة بنفس الاتجاه في عائد الأصل الآخر، وهذا يعني أن المخاطر عالية والتنويع لا يعمل على تخفيضها.

ب. حالة ارتباط سالب تام: يكون معامل الارتباط $(1-)$ وأي زيادة في عائد أصل ما تؤدي إلى انخفاض العائد في الأصل الآخر بنفس المقدار، والتنويع هنا يستطيع تخفيض المخاطر

ج. حالة عدم الارتباط: يكون معامل الارتباط صفر ولا يوجد أي ارتباط بين عوائد الأصول، وتكون المحفظة في حالة أفضل من حالة الارتباط الموجب ولكنها في حالة أسوأ من حالة الارتباط السالب. (آل شبيب، 2009)

ولكن كون معامل الارتباط بين العوائد سالب أو معدوم لا يعد كافياً لتقليل المخاطر إلى أدنى حد، لأنه يجب الأخذ بعين الاعتبار أوزان الاستثمارات الموجودة في المحفظة، حيث أن هذه الأوزان قد تقلل من الآثار الإيجابية للتنويع القائم على معامل الارتباط (الشعراني، 2015).

واعتمد ماركويتز على مبدئين عند وضعه لهذا التنويع، الأول العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة في الاستثمار، والثاني ضرورة استخدام الثنائية الأفضل (العائد والمخاطرة) للاختيار بين البدائل. (زيان، 2015)

ثانياً: تنويع تواريخ الاستحقاق

يقع المستثمر في حيرة بين اختيار الاستثمارات قصيرة الأجل أو الاستثمارات طويلة الأجل، حيث أن تقلبات أسعار الفائدة في السوق تؤثر أكثر على الأدوات طويلة الأجل، وفي نفس الوقت تقلبات العوائد تؤثر أكثر على الأدوات قصيرة الأجل. لذلك يجب أن تضم المحفظة الاستثمارية عدة استثمارات مختلفة في تواريخ الاستحقاق، فالاستثمارات قصيرة الأجل تقلل من تقلبات الأسعار ومن الخسائر الرأسمالية، أما الاستثمارات طويلة الأجل تحقق استقرار في العائد ولكن تتعرض لمخاطر التضخم (المومني، 2002)، ومن الأساليب المتبعة في هذا النوع من التنويع:

1. تدرج تواريخ الاستحقاق: في هذا الأسلوب يتم الاستثمار في أدوات استثمارية ذات تواريخ استحقاق مختلفة ويجب وضع حد أقصى لتواريخ الاستحقاق قبل ضم أي أداة للمحفظة، ثم يتم وضع هيكل لتواريخ الاستحقاق الممكن قبولها ويتم توزيع الموارد المالية بناءً على ذلك الهيكل. (برقوق وآخرون، 2016)

2. التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل: في هذا الأسلوب يتم التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل، التي تقل فترة استحقاقها عن الثلاث سنوات، وطويلة الأجل، التي تكون فترة استحقاقها أكثر من سبعة سنوات، واستثناء الاستثمارات متوسطة الأجل التي تتراوح فترة استحقاقها من (3-7) سنوات. فالاستثمارات قصيرة الأجل توفر السيولة اللازمة لمواجهة الالتزامات المستقبلية، والاستثمارات طويلة الأجل تحقق أرباح رأسمالية، أما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا توفر السيولة ولا الأرباح الرأسمالية (المومني، 2002). ومن ميزات هذا الأسلوب أنه يحقق سيولة أعلى من أسلوب التدرج في تواريخ الاستحقاق، ولكن في نفس الوقت تقلب العوائد يكون أكبر من الأسلوب السابق. (الشعراني، 2015)

3. الأسلوب الهجومي: هذا الأسلوب يعتمد على التوقعات، فإذا توقع المستثمر انخفاض أسعار الفائدة يستبدل الاستثمارات قصيرة الأجل بأخرى طويلة الأجل، وإذا توقع ارتفاع الفائدة

يستبدل الاستثمارات طويلة الأجل بأخرى قصيرة الأجل. وإذا كانت تلك التوقعات صحيحة تتحقق الأهداف المرجوة، وإذا كانت خاطئة يتعرض المستثمر لخسائر كبيرة، لذلك ينصح بأن لا يتم اللجوء لهذا الأسلوب إلا إذا كان المستثمر على قدر عالٍ من الكفاءة والمعرفة والخبرة (عمران، بورزق، 2006).

المبحث الخامس

تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

مقدمة

يهدف المستثمر من أي عملية استثمارية الحصول على عائد مرتفع مقابل تحمله مستوى معين من المخاطر، ولكن العائد المرتفع لا يعبر دائماً عن الأداء الجيد للاستثمار لأنه قد يترتب عليه مخاطر أكبر، لذلك عند قياس أداء استثمار معين يجب مراعاة مؤشر الأداء والمخاطرة، فإذا كان معدل العائد أعلى من عائد السوق فإن إدارة المحفظة سوف تكون أعلى من إدارة محفظة السوق أو توازيها والعكس صحيح (الدوري، 2010).

قياس أداء المحفظة الاستثمارية

هناك مجموعة من النماذج التقليدية المستخدمة لقياس وتقييم أداء المحفظة الاستثمارية، منها:

1. نموذج شارب (Sharpe)

قدم ويليام شارب هذا المقياس عام 1966، ويمكن استخدامه لقياس أداء أي محفظة استثمارية خلال فترات طويلة ولقياس أداء الصناديق المفتوحة والمغلقة (المومني، 2002)، فإذا كانت قيمته عالية فإن هذا دليل على أن أداء المحفظة جيد وأنها تحقق عائد عالٍ والعكس صحيح (هندي، 2006)

ويمكن حساب قيمته من خلال المعادلة التالية:

$$Sh = \frac{Rp - Rf}{\delta p}$$

حيث:

Rp : عائد المحفظة الاستثمارية Rf : العائد الخالي من المخاطرة

δp : مخاطر المحفظة (الانحراف المعياري) المصدر: (هندي، 2006)

ولكن من عيوب هذا النموذج أنه يستخدم فقط للمقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والقيود المماثلة، وأنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس الخطر الكلي للمحفظة فيتم التخلص من المخاطر غير النظامية من خلال التنويع الجيد ولكن تبقى المخاطر النظامية موجودة و التي تقاس بمعامل بيتا وليس بالانحراف المعياري.(شبير، 2015)

2. نموذج ترينور (Treydor)

يعتبر مقياس ترينور أكثر دقة من شارب لأنه يعتمد على خصائص ومعامل بيتا لكل أداة استثمارية ومعامل بيتا للمحفظة الاستثمارية (المومني، 2002)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$Tp = \frac{Rp - Rf}{\beta_p}$$

حيث:

Rp : معدل عائد المحفظة في فترة معينة Rf : العائد الخالي من المخاطرة

β_p : تدل على نسبة تقلب المحفظة

$Rp - Rf$: علاوة المخاطرة (زيادة العائد المتحقق عن العائد الخالي من المخاطرة)

وكما زادت قيمة T زاد الميل وارتفع أداء المحفظة والعكس صحيح المصدر:

(الدوري، 2010)

3. نموذج جنسن (Jensen's)

في هذا النموذج يتم قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية من خلال معامل ألفا (شبير،

2015) كما يظهر في المعادلة التالية:

$$\alpha = (Rp - Rf) - \beta(Rm - Rf)$$

حيث:

Rp : عائد المحفظة الاستثمارية Rf : العائد الخالي من المخاطرة

Rm : عائد محفظة السوق β : بيتا المحفظة الاستثمارية (المخاطر النظامية)

ومن خلال قيمة معامل α نستطيع معرفة أداء المحفظة، فإذا كانت قيمته أكبر من صفر فإن المحفظة تكون كفؤة مقارنة مع محفظة السوق، وإذا كانت أصغر من صفر فإن المحفظة تكون غير كفؤة مقارنة مع محفظة السوق، وإذا كانت تساوي صفر فإن أداء المحفظة يساوي أداء محفظة السوق. المصدر: (هندي، 2006)

4. نموذج فاما (FAMA)

يقوم هذا النموذج بالمفاضلة بين المحافظ المتشابهة في المخاطرة، ويقوم على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع الذي يوضح العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة (الشعراني، 2015)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$CV = Rf + \frac{Rm - Rf}{Sm} \cdot \frac{CovRp - Rm}{Sm}$$

حيث:

CV : مؤشر فاما Rf : العائد الخالي من المخاطرة

Rp : عائد المحفظة المتوقع Rm : عائد محفظة السوق المتوقع

Sm : الانحراف المعياري لمحفظة السوق

Cov : التباين بين عائد المحفظة المتوقع وعائد السوق، والذي يتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$Cov = Rmp \cdot Sm \cdot Sp$$

Rmp : معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق

Sp : الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية

Sm : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق

المصدر: (شبير، 2015)

5. نموذج بلاك

يقوم هذا النموذج على افتراضين، الأول وجود أصول خالية من المخاطرة وإمكانية الاقتراض والاقراض عند هذا المعدل، والثاني وجود معدل واحد للاقراض والاقتراض. وفي هذا النموذج يتم استبدال معدل العائد الخالي من المخاطرة بمعدل العائد على الاستثمار التي يكون بيتا لها صفر، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$E(rp) - E(rz) = \alpha p + \beta p \cdot E(rm) - E(rz)$$

حيث:

E(rp) : عائد المحفظة الاستثمارية

E(rz) : عائد المحفظة المتوقع عندما تكون بيتا صفر

E(rm) : عائد محفظة السوق

المصدر: (شبير، 2015)

6. نموذج موديلاني وموديلاني (M^2)

يسمى هذا النموذج مقياس الأداء المعدل بالمخاطرة ويشبه نموذج شارب، فكلاهما يركزان على التقلبات الكلية كمقياس للمخاطرة (الموسوي، 2009)، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$RAPp = \gamma p \times (E(rp) - Rf) + Rf$$

حيث:

RAPp : قيمة مؤشر M²

γp : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق مقسوماً على الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية

E(rp) : العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية Rf : العائد الخالي من المخاطرة

المصدر: (شبير، 2015)

7. نموذج سيرتينو

يستخدم هذا النموذج الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الاستثمارية، ومن ميزاته قدرته على التمييز بين التقبلات الجيدة وغير الجيدة للعائد، ويمكن حساب قيمة مؤشر هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$S Ratio = \frac{E(rp) - MAR}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=0}^T (R_{pt} - MAR)^2}}$$

حيث:

S Ratio : مؤشر سيرتينو E(rp) : العائد المتوقع للمحفظة

MAR : الحد الأدنى للعائد المقبول لدى المستثمر

R_{pt} : عائد المحفظة الاستثمارية خلال الفترة t

المصدر: (شبير، 2015)

8. نموذج موري وفينود

يسمى بنموذج مضاعف شارب، ويعتمد على نموذج شارب الأصلي مع الاعتماد على هامش خطأ التقدير لنموذج شارب، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$RV = \frac{Rp - Rf}{SP} / Srv$$

حيث:

RV : مؤشر موري وفينود (مؤشر المكافأة إلى نسبة تقلب العائد)

Rp : عائد المحفظة الاستثمارية Rf : عائد الاستثمار الخالي من المخاطرة

Sp : الانحراف المعياري للمحفظة Srv : الانحراف المعياري لنموذج شارب

المصدر: (شبير، 2015)

المقارنة بين الطرق التقليدية (شارب وترينور وجنسن) لقياس أداء المحافظ الاستثمارية

من السهل المقارنة بين مؤشر شارب وترينور، ففي مؤشر شارب يعبر المقام عن المخاطر الكلية للمحفظة (δp)، أما في مؤشر ترينور فإن المقام يعبر عن المخاطر المنتظمة فقط (βp). فإذا أراد المستثمر استثمار جميع أمواله في محفظة واحدة فيجب عليه اختيار مؤشر شارب، أما إذا أراد استثمار جزء من أمواله فيجب أن يختار مؤشر ترينور. ولكن في النهاية، كلا المؤشرين يقدمان نتائج متقاربة إذا كانت المحفظة متنوعة بشكل جيد (الخطر الكلي للمحفظة يساوي خطر السوق) ويكون مؤشر شارب وترينور قريبان من مؤشر السوق.

هناك أيضاً علاقة واضحة بين مؤشر ترينور وجنسن، فعند قسمة معادلة جنسن على

معامل بيتا β ، تتكون المعادلة التالية:

$$\frac{Rp - Rf}{\beta p} = \frac{\alpha p}{\beta p} + (Rm - Rf)$$

وكما يظهر فإن الطرف الأول من المعادلة هو مؤشر ترينور، وهذا يعني أن مؤشر ترينور عبارة عن علاقة خطية لمؤشر جنسن.

هناك أيضاً علاقة واضحة بين مؤشر شارب وجنسن، فإذا قمنا بتعويض قانون بيتا في معادلة جنسن، ينتج ما يلي:

$$Rp - Rf = \alpha p + \frac{\delta p \cdot \delta m \cdot Pmp}{\delta^2 m} (Rm - Rf)$$

ويكون معامل الارتباط بين المحفظة والسوق 1 ($Pmp = 1$) إذا كانت المحفظة متنوعة بشكل كفؤ وفعال.

ثم يتم قسمة المعادلة السابقة على δp ، فينتج ما يلي:

$$\frac{Rp - Rf}{\delta p} = \frac{\alpha p}{\delta p} + \frac{\delta p \cdot \delta m}{\delta^2 m \cdot \delta p} (Rm - Rf)$$

$$\frac{Rp - Rf}{\delta p} = \frac{\alpha p}{\delta p} + \frac{Rm - Rf}{\delta m}$$

حيث أن الشق الأيسر من المعادلة هو مؤشر شارب، وهذا يدل على أن مؤشر شارب في علاقة خطية مع مؤشر جنسن. (بوزيد، 2007)

يعني أن مؤشر شارب استخدم الانحراف المعياري كأداة لقياس مخاطر المحفظة، بينما استخدم كلاً من ترينور وجنسن معامل بيتا، كما ويقاس مؤشر شارب مقدار زيادة العائد عن العائد الخالي من المخاطرة بواسطة التباين، بينما مقياس ترينور وجنسن يقيسا مقدار زيادة العائد عن العائد الخالي من المخاطرة بواسطة بيتا (الدوري، 2010).

تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

لا بد أن تخضع عملية اتخاذ القرارات والسياسات والإنجازات لتقييم مستمر، وذلك لمعرفة مواطن القوة لتدعيمها ومواطن الضعف لمعالجتها. وتخضع عملية تقييم المحافظ الاستثمارية لعدة مبادئ:

1. أن يتم قياس قيمة صافي أصول المحفظة على أساس قيمتها السوقية وليس قيمتها التاريخية (برقوق وآخرون، 2016)

2. أن يكون العائد على الاستثمار المستخدم لتقييم أداء المحفظة هو العائد الإجمالي الذي يتكون من دخول الاستثمارات والأرباح أو الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة

3. مراعاة عنصري العائد والمخاطرة معاً عند التقييم

4. زيادة الفترة الزمنية بين كل عملية تقييم وأخرى لزيادة دقة وموضوعية النتائج، ولكن زيادة هذه الفترة بشكل مبالغ يقلل من فوائد عملية التقييم

5. مقارنة أداء المحفظة مع أداء السوق باستخدام أحد الأرقام القياسية المعروفة مثل Nasdaq و Standard and poor وغيرهم (مطر، 2009)

6. مقارنة الأداء الفعلي مع المتوقع مع الأخذ بعين الاعتبار حساسية أدوات المحفظة تجاه مخاطر السوق

7. أخذ الأرباح الموزعة بعين الاعتبار والمتوقع توزيعها أيضاً، وكذلك العائد الإجمالي والأرباح والخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة (هندي، 2006)

8. حساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالفترة الزمنية للتدفقات النقدية المتوقعة (القاضي، 2016)

المبحث السادس

الدراسات السابقة

الدراسات العربية

1. دراسة (القاضي، 2016) بعنوان " أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية".

قامت هذه الدراسة بتقييم أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية الأردنية ومعرفة أثر إدارة هذه المحافظ على ربحية البنوك في الفترة ما بين (2012-2014). حيث تم عمل دراسة ميدانية، وأخذ عينة تتكون من البنوك التجارية الأردنية فقط، البالغ عددها 13 بنك، والاعتماد على قوائمها المالية للحصول على المعلومات اللازمة.

وتم التوصل إلى النتائج التالية: عدم قدرة العائد الخالي من المخاطرة والعائد الكلي للمحفظة على التأثير على العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، تأثير المخاطر الكلية للمحفظة على العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، تأثير عناصر مؤشر شارب مجتمعة على العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية ووجود علاقة طردية بين عائد المحفظة الاستثمارية ومخاطرها.

كما وأوصت الباحثة بعدة توصيات، منها: اتباع البنوك لسياسة متوازنة بين العائد والمخاطرة عند تكوين المحفظة، أن يكون مدير المحفظة أهلاً لمعرفة كافة التغيرات والتطورات الاقتصادية والمالية التي تؤثر على المحفظة، إعداد قاعدة بيانات تشمل على عوائد المحفظة الاستثمارية لأهميتها في عمل الدراسات واتخاذ القرارات الصحيحة وضرورة تقييم المستثمرين لاستثماراتهم باستخدام العائد والمخاطرة.

2. دراسة (الزلزلي، 2016) بعنوان "تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية".

هدفت هذه الدراسة إلى تشكيل محفظة أسهم عادية وقياس أثرها على الاستثمار والمخاطرة واستخدام محفظة السوق كمرجع أساسي. حيث تم تشكيل المحفظة في سوق العراق

للأوراق المالية في الفترة (2005-2012) واشتملت على 30 سهم مختار من القطاعات الستة المختلفة.

ومن أهم النتائج التي تم التوصل لها هي: تشكيل محفظة الأسهم العادية باستخدام أسهم النمو أدى إلى تحسين ميزات وخصائص هذه المحفظة وزيادة عوائدها وانخفاض مخاطرها ومعامل الاختلاف، اختلاف عائد كل سهم بسبب اختلاف حساسية كل سهم والظروف المحيطة بالشركة المستثمرة فيه، زيادة عوائد شركات التأمين عن عوائد السوق المالي، انخفاض عوائد قطاع الخدمات والزراعة والصناعة عن عائد السوق، ارتفاع معدلات المخاطرة في قطاع التأمين والمصارف والاستثمار المالي أكثر من القطاعات الأخرى بسبب زيادة عوائدهم وحصول محفظة الأسهم العادية على أكبر عائد عند استخدام مؤشر (PVGO) يليه نسبة احتجاز الأرباح ومضاعف الأرباح.

ومن أهم التوصيات المقدمة: ضرورة الموازنة بين الأدوات الاستثمارية المختارة من حيث العائد والمخاطرة، الاستفادة من هذه الدراسة لبناء محفظة من أسهم النمو باستخدام واحدة من مؤشرات قياس الأسهم، استخدام معيار احتجاز الأرباح ومضاعف الأرباح ومعيار (PVGO) بسبب ارتفاع عائد المحفظة عند استخدام أحدهم وزيادة وعي المستثمرين وجذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية من خلال نشر هذه الدراسة.

3. دراسة (الشعراني، 2015) بعنوان " التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)".

تم في هذه الدراسة تشكيل 4 محافظ استثمارية في سوق عمان و 4 محافظ أخرى في سوق دمشق للأوراق المالية بالاعتماد على المعلومات والبيانات التاريخية، وذلك لقياس أداء هذه المحافظ عن طريق بناء مجموعة من النماذج التنبؤية، باستخدام منهج بوكس - جنكنز، واختيار أفضل نموذج للتنبؤ بأداء هذه المحافظ، باستخدام نماذج (ARCH-GARCH)، ثم مقارنة أداء المحافظ في السوق المالي مع السوق الآخر.

حيث تم التنبؤ بعوائد المحافظ التي تم بناؤها لمدة عام واحد ومقارنة النتائج الفعلية مع التنبؤات. وتوصل الباحث إلى مجموع نتائج: المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق وعمان المالي كانت متنوعة بشكل ممتاز، أفضل محفظة في سوق دمشق هي المحفظة الثالثة والمكونة من 8 أسهم، أفضل محفظة في سوق عمان هي المحفظة الثالثة والمكونة من 20 سهم وكانت أفضل من المحفظة الثالثة في سوق دمشق وأن نماذج ((ARMA(1,1) و ((ARMA(2,2) كانت أفضل النماذج ويمكن الاعتماد عليها في تعقب أداء المحافظ الاستثمارية.

كما وأوصى الباحث بعدة توصيات: ضرورة اعتماد المستثمرين عند تكوين محافظهم الاستثمارية على المعاملات السالبة للارتباط الأسهم ومؤشر شارب، يفضل الاعتماد على نموذج بوكس - جنكز لبناء نماذج التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية واتباع التوسع في الأساليب التنبؤية للوصول إلى أفضل النماذج للتنبؤ بتقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية.

4. دراسة (تيمجدين، غالم، 2014) بعنوان "أثر استراتيجية التنويع على أداء المؤسسة الاقتصادية".

تم في هذه الدراسة أخذ مؤسسة عنتر تراد الصناعية الجزائرية خلال الفترة (2003-2011) كنموذج لدراسة مدى مساهمة التنويع الذي تقوم به هذه المؤسسة في تحسين أدائها.

وتم التوصل إلى مجموعة من النتائج: استمرارية مؤسسة عنتر تراد على الرغم من اشتداد المنافسة وزيادة حصتها السوقية وموقعها المهم في الأسواق المحلية وذلك بسبب استخدامها لاستراتيجية التنويع، قدرة استراتيجية التنويع في حصول الشركة على أرباح كبيرة من أنشطة مختلفة وتقليل الأخطار التي تتعرض لها، أهمية استراتيجية التنويع في تحقيق نمو كبير للشركة واستقرارها وكسب زبائن جدد والمحافظة عليهم وقدرة مؤسسة كوندور على الحصول على موقع هام في السوق في زمن قياسي بسبب اتباعها لسياسة التنويع في استثماراتها ومنتجاتها مما يعني قدرتها على تحقيق حاجات زبائن جدد.

كما وأوصت الدراسة بمجموعة من التوصيات: ضرورة قيام المؤسسات بدراسة البيئة والظروف المحيطة بها لمعرفة أسلوب التنويع الأفضل لها، اهتمام المؤسسات بالبحث والتطوير

واستخدام وسائل إنتاج متعددة ومتطورة وضرورة استغلالها كامل الطاقات المتوفرة لديها واتباعها لسياسة ما بعد البيع لضمان وفاء الزبون.

5. دراسة (برادعي، 2013) بعنوان "تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية (مدى مساهمة المؤشرات المعمول فيها حالياً في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة)".

هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى إجادة مدراء المحافظ الاستثمارية لإدارة هذه المحافظ من خلال مؤشرات شارب، تربيتور، جنس نو فاما وتوضيح الفرق بين هذه المؤشرات.

حيث تم إجراء دراسة ميدانية واختيار عينة من العاملين في هيئة الأوراق والأسواق المالية في سوق دمشق للأوراق المالية، بالإضافة إلى مجموعة من العاملين في القطاع المصرفي ومجموعة من الأكاديميين في مرحلة الماجستير والدكتوراه.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة نتائج: يؤثر عامل التنويع بشكل كبير على أداء المحفظة الاستثمارية، وذلك بعد تحديد العوائد المراد تحقيقها والمخاطر التي يستطيع المستثمر تحملها، يأتي بعده عامل مهارة وخبرة مدير المحفظة في إدارتها بشكل فعال آخذاً بعين الاعتبار التطورات الإقليمية والعالمية والاقتصادية والمالية، اختلاف كل مؤشر عن الآخر في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية بسبب تركيز كل مؤشر على جانب معين من المخاطرة وأن استخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة للتمييز بين المحافظ الاستثمارية أفضل من استخدام مقياس العائد والمخاطرة كل على حدة.

6. دراسة (مليك، 2013) بعنوان "أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة واقع المحافظ المالية في الجزائر والمخاطر المرتبطة بها ومعرفة مدى إمكانية تخفيض مخاطر هذه المحافظ عن طريق التنويع الدولي وأثر سعر الصرف على خصائص المحفظة الدولية.

كما وتم في هذه الدراسة دراسة مجموعة من الأسواق المالية في الفترة (2010-2013) وبلغ عددها 10 أسواق منها 5 عربية و 5 أجنبية، وتم اختيار عينة تتكون من مجموعة من مؤشرات الأسهم لإجراء الدراسة عليها.

وبناء على ذلك، تم التوصل إلى عدة نتائج: سعر الصرف يؤثر على عوائد الاستثمار إيجاباً وسلباً، التذبذبات في أسعار الصرف تؤدي إلى ارتفاع المخاطر الاستثمارية، المحافظ المتنوعة دولياً بين أسواق ترتبط ارتباطاً ضعيفاً أفضل من المحافظ المتنوعة دولياً بين أسواق ترتبط ارتباطاً قوياً لأنه في حالة الارتباط القوي تتحرك جميع العوائد بنفس الاتجاه وبالتالي لا يتم الاستفادة من التنوع في تقليل المخاطر، المحفظة الاستثمارية تأخذ خصائص الأصل المكون لها ذو الوزن الأكبر وبالتالي فإن الأوزان النسبية لها دور مهم في تحقيق الأهداف المرجوة من إدارة المحفظة، أسعار الصرف تؤثر مباشرة على فعالية التنوع الدولي للمحفظة الاستثمارية واتفقت الأدبيات المالية على ضرورة التنوع الدولي وكفاءته في تحسين خصائص المحفظة المالية.

ومن أهم التوصيات التي تم اقتراحها: ضرورة تدويل المستثمرين لمحافظهم للحصول على فرص استثمارية جيدة وتحسين خصائص محافظهم، يفضل التنوع مع الأسواق المالية المرتبطة مع السوق المحلي بارتباط سلبي أو إيجابي ضعيف، يفضل التنوع مع الأسواق المالية التي تكون قيمة عملتها أقوى من قيمة العملة المحلية وعدم الاستثمار في الأصول التي تعاني عملات بلدانها من تقلبات في أسعار صرفها.

7. دراسة (كروش، 2010) بعنوان "التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010 -".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة كيفية تشكيل وإدارة محفظة مالية دولية متنوعة، قياس المخاطر النظامية لمحفظة استثمارية بين سوق الكويت والسعودية ومدى مساهمة التنوع الدولي في تخفيض المخاطر النظامية لهذه المحفظة.

حيث تم اختيار مجموعة من الشركات المختلفة في سوق الكويت وسوق السعودية للأوراق المالية واختيار مجموعة من الأوراق المالية باستخدام أدوات الإحصاء والقياس، وذلك لتشكيل محفظة دولية متنوعة.

ومن أهم النتائج التي تم التوصل لها: عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة يؤثر على عائد المحفظة ومخاطرها النظامية، يؤدي التنويع الدولي إلى تخفيض المخاطر النظامية للمحفظة المالية، كلما كان الارتباط بين الأسواق المالية ضعيف كلما كانت عملية التنويع الدولي للمحفظة أكثر كفاءة، معامل الارتباط بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة يؤثر على عائد المحفظة ومخاطرها النظامية وغير النظامية وأن الوزن النسبي لهذه الأوراق يساعد على تعظيم العوائد.

كما وأوصت الباحثة بعدة أمور: توفير معلومات كافية عن الشركات المدرجة في السوق المالي لتسهيل مهمة الباحثين والمحللين، تحديد الأغراض المراد تحقيقها من الاستثمار حتى يتم إدارة المحفظة بشكل جيد، تحديد المستثمر للحد الأعلى للمخاطر التي يستطيع تحملها، معرفة قوانين السوق المالي المراد الاستثمار فيه قبل الاستثمار وإجراء الدراسات بشكل مستمر لأسعار الصرف وتقلباتها وللاداء الاقتصادي والمحلي والدولي.

8. دراسة (شقيري ، أبو عرابي، 2009)، بعنوان: "مدى استخدام البنوك لسياسة التنويع للحد من المخاطر (داسة تطبيقية على البنوك التجارية الاردنية)"

حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى تطبيق قطاع البنوك الأردني للأسس العملية والنظرية في تكوين محافظ الاستثمار. وتم إجراء دراسة ميدانية واختيار عينة مكونة من 27 بنك تجاري أردني، مع التركيز على دائرة الاستثمار في كل بنك.

ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحث : أن البنوك الأردنية تلتزم بنظريات تكوين محافظ الاستثمار (رأسمال المستثمر وثبات العائد) ، وتلتزم البنوك الأردنية بمبدأ التنويع ومبدأ المبادلة بين العائد والمخاطرة وبمبدأ السياسة المتبعة في تكوين المحفظة ومبدأ الملائمة ومبدأ ضمان رأسمال المستثمر وثبات العائد.

كما وقدم الباحث عدة توصيات ، منها : على البنوك عندما يقوم بتكوين المحفظة التنويع في أدواته بحيث يكون عائد الأداة مناسب لدرجة مخاطرة هذه الأداة أي تكون هناك موازنة بين العائد والمخاطرة ، عندما تقوم البنوك بتكوين المحفظة الاستثمارية عليها أن تراعي أصول منخفضة العوائد ومخاطرة منخفضة ، وعلى البنك إتباع سياسة متوازنة عند تكوين المحفظة بحيث تحافظ على عنصري العائد والأمان في نفس الوقت معاً ، وأوصى الباحثان القيام بإجراء دراسات أخرى عن موضوع الدراسة بهدف تطوير عملية فهم الأسس العملية في تشكيل المحافظ الاستثمارية.

9. دراسة (بوزيد، 2007) بعنوان " إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري".

تحدثت هذه الدراسة عن أهم النظريات المستخدمة في إدارة المحافظ المالية، وهي نظرية ماركويتز ونظرية التسعير بالمراجحة، بالإضافة إلى بعض المؤشرات المستخدمة في قياس أداء هذه المحافظ.

كما وتناولت هذه الدراسة الحديث عن الهيئات التي تعمل على إدارة المحافظ المالية، وركزت على البنوك التجارية، حيث سلطت الضوء على بنك BNP PARIBAS الفرنسي الجزائري ومعرفة دوره في إدارة محافظه المالية ومحافظ عملائه وقياس أداء هذه المحافظ.

حيث تم التوصل إلى عدة نتائج: يعتمد بنك BNP PARIBAS على استراتيجية التنويع في الأوراق المالية والتنويع الجغرافي والتنويع في العملاء لإدارة المحفظة المالية بكفاءة وفاعلية وأن مخاطر محفظة البنك المالية أقل من مخاطر الأوراق المكونة لها بسبب الارتباط غير التام بين مكونات المحفظة مما يعني أن البنك يقوم بإدارة كفؤة لمحفظته المالية.

كما وأوصت الباحثة بعدة توصيات: أن تقوم البنوك بعمل دراسة عميقة للمخاطر التي تهدد المحفظة، أن تعتمد البنوك على المشتقات المالية في إدارة المحفظة المالية، أن تقوم البنوك بتطبيق بنود الاتفاق في عقد الإدارة، تحقيق التنويع في الأوراق المالية بما يتناسب مع تنويع

المخاطر، زيادة التنويع في الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، التحكم في التضخم وتوحيد المعاملات الضريبية للأوراق المالية، توفير الاستقرار السياسي لزرع الثقة في نفوس المستثمرين وضرورة التنسيق بين الجهاز المصرفي وسوق رأس المال في تحديد أسعار الفائدة على الودائع حتى لا تنافس أسعار الفائدة على الأوراق المالية.

الدراسات الأجنبية

1. دراسة (Wikswana وآخرون، 2017) بعنوان " استراتيجية تنويع المحفظة وأثرها على أداء المحفظة في سوق رأس المال الأندونيزي".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أداء المحفظة بناء على استراتيجية التنويع التي يتم اتباعها في السوق المالي الأندونيزي داخل القطاع الواحد وبين القطاعات المتعددة.

تم أخذ عينة من الشركات المدرجة في بورصة أندونيسيا وسوق رأس المال لإجراء الدراسة عليها، بالإضافة إلى جمع معلومات عن أنشطة تداول هذه الشركات في الفترة بين (2011-2015).

وبناء على ذلك، تم التوصل إلى عدة نتائج: عدم وجود اختلاف بين أداء المحافظ في القطاع الواحد وأداء المحافظ في عدة قطاعات في سوق رأس المال الأندونيزي، أداء المحافظ المبنية على الأرباح المحتجزة في القطاع الواحد سلبي بمعنى أن عائد هذه المحافظ أقل من العائد الخالي من المخاطرة وكذلك أداء المحافظ في عدة قطاعات يكون سلبي بمعنى أن عائد هذه المحافظ أقل من العائد الخالي من المخاطرة.

وبناء على النتائج السابقة، تم عرض مجموعة من الاقتراحات: ضرورة قيام المستثمرين بدراسة القطاعات الراغبين بالاستثمار فيها قبل قيامهم فعلاً بعملية الاستثمار والتي أدت إلى انخفاض أداء محافظهم، إجراء العديد من الدراسات بحيث تشمل جميع الأسهم في سوق رأس المال وضرورة إزالة المقاييس غير الضرورية عند بناء المحافظ في القطاع الواحد لذلك يجب إجراء المزيد من الدراسات دون المقاييس غير الضرورية.

2. دراسة (Makokha, Sakwa، وآخرون، 2016) بعنوان "أثر تنويع استثمارات المحفظة على الأداء المالي للبنوك التجارية في كينيا"

هدفت هذه الدراسة الى معرفة أثر تنويع المحفظة على الأداء المالي للبنوك التجارية في كينيا، وقد تم استخدام الاستبانة والمقابلة كأدوات للحصول على المعلومات اللازمة وتم تحليل هذه المعلومات باستخدام احصائيات وصفية واستنتاجية تشمل على معامل الارتباط وتحليل الانحدار ثنائي المتغيرات.

يتمثل مجتمع الدراسة في البنوك التجارية العاملة في كينيا وعددها 43 بنك تجاري وقد تم اختيار عينة عشوائية بسيطة مكونة من 133 من المدراء العاملين في هذه البنوك.

وبناء على التحليل الذي تم إجراؤه، تم التوصل الى أن هناك علاقة موجبة بين تنويع المحفظة والأداء المالي للبنوك (تنويع المحفظة فسر 68% من الأداء المالي للبنوك) وأن معظم البنوك التجارية في كينيا تعمل على تنويع استثماراتها مما أدى إلى زيادة ربحها وإنتاجيتها خلال السنوات السابقة.

وأوصى الباحثون أن البنوك يجب عليها أن تستثمر في مجموعة من الأصول التي تكون مرتبطة مع بعضها البعض بشكل عكسي لأن هذا يؤدي الى زيادة العائد وتقليل المخاطرة.

3. دراسة (Sindhu وآخرون، 2014) بعنوان "أثر التنويع على أداء المؤسسة: دليل من باكستان".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين التنويع وأداء المؤسسة في الشركات الباكستانية، مساعدة المدراء على تحديد قوتهم فيما يتعلق بالتنويع للوصول إلى تنويع أفضل، مساعدة المؤسسات الباكستانية على فهم طبيعة الظروف والأوضاع المحيطة بها لاستخدام إستراتيجية التنويع المناسبة لها واستخدام التنويع في جميع الظروف حتى تتمكن المؤسسات الباكستانية من استغلال جميع مواردها المتاحة بشكل أمثل.

تم اختيار عينة مكونة من 8 شركات باكستانية تستخدم التنويع و8 شركات لا تستخدم التنويع لإجراء الدراسة عليها في الفترة بين (2004-2009).

ومن أهم النتائج التي تم التوصل لها: استراتيجية التنويع مفيدة في الشركات التي تستغل مواردها بكفاءة، باستخدام مقياس الربحية تبين أن العائد على الأصول في الشركات التي تستخدم التنويع أقل من الشركات التي لا تستخدم التنويع بسبب أن عائد الاستثمارات المختلفة في الشركات التي تستخدم التنويع يكون قليل، الشركات التي استخدمت التنويع تحقق أداء أعلى على المدى الطويل والشركات التي لا تستخدم التنويع تحقق أرباح أعلى بسبب قلة المخاطر التي تتحملها.

كما وأوصت الدراسة بعدة أمور: استخدام استراتيجية التنويع في الشركات التي تعاني من انخفاض في أرباحها بهدف تحسين أدائها وضرورة إعادة إجراء هذه الدراسة على عينة أكبر من المؤسسات واستخدام متغيرات إضافية مثل التخضم وذلك لفهم أفضل للعلاقة بين التنويع والأداء.

4. دراسة (Charles, 2013) بعنوان " أثر استراتيجيات إدارة المحافظ على الأداء المالي للشركات الاستثمارية في كينيا".

ركزت هذه الدراسة على شركة Centum investments، وذلك لمعرفة الاستراتيجيات التي تتبعها لإدارة المحافظ الاستثمارية وتأثيرها على أدائها المالي.

وتم التوصل إلى مجموعة نتائج: تحديد الأهداف المراد تحقيقها بشكل واضح ومحدد يساعد على بناء محفظة كفؤة واتباع الاستراتيجية الأمثل لإدارة هذه المحفظة لتحقيق الأهداف المرجوة، مقاييس الأداء المالي لقياس أهداف الأداء المالي لا تناسب Centum investments، يمكن فقط الاعتماد على نمو المبيعات كمقياس للأداء المالي في هذه الحالة والسيولة أيضاً وأن التركيز الأكبر في إدارة المحافظ الاستثمارية كان على كيفية بناء هذه المحفظة ومراقبة الاستثمارات.

كما وأوصت هذه الدراسة على عدة أمور: ضرورة توفر قاعدة بيانات واسعة لإدارة مخاطر الاستثمار بشكل كفو، ضرورة كون البيانات شاملة لكل الحقول التي تهم الاستثمار آخذة بعين الاعتبار التطورات التي تحدث والأمور التاريخية، ضرورة متابعة الاستثمارات بشكل يومي وتقدير هذه الاستثمارات بناءً على العملة المحلية خاصة في المحافظ المتنوعة الدولية، ضرورة تسجيل جميع الاستثمارات بجميع أنواعها في القوائم والتقارير المالية وضرورة قيام مدراء المحافظ بمراجعة تقارير المحافظ الاستثمارية التي يديرونها والتأكد من مطابقتها للاستراتيجيات المتبعة.

5. دراسة (Turkmen, Yigit، 2012) بعنوان "التنوع في البنوك وأثرها على أداء البنوك - حالة تطبيقية على تركيا".

هدفت هذه الدراسة الى معرفة أثر تنوع محفظة القروض على أداء البنوك التجارية التركية. وتم إجراء هذه الدراسة على 50 بنك تجاري تركي في الفترة الواقعة بين (2007-2011) وقم تم اختيار 40 بنك منها فقط.

استخدم الباحث العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرات على أداء البنك (متغيرات تابعة) واستخدم مؤشر هيرفنداهل ليدل على تنوع محفظة القروض (متغير مستقل).

كما وقام الباحث بجمع معلومات حول البنوك من وكالة مراقبة البنوك وجمعية البنوك التركية وبورصة تركيا.

من أهم النتائج التي توصل إليها الباحث: هناك ارتباط سلبي بين المتغيرات التابعة والمتغير المستقل، مؤشر هيرفنداهل يفسر 52.7% من أداء البنك (العائد على الأصول)، تنوع محفظة القروض تؤثر على مستوى المخاطرة، تنوع محفظة القروض يمكن البنك من تعويض الخسارة التي تلحق به في أحد القطاعات من خلال تنوع استثماراته وعوائده في القطاعات الأخرى ولكن من جهة أخرى زيادة التنوع تؤدي الى زيادة التكاليف وبالتالي لا يؤدي التنوع إلى زيادة عائد البنك.

6. دراسة (Qadeer وآخرون، 2012) بعنوان " أثر التنويع على أداء الشركات".

تم اجراء هذه الدراسة على 10 شركات مدرجة في سوق كاراتشي ولاهور وإسلام آباد للأوراق المالية في باكستان، حيث تم اختيارها من أصل 40 شركة للفترة بين (2005-2009) لمعرفة أثر تنويع الاستثمارات على أداء هذه الشركات.

وباستخدام نسبة متخصصة معينة تم تصنيف الشركات المختارة في 3 مجموعات، وأشار الباحثون إلى ضرورة بقاء الشركات في المجموعة التي تنتمي لها طيلة الخمس سنوات التي تم إجراء الدراسة عليها. واستخدم الباحثون العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرات لتعبر عن ربحية الشركات.

وتم التوصل إلى أنه لا توجد علاقة موجبة بين التنويع وأداء الشركة، حيث أن كل الشركات لها نفس الأداء سواء استخدمت التنويع الكفو أو غير الكفو أم لم تستخدمه مع الأخذ بعين الاعتبار العائد والمخاطرة.

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

مقدمة

يوضح هذا الفصل المنهجية المتبعة في هذه الدراسة، وكذلك مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى وصف نموذج الدراسة (المتغيرات)، وأخيراً الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة واستخلاص النتائج، وفيما يلي إيضاح للعناصر سابقة الذكر:

منهج الدراسة

بناءً على طبيعة المعلومات المراد الحصول عليها، استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي الذي يصف ويوضح العلاقة بين المتغيرات ويعمل على تفسير البيانات والمعلومات للوصول إلى النتائج، لذلك اعتبر هذا المنهج الأنسب لهذه الدراسة. كما وتم الاعتماد على مصدرين للحصول على المعلومات اللازمة؛ مصدر أولي متمثل في البيانات المستخلصة من القوائم المالية لهيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين والمتمثلة في البنوك وشركات التأمين وشركات الوساطة للفترة ما بين (2007-2016)، ومصدر ثانوي متمثل في مراجعة شاملة للأدبيات النظرية والدراسات والدوريات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة.

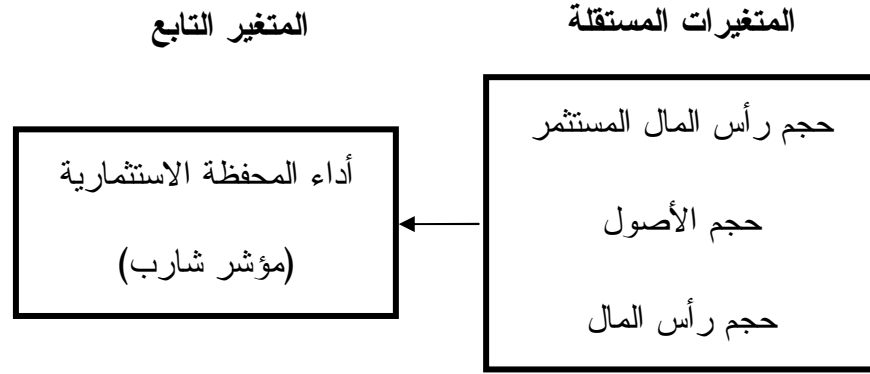
ولتحليل هذه البيانات التي تم الحصول عليها، قامت الباحثة بإستخدام برنامج تحليل الرزم الإحصائي (SPSS)، مع تحديد نسبة ثقة بمقدار 95% لفحص الفرضيات، وذلك باستخدام عدة اختبارات كما هو موضح في الفصل القادم.

مجتمع وعينة الدراسة

قامت الباحثة بتطبيق الدراسة باستخدام أسلوب المسح الشامل على جميع هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين المتمثلة في البنوك وشركات التأمين وشركات الوساطة، والبالغ عددها (4) بنوك وطنية و(2) بنوك إسلامية و(8) بنوك وافدة، و(9) شركات تأمين منها شركة

واحدة إسلامية وشركة واحدة للتأمين على الحياة، و(8) شركات وساطة. حيث تم إجراء الدراسة على جميع تلك الشركات مع استبعاد فقط شركة التأمين على الحياة.

متغيرات الدراسة



شكل (7) نموذج الدراسة (متغيرات الدراسة)

1. المتغيرات المستقلة

— حجم رأس المال: هو مقدار رأس المال الذي خصصته المؤسسة واستخدمته في استثماراتها المختلفة

— حجم الأصول: هو مجموع جميع أصول المؤسسة

— حجم رأس المال: هو مقدار رأس المال المكتتب به

2. المتغير التابع

— أداء المحفظة الاستثمارية (مؤشر شارب): يمثل مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب، فالمكافأة هي الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، أما التقلب فهو الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية (المومني، 2002)، ويمكن حساب قيمته من خلال المعادلة التالية:

$$Sh = \frac{Rp - Rf}{\delta p}$$

حيث:

Rp : عائد المحفظة الاستثمارية

Rf : العائد الخالي من المخاطرة

δp : مخاطر المحفظة (الانحراف المعياري)

المصدر: (هندي، 2006)

ويمكن الحكم على أداء المحفظة باستخدام مؤشر شارب، فإذا كان المؤشر مرتفع فإن هذا دليل على أن أداء المحفظة جيد وأنها تحقق عائد عالٍ والعكس صحيح.

إجراءات الدراسة

تم تنفيذ هذه الدراسة حسب الخطوات التالية:

1. جمع القوائم المالية لجميع هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين، وهي البنوك وشركات التأمين والوساطة العاملة في فلسطين للفترة ما بين (2007-2016)
2. حساب العائد الكلي (Er) للمحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين في كل سنة من السنوات المشمولة في الدراسة
3. حساب المخاطر الكلية (δp) للمحافظ الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين
4. حساب المخاطر النظامية (β) وغير النظامية (δe) للمحافظ الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين
5. اعتماد العائد الخالي من المخاطرة (Rf) 1.5% لجميع الهيئات في جميع السنوات، وهي أقل نسبة تمنحها البنوك العاملة في فلسطين على الأموال المودعة لديها

6. حساب مؤشر شارب (Sharp) لجميع المحافظ الاستثمارية لكل هيئة في كل سنة من السنوات المشمولة في الدراسة

7. استخراج مكونات المحافظ الاستثمارية من القوائم المالية وفحص مدى تنوعها وأثر ذلك على أدائها

8. حساب حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول لجميع هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين

9. إدخال الأرقام التي تم حسابها إلى برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) لتصنيفها وتجهيزها لعملية التحليل.

10. تحليل البيانات المدخلة إلى برنامج (SPSS) وعمل المعالجات الإحصائية اللازمة والاختبارات للإجابة عن أسئلة الدراسة وفحص الفرضيات بهدف تحقيق أهداف الدراسة

11. مناقشة النتائج الناتجة من عملية التحليل وتوضيحها

المعالجات الإحصائية

للإجابة على أسئلة الدراسة واختبار فرضياتها، قامت الباحثة بتفريغ وإدخال البيانات على الحاسوب لتحليلها باستخدام برنامج تحليل الرزم الإحصائية للعلوم الإنسانية (SPSS) على النحو التالي:

1. المتوسطات الحسابية والوسيط والانحراف المعياري لمتغيرات الدراسة

2. اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way Anova) لمعرفة إذا يوجد فروق بين (أداء المحافظ الاستثمارية وسياسة التنويع) نسبة إلى نوع كل هيئة من هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين

3. معامل ارتباط بيرسون لتوضيح العلاقة بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحافظ الاستثمارية

4. نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression) لمعرفة أثر سياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية

5. نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression) لمعرفة أثر الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحافظ الاستثمارية لجميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

الفصل الرابع

نتائج الدراسة

مقدمة

في هذا الفصل تم عرض النتائج بشكل كامل ومفصل، وتحديد الطرق الإحصائية المستخدمة لتحليل المعلومات لتحقيق أهداف الدراسة والإجابة عن أسئلتها واختبار فرضياتها.

التحليل الإحصائي الوصفي

تم استخدام أدوات التحليل الإحصائي الوصفي لقيم متغيرات الدراسة المستخلصة من البيانات المالية المنشورة لعينة الدراسة خلال الفترة من (2007_2016) حيث تم من خلالها اشتقاق المؤشرات الوصفية التالية :

1. الوسط الحسابي Mean : ويتمثل في المجموع الجبري لقيم المتغيرات مقسوماً على عددهم مدار العشر سنوات

2. الوسيط Median : ويتمثل في النقطة التي تقسم التوزيع إلى نصفين متساويين من حيث عدد الحالات

3. الانحراف المعياري Standard deviation : ويتمثل في الجذر التربيعي لمتوسط مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي، وكلما إرتفعت القيم زاد تشتت القيم عن وسطها الحسابي

ولكن يجب الإشارة إلى أنه تم استثناء شركة العربي جروب للاستثمار وشركة الوطنية للأوراق المالية بسبب عدم توفر المعلومات اللازمة للتحليل.

والجداول التالية توضح ذلك:

جدول (7): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري
حجم رأس المال المستثمر	161651085.8	31267114	204382462.7
حجم رأس المال	71909185	53000000	51339741.9
حجم الأصول	1071518954	480906793	1008733878
مؤشر شارب (Sharpe)	-0.0526	-0.0537	1.206

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (7) أن جميع المتغيرات المستقلة متشتتة بشكل كبير حول أوساطها الحسابية بدلالة انحرافها المعياري، وأن حجم الأصول كان المتغير الأكثر تشتتاً مقارنة مع المتغيرات الأخرى.

جدول (8): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري
حجم رأس المال المستثمر	128574330	113758587	67037819
حجم رأس المال	62321827	47672484	81706555
حجم الأصول	613957435	407892586	754705234
مؤشر شارب (Sharpe)	.264	.365	1.694

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (8) أن جميع المتغيرات المستقلة متشتتة بشكل كبير حول أوساطها الحسابية بدلالة انحرافها المعياري، وأن حجم الأصول كان المتغير الأكثر تشتتاً مقارنة مع المتغيرات الأخرى.

جدول (9): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الإتحراف المعياري
حجم رأس المال المستثمر	21008112	14334075	40577741
حجم رأس المال	8591093	8026364	6188328
حجم الأصول	59659229	43273960	100985020
مؤشر شارب (Sharpe)	457.02	.086	3710.68

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (9) أن جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع منشئتة بشكل كبير حول أوساطها الحسابية بدلالة انحرافها المعياري، وأن حجم الأصول كان المتغير الأكثر تشنناً مقارنة مع المتغيرات الأخرى.

جدول (10): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للمحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين

المتغيرات	الوسط الحسابي	الوسيط	الإتحراف المعياري
حجم رأس المال المستثمر	1063771	1115114	618540
حجم رأس المال	3460634	3526093	1164253
حجم الأصول	6623598	5732822	3547419
مؤشر شارب (Sharpe)	-1.044	.0332	1.393

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (10) أن جميع المتغيرات المستقلة منشئتة بشكل كبير حول أوساطها الحسابية بدلالة انحرافها المعياري، وأن حجم الأصول كان المتغير الأكثر تشنناً مقارنة مع المتغيرات الأخرى.

النتائج الإحصائية المتعلقة بفرضيات الدراسة

قامت الباحثة بإستخدام عدة اختبارات لإختبار وفحص فرضيات الدراسة، حيث تم توضيح نوع الاختبار المستخدم تحت كل فرضية، حسب القاعدة التالية:

ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة إذا كان كان مستوى الدلالة (Sig) أقل أو يساوي 0.05 والعكس صحيح.

نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الأولى، والتي تنص على أنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) في أداء المحافظ الاستثمارية تعزى لنوع هيئة إدارة المحافظ في فلسطين"

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way Anova Test) وذلك لأن عدد الهيئات أكثر من (2)، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (11): نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق في أداء المحافظ الاستثمارية حسب نوع الهيئة

	مجموع المربعات	مربع المتوسطات	قيمة F	الدلالة الإحصائية
بين الهيئات	9864971.7	3288323.9	.838	.474
داخل الهيئات	894996187.5	3925421.8		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (11) أن مستوى الدلالة بلغت (47%) وهي أكبر من (5%)، مما يعني أنه تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ.

نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الثانية، والتي تنص على أنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية تعزى لنوع هيئة إدارة المحافظ في فلسطين"

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام اختبار تحليل التباين الأحادي (One-Way Anova) وذلك لأن عدد الهيئات أكثر من (2)، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (12): نتائج اختبار تحليل التباين الأحادي لدلالة الفروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية حسب نوع الهيئة

الدالة الإحصائية	قيمة F	مربع المتوسطات	مجموع المربعات	
بين الهيئات	19.144	6.2	1.86	
داخل الهيئات		3.23	7.51	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (12) أن مستوى الدلالة أقل من 0.05، مما يعني أنه تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بمعنى أنه توجد فروق ذات دلالة إحصائية في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ.

نتائج الفرضية الصفرية الرئيسية الثالثة، والتي تنص على أنه "لا توجد علاقة ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ في فلسطين " ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام معامل ارتباط بيرسون، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (13): مصفوفة العلاقة الارتباطية بين الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحافظ الاستثمارية

المتغيرات	حجم رأس المال المستثمر	حجم رأس المال	حجم الأصول	مؤشر شارب (Sharpe)
حجم رأس المال المستثمر	1			
حجم رأس المال	.727	1		
الدالة الإحصائية	.00			
حجم الأصول	.842	.804	1	
الدالة الإحصائية	.00	.00		
مؤشر شارب (Sharpe)	-.167	-.066	-.114	1
الدالة الإحصائية	.011	.315	.083	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (13):

1. وجود علاقة ارتباطية موجبة بين حجم رأس المال وحجم رأس المال المستثمر، حيث بلغ معامل الارتباط (72.7%) ، بمعنى أنه كلما زاد حجم رأس مال الهيئة زاد حجم المال الذي تخصصه تلك الهيئة للاستثمار في الاستثمارات المختلفة.

2. وجود علاقة ارتباطية موجبة بين حجم الأصول وكل من حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط على التوالي (84%) و (80%) ، بمعنى أنه كلما زاد حجم رأس المال زاد حجم أصول الهيئة، وكلما زاد حجم أصول الهيئة زاد حجم رأس المال المخصص للاستثمار في الاستثمارات المختلفة.

3. وجود علاقة ارتباطية سالبة ضعيفة بين مؤشر شارب وكل من حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط على التوالي (-16.7%) و (-6.6%) و (-11.4%) ، بمعنى أنه إذا زادت قيمة أي من المتغيرات المستقلة فإن أداء المحفظة الاستثمارية في هيئات إدارة المحافظ سوف يتأثر بشكل سلبي ولكن بنسبة قليلة جداً.

نتائج الفرضية الصفريّة الرئيسية الرابعة، والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين".

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression) ، كما هو موضح في الجداول التالية:

جدول (14): معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع الهيئات

معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.129	.017	.012	1.24

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (14) أن معامل الارتباط بين سياسة التنويع وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع الهيئات قد بلغ (12.9%) وأن معامل التحديد بلغ (0.017)، وهذا يعني أن سياسة التنويع تفسر ما مقداره 1.7% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية ضعيفة تدل على ضعف أثر سياسة تنويع المحفظة على أدائها، وأن نسبة (98.3%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (15): نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التنويع على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع الهيئات

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	.173	.094		1.843	.067	
سياسة التنويع	-7.87	.00	-.129	-1.926	.055	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (15) أن مستوى الدلالة (sig) بين سياسة التنويع وأداء المحفظة أكثر من 0.05 ، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن سياسة التنويع لا تؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين.

ويتفرع عن هذه الفرضية، مجموعة الفرضيات الفرعية التالية والتي تم اختبارها أيضاً باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression):

1. اختبار الفرضية الفرعية الأولى، والتي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين".

جدول (16): معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحفظة الاستثمارية للبنوك التجارية العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.234	.055	.045	1.15

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (16) أن معامل الارتباط بين سياسة تنويع مكونات المحفظة وأداء تلك المحفظة في البنوك التجارية العاملة في فلسطين قد بلغ (23.4%) وأن معامل التحديد بلغ (0.055)، وهذا يعني أن سياسة التنويع تفسر ما مقداره 5.5% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية ضعيفة تدل على ضعف أثر سياسة تنويع المحفظة على أدائها، وأن نسبة (94.5%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (17): نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التنويع على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	.240	.152		1.585	.116	
سياسة التنويع	-1.020	.00	-.234	-2.333	.022	معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (17) أن مستوى الدلالة (sig) بين سياسة التنويع ومؤشر شارب (Sharpe) أقل من 0.05 ، لذلك تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بمعنى أن سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية.

2. اختبار الفرضية الفرعية الثانية، والتي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين".

جدول (18): معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحفظة الاستثمارية للبنوك الإسلامية العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.565	.319	.281	1.437

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (18) أن معامل الارتباط بين سياسة تنويع مكونات المحفظة وأداء تلك المحفظة في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين قد بلغ (56.5%) وأن معامل التحديد بلغ (319)، وهذا يعني أن سياسة التنويع تفسر ما مقداره 31.9% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية جيدة نوعاً ما تدل على قلة أثر سياسة تنويع المحفظة على أدائها، وأن نسبة (68.1%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

ومقارنة مع النتائج السابقة نرى أن سياسة التنويع في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين تؤثر بشكل أعلى بقليل على أداء المحافظ الاستثمارية أكثر من تأثير سياسة التنويع على أداء المحافظ في البنوك التجارية

جدول (19): نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التنويع على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	-.804	.489		-1.645	.117	
سياسة التنويع	2.38	.00	.565	2.903	.009	معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (19) أن مستوى الدلالة (sig) بين سياسة التنويع ومؤشر شارب (Sharpe) أقل من 0.05 ، لذلك تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بمعنى أن سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية.

ومقارنة مع النتيجة السابقة، نرى أن سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية والإسلامية أيضاً.

3. اختبار الفرضية الفرعية الثالثة، والتي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين"

جدول (20): معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحافظ الاستثمارية لشركات التأمين العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.227	.051	.036	1.060

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (20) أن معامل الارتباط بين سياسة تنويع مكونات المحفظة وأداء تلك المحفظة في شركات التأمين العاملة في فلسطين قد بلغ (22.7%) وأن معامل التحديد بلغ (0.051)، وهذا يعني أن سياسة التنويع تفسر ما مقداره 5.1% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية ضعيفة تدل على قلة أثر سياسة تنويع المحفظة على أدائها، وأن نسبة (94.9%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (21): نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التنويع على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	.025	.210		.119	.906	
سياسة التنويع	1.86	.00	.227	1.86	.067	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (21) أن مستوى الدلالة (sig) بين سياسة التنويع ومؤشر شارب (Sharpe) أكبر من 0.05 ، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن سياسة التنويع لا تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين.

4. اختبار الفرضية الفرعية الرابعة، والتي تنص على أنه " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) لسياسة التنويع على أداء المحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين"

جدول (22): معاملات التحديد للعلاقة بين سياسة التنويع وأداء المحافظ الاستثمارية لشركات الوساطة العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.378	.143	.120	1.301

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (22) أن معامل الارتباط بين سياسة تنويع مكونات المحفظة وأداء تلك المحفظة في شركات الوساطة العاملة في فلسطين قد بلغ (37.8%) وأن معامل التحديد بلغ (.143)، وهذا يعني أن سياسة التنويع تفسر ما مقداره 14.3% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية ضعيفة تدل على قلة أثر سياسة تنويع المحفظة على أدائها، وأن نسبة (85.7%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (23): نموذج الانحدار البسيط لتأثير سياسة التنويع على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	-.938	.354		-2.649	.012	
سياسة التنويع	8.249	.00	.378	2.513	.016	معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (23) أن مستوى الدلالة (sig) بين سياسة التنويع ومؤشر شارب (Sharpe) أقل من 0.05 ، لذلك تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بمعنى أن سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة.

ومما سبق نستنتج أن سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية والإسلامية وشركات الوساطة العاملة في فلسطين، أما في شركات التأمين فإن سياسة التنويع لا تؤثر على أداء المحافظ.

نتائج الفرضية الصفريّة الرئيسية الخامسة، والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين".

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression)، كما هو موضح في الجداول التالية:

جدول (24): معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع الهيئات

معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.189	.036	.023	1.242

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (24) أن معامل الارتباط بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في جميع الهيئات قد بلغ (18.9%) وأن معامل التحديد بلغ (0.036)، وهذا يعني أن الأصول المالية تفسر ما مقداره 3.6% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية ضعيفة تدل على ضعف أثر الأصول المالية على أداء المحفظة، وأن نسبة (96.4%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (25): نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع الهيئات

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	.140	.104		1.35	.178	
حجم رأس المال المستثمر	-2.119	.00	-.277	-2.24	.025	معنوي
حجم رأس المال	2.73	.00	.119	1.060	.290	غير معنوي
حجم الأصول	3.986	.00	.029	.2	.841	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (25) أن مستوى الدلالة (sig) بين حجم رأس المال المستثمر وأداء المحفظة أقل من 0.05 ، لذلك تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بمعنى أن حجم رأس المال المستثمر يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين.

كما يتضح أيضاً أن مستوى الدلالة (sig) بين كل من حجم رأس المال وحجم الأصول وأداء المحفظة أكبر من 0.05، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن حجم رأس المال وحجم الأصول لا يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ العاملة في فلسطين.

ويتفرع عن هذه الفرضية، مجموعة الفرضيات الفرعية التالية والتي تم اختبارها أيضاً باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):

1. اختبار الفرضية الفرعية الأولى، والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين"

جدول (26) معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.219	.048	.019	1.19

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (26) أن معامل الارتباط بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين قد بلغ (21.9%) وأن معامل التحديد بلغ (.048)، وهذا يعني أن الأصول المالية تفسر ما مقداره 4.8% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة تفسيرية ضعيفة تدل على ضعف أثر الأصول المالية على أداء المحفظة، وأن نسبة (95.2%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (27) نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	.214	.214		1	.320	
حجم رأس المال المستثمر	-1.419	.00	-.248	-1.298	.197	غير معنوي
حجم رأس المال	-3.164	.00	-.139	-.614	.540	غير معنوي
حجم الأصول	1.994	.00	.170	.60	.550	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (27) أن مستوى الدلالة (sig) بين جميع الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) وأداء المحفظة في البنوك التجارية أكبر من 0.05، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن الأصول المالية لا تؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين.

2. اختبار الفرضية الفرعية الثانية، والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين"

جدول (28): معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.60	.360	.240	1.47

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (28) أن معامل الارتباط بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين قد بلغ (60%) وأن معامل التحديد بلغ (360)، وهذا يعني أن الأصول المالية تفسر ما مقداره 36% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة جيدة تدل على تأثير الأصول المالية على أداء المحفظة، وأن نسبة (64%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (29): نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	1.932	.891		2.167	.046	
حجم رأس المال المستثمر	-1.418	.00	-.561	-2.749	.014	معنوي
حجم رأس المال	4.542	.00	.219	1.091	.291	غير معنوي
حجم الأصول	-2.069	.00	-.092	-.450	.659	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (29) أن مستوى الدلالة (sig) بين حجم رأس المال المستثمر وأداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية أقل من 0.05 ، لذلك تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، بمعنى أن حجم رأس المال المستثمر يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين.

كما يتضح أيضاً أن مستوى الدلالة (sig) بين كل من حجم رأس المال وحجم الأصول وأداء المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية أكبر من 0.05 ، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن حجم رأس المال وحجم الأصول لا يؤثران على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين.

3. اختبار الفرضية الفرعية الثالثة، والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين"

جدول (30): معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.031	.001	-.047	3797.55

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (30) أن معامل الارتباط بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين قد بلغ (3.1%) وأن معامل التحديد بلغ (0.001)، وهذا يعني أن الأصول المالية تفسر ما مقداره 0.1% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة شبه معدومة تدل على ضعف تأثير الأصول المالية على أداء المحفظة، وأن نسبة (99.9%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (31): نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	337.7	856.5		.394	.695	
حجم رأس المال المستثمر	-2.284	0.00	-.002	-.019	.985	غير معنوي
حجم رأس المال	1.754	0.00	.029	.229	.819	غير معنوي
حجم الأصول	-4.45	0.00	-.012	-.095	.925	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (31) أن مستوى الدلالة (sig) بين جميع الأصول المالية وأداء المحفظة الاستثمارية في شركات التأمين أكبر من 0.05 ، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول لا يؤثران على أداء المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين العاملة في فلسطين.

4. اختبار الفرضية الفرعية الرابعة، والتي تنص على أنه "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$) للأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين"

جدول (32): معاملات التحديد للعلاقة بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل التحديد المعدل	الخطأ المعياري للتقدير
.395	.156	.091	1.29

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (32) أن معامل الارتباط بين الأصول المالية وأداء المحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين قد بلغ (39.5%) وأن معامل التحديد بلغ

(156)، وهذا يعني أن الأصول المالية تفسر ما مقداره 15.6% من أداء المحفظة، وهذا يدل على أنها تعتبر قوة ضعيفة تدل على ضعف أثر الأصول المالية على أداء المحفظة، وأن نسبة (84.4%) ترجع إلى متغيرات أخرى.

جدول (33): نموذج الانحدار المتعدد لتأثير الأصول المالية على أداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين

المتغير	معامل الانحدار	الخطأ المعياري (St.Error)	الانحدار المعياري Beta	قيمة t المحسوبة	Sig.	الدلالة الإحصائية
الثابت	-1.587	.631		-2.51	.016	
حجم رأس المال المستثمر	6.01	0.00	.275	1.704	.096	غير معنوي
حجم رأس المال	6.807	.00	.006	.023	.982	غير معنوي
حجم الأصول	1.25	.00	.280	1.071	.291	غير معنوي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتضح من جدول (33) أن مستوى الدلالة (sig) بين جميع الأصول المالية وأداء المحفظة الاستثمارية في شركات الوساطة أكبر من 0.05 ، لذلك تم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة، بمعنى أن حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول لا يؤثران على أداء المحافظ الاستثمارية في شركات الوساطة العاملة في فلسطين.

ومما سبق نستنتج أن الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) لا تؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية وفي شركات التأمين والوساطة العاملة في فلسطين. أما في البنوك الإسلامية فقد تبين أن حجم رأس المال المستثمر هو الوحيد الذي يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية.

الفصل الخامس

ملخص النتائج والتوصيات

الفصل الخامس

ملخص النتائج والتوصيات

النتائج

في ضوء التحليل الذي قامت به الباحثة في الفصل السابق، تم التوصل إلى عدة نتائج يمكن تلخيصها كما يلي:

1. في جميع هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية كانت قيم المتغيرات المستقلة (حجم رأس المال وحجم رأس المال المستثمر وحجم الأصول) أكثر تشبهاً حول أوساطها الحسابية، وكان متغير حجم الأصول الأكثر تشبهاً فيما بينها.

2. لا توجد فروق في أداء المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ.

3. توجد فروق في سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية نسبة إلى نوع هيئة إدارة المحافظ.

4. وجود علاقة ارتباطية موجبة بين حجم رأس المال وحجم رأس المال المستثمر في جميع هيئات إدارة المحافظ، بمعنى أنه كلما زاد حجم رأس مال الهيئة زاد حجم المال الذي تخصصه تلك الهيئة للاستثمار في الاستثمارات المختلفة

5. وجود علاقة ارتباطية موجبة بين حجم الأصول وكل من حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال في جميع هيئات إدارة المحافظ، بمعنى أنه كلما زاد حجم رأس المال زاد حجم أصول الهيئة، وكلما زاد حجم أصول الهيئة زاد حجم رأس المال المخصص للاستثمار في الاستثمارات المختلفة.

6. وجود علاقة ارتباطية سالبة ضعيفة بين أداء المحفظة وكل من حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول في جميع هيئات إدارة المحافظ، بمعنى أنه إذا زادت قيمة أي من الأصول المالية فإن أداء المحفظة الاستثمارية سوف يتأثر بشكل سلبي ولكن بنسبة قليلة جداً تكاد تكون معدومة.

7. سياسة التنويع تؤثر على أداء المحفظة الاستثمارية في البنوك التجارية والإسلامية وشركات الوساطة العاملة في فلسطين، أما في شركات التأمين فإن سياسة التنويع لا تؤثر على أداء المحافظ.

8. لا تؤثر الأصول المالية (حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول) على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الوساطة العاملة في فلسطين.

9. حجم رأس المال المستثمر فقط يؤثر على أداء المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية العاملة في فلسطين، أما حجم رأس المال وحجم الأصول فإنهم لا يؤثران على أداء تلك المحافظ.

التوصيات

بناءً على النتائج سابقة الذكر، التي تم التوصل إليها، تم تقديم عدة توصيات، منها:

1. يجب على جميع الهيئات التي تقوم بإدارة محافظ، أياً كان نوعها، إتباع سياسة ومعايير معينة لتشكيل تلك المحافظ بحيث تحافظ عنصرى العائد والمخاطرة، والعمل على تنويع المحافظ بشكل جيد لتقليل المخاطر التي تتعرض لها

2. أن لا تقوم جميع هيئات إدارة المحافظ باستخدام نفس سياسة التنويع لتنويع مكونات محافظها الاستثمارية، وإنما يجب على كل هيئة اتباع السياسة التي تناسبها والعمل على تحسينها

3. بما أن حجم رأس المال المستثمر وحجم رأس المال وحجم الأصول يؤثران بشكل ضعيف جداً، يكاد يكون معدوم، على أداء المحفظة الاستثمارية في جميع هيئات إدارة المحافظ، فيجب على هذه الهيئات أن لا تهتم كثيراً بهذه الأصول المالية وإنما يجب عليها أن تولي اهتمامها لجانب آخر لتحسين أداء محافظها.

4. أن تقوم البنوك التجارية والإسلامية وشركات الوساطة العاملة في فلسطين بالاهتمام بسياسة تنويع محافظها الاستثمارية والعمل على تحسينها بشكل يؤدي إلى تحسين أداء تلك المحافظ
5. إجراء المزيد من الدراسات حول المحافظ الاستثمارية في فلسطين

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر

بيانات التداول للهيئات المشمولة في عينة الدراسة من موقع سوق فلسطين للأوراق المالية

القوائم المالية لشركات التأمين وشركات الوساطة الفلسطينية

القوائم المالية للبنوك التجارية والإسلامية العاملة في فلسطين

نشرات موقع سوق فلسطين للأوراق المالية حول قيمة المؤشرات السوقية

ثانياً: المراجع

1. المراجع العربية

أحمد، محمد: الإدارة المالية والاستثمار، طبعة أولى، القاهرة، 2009

آل شبيب، دريد: إدارة المحافظ الاستثمارية، طبعة أولى، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع،

2010

آل شبيب، دريد: الاستثمار والتحليل الاستثماري، عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع،

2009

باكير، محمد: محافظ الاستثمار (إدارتها وإستراتيجياتها)، حلب: شعاع للنشر والعلوم، 2008

برقوق، جمال الدين وآخرون: إدارة الاستثمار، طبعة أولى، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع،

2016

بوبيويل، كيث: فن التخطيط لحافطة الاستثمار، الجيزة: دار الفاروق للاستثمارات الثقافية،

2000

جابر، محمد: الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، 1989

الجنابي، هيل، إدارة البنوك التجارية والأعمال المصرفية، طبعة أولى، دار المسار للنشر والتوزيع، الأردن، 2005

حردان، طاهر: أساسيات الاستثمار، طبعة أولى، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2010

خريوش، حسني وآخرون: الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان: دار زهران للنشر والتوزيع، 1999

الدوري، مؤيد: إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، الطبعة الأولى، عمان: إثراء للنشر والتوزيع، 2010

رزق، عادل: الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، القاهرة: دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، 2004

رمضان، زياد: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الثالثة، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2005

الزرقان، صالح وآخرون: إدارة الاستثمار، طبعة أولى، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2012

عثمان، محمد: إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، طبعة أولى، عمان: دار الفكر للنشر والتوزيع، 2013

عرفة، سيد: إدارة المخاطر الاستثمارية، طبعة أولى، عمان: دار الراية للنشر والتوزيع، 2009

عطالله، ماجد: إدارة الاستثمار، طبعة أولى، عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2011

مطر، محمد: إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الخامسة، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2009

مطر، محمد: الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية)، طبعة أولى، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2003

المومني، غازي: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، طبعة أولى، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع، 2002

نور، محمود وآخرون: إدارة المخاطر، طبعة أولى، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2012

الهندي، منير: إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، طبعة ثانية، الاسكندرية: المكتب العربي الحديث، 2000

هندي، منير: أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، طبعة ثانية، الاسكندرية: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، 2006

2. الأبحاث والدراسات العربية السابقة

بالحاج، أسماء، فلاح، فاطمة: دور البنوك التجارية في تمويل العمليات الاستثمارية (دراسة حالة البنك الوطني الجزائري)، مذكرة تخرج، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-، الجزائر، 2013

برادعي، آلاء: تقييم أداء مدير المحافظ الاستثمارية - مدى مساهمة المؤشرات المعمول بها حالياً في التقييم الفعلي والفعال لمدير المحفظة-، رسالة ماجستير، جامعة مدشق، سوريا، 2013

البريكات، أماني: اختبار تأثير نموذج العوامل الثلاثة لـ Fama & French 1993 على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009

بن موسى، كمال: **المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها-**، ورقة بحثية، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004

بوزيد، سارة: **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBS** ، رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر، 2007

الحمودني، إلياس: **فاعلية التنويع في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية**، ورقة بحثية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 112، المجلد 35، جامعة الموصل، العراق، 2013

دلول، عماد: **تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوء باستخدام نموذج التأكد المعادل**، ورقة بحثية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، العراق، 2010

ربابعة، عبد الرؤوف: **بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر**، مقالة منشورة، هيئة الأوراق المالية، الأردن، 2009

الزلزلي، صابرين: **تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية**، ورقة بحثية، جامعة القادسية، العراق، 2016

زيان، سعاد: **دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية**، رسالة ماجستير، جامعة البويرة، الجزائر، 2015

السلطان، حسن: **إدارة مخاطر الاستثمار المالي**، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2009

السلمان، مهند، البكر، أحمد: **مفهوم الناتج المحلي الإجمالي**، ورقة بحثية، مؤسسة النقد العربي السعودي، السعودية، 2016

شبير، توفيق: **بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم - دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين -** ، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2015

الشريف، حرية: **عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها**، تقرير منشور، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005

الشعراني، بشار: **التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية**، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2015

شقيري، موسى، أبو عرابي، مروان: **مدى استخدام البنوك لسياسة التنويع للحد من المخاطر**، ورقة بحثية، الأردن، 2009

صالحة، هاني: **شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007

الطعان، حاتم: **الاستثمار أهدافه ودوافعه**، ورقة بحثية، جامعة بغداد، العراق، 2006

عبو، عمر: **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار**، رسالة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بو علي بالشلف، الجزائر، 2016

عمران، عبد القادر، بورزق، علي: **مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية**، ورقة بحثية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2006

غالم، عبد الله، تيمجدين، عمر: **أثر استراتيجية التنويع على أداء المؤسسة الاقتصادية**، ورقة بحثية، **مجلة الواحات للبحوث والدراسات**، العدد الثاني، المجلد السابع، جامعة غرداية، الجزائر، 2014

القاضي، لورين: **أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية - دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة من 2012-2014 -**، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2016

الكبيسي، عبد الرحمن: **المحفظة الاستثمارية الكفوة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي**، ورقة بحثية، جامعة الأنبار، العراق، 2007

كروش، راضية: التنويع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة- ، الجزائر، 2010

مليك، غالية: أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة- ، الجزائر، 2013

الموسوي، سعي: تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس M^2 ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة، ورقة بحثية في المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الرابع والعشرون، جامعة كربلاء، العراق، 2009

موهوب، فريدة: دراسة وتحليل أثر تنويع الاستخدامات على العائد في البنوك الجزائرية، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري، الجزائر، 2017

ميلانة، إلياس: إدارة المحفظة الاستثمارية، ورقة بحثية، جامعة دمشق، سوريا، 2014

3. المراجع الأجنبية

Charles, Ben, "The effects of portfolio management strategies on financial performance of investment companies in Kenya: A case study of centum investments", University of Nairobi, Kenya, 2013

Makokha, Sakwa, and others, "Effect of portfolio Diversification on commercial banks financial performance in Kenya", International journal of business and management invention, 2016

Qadeer, Majid, and others, "Impact of diversification on firms' performance", Pakistan, American journal of scientific research, 2012

Sindhu, Muzammal, **"Impact of diversification on the firm's performance: An evidence from Pakistan"**, Muhammd Ali Jinnah University, European journal of business and management, 2014

Turkmen, Sibel, Yigit, Ihsan, **"Diversification in banking and its effects on banks' performance: Evidence from Turkey"**, American International journal of contemporary research, 2012

Wiksuana, Gst, and others, **"Portfolio diversification strategy and its effects on the portfolio performance in Indonesian capital market"**, European journal of business and management, Indonesia, 2017

الملاحق

ملحق (1)

هيئات إدارة المحافظ الاستثمارية في فلسطين

جدول (34): البنوك المشمولة في عينة الدراسة

البنوك العاملة في فلسطين								
البنوك الوطنية	سنة التأسيس	رأس المال	البنوك	سنة التأسيس	رأس المال	البنوك	سنة التأسيس	رأس المال
بنك فلسطين	1960	195	البنك العربي	1930	100	البنك الإسلامي العربي	1995	50
بنك القدس	1995	61	بنك القاهرة عمان	1960	254	البنك الإسلامي الفلسطيني	1995	63
البنك الوطني	2012	75	بنك الأردن	1960	282			
بنك الاستثمار الفلسطيني	1994	60	البنك الأهلي الأردني	1955	247			
			البنك التجاري الأردني	1977	51			
			بنك الإسكان للتجارة والتمويل	1973	65			
			البنك الأردني الكويتي	1976	141			
			البنك العقاري المصري العربي	1880	53			

(أرقام رأس المال مقربة لأقرب مليون دولار أمريكي)

المصدر: (من إعداد الباحثة باستخدام القوائم المالية)

جدول (35): شركات التأمين المشمولة في عينة الدراسة

شركات التأمين العاملة في فلسطين					
شركات التأمين	سنة التأسيس	رأس المال	شركات التأمين الإسلامية	سنة التأسيس	رأس المال
شركة التأمين الوطنية	1965	12	شركة التكافل الفلسطينية للتأمين	2006	9
شركة المشرق للتأمين	1992	5			
شركة ترست العالمية للتأمين	1994	10			
شركة فلسطين للتأمين	1994	5			
شركة المجموعة الأهلية للتأمين	1994	10			
الشركة العالمية المتحدة للتأمين	2010	8			

(أرقام رأس المال مقربة لأقرب مليون دولار أمريكي)

المصدر: (من إعداد الباحثة باستخدام القوائم المالية)

جدول (36): شركات الوساطة المشمولة في عينة الدراسة

شركات الوساطة العاملة في فلسطين		
شركة الوساطة	سنة التأسيس	رأس المال
الشركة العالمية للأوراق المالية	1996	4
الشركة المتحدة للأوراق المالية	1997	3
الوساطة للأوراق المالية	2005	4
الشركة الوطنية للأوراق المالية	1997	3
سهم للاستثمار والأوراق المالية	1999	5
شركة الهدف الأردن وفلسطين للأوراق المالية	2011	4
شركة العربي جروب للاستثمار	2009	3
شركة لوتس للاستثمارات المالية	2005	4

(أرقام رأس المال مقربة لأقرب مليون دولار أمريكي)

المصدر: (من إعداد الباحثة باستخدام القوائم المالية)

ملحق (2)

البيانات المستخرجة من القوائم المالية

حيث تم حساب عائد المحفظة الاستثمارية والمخاطر النظامية وغير النظامية والكلية ومؤشر شارب بالاعتماد على القوانين التالية:

$$\text{عائد المحفظة الاستثمارية} = (\text{صافي أرباح الموجودات المالية} + \text{التغير في القيمة العادلة}) / (\text{الموجودات المالية} + \text{الاستثمارات})$$

أما بالنسبة للمخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية، فقد تم إدخال عوائد المحافظ على الآلة الحاسبة وحساب المخاطر.

أما المخاطر النظامية، فقد تم في البداية إيجاد قيمة عائد محفظة السوق من خلال قيمة مؤشر القدس في كل سنة، ثم تم إدخال عائد المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة السوق على الآلة الحاسبة لإيجاد قيمة المخاطر النظامية.

أما المخاطر غير النظامية، فقد تم الاستعانة بالمعادلة التالية لإيجادها:

$$\delta_e^2 = \delta_p^2 - (\beta_p^2 \times \delta_m^2)$$

و في النهاية تم حساب مؤشر شارب لجميع المحافظ حسب المعادلة التالية:

$$\text{مؤشر شارب} = \frac{\text{العائد الكلي للمحفظة} - \text{العائد الخالي من المخاطرة}}{\text{المخاطر الكلية للمحفظة}}$$

جدول (37): البيانات المالية حول المحافظ الاستثمارية للبنوك التجارية والإسلامية العاملة في فلسطين

البنك	متوسط العائد	المخاطر الكلية (δp)	المخاطر النظامية (β)	المخاطر غير النظامية (δe)	متوسط مؤشر شارب
الأردني الكويتي	.005428	.2237	.14789	.01673	-.4155
الأهلي الأردني	.001637	.008101	.02238	.00778	-1.6268
التجاري الأردني	-.04667	.21206	.74761	.19816	-.2412
العربي	.0310	.020938	.05193	.02026	.7661
العقاري المصري العربي	-.17237	.3967	2.2278	.3275	-.2603
الوطني	.0133	.009012	.03409	.008336	-.1808
الأردن	.0593	.1110	-.6267	.09135	.4085
الاستثمار الفلسطيني	.0127	.0809	-.0832	.08086	.3216
الإسكان للتجارة والتمويل	.03435	.2334	.3913	.22989	-.1564
القاهرة عمان	.04537	.08549	-.07995	.08510	.3852
القدس	.0444	.1578	-.36953	.1532	.1863
فلسطين	.02487	.02426	.07604	.02301	.4068
الإسلامي العربي	.0389	.01514	.035017	.0147	1.579
الإسلامي الفلسطيني	.00878	.0059167	-.02801	.005205	-1.0507

جدول (38): البيانات المالية حول المحافظ الاستثمارية لشركات التأمين العاملة في فلسطين

الشركة	متوسط العائد	المخاطر الكلية (δp)	المخاطر النظامية (β)	المخاطر غير النظامية (δe)	متوسط مؤشر شارب
العالمية	.03556	.09732	.3866	.08924	.44316
الأهلية	.0431	.0694	.3496	.0598	.2969
الوطنية	.02148	.03447	.03595	.03427	.1882
المشرق	-.00267	.12094	.4994	.10994	-.0259
ترست	.08318	.06978	-.26117	.06466	.97707
فلسطين	.0475	.07026	.1224	.06947	.4864
التكافل	.004158	.12328	.7439	.09806	-.08419

جدول (39): البيانات المالية حول المحافظ الاستثمارية لشركات الوساطة العاملة في فلسطين

الشركة	متوسط العائد	المخاطر الكلية (δp)	المخاطر النظامية (β)	المخاطر غير النظامية (δe)	متوسط مؤشر شارب
السهم	.07643	.15169	1.0522	.10885	.4178
العالمية	.03547	.10201	.2706	.0982	.2007
العربي جروب	—	—	—	—	—
المتحدة	-1.2068	3.3867	.8348	3.385	-1.0930
الهدف الأردن فلسطين	-.008057	.0682	.0392	.06807	-.33806
الوساطة	.4274	1.313	.02555	1.31259	.3198
الوطنية	—	—	—	—	—
لوتس	.00283	.1786	.58714	.1682	-.0681

جدول (40): البيانات المالية حول المتغيرات المستقلة للبنوك التجارية والإسلامية العاملة في فلسطين

البنك	السنة	حجم رأس المال المستثمر	حجم الأصول	حجم رأس المال
الأردني الكويتي	2007	242758281	2016727606	750000000
	2008	274205559	2062791204	1000000000
	2009	454224289	2138860149	1000000000
	2010	411506093	2083965605	1000000000
	2011	464261307	2273649683	1000000000
	2012	375511074	2409637456	1000000000
	2013	446666312	2552465748	1000000000
	2014	83106521	2609714566	1000000000
	2015	617198315	2844731503	1000000000
	2016	576207076	2739985416	1000000000
الإسلامي العربي	2007	87103630	301647607	35549388
	2008	105213868	304498068	38393339
	2009	102440730	293661399	40696939
	2010	122303306	285727916	40696939
	2011	88270256	300088560	47672484
	2012	67800835	373098769	47672484
	2013	102769487	469814701	48719588
	2014	25348006	561908064	50000000
	2015	40948260	650593114	50000000
	2016	53673518	791442161	50000000
الإسلامي الفلسطيني	2007	135429741	232823986	21554378
	2008	193675904	301749490	21554378
	2009	198535781	299134104	35941087
	2010	170724517	357481026	46021665
	2011	36035924	392675894	46021665
	2012	1937244865	423109279	47172207
	2013	209116838	502251830	50000000
	2014	211774064	595259913	50000000
	2015	191601104	675211338	50000000
	2016	234995971	809082569	62500000
الأهلي الأردني	2007	257405575	1976151767	110000000
	2008	345830659	2106172872	110000000
	2009	422865652	2256082381	110000000
	2010	428418522	2519983276	110000000
	2011	626659495	2616668995	150000000
	2012	548461563	2650286719	150000000

165000000	2702629821	310584529	2013	
175000000	2325144263	431812907	2014	
175000000	2494628998	635385048	2015	
175000000	2815518550	789897238	2016	
10635000	549260650	71967606	2007	التجاري الأردني
17725000	60256720	638100	2008	
24815000	71146873	5857890	2009	
24815000	78960567	5000000	2010	
35450000	98656581	13990165	2011	
35450000	113132572	13997545	2012	
35450000	110797376	14006312	2013	
35450000	118666284	14000000	2014	
35450000	147936710	14016150	2015	
35940000	153386980	15158303	2016	
525047	38333304	8303415	2007	العربي
776027	45629599	8933706	2008	
776027	50600589	10922188	2009	
776027	51097873	10134516	2010	
776027	45613211	11427519	2011	
776027	45646524	11275823	2012	
776027	46399621	12569982	2013	
826223	48151489	13607347	2014	
926615	49044593	13289252	2015	
926615	47460391	11945402	2016	
14238364	125473186	5771291	2007	العقاري المصري العربي
35000000	119670287	513637	2008	
50000000	139553953	7385918	2009	
50000000	148730062	7555373	2010	
50000000	142285742	7505374	2011	
50000000	137807414	7478176	2012	
50000000	148111564	10349055	2013	
50000000	148979393	10299055	2014	
50000000	150189791	9168835	2015	
53200000	155565959	4937515	2016	
29871624	158139737	8204278	2010	الوطني
29875642	247399123	13181231	2011	
49875642	350890034	22516396	2012	
49881953	529598977	31267114	2013	
70968206	679908084	37185513	2014	
75000000	820268531	64193080	2015	

75000000	957088864	56386967	2016	
21270000	382694021	8106475	2007	الأردن
24815000	411563634	5001579	2008	
24815000	408173003	42456898	2009	
100000000	1969064155	312862790	2010	
155100000	2052858043	425072649	2011	
155100000	2016627925	464867672	2012	
155100000	2076936998	510534415	2013	
155100000	2190187366	504992335	2014	
155100000	2206221873	292273042	2015	
200000000	2338839064	264971738	2016	
40000000	251482925	14456032	2007	الاستثمار الفلسطيني
40000000	214612000	11388214	2008	
40000000	245620515	12872100	2009	
50000000	265367906	15694927	2010	
53000000	243475131	21579969	2011	
53000000	25869765	33206867	2012	
53000000	288414977	26812895	2013	
55000000	320813772	22422178	2014	
56300000	327770241	25961320	2015	
59600000	352712692	26289158	2016	
15385000	215648936	3086643	2007	الإسكان للتجارة والتمويل
24815000	252900227	2513439	2008	
24815000	287997651	2332277	2009	
35450000	299991685	2798334	2010	
35450000	309194845	32645239	2011	
35450000	370275413	34646238	2012	
35450000	412444275	38673245	2013	
35450000	407249936	34672445	2014	
42540000	408720627	26671641	2015	
46085000	428497753	16513480	2016	
75000000	1319245230	226770734	2007	القاهرة عمان
80000000	1462244466	355754818	2008	
88000000	1746913972	405388353	2009	
100000000	1843445180	420569837	2010	
100000000	1940363261	490888995	2011	
100000000	2024335814	520493371	2012	
100000000	2212969220	630501526	2013	
125000000	2353354996	466423887	2014	
160000000	2532062104	419078561	2015	

180000000	2491183233	407024172	2016	
50000000	251399760	5693455	2007	القدس
50000000	259549161	4541323	2008	
50000000	330132209	5739794	2009	
50000000	426533834	8417726	2010	
50000000	467680177	7502792	2011	
50000000	480906793	7815179	2012	
50000000	531873355	19936815	2013	
50000000	669362172	31827710	2014	
55000000	804160135	30578952	2015	
61050000	960070324	23641442	2016	
59769737	847650800	88602792	2007	فلسطين
81404137	1045622629	106457308	2008	
100000000	1281830469	232437181	2009	
100000000	1545038022	273040141	2010	
120000000	1653960732	234216020	2011	
134000000	2004494095	157450046	2012	
150000000	2348045943	193064745	2013	
160000000	2424773961	275375577	2014	
175000000	2785203240	75665922	2015	
195008685	4118629230	324996682	2016	

جدول (41): البيانات المالية حول المتغيرات المستقلة لشركات التأمين العاملة في فلسطين

الشركة	السنة	حجم رأس المال المستثمر	حجم الأصول	حجم رأس المال
العالمية	2010	2325082	10929008	5000000
	2011	2930926	19006070	5000000
	2012	3492307	29788304	5500000
	2013	7321185	37665694	6187500
	2014	4692619	43200209	8000000
	2015	6435462	47156146	8000000
	2016	7664651	48111613	8000000
الأهلية	2007	26584239	43347711	7596913
	2008	17415360	46518024	8052728
	2009	20890125	49359493	8374837
	2010	20386756	49886086	8374837
	2011	25065038	51370786	8374837
	2012	25459838	51195974	10000000
	2013	20608955	50631493	10000000
	2014	18534801	46119240	10000000
	2015	16545251	45412396	10000000
	2016	14328747	55020157	10000000
الوطنية	2007	10261073	46942198	7627119
	2008	8056728	51761939	8000000
	2009	18506237	60143239	8000000
	2010	21133438	70630122	10000000
	2011	25269167	72879376	10000000
	2012	31876590	73432305	12000000
	2013	30845978	79271711	12000000
	2014	31381149	73244670	12000000
	2015	29364002	74887224	12000000
	2016	330551100	84939598	12000000
التكافل	2008	508223	6029204	6375000
	2009	2449303	9673764	6375000
	2010	3343049	14114653	7435507
	2011	5988873	17634237	8500000
	2012	6949651	19276704	8500000
	2013	8845238	23997002	8500000
	2014	8937476	27190901	8500000
	2015	14722473	33849734	8500000
	2016	6180017	42424694	9350000

6214690	16373853	5650614	2007	المشرق
6214690	14688134	3652046	2008	
7200000	18118627	6453098	2009	
7200000	15333062	6003626	2010	
5200000	13768815	5103884	2011	
5200000	14997100	3679094	2012	
5200000	18563610	3921765	2013	
5200000	26566551	8378803	2014	
5200000	30017509	9958888	2015	
5200000	33567131	9665764	2016	
7500000	52994287	20156088	2007	ترست
8250000	52364286	21620145	2008	
8250000	54219998	19796150	2009	
8250000	61934482	23845217	2010	
10000000	74733162	25808259	2011	
10000000	78999951	26235505	2012	
10000000	84746019	29131558	2013	
10000000	94254897	35508972	2014	
10000000	100378666	70595082	2015	
10000000	145947372	45069926	2016	
10108501	27954896	41644131	2007	فلسطين
5000000	29548639	11203166	2008	
5000000	32042813	11374942	2009	
5000000	32365617	11788165	2010	
5000000	32755818	13330529	2011	
5000000	31553233	13365355	2012	
5000000	32349449	14339404	2013	
5000000	32587161	16245225	2014	
5000000	33788069	18812115	2015	
5000000	37154245	17346785	2016	

جدول (42): البيانات المالية حول المتغيرات المستقلة لشركات الوساطة العاملة في فلسطين

الشركة	السنة	حجم رأس المال المستثمر	حجم الأصول	حجم رأس المال
السهم	2009	617502	10481422	5000000
	2010	619230	16887266	5000000
	2011	547421	10304590	5000000
	2012	557115	9405041	5000000
	2013	731384	11021170	5000000
	2014	773220	8240612	5000000
	2015	742103	9915944	5000000
	2016	747659	7460823	5000000
العالمية	2009	699768	3311466	2500000
	2010	374828	3362478	2500000
	2011	1920504	4137547	2500000
	2012	475702	4843384	3526093
	2013	2198790	6245015	3526093
	2014	1209891	5063404	3526093
	2015	1843423	5220630	3526093
	2016	1679256	4786779	3526093
المتحدة	2009	1234468	2534285	2500000
	2010	1446932	2839409	2500000
	2011	1115114	3152582	2500000
	2012	8319	3301598	1500000
	2013	7451	3775325	1500000
	2014	152401	3856998	1500000
	2015	151650	3511399	1500000
	2016	151400	3341957	1500000
الهدف الأردن فلسطين	2009	1689003	4443954	2500000
	2010	1606957	3561493	2500000
	2011	1596985	4135127	2500000
	2012	1614632	4121639	3000000
	2013	1353954	5169448	3000000
	2014	1464147	3602602	3000000
	2015	867396	3904930	2500000
	2016	644048	3089524	2500000
الوساطة	2009	554133	8594476	3560000
	2010	569226	7436691	3560000
	2011	570303	7379641	3560000
	2012	–	7518862	3560000
	2013	–	9655132	3560000

3560000	11331674	–	2014	
3560000	19142154	–	2015	
3560000	8350925	–	2016	
5000000	10676297	2001120	2009	لوتس
5000000	8665143	2046600	2010	
5000000	8170871	1660020	2011	
5000000	7162980	1387140	2012	
5000000	6413322	1539257	2013	
5000000	6414365	1306579	2014	
3000000	3945838	1362074	2015	
3000000	8044508	1903056	2016	

ملحق (3)

مكونات المحافظ الاستثمارية لهيئات إدارة المحافظ الاستثمارية العاملة في فلسطين

جدول (43): مكونات محفظة البنك الأردني الكويتي

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	أذونات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات وأسناد قروض شركات
السنة					
2007	1871254	8847327	71279252	10000000	29646396
2008	10191195	8303480	34878080	161745800	59192304
2009	15765714	27110353	153052593	168338602	89957027
2010	20153335	20601514	30877224	268686412	71187608
2011	34174253	35362495	256400082	138324477	
2012	22369966	36283149	199156432	117701527	
2013	23522122	19173030	290766826	116874334	
2014	22265799	20758904	435865831	69406347	
2015	27506095	19484946	486175075	84032199	
2016	18173372	19927727	447399676	90706301	

جدول (44): مكونات محفظة البنك الإسلامي العربي

الأوراق المالية	أوراق مالية مدرجة (محلية وأجنبية)	أوراق مالية غير مدرجة (محلية وأجنبية)	استثمارات لدى بنوك إسلامية	استثمارات في أراضي وعقارات	استثمارات في صكوك	استثمارات في أسهم شركات (محلية وأجنبية)
السنة						
2007	-	-	-	6310428	11200000	7679638
2008	1235478	6756396	74700628	8160329	11800000	-
2009	1253059	6546220	71071438	10721366	13631380	-
2010	1306264	5943889	98707848	11388633	7300000	-
2011	1168990	5296665	64049137	12447274	8261708	-
2012	2007807	4914504	50410081	14060773	1297171	-
2013	2367004	4856119	84239269	14228289	-	-
2014	2291451	5075807	11451261	15066941	1263425	-
2015	4535498	5015576	9599941	15333943	10263425	-
2016	4104126	4642184	11322642	15097245	21263425	-

جدول (45): مكونات محفظة البنك الإسلامي الفلسطيني

الأوراق المالية	أوراق مالية مدرجة (محلية وأجنبية)	استثمارات في أسهم شركات مدرجة	استثمارات في أسهم شركات غير مدرجة	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	استثمارات في أراضي وعقارات	استثمارات لدى بنوك إسلامية	استثمارات في صكوك
السنة							
2007	-	3446691	3700870	-	1874827	10478010	4243334
2008	-	2131622	5111307	-	1010838	-	400000
2009	-	3011891	3937500	-	3133831	-	200000
2010	3363635	2113635	7250000	-	3495659	-	-
2011	2675192	-	3000000	-	2336933	-	-
2012	2499424	-	3000000	-	2336933	-	-
2013	3051148	-	3000000	3062781	2436933	-	5000000
2014	2882653	-	-	2862370	1104494	-	4133766
2015	6884409	-	730000	4781958	795794	-	-
2016	-	4706065	185000	9486257	776893	-	5895610

جدول (46): مكونات محفظة البنك الأهلي الأردني

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	أدونات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات وأسناد قروض شركات
السنة						
2007	33282301	17195204	9172391	44472409	117926287	29618103
2008	22653913	17556603	7362400	98700045	168531858	32836064
2009	20925601	16277069	8897703	132046043	223948316	22481149
2010	17987067	11185426	9511116	158623000	1332491551	7620362
2011	16337283	8538038	11665838	467880892	489827593	22862782
2012	15773915	8035413	11269321	10304730	265432885	18231345
2013	15078880	8042061	9374642	11477174	375252321	10058405
2014	13262001	11794614	1553499	583650973	696556757	19830559
2015	12401197	11840388	5106980	5106980	5106980	18832313
2016	13271921	13271921	13271921	13271921	13271921	58878536

جدول (47): مكونات محفظة البنك التجاري الأردني

السنة	الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة	سندات خزينة حكومية
2007	-	-	-
2008	928736	-	-
2009	-	5000000	-
2010	-	5000000	-
2011	-	14000000	-
2012	-	14000000	-
2013	-	14000000	-
2014	-	14000000	-
2015	-	14000000	-
2016	-	13735000	-

جدول (48): مكونات محفظة البنك العربي

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة	أسهم شركات غير مدرجة	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	أذونات وسندات خزينة	سندات حكومية	سندات شركات	سندات أخرى
2007	376238	1448413	2637026	684612	-	3091147	-
2008	525617	1748987	2084436	1486174	-	2935347	-
2009	587490	1955106	3109204	1687678	-	3429096	-
2010	616201	2077809	2918390	1572006	2821434	-	-
2011	1366557	2244764	7226838	3338888	4792218	-	-
2012	690905	2426449	5301669	1134708	1658477	-	-
2013	269590	204407	2618191	5847313	1420787	2149916	-
2014	272386	235727	2829624	3739376	4296889	2162506	-
2015	226694	222262	2816280	3155185	4492258	2139809	-
2016	274701	211992	3077008	2341992	3922816	1919977	-

جدول (49): مكونات محفظة البنك العقاري

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)
السنة				
2007	-	-	-	-
2008	-	-	-	-
2009	3155974	-	1	4229943
2010	500974	-	1	7054398
2011	450000	975	1	7054398
2012	425000	975	1	7052200
2013	475000	975	-	9873080
2014	-	425975	-	9873080
2015	-	975	-	9167860
2016	-	-	-	-

جدول (50): مكونات محفظة البنك الوطني

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	محافظة استثمارية محلية (مدرجة وغير مدرجة)	سندات شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	سندات شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	سندات أخرى
السنة							
2010	4045737	406333	-	-	-	-	3752217
2011	4485237	1007473	-	-	2688521	-	5000000
2012	6634848	1007473	4225290	-	11297471	-	4188999
2013	5549426	-	4345290	89744	15302654	5980000	-
2014	5830049	-	4276944	236244	20862276	5980000	-
2015	14366700	-	3471541	236570	38640269	7480000	-
2016	13109684	-	3642817	261571	10621014	7980000	-

جدول (51): مكونات محفظة بنك الأردن

الأوراق المالية	السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	أذونات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات وأسناد قروض شركات
2007	5757064	1131961	1217450	-	-	-	-
2008	3886844	1114735	-	-	-	-	-
2009	3504433	906252	-	13448213	4598000	-	-
2010	31585038	11913838	2760520	38407786	205329358	22866250	25323290
2011	34616254	8983174	4747017	62338430	291064484	18115791	379292245
2012	35556256	8921672	2732903	18425609	-	27476308	412722897
2013	755072	65988144	2724672	-	137810005	35460500	278686959
2014	38941463	9146494	1	1	-	25623133	202032574
2015	54644524	9106703	1	1	-	60041668	112596012
2016	83396892	8937165	1	-	-	-	-

جدول (52): مكونات محفظة بنك الاستثمار الفلسطيني

الأوراق المالية	السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	أذونات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات مالية مدرجة
2007	13573164	34542	1117653	-	-	-	-
2008	10537705	49083	801426	-	-	-	-
2009	10490693	1021717	809690	-	-	-	-
2010	10477686	22928	1552500	-	-	-	-
2011	9316508	22928	5194313	-	4777383	1000000	10118230
2012	8725902	22928	5435301	4231312	4829547	10245645	4746000
2013	2198790	4391148	-	4231312	5951627	5084128	5951627
2014	7155111	-	-	4231312	-	10128557	-
2015	8425731	1400000	-	6007032	6003841	10118415	6003841
2016	8480134	1400000	-	286768	-	-	-

جدول (53): مكونات محفظة بنك الإسكان للتجارة والتمويل

الأوراق المالية	أوراق مالية محلية	مساهمات مالية في	سندات مالية أجنبية
السنة	غير مدرجة	مؤسسات حليفة	غير مدرجة
2007	-	-	-
2008	-	-	-
2009	-	-	-
2010	649074	1500186	-
2011	649074	-	31996165
2012	649074	-	33997164
2013	511909	-	38161336
2014	511909	-	34160536
2015	511909	-	26159732
2016	511909	-	16001571

جدول (54): مكونات محفظة بنك القاهرة عمان

الأوراق المالية	أسهم شركات	أسهم شركات غير مدرجة	أذونات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)	سندات وأسناد قروض شركات	سندات مالية أخرى	صناديق استثمارية
السنة	محلية وأجنبية	محلية وأجنبية	محلية وأجنبية	محلية وأجنبية	محلية وأجنبية	محلية وأجنبية	محلية وأجنبية
2007	62460524	1410541	77030786	4139224	65973705	6875729	8880225
2008	54073983	1491289	239800024	6142692	26496621	4724283	2813316
2009	51344538	1367046	233031419	53477883	61433262	2818756	1915449
2010	50501928	380721	256838152	54372730	54062322	2459221	1954763
2011	-	-	-	293230545	108290633	43327	-
2012	50889149	716684	285421090	285421090	38223581	108502130	1734569
2013	27121718	803713	444194156	444194156	20241046	110166876	2104667
2014	50161114	800630	365950920	365950920	28896330	18223082	2533611
2015	50855684	12559924	256483088	256483088	19641285	77622071	2058309
2016	43164505	12301132	12887124	6837052	58871200	13476000	1859240

جدول (55): مكونات محفظة بنك القدس

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	سندات خزينة حكومية (محلية وأجنبية)
2007	4567747	1125708	872708	—
2008	3415615	353000	872708	—
2009	4617086	250000	872708	—
2010	7295018	250000	872708	—
2011	6630084	—	872708	—
2012	6835179	—	—	980000
2013	9079512	235000	—	10857303
2014	8441021	281500	—	23104089
2015	9207786	271500	—	21099666
2016	12187487	271500	—	11182455

جدول (56): مكونات محفظة بنك فلسطين

موجودات مالية غير مدرجة	استثمارات عقارية	مساهمات مالية في شركات حليفة	استثمارات في محافظ استثمارية محلية وأجنبية	أدوات وسندات خزينة حكومية محلية (أجنبية)	سندات مالية غير مدرجة محلية (أجنبية)	سندات مالية مدرجة محلية وأجنبية	أسهم شركات غير مدرجة محلية (أجنبية)	أسهم مدرجة محلية وأجنبية	الأوراق المالية
									السنة
-	1237685	-	-	17630465	-	1206691911	-	3471324	2007
-	671413	-	7865791	23554302	-	67213686	1750000	10115307	2008
-	671413	-	16572966	79626953	-	118595259	4000000	14838360	2009
-	-	9422627	531429	76477965	-	157886776	4000000	24049931	2010
-	-	11340483	279703	56705219	10000000	121265786	5777785	28847044	2011
5324790	-	11524968	1696622	42344804	13900000	155714320	-	26944542	2012
175920	-	17070699	1333248	41725928	13900000	90968846	-	27890104	2013
243310	-	18692906	1202430	86222823	14900000	125520212	-	28593896	2014
225397	-	18776355	1330479	90213330	14900000	148703577	-	30177398	2015
5045480	-	5006039	1390108	85418822	3900000	147463846	-	40867821	2016

جدول (57): مكونات محفظة الشركة العالمية للتأمين

الأوراق المالية	السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	استثمارات عقارية
	2007	–	–	–	–
	2008	–	–	–	–
	2009	–	–	–	–
	2010	1014127	1022040	–	1249941
	2011	1307481	1315394	–	1767516
	2012	1336281	7913	–	4759943
	2013	859046	866959	–	3509843
	2014	931085	938971	554688	3830178
	2015	1018970	7913	–	4853891
	2016	1079934	7913	554688	6022116

جدول (58): مكونات محفظة الشركة الأهلية للتأمين

الأوراق المالية	السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في شركات حليفة	استثمارات عقارية	استثمارات في شركات متوفرة للبيع	استثمارات في شركات للمتاجرة
	2007	606512	–	–	7242063	8327001	–
	2008	108514	84759	10657527	14674408	–	–
	2009	–	–	12356312	5327481	2071864	146077
	2010	–	–	11419978	5998460	–	–
	2011	–	–	12602070	6222414	5734182	–
	2012	–	–	9721907	8047411	–	–
	2013	–	–	11196479	4648441	56950	–
	2014	–	–	11281048	2793101	–	–
	2015	–	–	11841616	2912395	56950	1648418
	2016	–	–	11073815	3040573	56950	157409

جدول (59): مكونات محفظة الشركة الوطنية للتأمين

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في مؤسسات حليفة	استثمارات عقارية	سندات مالية متداولة
السنة					
2007	4104578	1	227501	-	6156494
2008	3936469	1	186450	-	3933808
2009	3858801	1	176942	9937242	4542251
2010	7935555	268743	1172316	12440617	5458890
2011	7112756	922634	644868	9243600	6255948
2012	8054362	1045635	658775	12110008	10438599
2013	5996673	1057838	943171	11966231	11312854
2014	6721630	1041442	943069	11834645	11271153
2015	4933514	1291441	725660	12227003	10617174
2016	7011678	1884241	774545	12071026	11744400

جدول (60): مكونات محفظة شركة التكافل للتأمين

الأوراق المالية	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	استثمارات عقارية
السنة			
2007	-	-	-
2008	508223	-	-
2009	622762	-	1826541
2010	621504	-	2286517
2011	2911128	-	3077745
2012	3606602	255000	3088049
2013	3627284	1540000	2677854
2014	3972020	1210000	3755456
2015	4922559	377249	4234100
2016	4764472	309021	5551642

جدول (61): مكونات محفظة شركة المشرق للتأمين

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	استثمارات في الأراضي والعقارات
2007	2960592	126886	2822387
2008	603099	—	3048847
2009	840789	1547156	3877023
2010	811987	701827	4481427
2011	376499	59323	4668062
2012	319943	54380	3304771
2013	829804	114431	3445308
2014	1048944	114431	3426357
2015	745735	304150	8909003
2016	1176974	115338	8373452

جدول (62): مكونات محفظة شركة ترست العالمية للتأمين

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	استثمارات في الأراضي والعقارات
2007	43622300	12922104	19449594
2008	13139994	3049168	5430983
2009	10605554	3759613	5430983
2010	13551825	4403003	5430983
2011	17873652	2803624	5430983
2012	18000898	2803624	5430983
2013	21646951	2053624	5430983
2014	28024365	2053624	5430983
2015	30528426	2053624	5430983
2016	22625865	2362645	18960534

جدول (63): مكونات محفظة شركة فلسطين للتأمين

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	استثمار في محفظة موجودات مالية للمتاجرة	استثمارات في الأراضي والعقارات
2007	470577	277474	4333207	36562873
2008	117537	92330	123808	10869491
2009	123677	92285	—	11158980
2010	128458	94909	—	11564798
2011	123292	232557	—	12974680
2012	139354	174572	—	1305129
2013	353184	—	—	13986220
2014	336135	—	—	15909090
2015	343303	—	—	18468812
2016	323634	—	—	17023151

جدول (64): مكونات محفظة شركة السهم للاستثمار والأوراق المالية

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)
2007	—	—
2008	—	—
2009	429450	188052
2010	431227	188003
2011	359375	188046
2012	369100	188015
2013	543378	187906
2014	585250	187970
2015	554122	187981
2016	559681	187978

جدول (65) مكونات محفظة الشركة العالمية للأوراق المالية

الأوراق المالية	السنة	أسهم شركات مدرجة في	أسهم شركات مدرجة في
		سوق فلسطين	أسواق مالية أخرى
	2007	–	–
	2008	–	–
	2009	309147	390621
	2010	139483	235345
	2011	610260	186485
	2012	-	475702
	2013	2045134	153656
	2014	1209891	–
	2015	1290516	552907
	2016	1159796	509460

جدول (66): مكونات محفظة الشركة المتحدة للأوراق المالية

الأوراق المالية	السنة	أسهم شركات مدرجة في	أسهم شركات مدرجة في
		سوق فلسطين	أسواق مالية أخرى
	2007	–	–
	2008	–	–
	2009	1132607	101861
	2010	1225101	18570
	2011	1105104	10010
	2012	–	8319
	2013	–	7451
	2014	–	10701
	2015	–	9950
	2016	–	9700

جدول (67): مكونات محفظة شركة الهدف الأردن فلسطين للأوراق المالية

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة (محلية وأجنبية)	أسهم شركات غير مدرجة (محلية وأجنبية)	مساهمات مالية في شركات تابعة
2007	—	—	—
2008	—	—	—
2009	—	—	—
2010	—	—	—
2011	—	—	—
2012	—	—	150000
2013	—	—	150000
2014	—	—	150000
2015	695392	22004	150000
2016	622044	22004	—

جدول (68): مكونات محفظة شركة الوساطة للأوراق المالية

الأوراق المالية السنة	أسهم شركات مدرجة في سوق فلسطين
2007	—
2008	—
2009	554133
2010	569226
2011	570303
2012	—
2013	—
2014	—
2015	—
2016	—

جدول (69): مكونات محفظة شركة لوتس للاستثمارات المالية

الأوراق المالية	استثمارات في أسهم شركات
	السنة
2007	—
2008	—
2009	2001120
2010	2046600
2011	1660020
2012	1387140
2013	1539257
2014	1306579
2015	1360274
2016	1903056

ملحق (4)

نتائج اختبار الفرضيات

أولاً: نتائج اختبار الفرضية الصفرية الرئيسية الأولى

ANOVA

Sharpe

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	9864971.696	3	3288323.899	.838	.474
Within Groups	894996187.5	228	3925421.875		
Total	904861159.2	231			

ثانياً: نتائج اختبار الفرضية الصفرية الرئيسية الثانية

ANOVA

variety

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	1.860E+18	3	6.202E+17	19.144	.000
Within Groups	7.515E+18	232	3.239E+16		
Total	9.376E+18	235			

ثالثاً: نتائج اختبار الفرضية الصفرية الرئيسية الثالثة

Correlations

		Sharpe	InvestedCapital	Capital	Assets
Sharpe	Pearson Correlation	1	-.167*	-.066	-.114
	Sig. (2-tailed)		.011	.315	.083
	N	232	231	232	232
InvestedCapital	Pearson Correlation	-.167*	1	.727**	.842**
	Sig. (2-tailed)	.011		.000	.000
	N	231	246	246	246
Capital	Pearson Correlation	-.066	.727**	1	.804**
	Sig. (2-tailed)	.315	.000		.000
	N	232	246	251	251
Assets	Pearson Correlation	-.114	.842**	.804**	1
	Sig. (2-tailed)	.083	.000	.000	
	N	232	246	251	251

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

رابعاً: نتائج اختبار الفرضية الصفريو الرئيسية الرابعة

Model Summary									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.129 ^a	.017	.012	1.244958017	.017	3.710	1	220	.055

a. Predictors: (Constant), Variety

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.750	1	5.750	3.710	.055 ^a
	Residual	340.983	220	1.550		
	Total	346.733	221			

a. Dependent Variable: Sharpe

b. Predictors: (Constant), Variety

Coefficients ^a										
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial
1	(Constant)	.173	.094		1.843	.067	-.012	.357		
	Variety	-7.873E-10	.000	-.129	-1.926	.055	.000	.000	-.129	-.129

a. Dependent Variable: Sharpe

1. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.234 ^a	.055	.045	1.15508443

a. Predictors: (Constant), variety

b. Dependent Variable: Sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.261	1	7.261	5.442	.022 ^b
	Residual	125.417	94	1.334		
	Total	132.678	95			

a. Dependent Variable: Sharpe

b. Predictors: (Constant), variety

Coefficients ^a							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound
1	(Constant)	.240	.152		1.585	.116	-.061
	variety	-1.020E-9	.000	-.234	-2.333	.022	.000

a. Dependent Variable: Sharpe

2. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية

Model Summary ^a				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.565 ^a	.319	.281	1.43718328

a. Predictors: (Constant), variety

b. Dependent Variable: sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	17.406	1	17.406	8.427	.009 ^b
	Residual	37.178	18	2.065		
	Total	54.584	19			

a. Dependent Variable: sharpe

b. Predictors: (Constant), variety

Coefficients ^a								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-.804	.489		-1.645	.117	-1.830	.223
	variety	2.388E-8	.000	.565	2.903	.009	.000	.000

a. Dependent Variable: sharpe

3. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.227 ^a	.051	.036	1.06029321

a. Predictors: (Constant), variety

b. Dependent Variable: sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.891	1	3.891	3.461	.067 ^b
	Residual	71.950	64	1.124		
	Total	75.841	65			

a. Dependent Variable: sharpe

b. Predictors: (Constant), variety

Coefficients ^a								
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			95.0% Confidence Interval for B	
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	.025	.210		.119	.906	-.394	.444
	variety	1.864E-8	.000	.227	1.860	.067	.000	.000

a. Dependent Variable: sharpe

4. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الرابعة

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.378 ^a	.143	.120	1.30115810

a. Predictors: (Constant), variety

b. Dependent Variable: sharpe

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.692	1	10.692	6.316	.016 ^b
	Residual	64.334	38	1.693		
	Total	75.027	39			

a. Dependent Variable: sharpe

b. Predictors: (Constant), variety

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-.938	.354		-2.649	.012	-1.654	-.221
	variety	8.249E-7	.000	.378	2.513	.016	.000	.000

a. Dependent Variable: sharpe

خامساً: نتائج اختبار الفرضية الصفرية الرئيسية الخامسة

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.189 ^a	.036	.023	1.24249657	.036	2.809	3	227	.040

a. Predictors: (Constant), Assets, Capital, InvestedCapital

b. Dependent Variable: Sharpe

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	13.008	3	4.336	2.809	.040 ^a
	Residual	350.442	227	1.544		
	Total	363.450	230			

a. Dependent Variable: Sharpe

b. Predictors: (Constant), Assets, Capital, InvestedCapital

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	.140	.104		1.350	.178	-.064	.344
	InvestedCapital	-2.110E-9	.000	-.277	-2.249	.025	.000	.000
	Capital	2.731E-9	.000	.119	1.060	.290	.000	.000
	Assets	3.968E-11	.000	.029	.200	.841	.000	.000

a. Dependent Variable: Sharpe

1. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الاولى

Model Summary ^a									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.219 ^a	.048	.019	1.195119025	.048	1.643	3	98	.184

a. Predictors: (Constant), Capital, InvestedCapital, Assets

b. Dependent Variable: Sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.039	3	2.346	1.643	.184 ^b
	Residual	139.974	98	1.428		
	Total	147.013	101			

a. Dependent Variable: Sharpe

b. Predictors: (Constant), Capital, InvestedCapital, Assets

Coefficients ^a											
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	.214	.214		1.000	.320	-.211	.639			
	InvestedCapital	-1.419E-9	.000	-.248	-1.298	.197	.000	.000	-.209	-.130	-.128
	Assets	1.994E-10	.000	.170	.600	.550	.000	.000	-.168	.060	.059
	Capital	-3.164E-9	.000	-.139	-.614	.540	.000	.000	-.176	-.062	-.061

a. Dependent Variable: Sharpe

2. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية

Model Summary ^a									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.600 ^a	.360	.240	1.477694022	.360	2.999	3	16	.002

a. Predictors: (Constant), Capital, InvestedCapital, Assets

b. Dependent Variable: Sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19.644	3	6.548	2.999	.002 ^b
	Residual	34.937	16	2.184		
	Total	54.584	19			

a. Dependent Variable: Sharpe

b. Predictors: (Constant), Capital, InvestedCapital, Assets

Coefficients ^a											
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	1.932	.891		2.167	.046	.042	3.822			
	InvestedCapital	-1.418E-8	.000	-.561	-2.749	.014	.000	.000	-.548	-.568	-.550
	Assets	-2.069E-10	.000	-.092	-.450	.659	.000	.000	.002	-.112	-.090
	Capital	4.542E-9	.000	.219	1.091	.291	.000	.000	.239	.263	.218

a. Dependent Variable: Sharpe

3. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

Model Summary ^a									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.031 ^a	.001	-.047	3797.551826	.001	.000	3	62	.996

a. Predictors: (Constant), Capital, Assets, InvestedCapital
b. Dependent Variable: Sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	869110.297	3	289703.432	.020	.996 ^b
	Residual	884126792.1	62	14421389.87		
	Total	884995902.4	65			

a. Dependent Variable: Sharpe
b. Predictors: (Constant), Capital, Assets, InvestedCapital

Coefficients ^a										
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations	
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial
1	(Constant)	337.703	856.946		.394	.695	-1374.507	2049.914		
	InvestedCapital	-2.284E-7	.000	-.002	-.019	.985	.000	.000	-.001	-.002
	Assets	-4.450E-7	.000	-.012	-.095	.925	.000	.000	-.011	-.012
	Capital	1.754E-5	.000	.029	.229	.819	.000	.000	.028	.029

a. Dependent Variable: Sharpe

4. نتائج اختبار الفرضية الفرعية الرابعة

Model Summary ^a									
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.395 ^a	.156	.091	1.292650918	.156	2.400	3	39	.082

a. Predictors: (Constant), Capital, InvestedCapital, Assets
b. Dependent Variable: Sharpe

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.031	3	4.010	2.400	.082 ^b
	Residual	65.167	39	1.671		
	Total	77.198	42			

a. Dependent Variable: Sharpe
b. Predictors: (Constant), Capital, Invested Capital, Assets

Coefficients ^a										
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95.0% Confidence Interval for B		Correlations	
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial
1	(Constant)	-1.587	.631		-2.515	.016	-2.864	-.310		
	InvestedCapital	6.018E-7	.000	.275	1.704	.096	.000	.000	.273	.263
	Assets	1.250E-7	.000	.280	1.071	.291	.000	.000	.282	.189
	Capital	6.807E-9	.000	.006	.023	.982	.000	.000	.395	.004

a. Dependent Variable: Sharpe

An-Najah National University
Faculty of Graduate Studies

Diversification and its Effect on Investment Portfolio's Performance in Palestine

By
Dalia Anan Helmi Abdelaziz

Supervised by
Dr.Mufeed AlThaher
Dr.Sameh Atout

**This Thesis is Submitted in Partial Fulfillment of the
Requirements for the Degree of Master in Taxation Disputes,
Faculty of Graduate Studies, An-Najah National University,
Nablus, Palestine**

2018

**Diversification and its Effect on Investment
Portfolio's Performance in Palestine**

By

Dalia Anan Helmi Abdelaziz

Supervised by

Dr.Mufeed AlThaher

Dr.Sameh Atout

Abstract

This study aimed to define the effect of investment portfolio's diversification of Palestinian investment portfolio management bodies on portfolio's performance, represented by commercial and Islamic banks and insurance and brokerage companies operating in Palestine, in the period between 2007 and 2016. As well as, defining the effect of capital size and invested capital size and total assets on investment portfolio's performance.

And in order to achieve that aim, descriptive analytical method was used, where financial statements of investment portfolio management bodies had been used to extract and calculate the required information, like the total return of investment portfolios, total risk of those portfolios, systematic and unsystematic risks, risk- free return and sharpe index which examines the portfolio's performance, also capital size and invested capital size and total assets.

After computing the necessary percentages and numbers, the program SPSS (Statistical Package for Social Science) was used to analyze these numbers and percentages, by computing their arithmetic mean, mean, standard deviation and other indicators, and also to test and examine the hypothesis of this study by using several tests like One-way Anova Test, Simple and Multiple Linear Regression and Pearson Correlation.

Based on the information extracted from SPSS program, a few results were reached, and the main ones are: there were no differences between investment portfolios' performance due to the type of investment portfolio management bodies but there were differences between diversification policies due to the type of investment portfolio management bodies, there was a very weak negative correlation almost nonexistent between portfolio's performance and all financial assets (Invested capital size and capital size and total assets) in all investment portfolio management bodies, diversification policy affects portfolio's performance in all commercial and Islamic banks and brokerage companies but not in insurance companies, and also all financial assets doesn't affect portfolio's performance in commercial banks and insurance and brokerage companies, but the size of invested capital affects portfolio's performance in Islamic banks.

And based on the previous results, the researcher suggested a few recommendations, the main ones are: every investment portfolio management body must choose a right diversification policy which suits it, all investment portfolio management bodies must pay more attention to other sides than financial assets in order to improve their portfolios' performance, commercial banks and insurance and brokerage companies must improve their diversification policy in order to improve their portfolios' performance and last further studies should be conducted on this subject in Palestine.