تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط- دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية

أ.د. مؤيد عبد الحسين الفضل
م.م. سجاد محمد عطية
كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة الكوفة

مقدمة:

يهدف هذا البحث الى معرفة العلاقة والأثر بين تفضيلات المستثمرين بأبعادها (تفضيل الربحية، تفضيل السيولة، تفضيل الأمان) وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بأبعادها (العائد، المخاطرة) من خلال نظرية الالتقاط بأبعادها (الأرباح المحتجزة ،السندات ،الأسهم).

وحددت مشكلة البحث في تساؤل رئيسي مفاده هل هنالك دور لتفضيلات المستثمرين في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال نظرية الالتقاط، وطبق البحث العينة العشوائية في اختيار (٢٥) شركة في سوق العراق للأوراق المالية.

وقد جرى تحليل البيانات باستعمال مجموعة من الأساليب المالية والإحصائية، واستخرجت النتائج باستخدام البرنامج الحاسوبي (SPSS v.20) و(amos v.18). (ظ: الأشكال والجداول في نهاية البحث).

المبحث الأول : المنهجية العلمية للبحث:

يتناول هذا المبحث التعرف على مشكلة البحث وأهميته وهدفه والمخطط الفرضي والفرضيات وهي:

أولا : مشكلة البحث:

إنَّ الفكر الإداري المعاصر، وإدراكا للمعضلة الفكرية، سعى إلى دراسة طروحات عديدة ترتبط بالمعضلة الفكرية، ومن بين أهم ما تطرق إليه السعي لتقديم مدخل بناء المحفظة المثلى، لذا أصبح هذا المدخل من الموضوعات المهمة التي لاقت اهتماما كبيرا في مجال الاستثمارات المالية

إذ أثبتت مراجعة الباحث للأدبيات في الفكر المالي إلى أن متغيرات الدراسة المتمثلة بـ (تفضيلات المستثمرين، ونظرية الالتقاط والمحفظة الاستثمارية المثلى) مازالت قيد التشكيل والتأطير الفكري على مستوى النظرية والتطبيق ولاسيما نظرية السلوك المالي وتفضيلات المستثمرين وكيفيه تأثيرها بصياغة الهيكل المالي، ولم تتوصل الجدليات الفكرية بين الباحثين والمفكرين عن مستوى نضج المعرفة التامة لهيكل رأس المال وكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل الممتلكة والمقترضة لبناء وصياغة هيكل يساعد منشآت الأعمال في تحديد تفضيلات المستثمرين واستيعاب الأطروحات الفكرية التي جاءت بها فلسفة نظرية الالتقاط لإيجاد هيكل رأس مال مناسب وطبيعة عمل المنشآت ومدى انعكاساتها على بناء محفظة مثلى للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية. ومن خلال ذلك يمكن تأطير مشكلة البحث في إطار السؤال الآتي:

- هل هنالك دور تأثيري لتفضيلات المستثمرين في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال نظرية الالتقاط؟

ثانيا: أهمية البحث:

أكدت العديد من الإسهامات البحثية المعاصرة في مجال الإدارة المالية ومن خلال الدور الذي تلعبهُ تفضيلات المستثمرين في بناء محفظة استثمارية مثلى إذ أصبحت تفضيلات المستثمرين من المداخل الرئيسة التي يجب أخذها بنظر الاعتبار عند بناء محفظة مثلى للمستثمرين بإطار أطروحات نظرية الالتقاط ومن خلال ذلك تجلت أهمية الدراسة في محورين: أولهما معرفي مفاهيمي تمثل في تصدي الدراسة إلى إحدى الموضوعات المعاصرة في حقل الإدارة المالية التي باتت مثار جدل فكري ونظري عميق في أدبيات الفكر الإداري المعاصر إذ وسعت الدراسة إلى تأطير الإسهامات المعرفية والنظرية في هذا الحقل المعرفي المعاصر، أما المحور الثاني العملي لأهمية الدراسة متمثل في السعي إلى إيجاد وتحديد العلاقة تفضيلات المستثمرين و بناء المحفظة الاستثمارية المثلى من جهة وتحديد العلاقة نظرية الالتقاط وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى من جهة أخرى.

ثالثا : أهداف البحث:

إن الهدف الرئيس للبحث هو التحقق من العلاقة التأثير بين (تفضيلات المستثمرين, نظرية الالتقاط وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى) وذلك في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها. وبشكل أكثر تحديدا تهدف الدراسة الى تحقيق الآتي:

١. تحديد الدور الوسيط الذي تلعبه نظرية الالتقاط بين تفضيلات المستثمرين وبناء المحفظة

المثلى.

٢.تأطير معرفي متكامل لموضوعات الدراسة الأساسية، المتمثلة تفضيلات المستثمرين ونظرية الالتقاط وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال الاطلاع على أهم الأطروحات العلمية الخاصة بهذه الموضوعات في مجالات عديدة (السلوك المالي والاستثمارات والتمويل) والتأطير المعرفي الموجود فيها.

رابعا : مخطط البحث:

فسر مخطط الدراسة بأنه تركيبة متناغمة من المسارات المقترحة للدراسة الحالية لحل مشكلة ما، ومن هنا وعلى وفق مشكلة وأهداف ومحددات دراستنا الحالية ومن خلال المسح الشامل للأدبيات ذات الصلة باهتمامات الدراسة تم تطوير النموذج الفرضي للدراسة المكون من ثلاثة محاور انظر الشكل (١) اذ يتمثل المحور الأول للمخطط الفرضي، تفضيلات المستثمرين ومحدداتها وهي (تفضيل الربحية، تفضيل السيولة، وتفضيل الأمان) وهي عوامل التي تساعد على تدعم وتفعل من خلال أطروحات نظرية الالتقاط المتمثلة بإبعادها (الإرباح المحتجزة، إصدار السندات وإصدار الأسهم) وهي المحور الثاني في المخطط، أما المحور الثالث للمخطط فتمثل في الأبعاد والمتغيرات التابعة، وهي المحفظة الاستثمارية المثلى وتمثلت في (العائد والمخاطرة).

أ. المتغير المستقل: تفضيلات المستثمرين

ب. المتغير الوسيط : نظرية الالتقاط

ج. المتغير المعتمد: المحفظة الاستثمارية المثلى

خامسا : فرضيات البحث:

تمت صياغة فرضيات البحث في ضوء مخطط البحث الفرضي وهدف البحث والتي ستخضع للاختبار الإحصائي حيث كانت الفرضية الرئيسة:

١.الفرضية الرئيسة الأولى: تؤثر تفضيلات المستثمرين معنوياً في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

- الفرضية الفرعية الأولى: يؤثر تفضيل الربحية معنويا في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.
- الفرضية الفرعية الثانية: يؤثر تفضيل السيولة معنويا في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.
- الفرضية الفرعية الثالثة: يؤثر تفضيل الأمان معنويا في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

٢.الفرضية الرئيسة الثانية: تؤثر تفضيلات المستثمرين تأثيرا معنويا غير مباشرا في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى عن طريق الدور الوسيط لنظرية الالتقاط وأبعادها.

- الفرضية الفرعية الأولى: يؤثر تفضيل الربحية معنويا بشكل غير مباشر في بناء المحفظة

الاستثمارية المثلى عبر نظرية الالتقاط وأبعادها.

- الفرضية الفرعية الثانية: يؤثر تفضيل السيولة معنويا بشكل غير مباشر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى عبر نظرية الالتقاط وإبعادها.
- الفرضية الفرعية الثالثة: يؤثر تفضيل الأمان معنويا بشكل غير مباشر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى عبر نظرية الالتقاط وإبعادها.

المبحث الثاني: الإطار النظري:

لتفضيلات المستثمرين ونظرية الالتقاط وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى

أولا: تفضيلات المستثمرين

١- مفهوم تفضيلات المستثمرين:

إن الناس يتخذون القرارات لتحقيق أقصى قدر من الفوائد وللقيام بذلك، وبشكل صحيح لابد من تقييم تفضيلاتهم (Murphy,2013:5) وعلى ادارة المؤسسة المالية الاهتمام بتفضيلات المستثمرين واكتشافها وتحليلها والسعي في تحقيقها لان الاستمرار في المستقبل مرهون بميول، أذواق و تفضيلات المستثمر هذا من جهة، و نجاح الصناعة في الدخول إلى أسواق جديدة من جهة أخرى (عبدلي ،٢٠١٢: ٢٠). وان عملية التخطيط وإدارة الاستثمارات المالية. في الممارسة العملية، وإصدار الأحكام والقرارات تستند إلى أحداث سابقة، والمعتقدات الشخصية، والأفضليات (Baker&Ricciard,2014:1).

من هنا لقد تطرق العديد من الباحثينين الى مفهوم تفضيلات المستثمرين فقد عرفها (Harris 1998 , :23) على انها مجموعة القيم والتوجهات والمعرفة التي تم الاعتماد عليها عند دراسة تحديد واختيار البدائل في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، اما (الجبوري ،٢٠١٤: ٧٩٠) فيعرف تفضيلات المستثمرين على انها احدى عناصر اتخاذ القرار المتوافرة عند اتخاذ القرار وتؤثر على نوعية او جودة القرار والتي قد تسمح باتخاذ القرار أو تأجيله.

وأشار (Yamamoto,2000: 3) الى تعريف تفضيلات المستثمر على انها القيمة التي يحصل عليها المستثمر من خلال تقيمه لخصائص المنتج الاستثماري ، وخصائص الأداء و النتائج التي تظهر من استثماره لمنتج دون اخر والتي تسهم في تحقيق أهداف المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار. ويرى (الكيالي، ٢٠٠٤ :٢) أن تفضيلات المستثمرين تعبير مقصود به وصف كامل لمتطلبات واحتياجات المستثمرين سواء المعلن منها أو حتى غير المعلن. هناك تفضيلات ورغبات متعددة للمستثمرين، وهذه

التفضيلات والرغبات المتعددة يجب مراعاتها، التوفيق بينها وموازنتها لتحقيق الهدف المنشود في حين يرها (ربابعة ،٢٠١١: ٢١) على انها مجموعة الاعتبارات والمحددات الروحية والنفسية والاجتماعية الت تؤثر على القرار الاستثماري للمستثمر في ان يختار مجال استثماري دون اخر او شركة دون اخرى. لان كل مستثمر فريد فان المحددات تختلف من مستثمر الى اخر وليس هنالك مستثمر نموذجي بحيث يمكن تعميم تفضيلاته واختيارته على بقية المستثمرين وان تشابهو في العمر والظروف الاسرية والاجتماعية ويمكن تعريف تفضيلات المستثمرين على انها السلوكيات والحالات المزاجية للاشخاص التي تحكم قرارت المستثمر.
(Kiyilar&Acar,2009:457).

أما (Otto,2010:9) فيرى تفضيلات المستثمرين بانها مجموعة العوامل الداخلية والخارجبة التي تحكم تصرف المستثمرين للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية عندما تواجههم مجموعتين او اكثر من البدائل الاستثمارية. او هي عملية اختيار الأشخاص قرار الاستثمار الحالي مقابل الاستثمار المستقبلي بالاعتماد على دورة حياة الاستثمار. ويمكن حسابه فقط من خلال تدفقات الدخل المستقبلي للمرء مقابل دالة المنفعة. ويراها (فارس ،٢٠١٤: ١) مجموعة التحيزات المعرفية والعاطفية التي يميل لها الإفراد عند تشكيل الاعتقادات وصياغة التوقعات الخاصة بهم عند اتخاذهم القرار الاستثماري.

ويرى الباحثين ان تفضيلات المستثمرين على انها مجموعة الاعتبارات والمحددات التي تعبر احتياجات ورغبات المستثمرين والتي تؤثر على القرار الاستثماري للمستثمر في ان يختار مجال استثماري دون اخر او شركة دون اخرى.

٢- أبعاد تفضيلات المستثمرين:

تختلف اولويات وتفضيلات المستثمرين وفق منحنى التفضيل الاستثمار الذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الثلاث وتعتبر الابعاد التي تبنى عليها تفضيلات المستثمرين الآتية:

- الربحيّة Profitability
- السيولة Liquidity
- الأمان Safety

فان ميل المستثمر إلى الرّبحيّة أي ميله إلى تحقيق العائد على الأموال المستثمرة أما ميله إلى الأمان و السيولة يمثل عنصر المخاطرة درجة المخاطرة عن عملية الاستثمار تحويل الورقة المالية إلى سيولة وبناء على ذلك يمكننا تعريف " منحنى التفضيل الاستثماري Investor Preference Curve " بأنه عبارة عن المنحنى الذي تقع عليه كافة النقاط الممثلة لبدائل المزج

الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى (العيساوي ،٢٠٠٢: ٣٠) و(مطر،٢٠٠٩: ٣٩) و (السبيعي ،٢٠١٢: ٢٩) و(غزال ،العبادي،٢٠١٢: ١٧٩) :

- الربحية Profitability

يبحث كل مستثمر نحو تعظيم الارباح ولذلك لابد من تشخيص الحقيقية الكامنة وراء بلوغة ولاشك من ان الاستثمار مايترتب عليه من عوائد هي المولد الاساسي للربح وبنفس الوقت يسعى دائما الى الربحية المستدامة.

لابد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح وبين مفهوم الربحية ، فالربح هو صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل ، والذي يمثل الفرق بين إيرادات المنشأة وبين كلفها ومن الجدير بالإشارة إليه الآن أن هناك مفهومين للربح هما (الربح الاقتصادي والربح المحاسبي) وفي الحياة العملية قد لا يوجد الكثير من الفرق بين الأرباح المحاسبية والأرباح الاقتصادية للمنشآت إلا أنه عندما يتعلق الموضوع بالتحليل المالي لأداء الشركات فأن الفوارق تبدأ بالظهور فيكتسب التمييز بين هذين النوعين من الأرباح الكثير من الأهمية فمن الناحية المحاسبية هو عبارة عن الزيادة في الإيرادات على التكاليف خلال مدة معينة ومن الناحية الاقتصادية يعرف أيضا بأنه (الزيادة في الثروة التي تتضمن زيادة الإيرادات المتحققة على تكاليفها مضافا أليها الأرباح (غير المتحققة) الناتجة من زيادة الأسعار وهو ارتفاع قيم الموجودات المستخدمة في الحصول على الإيرادات وهي تتحقق في الأمد الطويل. ويمكن القول أيضا أن الربح الاقتصادي هو عائد المخاطرة على أساس أن الاستثمار هو مخاطرة من المستثمر(القريشي،٢٠١٢: ٩) أما الربحية ، فهي تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض العناصر أو المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل و الربحية تقيس الكفاءة التشغيلية والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المنشأة على تحقيق العوائد الكافية لكل من المالكين والمقترضين والعاملين (Kimmel et. Al, 2000 : 400).

ويرى (Goldratt&Cox,2004: 297) ان من القرارات المهمة التي ساهم في ترشيد قرارات المستثمر هي قرارات تخطيط الربحية ويتم ذلك من خلال :

١.تحديد العائد الكلية لكل عملية: ويقصد به ذلك القدر من الاموال المكتسبة من العملية وتحديد الافضلية بأعلى عائد.

٢.تحديد كلفة كل عملية: ويتم حساب جميع التكاليف التي يتكبدها المستثمر عند قيامة

باستثمار معين وبعدها يتم مقارنة التكاليف بالعوائد.

وتمثل الربحية أهمية كبيرة لشركة تتمثل في الآتي (الطائي ،عبد الهادي ،٢٠١٣: ١٩١) :

١.وسيلة لتنمية رأس المال كمصدر للتمويل الذاتي وتشجع أصحاب رؤوس الأموال على الاكتتاب في أسهم الشركة عندما تقرر إدارة الشركة زيادة رأسمالها.

٢.مؤشر على مدى نجاح إدارة الشركة في تحقيقُها لأهدافها.

٣.يعّد هدف الربحية من الأهداف الرئيسية التي تسّعى إلى تحقيقها الشركة وفقدان هذا الهدف يعني فقدان التبرير الاقتصادي لمواصلة عملها.

٤.ضرورية لمقابلة المخاطر المختلفة والمتعددة التي تتّعرض لها الشركة ولكي تتمكن من الاستمرار في أداء مهامها.

٥.ضرورية لتحقيق أهداف أكثر شمولية وإستراتيجية , كالنمو والتطوير والتوسع في عملية تقديم الخدمات المالية الجديدة والمبتكرة بالشكل الذي يحقق حاجات ورغبات المستثمرين الحاليين والمرتقبين مما يؤدي الى زيادة الثقة بالشركة سواء من قبل المساهمين او المودعين.

٦.تعد أداة للكشف عن نقاط القوة والضعف للشركة وذلك بهدف قياس حالة التقدم والتأخر

٧.فالأداء المالي الجيد يعد شرطا أساسيا لتامين بقاء الشركة في البيئة تنافسية.

٨.تعط الربحية المرتفعة ثقة عالية للمستثمرين المتعاملين مع الشركة في إنهم يتّعاملون مع شركة ناجحة في إدارتها لأموالهم ومن ثم فهي تساعد الشركة في الحفاظ على المستثمرين الحالين واستقطاب مستثمرين جدد.

ومن هنا نرى ان من الامور التي يهتم بها المستثمرين على اختلاف ميولهم وتوجاهتهم عند اتخاذ القرار الاستثماري هي الربحية التي يحصل عليها المستثمر من الاستثمار وبالطبع سوف يفضل القطاع والشركة التي سوف تحقق له اعلى الارباح .

- السيولة Liquidity:

يعد موضوع السيولة من الموضوعات التي نالت ولا تزال اهتماماً كبيرا من قبل الباحثينين والكتاب اذ تعتبر السيوله هي البعد الثاني لتفضيلات المستثمرين للشركات التي سوف يقوم بالاستثمار فيها دون غيرها. أولى واجبات المؤسسة وضمن أهدافها وسياستها أن تكون قادرة أو مستعدة على الدوام على تأمين سيولة مركزه المالي فيما تعد السيولة مؤشر هام للحكم على كفاءة التبادل في السوق المالي من حيث العلاقة في بيع ,وشراء الأوراق المالية بسرعة وسهولة وبأسعار معقولة: (Gurusamy, 2009:130)

ويعد توافر السيولة لدى المؤسسات المالية من الامور التي تكسب المؤسسات المالية عدة مزايا من أهمها:

١. تأكيد القدرة على الايفاء بألتزمات والتعهدات المترتبة على المؤسسة.

٢. تجنب اللجوء الى المؤسسات الاخرى للاقتراض.

٣. تجنب بيع الموجودات الخاصة.

٤. تعزيز ثقة المساهمين والمستثمرين بصورة عامة بالمؤسسة.

تطرق العديد من الكتاب والباحثينين إلى مفهوم السيولة بشكل عام إلى القدرة على تحويل الموجودات إلى نقد خلال فترة زمنية قصيرة (Brealey & Myers, 2007:39) فيما اشار (Garman & Forgue ,2012:77) إلى ان السيولة السهولة والسرعة المرتبطة بالموجودات التي يمكن تحويلها إلى نقد (Groppelli&Nikbakhht, 2006:52) وللسيولة ثلاثة أبعاد (Howells & Bain, 2000: 8) :

١. الوقت : وهو السرعة التي يمكن من خلالها تحويل الموجود إلى نقد.

٢. المخاطرة : هي احتمالية هبوط قيمة ذلك الموجود أو احتمالية تقصير أو إهمال المصدر أو المنتج بطريقة ما في هذا المجال.

٣. التكلفة : هي التضحيات المالية والتضحيات الأخرى التي لا بد من وجودها في عملية تنفيذ ذلك التغيير.

ومن ماتقدم نرى بأن قدرة الشركة المالية على اداء ألتزامتها المالية اتجاه المستثمرين او الجهات ذات العلاقة سوف يترك اثراً كبير في نفوس المتعاملين معها وهذا سوف يحفزهم اكثر لتعامل معها وتفضيلها على الشركات الاخرى .

- الأمان Safety :

تتأثر قرارات المستثمرين بحجم المخاطر التي سوف يتعرضون لها لذلك يسعون الى استثمارات اكثر اماناً واقل خطراً اذ يع عامل الامان من اولويات المستثمرين خاصة ونحن نشهد ان البيئة الاستثمارية اصبحت اكثر تعقيداً واشد تقلباً. ان احد اهم المواضيع التي تلعب دورا بارزا في الاعمال الاستثمارية والتي تؤثر على تفضيلات المستثمرين تلك المخاطرة التي تصاحب الاستثمار ، وتعرف بانها عدم التاكد بشان العوائد التي تتحقق على الاستثمار، اذ يكون الاستثمار على اساس العائد المتوقع ولكن تكمن المخاطرة في ما يتحقق من عائد فعلي في نهايه الفترة (Jones,2010:10). ويمكن تعريفها بانها حالة عدم التاكد من تحقيق العائد المتوقع ، وان جميع

الاستثمارات تتضمن عنصر من المخاطرة بما في ذاك الاموال في حساب التوفير المؤمن اتحاديا اذ تحتوي على مخاطرة عندما يُتوقع ارتفاع معدل التضخم وسعر الفائدة ، وفي تلك الحالة فان المستثمر يفقد جزءً من القوة الشرائية للاموال المستثمرة مما يدفعه للبحث عن استثمار بديل (Mayo,2012:5). اذ يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت والمستمر فيكون متحفظا حذراً أسلوبه دفاعي وللذك يهتم بعنصر الضمان والأمان بحيث يضمن دخلا مستمر فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات وكذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلا ثابتا مهما كانت الظروف (جميل ،٢٠١٥: ٢٧٩)

اذ ان القرارات الاستثمارية الرشيدة التي يتخذها المستثمر للاستثمار في الاوراق المالية تستند على دراسة وتحليل متغيرات البيئة الخارجية والداخلية للمنظمات المصدرة لتلك الاوراق وذلك للوقوف على الفرص والتهديدات التي تواجهها ونقاط القوة والضعف التي تعاني منها ومن خلال هذا التحليل يمكن للمستثمر التعرف بدقة على اثر تلك المتغيرات في حجم التدفقات النقدية الخارجة والداخلة من والى المؤسسة ووفقا لمقتضيات الامان ينبغي على المستثمر الابتعاد عن الاستثمارات التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة وتلك التي قد تتعرض قيمتها السوقية لانخفاض كبير قد يترتب عليها الفشل في استرداد قيمة امواله التي استثمر فيها (Geitman ,2006 :62).

وهدف الأمان هو تحقيق أقل مستوى من المخاطر، ويتحقق هذا الهدف بمقدار تحقق الأهداف السابقة، ومن خلال تطبيق ممارسات وسياسات آمنة تجنب المؤسسة المالية أية أحداث طارئة.

ومن هنا يرى الباحثين بأن درجة الامان لها اهمية كبيرة بالعملية الاستثمارية لما لها من تأثير كبير على توجهات وتفضيلات المستثمرين وانها ترتبط بنسبة كبير بالقدرة المالية للشركات وقيمة موجوداتها في السوق .

ثانياً: نظرية الالتقاط

١.مفهوم نظرية الالتقاط:

تعتبر نظرية الالتقاط واحدة من النظريات الرئيسية التي تساعد الشركات في اتخاذ القرارات المالية، حيث تتجنب الشركات التمويل الخارجي في حين حصولها على التمويل الداخلي المتاح، وتجنب تمويل حقوق الملكية بينما يستطيعونّ المشاركة في تمويل ديون جديد ذو معدل فائدة منخفض. قدم مايرز هذه النظرية (Myers 1984)وتعود جذورها إلى دراسة مسحية قام بها دونالدسن (Donalson) في العام ١٩٦٠ حول

مسلك الشركات التمويلي، واستنادًا إلى هذه النظرية فإن ترتيب التمويل طويل الأجل حسب أفضليته للشركات يكون على النحو الآتي:

- التمويل الذاتي: الأرباح المحجوزة والاحتياطات
- في حالة وجود حاجة للتمويل الخارجي فعلى الشركة أن تقوم بإصدار سندات دين
- وأن تلجأ بعدئذ لإصدار الأدوات المالية الهجينة كالسندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، ويأتي إصدار الأسهم العادية كملاذ أخير.

إن النظرية تتنبأ بالتسلسل الهرمي لتفضيلات التمويل لمختلف أنواع التمويل وتحت هذه النظرية تستخدم المنشأة التدفق النقدي المتولد داخليا والأرباح المحتجزة قبل استخدام الأموال الخارجية للاستثمارات الجديدة إذا كانت تطلب أموال خارجية يتم استخدام مصادر تمويل اقل مخاطرة .أولا وسوف تستخدم الديون الخارجية قبل إصدار الأسهم الخارجية الذي هو الملاذ الأخير للتمويل .توقعات هذه النظرية أن المنشأة تتخذ خيارات التمويل ليس على أساس تعظيم ثروة المساهمين بل على أساس اقل كلفة من مصادر التمويل لقرارات الاستثمار الأساسية. ويتم حساب قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط المحسوبة بقسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب على معدل الخصم (كلفة رأس المال) مطروحاً منه معدل النمو والمتمثل بمعدل النمو الداخلي عندما تستخدم الشركة الأموال الداخلية باحتجاز الأرباح و معدل النمو المستمر عندما تحتاج الشركة الأموال الخارجية (Hsu et.al,2013:158).

٢. أبعاد و مرتكزات نظرية الالتقاط

- الأرباح المحتجزة: Retained Earinings:

تمثل الإرباح المحتجزة إرباحا تحققت غير ان المنشاة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الاسهم، وذلك بهدف استخدامها قي تمويل استثمارات مستقبلية. (هندي ،٢٠٠٠: ٥٧٣)، وتسمى بهذا الاسم لان المنشاة تقوم بحجزها عن التوزيع على المساهمين لاسباب مبررات تخصها كذلك تعتبر الارباح المحتجزة تمويل ممتلك داخلي للمنشأة، ولا تستطيع المنشأة توفير هذا النوع من التمويل الا اذا لم تقم بدفع ارباح نقدية لحملة الاسهم العادية (النعيمي والتميمي ،٢٠٠٩ :٣٦٦) ، وبالطبع لا ينبغي احتجاز الارباح مالم يكن العائد المتوقع من استثمارها في المنشاة يفوق او يساوي على الاقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للمساهمين، فلا بد ان تحقق المنشأة من اعادة استثمارها لهذه الارباح معدل عائد مساوي او اكبر من معدل

العائد المطلوب، (Natal,2000:96)، لذا فان عملية مقسوم الارباح (DividendEarnnings) تعرف بانها عملية مبادلة بين احتجاز الارباح لتمويل النمو المستقبلي، او توزيعها على شكل مقسوم أرباح الى المساهمين مقابل أستثمارهم في أسهم المنشاة،، وتعد الارباح المحتجزة استثماراً اضافياً اجبارياً من المساهمين يساعد في تحقيق منشأة الاعمال لأهدافها وتحسين موقعها المالي،كما انها احد العناصر لتمويل القيود القانونية المفروضة على المنشات؛اذ انها تحد من قيامها بالتوسع في توزيع الارباح وتجبرها على تكوين الاحتياطات المختلفة (Kimmel, 2000:530)، اما من ناحية الكلفة التي تتحملها المنشاة عند الجوء الى هذا المصدر في التمويل فانها تتمثل بمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك (المساهمون) عندما يرضون ببقاء حصصهم من الارباح داخل المنشاة . (الزبيدي ،٢٠٠٨: ٥٠٧).

- االسندات Bond :

تُعد السندات أداة دين تصدرها الشركة وتحمل قيمة اسمية (par Value) ومعدل فائدة اسمي (coupon rate of interest)، وتاريخ استحقاق (Maturity Date) محدد. ويحدد العائد حتى الاستحقاق (yield–to–maturity) على السند بحساب معدل الخصم الذي يساوي ما بين القيمة المخصومة لدفعات الفائدة الدورية زائد القيمة المخصومة للقيمة الاسمية وبين سعر السند في السوق.

(Ehrhardt &. Brigham,2011:174).

السند هو أداة مالية طويلة الاجل تستعملها المنشآت والحكومات لجمع مقادير كبيرة من الأموال، من مجاميع مختلفة من المقرضين (Gitman, 2000,289) وتعد السندات من مكونات هيكل راس المال ومن خصائصها انها تكون ذات عائد ثابت وتتمتع بالقابلية على التداول في السوق المالي وتمثل اتفاق طويل الاجل تلتزم بموجبه المنشآت بتسديد دفعات دورية من الفوائد لحملة السندات التي تمثل كلفة تتحملها المنشآت المصدرة لها عن استخدام الاموال اضافة الى اعادة اصل القيمة الاسميه للسند لحامله وتتراوح آجال السندات (من ٢٠ الى ٣٠ سنة) إلا أنه قد ساد في السنوات الاخيرة سندات بآجال تتراوح بين (٧ الى ١٠ سنوات). (النعيمي، ٢٠٠٩ :٣٦٦)، ويمثل السند مستند مديونية طويل الأجل ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند (Par value) في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية.(هندي: 549:2000)، لذا فالسند يعتبر وثيقة تعهد طويلة الاجل تصدرها وحدات

الأعمال أو الحكومة.
(Brigham&Houston2007,351).

كما تعرف السندات بأنها أوراق مالية قابلة للتداول والإصدار وهي تشكل عقدا جماعيا بين المصدر (مصدري السندات) من جهة والمكتتبين من جهة أخرى. وفي العادة تصدر السندات بقيمة اسمية محددة، وقد يباع السند في السوق بخصم اي اقل من قيمته الاسمية ولربما يباع السند بعلاوة أي اعلى من قيمته الاسمية. (الزبيدي ٢٠٠٨، ٤٩٩:).

- الأسهم العادية: Common stocks :

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي للشركة المساهمة، وهي كذلك المصدر الرئيسي لتمويل الشركة وتكوين رأسمالها، وتلجأ الشركات بشكل رئيسي لهذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو في حالات التوسعات المستقبلية، وبالتالي فهي عملية غير متكررة. وتعد الاسهم العادية احد مصادر التمويل طويل الاجل الخارجي المتاحة للمنشأة ومن المصادر الاساسية للتمويل الممتلك والمصدر الاول في المراحل الاولى لحياة المنشأة، فضلا عن ذلك فإن استخدامها يساعد على تعزيز المركز المالي للمنشأة (Ehrhardt & .,Brigham,2011:269) وتمثل الاسهم العادية صكوك ملكيه يمسكها المساهمين تثبت حقوق كل مساهم بملكيه المنشاة وتاخذ الاسهم العادية اهمية كبيرة بين مصادر التمويل بشكل عام وذلك كونها الأداة التمويلية الأولى لتكوين رأس المال في منشآت الاعمال. (Brigham & Houston 2007, 410)، وللاسهم العادية كلفة تتحملها المنشاة كباقي مصادر هيكل راس المال اذ ان هذه الكلفة تتمثل في معدل العائد المطلوب على السهم من قبل المستثمرين في السوق، وان كلفة السهم العادي هي المعدل الذي يخصم به المستثمرون مقسوم الارباح المتوقع من قبل المنشاة لتحديد قيمة أسهمهم (Gitman, 2009:512). ويمكن تعريف السهم العادي بأنه "عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأسمال الشركة المساهمة، يحمل قيمة اسمية، تصدرها الشركة المساهمة للحصول على أموال، وتمنح حاملها عدد من الحقوق كحق المشاركة في أرباح وإدارة المنشأة، وحق المشاركة في قيمة ممتلكات الشركة عند تصفيتها".

ثالثاً: المحفظة الاستثمارية المثلى:

١. مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى:

بداية لابد من الاشارة الى ان مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط، مستثمر له ميول

واتجاهات قد تختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر مما قد يجعل محفظة مثلى لمستثمر معين وبنفس الوقت قد تكون نفس المحفظة غير مثلى لمستثمر آخر. لذلك عرفها (العاني ،٢٠٠٨: ٣) على انها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الموجودات والادوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها ملائمة لتحقيق اهداف المستثمر. ويتحدد نمط واتجاه المستثمر نحو المحفظة المثلى من خلال متغيرين اساسين هما (Robert,2004:110):

١. العائد المتوقع للمحفظة: ويقصد به الزيادة الحقيقية في القيمة الاجمالية لموجودات المحفظة خلال مدة زمنية.

٢. مخاطرة المحفظة: يقصد به مقدار التباين في العائد المتوقع عن العائد الحقيقي وتقاس بالانحراف المعياري للعائد المتوقع.

والنهج الأمثل هو تحقيق أقصى قدر من العائدات الإجمالية المتوقعة، التي تخضع لقيود إجمالي المخاطر المسموح بها. والمحفظة المثلى من شأنها أن تقلل الحد الأقصى للخسارة على كل الفترات التاريخية السابقة، والتي تخضع للقيود الدنيا المقبولة من متوسط العائد (Amponsah et.al,2014:61) بينما يمكن تعريف المحفظة المثلى على انها المحفظة تعطي عائد متوقع اكبر لمستوى مخاطرة متساوية او مخاطر اقل لنفس مستوى العائد (عبد الحميد، قادر عمر ،٢٠١٥: ١٠١).

في حين يعرفها (مطر،٢٠٠٩: ١٠٧) على انها أداة مركبة من ادوات الاستثمار تتكون من موجودين او اكثر ويمكن ان تتكون من موجودات حقيقية او مالية او من كليهما.

ويمثل مفهوم المحفظة رد فعل للاعتقاد السائد بأن تخفيض درجة المخاطرة يتحدد من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الاوراق المالية بغض النظر عن جودة هذه الأوراق المالية ويتطلب اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل من جانب المستثمر قيامه باتخاذ قرارين منفصلين هما:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفوءة .
- اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من بين مجموعة المحافظ الكفوءة.

وتعتمد محفظة الاستثمار المثلى على علاقة التفضيل مابين العائد والمخاطرة العائدين للمستثمر.وان المستثمر لديه هدف تعظيم ثروته أو نموها خلال الفترة عقد، وهو ما يعادل اختيار المحفظة المثلى من مجموعة من محافظ الاوراق المالية الممكنة بأعلى معدل من العائد على المحفظة (Zayimtsyan,2006:4)

٢- العائد والمخاطرة Risk and Return

- العائد Return: يعرف العائد بأنه الربح الكلي أو الخسارة الكلية الناتجة من الإستثمار

خلال مدة زمنية محددة، أو هو كل التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر زائدا التغير في القيمة السوقية لأداة الاستثمار. (Gruber,2003:1).

ويمكن ان نعرف العائد بانه أي زيادة أو نقصان في ثروة المستثمر سواء أكانت نقدية أم رأسمالية نتيجة الاستثمار خلال مدة زمنية محددة ، وهو دالة لمستوى المخاطرة المصاحبة للاستثمار.

ويمكن التمييز بين ثلاثة انواع من العوائد الأول هو معدل العائد المتوقع ويمثل مجموع مقسوم الارباح والعائد الرأسمالي المتوقعين وهو عائد يخضع لعدم التأكد وقد يتحقق أو لا يتحقق (Brian,2004:3) ،اما النوع الثاني من العوائد فهو معدل العائد المتحقق أو التاريخي وهو ذلك العائد الذي يحصل عليه المستثمر فعليا في نهاية مدة الاستثمار ومن خلاله يتمكن المستثمر من تحديد اداء الإستثمارات ومدراء المحافظ في الماضي كما يعد الاساس الذي يتم الاعتماد عليه في التنبؤ بالعائد المتوقع مستقبلا والنوع الاخير هو معدل العائد المطلوب ويعرف بأنه ادنى عائد يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل (Gitman,2000:235). ويتم قياس العائد المتوقع للورقة المالية من خلال المعادلة الآتية:

$$E(R)=\sum_{i=1}^{m} R_i\, pr_i$$

وقياس العائد المتوقع للمحفظة على وفق ما أوضحته المعادلة الآتية:

$$E(R_P)=\sum_{i=1}^{n} w_i E(R_i)$$

- المخاطرة Risk:

تعرف المخاطرة بانها إمكان التعرض الى الخسارة أو الضرر أو المجازفة اي انها تتضمن حصول احداث غير مرغوب فيها أو هي اختلاف العوائد الفعلية عن المتوقعة و تعرف بانها عدم التأكد في الحصول على العوائد المستقبلية. (Simon,2006:15).

لذا فان المخاطرة هي إمكان التعرض الى الخسارة أو الضرر الناتجة من تقلب العوائد، بسبب الغموض، وعدم التأكد المصاحب للقرارات المستقبلية. ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المخاطرة:

الأول: المخاطرة النظامية، وتعرف ايضا بمخاطرة السوق، أو المخاطرة التي لا يمكن تجنبها وتعرف بأنها: ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد والتي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية بعامة (Bodie,et,al.,2004:194). وتقاس هذه المخاطرة بالبيتا.

اما النوع الثاني من المخاطرة فهي المخاطرة اللانظامية وتعرف أيضا بالمخاطرة الخاصة أو المخاطرة القابلة للتنويع وهي: ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تكون فريدة أو خاصة بالشركة، أو الصناعة، ويمكن للمستثمر التخلص منها بتنويع محفظته وتقاس بالتباين، أو الانحراف المعياري (Rosset.al,2010:411).

والنوع الثالث من المخاطرة هي المخاطرة الكلية وتعرف بانها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في الأوراق المالية أو اي مجال استثماري آخر، وانها تشكل حاصل جمع المخاطرة النظامية مع المخاطرة غير النظامية. (Gitman,2000:256)

ويمكن قياس المخاطرة من خلال البيتا وهي مقياس المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بواسطة التنويع وهي مؤشر لدرجة تغير عائدات موجود معين استجابة لتغير عائد السوق، وتحسب من خلال البيانات التاريخية (Bodie,2004:193). ومعامل البيتا يتم اشتقاقه بيانيا باستخدام العلاقة بين عائد الموجودات، وعائد السوق من خلال رسم نقاط التقاء عائد السوق، وعائد الموجود في نقاط مختلفة من الزمن، وميل هذا الخط يمثل البيتا، والموجود الأكثر ميلا يشير الى تقلب عائده بصورة اكبر استجابة لتغير عائد السوق وهذا يعني إنه اكثر مخاطرة من الموجودات الاخرى (Gitman,2000:257-258) .

ومعامل البيتا للسوق يكون دائما مساويا للواحد والموجود الاكثر تقلبا في عوائده تكون البيتا له اكبر من واحد والعكس صحيح (Lendberg,2005:13).

وبيتا المحفظة التي تتالف من عدد من الأوراق المالية هي المعدل الموزون لبيتا تلك الأوراق ويحسب كما يأتي:

$$\beta_p = W_1\beta_1 + W_2\beta_2 + \ldots\ldots + W_n\beta_n = \sum_{i=1}^{n} W_i\beta_i$$

ويتم تقليل المخاطرة بشكل عام من خلال التنويع هو عملية تقليل المخاطر عن طريق تشكيل المحفظة من الأوراق المالية المرتبطة ارتباطاً غير كامل . والتنويع يمثل المفتاح الرئيس لادارة مخاطرة المحفظة، لانه يوفر فرصة لتخفيض مخاطرة المحفظة الكلية الى مستوى اقل حتى من مخاطرة الموجود المنفرد نفسه (Elton,et,al.,2003:49).

والتنويع قد يكون بسيطاً أو كفوءاً، فالتنويع البسيط يقوم على أساس الإستثمار في عدد من القطاعات بغض النظر عن خصائص الاستثمارات كالعوائد المتوقعة وقطاعات

الصناعة، ولان إختيار هذه الاستثمارات يتم بصورة عشوائية فانه يعرف أيضا بالتنويع العشوائي وكلما زاد عدد هذه الإستثمارات يكون افضل. (Jones,2004:180).

اما التنويع الكفوء أو تنويع (Markowitz) فانه ياخذ بالحسبان العلاقات البينية بين عوائد الأوراق المالية، لانه كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، فإن العامل المهم الذي يتحكم بمخاطرة المحفظة هو الارتباط بين عوائد هذه الأوراق، لان الأداء الضعيف لبعضها يمكن ان يعوض عنه أداء أفضل لأوراق اخرى، أي أن التنويع الكفوء هو الذي يحقق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة.

.(Gangadhar&Babu,2006:312)

المبحث الثالث: الإطار العملي: تحليل واختبار فرضيات البحث:

أولا : نبذة مختصرة عن سوق العراق للأوراق المالية والشركات عينة الدراسة:

أسس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون رقم (٧٤) لسنة (٢٠٠٤) وباشر نشاطه في (٢٠٠٤/٦/٢٤) في بغداد، وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية أخرى، له شخصية معنوية ومستقلة ماليا وإداريا عن الحكومة ووزارة المالية ولا يستهدف الربح وتعود ملكيته للأعضاء، ويهدف السوق إلى تنظيم وتسهيل التعامل بالأوراق المالية ، وكذلك إعمال التسوية المالية والمقاصة والحفظ والإيداع وغيرها ، كما يسعى السوق إلى نشر الوعي الاستثماري وكذلك فرص الاستثمار، علاوة على التواصل مع اتحادات أسواق المال العربية والدولية بهدف تطوير نشاط السوق. كما إن السوق هو كيان قانوني ذو استقلال مالي وإداري، وله الحق في رفع الدعاوي أمام المحاكم، وله الحق بفرض غرامات مالية على الخاضعين لسلطة السوق والذين يخرقون اللوائح والقوانين والتعليمات الخاصة بالسوق والهيئة. يمول السوق نفسه من الرسوم التي تدفع من الشركات المدرجة والعمولات التي يحصل عليها من حجم التعامل التجاري الذي يتم في السوق إضافة إلى الغرامات المفروضة (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ،٢٠٠٤: ١).

ويتكون سوق العراق للأوراق المالية النظامي من ثمانية قطاعات (التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ،٢٠١٤):

- القطاع المصرفي ويضم ٢١ شركة
- قطاع التأمين ويضم ٤ شركة
- قطاع الاستثمار ويضم ٢ شركة
- قطاع الخدمات ويضم ٩ شركة

- قطاع الصناعة ويضم ٢١ شركة
- قطاع الفنادق والسياحة ويضم ١٠ شركة
- قطاع الزراعة ويضم ٦ شركة
- قطاع الاتصالات ويضم شركة واحدة

أما سوق العراق للأوراق المالية الثانوي يتكون من أربعة قطاعات التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية ،٢٠١٤) :

- قطاع التأمين ويضم شركة واحدة
- قطاع الاستثمار ويضم ٦ شركة
- قطاع الخدمات شركة واحدة
- قطاع الصناعة شركة واحدة

ومن هذا المجال اتجهت الدراسة إلى البحث والتحليل في قطاعات سوق العراق للأوراق المالية وتناول موضوعات في غاية الأهمية للعمل الاستثماري والمتمثلة في تفضيلات المستثمرين وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال استخدام الشركات عينة الدراسة نظرية الالتقاط في تمويلها وتحليل العلاقة بينهم ،اذ تمثل مجتمع الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية ومن بين هذا المجتمع تم اختيار عينة تتمثل في بعض الشركات المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية والبالغ عددها (25) خمسة وعشرون شركة وذلك كعينة قصدية (عمدية) تم اختيارها من قبل الباحث كمجال للدراسة لاسباب عدة منها اعتماد بيانات تلك الشركات بشكل رسمي من قبل سوق العراق للاوراق المالية والجهات ذات العلاقة الرسمية وشبه الرسمية كما ان تلك الشركات تشترك بصفات عده في العمل كونها تعمل وفقا لمتطلبات السوق الذي تتواجد فيه ،اذ اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات المسجلة في السوق لاعطاء صورة عن الشركات عينة الدراسة نورد في الجدول (١) نبذة مختصرة عن كل منها:

ثانياً: تحليل علاقات التأثير المباشرة والغير المباشرة (تحليل المسار)

١. الفرضية الرئيسة الاولى: تؤثر تفضيلات المستثمرين معنوياً في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

- الفرضية الفرعية الاولى: تشير النتائج الى ان هنالك تاثيرا معنويا لمؤشر الربحية في المحفظة الاستثمارية إذ كانت قيمة (f) المحسوبة أكبر من الجدولية عند مستوى (0.05)، وبلغت قيمة معامل التحديد (0.629) وهذا يعني ان مؤشر الربحية يفسر (٦٢,٩%)من التغيير الحاصل في مؤشر العائد ، بالاضافة الى التاثير في المخاطرة الذي بلغت قيمته (0.171) اي ان مؤشر الربحية يفسر (١٧,١%) من التغيير الحاصل في المخاطرة.
- الفرضية الفرعية الثانية: يتضح بان هنالك تاثيرا ضعيفا لمؤشر السيولة في المحفظة الاستثمارية ضمن عينة الدراسة إذ بلغت قيمة

معامل التحديد (0.013) ، بالاضافة الى التاثير في المخاطرة الذي بلغت قيمته (0.034) .

▪ الفرضية الفرعية الثالثة: يتضح بان هنالك تاثيرا ضعيفا لمؤشر الامان في المحفظة الاستثمارية ضمن عينة الدراسة إذ بلغت قيمة معامل التحديد (0.013) ، بالاضافة الى التاثير في المخاطرة الذي بلغت قيمته (0.001).

وعلى مستوى المؤشرات مجتمعة تشير المؤشرات التحليلية في الجدول (٣) والشكل (٢) الى أن تفضيلات المستثمرين مجتمعة كان لها تاثيرا معنويا في (المحفظة الاستثمارية) حيث كانت قيمة (F) المحتسبة اكبر من الجدولية، واظهرت (الربحية والامان) تاثيرا معنويا، بينما كان تاثير السيولة غير معنويا ضمن نموذج الانحدار المتعدد بالاعتماد خلال قيمة (P-Value)، وان القدرة التفسيرية للنموذج العام بلغت (68.3%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد المتمثل بالمحفظة الاستثمارية إذ بلغت قيمة معامل التحديد (R2=0.683). وبهذا تكون معادلة نموذج الانحدار المتعدد بالصيغة الآتية:

$$Y = \alpha + \beta 1X1 + \beta 2X2 + \beta 3X3$$

$$Y=0.011+0.845(x_1) +0.303(x_3)$$

المحفظة الاستثمارية =0.011+0.845 (االربحية)

+0.303(الامان)

٢. اختبار الفرضية الرئيسة الثانية: تؤثر تفضيلات المستثمرين تأثيرا معنويا غير مباشر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى عن طريق الدور الوسيط لنظرية الالتقاط وأبعادها.

▪ الفرضية الفرعية الأولى: تؤثر الربحية معنويا بشكل غير مباشر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى عبر مكونات نظرية الالتقاط.

من معطيات الجدول (٤) نستنتج:

١) سجلت تأثيرات الربحية غير المباشرة في العائد عبر مكونات نظرية الالتقاط قراءة بلغت (0.213)، وتشير الى وجود تأثير عبر المؤشرات المذكورة معا كمتغيرات وسيطة، وتاثيراتها غير المباشرة في المخاطرة بلغت (-0.470).

٢) سجلت التأثيرات الكلية، المباشرة منها وغير المباشرة عبر توافقاتها مع مكونات نظرية الالتقاط على العائد قراءة بلغت (0.800)، وعلى المخاطرة قراءة بلغت (-0.410) وهي قراءة مرتفعة تعكس قدرة الربحية على التاثير في زيادة العائد وتخفيض المخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية.

ثانيا/ الفرضية الفرعية الثانية: يؤثر تفضيل السيولة معنويا بشكل غير مباشر في بناء

المحفظة الاستثمارية المثلىعبر مكونات نظرية الالتقاط.

ويتضح من الجدول (٥) الآتي:

١) سجلت تأثيرات السيولة غير المباشرة في العائد عبر مكونات نظرية الالتقاط قراءةبلغت(0.088)، وتشير الى وجود تأثير عبر المؤشرات المذكورة معا كمتغيرات وسيطة، وتاثيراتها غير المباشرة في المخاطرة بلغت (0.019).

٢) سجلت التأثيرات الكلية، المباشرة منها وغير المباشرة عبر توافقاتها مع مكونات نظرية الالتقاط على العائد قراءة بلغت (0.108)، وعلى المخاطرة قراءة بلغت (0.181-) وهي قراءة تعكس قدرة الربحية على التاثير في زيادة العائد وتخفيض المخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية.

ثالثا /الفرضية الفرعية الثالثة: يؤثر تفضيل الامان معنويا بشكل غير مباشر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلىعبر مكونات نظرية الالتقاط. من معطيات الجدول (٦) نستنتج :

١) سجلت تأثيرات الامان غير المباشرة في العائد عبر مكونات نظرية الالتقاط قراءة بلغت (0.402)، وتشير الى وجود تأثير عبر المؤشرات المذكورة معا كمتغيرات وسيطة، وتاثيراتها غير المباشرة في المخاطرة بلغت (0.502).

٢) سجلت التأثيرات الكلية، المباشرة منها وغير المباشرة عبر توافقاتها مع مكونات نظرية الالتقاط على العائد قراءة بلغت (0.112)، وعلى المخاطرة قراءة بلغت (0.018-) وهي قراءة مرتفعة تعكس قدرة الربحية على التاثير في زيادة العائد وتخفيض المخاطرة وبناء المحفظة الاستثمارية.

ومن هنا نستنتج بان تفضيلات المستثمرين تؤثر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى ويرتفع تاثيرها بشكل ملحوظ عند وجود المتغيرات الوسيطة المتمثلة بمكونات نظرية الالتقاط، ومن خلال ماتقدم، نعرض خلاصة تفسيرات نتائج تحليل المسار للمتغيرات وكما في الجدول (٧).

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات:

أولا: الاستنتاجات:

١. بينت نتائج التحليل الإحصائي ان هناك علاقة معنوية بين تفضيلات المستثمرين في جميع مكونات نظرية الالتقاط المتمثلة بالسندات وتذبذبها بالأرباح المحتجزة والأسهم.

٢. اتضح وجود علاقة قوية بين تفضيل الربحية والعائد والمخاطرة وعدم وجود علاقة بين تفضيل السيولة والأمان مع العائد والمخاطرة وهذا في حالة عدم اعتماد التكامل مع مكونات نظرية الالتقاط.

٣. أثبتت النتائج بأن عدم وجود علاقة للأرباح

المحتجزة في بناء المحفظة المثلى لشركات عينة الدراسة وهذا ناتج عن عدم اعتمادها على سياسة احتجاز الأرباح وما انعكس سلبا على كل من العائد والمخاطرة في تشكيل المحفظة في حين كانت علاقات الأسهم والسندات متذبذبة.

٤. أثرت تفضيلات الربحية والأمان بشكل واضح في بناء المحفظة المثلى لكل من العائد والمخاطرة في حين لم تساهم السيولة في بناء المحفظة بشكل منفرد على المستوى المجتمع والمنفرد.

٥. أثرت مكونات نظرية الالتقاط بشكل متفاوت في بناء المحفظة الاستثمارية بالشكل المعتمد عليها منفردة في حين تبنيها مجتمعة اثبت أنه لها دور كبير في بناء المحفظة المثلى من خلال السندات والأسهم.

٦. على الرغم من ان تشكيل محفظة مثلى خالية من المخاطرة هو أمر غاية في الصعوبة ان لم يكن مستحيل الى انه يمكن تشكيل محفظة مثلى بعائد مرتفع مع مخاطرة منخفضة من خلال التنويع واعتماد مكونات نظرية الالتقاط حيث أثبتت النتائج بان تفضيلات المستثمرين تحقق عائد مرتفع ومخاطرة منخفضة بشكل مقبول في حالة اعتماد نظرية الالتقاط كمتغير وسيط ،اذ حققت جميع تفضيلات المستثمرين شروط تشكيل المحافظ الاستثمارية في حالة اعتماد نظرية الالتقاط وهذا لا يتحقق في حالة عدم اعتمادها.

٧. ان تفضيلات المستثمرين تؤثر في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى ويرتفع تأثيرها بشكل ملحوظ عند وجود المتغيرات الوسيطة المتمثلة بمكونات نظرية الالتقاط.

ثانيا: التوصيات:

اعتمادا على ما ورد من عرض وتحليل ومناقشات يمكن استثمارها في صياغة التوصيات التي يمكن الاستفادة منها، واستكمالاً للمنهجية الدراسة يرى الباحث تقديم بعض التوصيات لاستكمال هذا الجهد البحثي التي تمخضت عنه هذه الدراسة وكآلاتي:

١. توسيع الاعتماد على مصادر التمويل المتمثلة بالسندات والأسهم من خلال المؤشرات الإحصائية لتحديد أمثلية المحافظ المختارة.

٢. يجب الابتعاد عن الأساليب الغير العلمية القائمة على العشوائية لتحديد الاستثمارات والاعتماد على الأسلوب العلمي السليم والذي نستطيع من خلاله تحقيق الأهداف المطلوبة.

٣. ضرورة الالتزام بنسب التنويع المستحصلة ضمن المحفظة المثلى وكما يأتي:

- لقطاع التأمين والاستثمار من خلال إعطاء أعلى نسبة لشركتي (الأمين والأهلية) بنسبة

(٦٠% و٢٠%) على التوالي

- ولقطاع الخدمات لشركتي (العراقية للنقل البري ، المعمورة) بنسبة (٢٩ % و ٢٥%) على التوالي.
- ولقطاع الصناعة شركتي (السجاد للمفروشات ، بغداد للمشروبات الغازية) بنسبة (٤٣% و ٢٨%)
- ولقطاع السياحة لشركة الوطنية لسياحة فقط
- وأخيرا لقطاع الزراعة لشركتي (الشرق الأوسط ، الحديثة) بنسبة (٧٥% و١٢%) على التوالي.

٤. ضرورة الالتزام على مستوى القطاعات بالاستثمار ضمن قطاع التأمين والاستثمار بنسبة٥٠% وقطاع الخدمات بنسبة ٣٢% والصناعة بنسبة ١٥%.

٥. على جميع المستثمرين اختيار الشركات التي تعتمد على السندات في تمويلها لكونها تعظم العائد وتخفض المخاطرة بشكل أفضل من المكونات الأخرى ضمن عينة الدراسة.

٦. التركيز على خصائص الأوراق المالية المتداولة، وتوظيف هذه الخصائص في عملية بناء المحفظة الاستثمارية التي تستجيب للأهداف التي يسعى المستثمر الى تحقيقها.

٧. ضرورة الاهتمام بنظرية الالتقاط من قبل المؤسسات المالية وتبني الأفكار الفلسفية التي طرحتها في صياغة هيكل رأس المال لما لها من دور كبير في ترشيد قرارات التمويل.

٨. ينبغي على الشركات العاملة في سوق العراق للاوراق المالية البحث عن تمويل مقترض طويل الأجل وتوفير القروض طويلة الأجل نظرا لأهمية القروض طويلة الأجل كمصدر تمويل لاستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة امام منشات الأعمال في العراق.

٩. ضرورة مواكبة الاتجاهات الحديثة نحو المزيد من الافصاح المالي والشفافية عن البيانات والمعلومات التي تتضمنها الكشوفات المالية، وبالشكل الذي يتيح للراغبين بالاستثمار والمستثمرين من تقييم الفرص الاستثمارية الامثل لأموالهم .

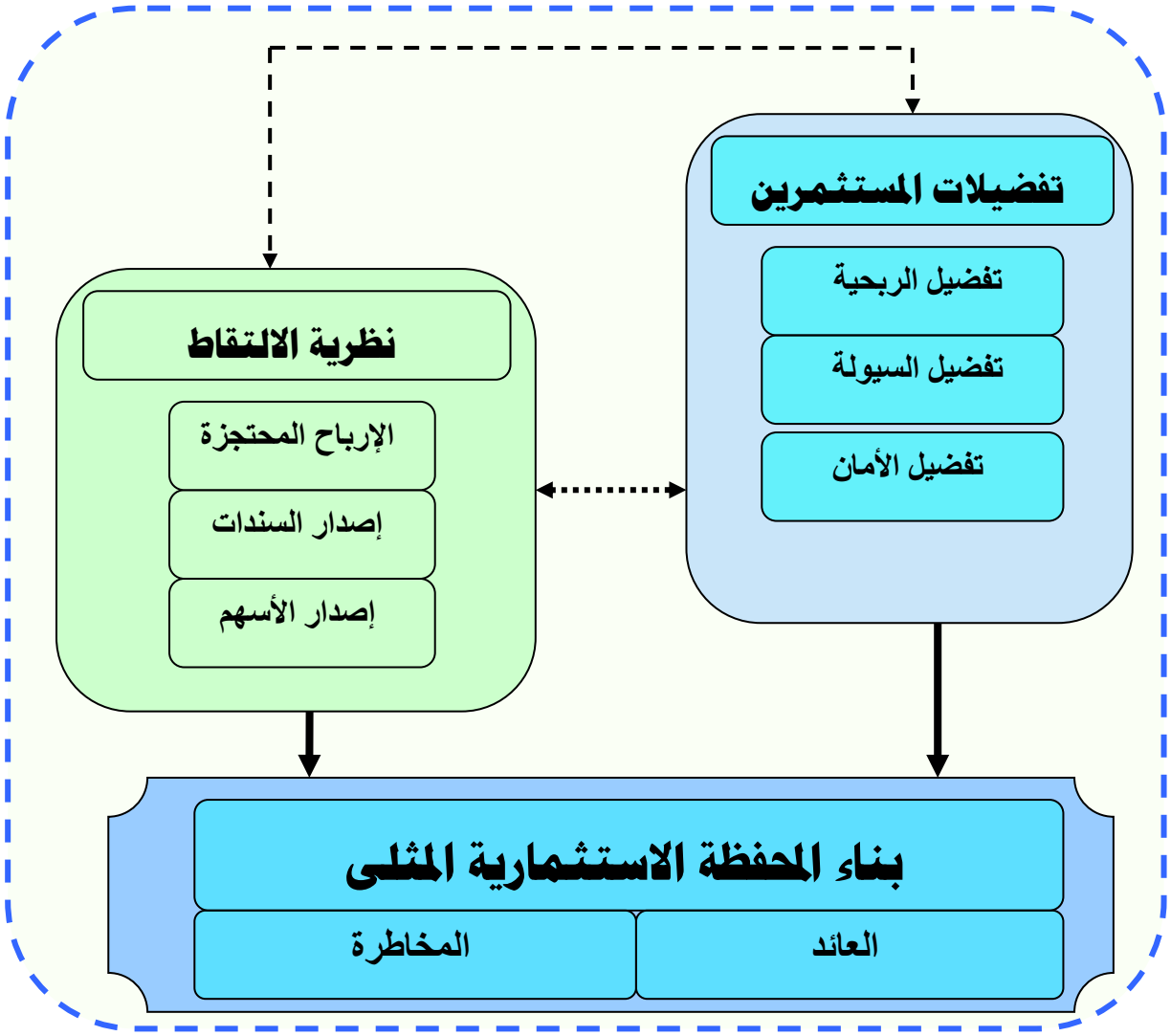
١٠. فهم وادراك عملية اتخاذ القرار في ضوء ما يعاني المستثمرين من التفضيلات التي قد تؤدي الى الانحراف عن العقلانية أو الامثلية في اتخاذ القرار الاستثماري عبر المتابعة المستمرة لسلوك المستثمرين والتحليل المستمر للبيانات المتنوعة مع وضع التفضيلات بالاعتبار لتجنب سوء اتخاذ القرار.

١١. تفعيل دور الحكومة في توجيه المستثمرين في كيفية الاستثمار في المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال تقديم الاستشارات المالية والمادية للمستثمرين وإطلاعهم على شروط الاستثمار وما

هي المخاطر الناتجة من هذا الاستثمار والمردود منه كي لا يتعرض المستثمرون للمخاطرة التي تواجههم من هذا الاستثمار.

١٢. يفضل ان تقوم الشركات باعتماد الهرمية التي تقوم عليها نظرية الالتقاط في التمويل، لكون هذه الهرمية تمكن من تخفيض كلفة رأس المال.

الشكل (١) المخطط الفرضي للدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الأدبيات

الجدول (١) الشركات عينة الدراسة

القطاع	الشركة	رمز الشركة	سنة التأسيس	رأس المال التأسيسي المصرح به	سنة الإدراج في السوق المالية
التأمين والاستثمار	الأمين للتأمين	NAME	2000	150000000	2004
	الأهلية للتأمين	NAHF	2000	500000000	2004
	دار السلام للتأمين	NDSA	2000	300000000	2004
	الوئام للاستثمار المالي	VWIF	2000	100000000	2004
	الزوراء للاستثمار المالي	VZAF	2000	100000000	2006
الخدمات	العاب الكرخ السياحية	SKTA	1988	4000000	2004
	المعمورة العقارية	SMRI	1993	75000000	2004
	النخبة للمقاولات العامة	SNUC	2001	100000000	2004

	العراقية للنقل البري	SILT	1988	24000000	2004
	بغداد العراق للنقل العام	SBPT	1987	10000000	2004
الصناعة	المنصور للصناعات الدوائية	IMAP	1989	8000000	2004
	الخياطة الحديثة	IMOS	1989	6000000	2004
	العراقية للسجاد والمفروشات	IITC	1989	5000000	2004
	بغداد لصناعة التغليف	IBPM	1962	25000	2004
	المشروبات الغازية الشمالية	INSD	1989	5000000	2004
الفنادق والسياحة	فندق فلسطين	HPAL	1989	60000000	2004
	فندق عشتار	HISH	1989	50000000	2004
	فندق بابل	HBAY	1990	45000000	2004
	فندق بغداد	HBAG	1989	20000000	2004
	الوطنية للاستثمارات السياحيا	HNTI	1978	40000000	2004
الزراعة	الأهلية للإنتاج الزراعي	AAHP	1994	110000000	2004
	الحديثة للإنتاج الحيواني	AMAP	1991	10000000	2004

	الشرق الأوسط للأسماك	AMEF	1994	236000000	2004
	العراقية لإنتاج البذور	AISP	1989	50000000	2004
	العراقية للمنتجات الزراعية	AIRP	1984	10000000	2004

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الشركات

الجدول (٢) علاقة التأثير بين تفضيلات المستثمرين والمحفضة المثلى

المتغيرات	المؤشرات	العائد	المخاطرة
الربحية	قيمة (f)	47.509	5.789
	P	0.000	0.023
	R2	0.629	0.171
	α	0.793	-0.042
	β	0.226	-0.414
السيولة	قيمة (f)	0.368	0.981
	P	0.549	0.330
	R2	0.013	0.034
	α	0.001	0.001
	β	0.114	-0.184
الامان	قيمة (f)	0.004	0.382
	P	0.952	0.541
	R2	0.001	0.013
	α	-0.001	0.039
	β	-0.011	0.116

قيمة (F) الجدولية $(0.05)=4.191$ ، $(0.01)=7.636$

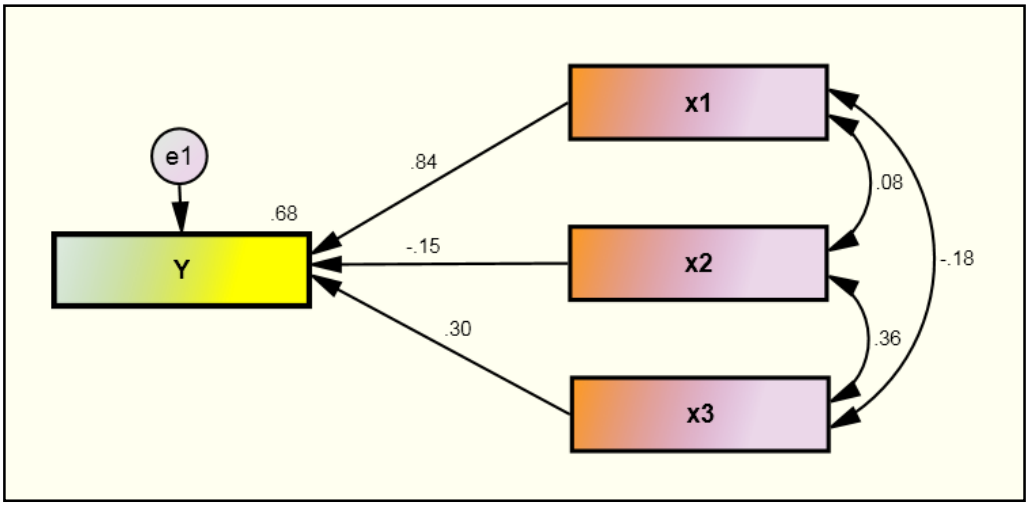
- المصدر: من اعداد الباحثين وفقا لنتائج برنامج (SPSS)

الجدول (٣) خلاصة نتائج التحليل لأثر تفضيلات المستثمرين مجتمعة في المحفظة الاستثمارية

الابعاد	α	β	R2	F	P
الربحية	0.011	0.845	0.683	18.648	0.000
السيولة		0.146-			0.236
الامان		0.303			0.019

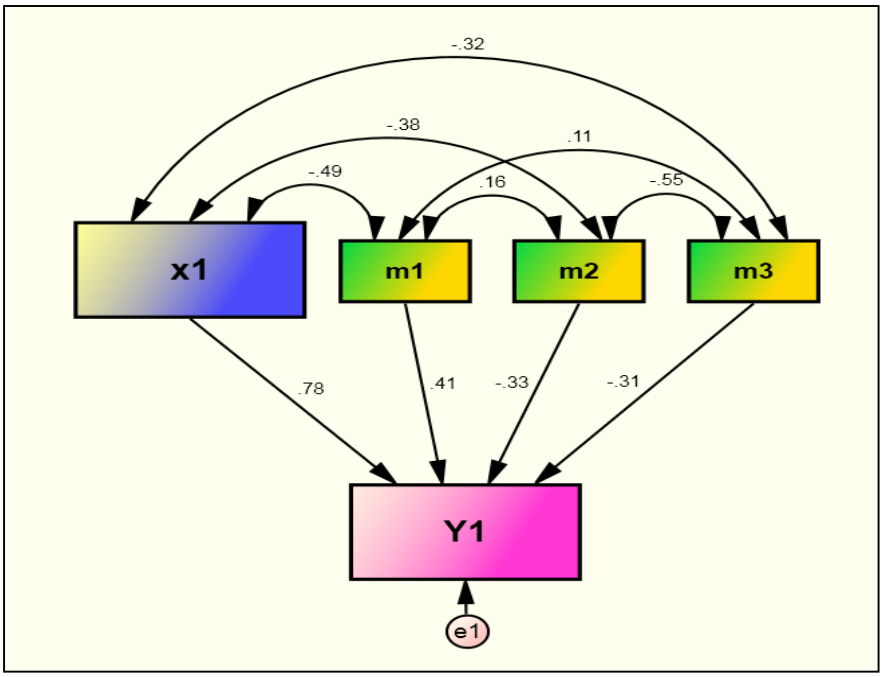
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*SPSS V.21*)

الشكل (٢) معاملات النموذج لتاثير الابعاد مجتمعة بين تفضيلات المستثمرين والمحفظة المثلى



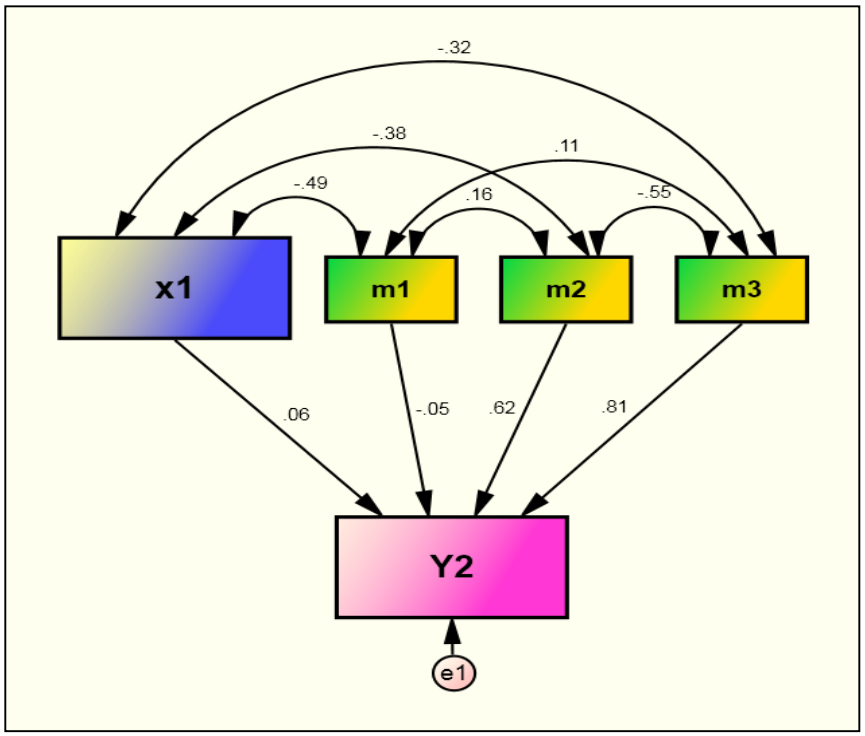
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (AMOS V.18)

الشكل (٣) تحليل المسار لتأثير الربحية في العائد لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الشكل (٤) تحليل المسار لتأثير الربحية في المخاطرة لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الجدول (٤) نتائج تحليل المسار لتأثير الربحية في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

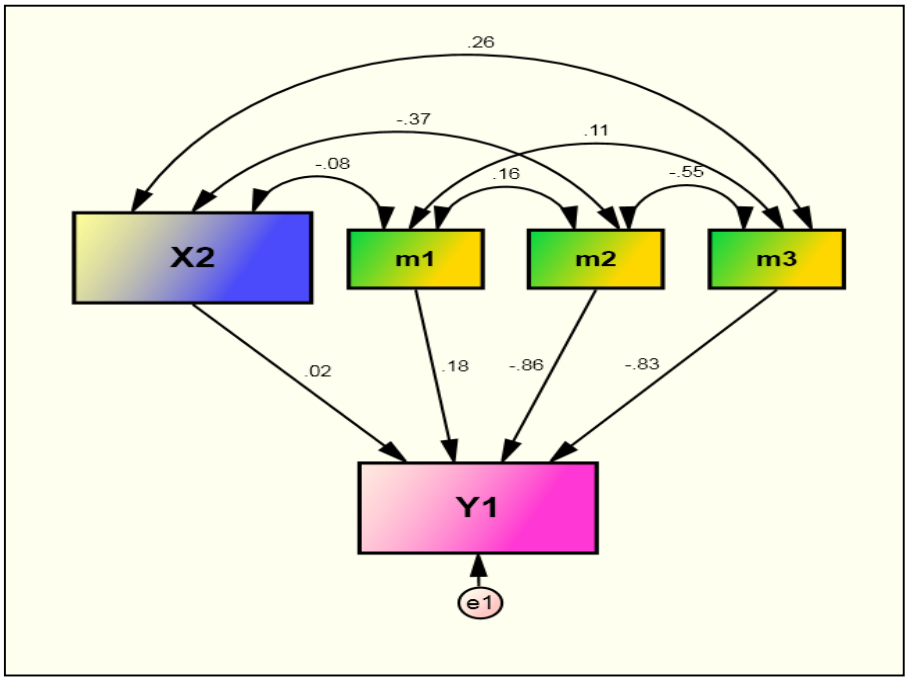
المتغير المستقل	المتغيرات الوسيطة			قيمة المعامل	المتغير التابع
الربحية	r	التأثير غير المباشر	Pxy	Pxy*r	العائد
	-0.49	الأرباح المحتجزة	0.41	-0.202	
	-0.38	السندات	-0.33	0.125	
	-0.32	الأسهم	-0.31	0.098	
	مجموع التأثير غير المباشر			0.213	
	التأثير المباشر			0.78	
		التأثير الكلي		0.800	
	r	التأثير غير المباشر	Pxy	Pxy*r	المخاطرة
	-0.49	الأرباح المحتجزة	-0.05	0.024	
	-0.38	السندات	0.62	-0.235	
	-0.32	الأسهم	0.81	-0.259	

	مجموع التأثير غير المباشر			−0.470	
	التأثير المباشر			0.06	
		التأثير الكلي		−0.410	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*).

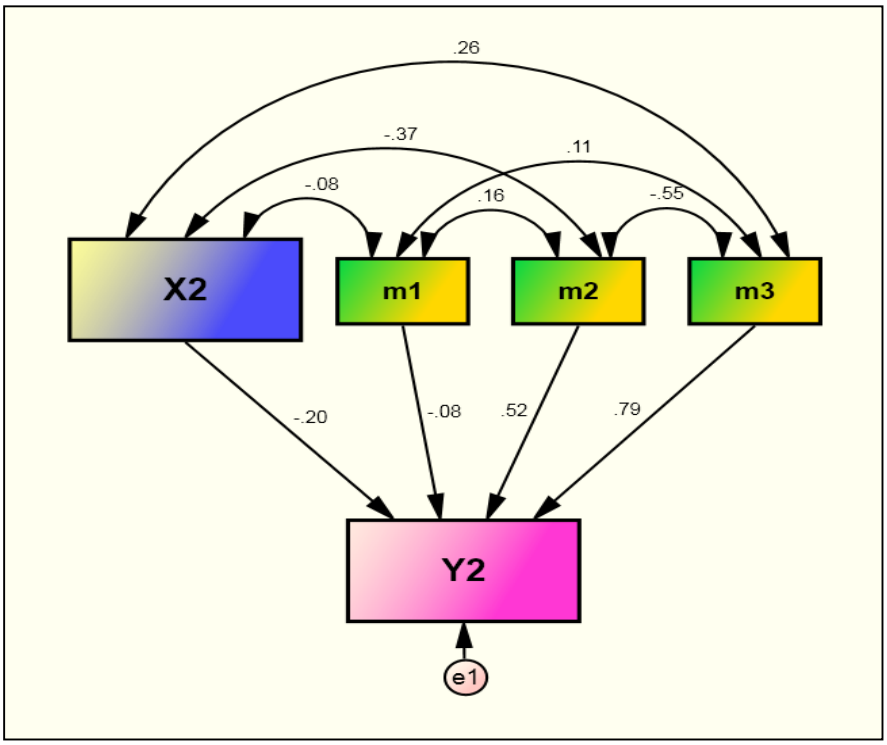
ومن الجدير بالذكر انه يجب احصائيا ان يكون مجموع التأثيرات المباشرة وغير المباشرة عبر المتغيرات الوسيطة في تحليل المسار مساويا او مقاربا لقيمة الارتباط بين المتغيرين الرئيسيين بدون المتغيرات الوسيطة في تحليل الارتباط ، وهذا شرط احصائي طبقا لمرجعي (AMOS) و (LISREL). المصدر (الحدراوي ،٢٠١٣: ٢٥).

الشكل (٥) تحليل المسار لتأثير السيولة في العائد لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الشكل (٦) تحليل المسار لتأثير السيولة في المخاطرة لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

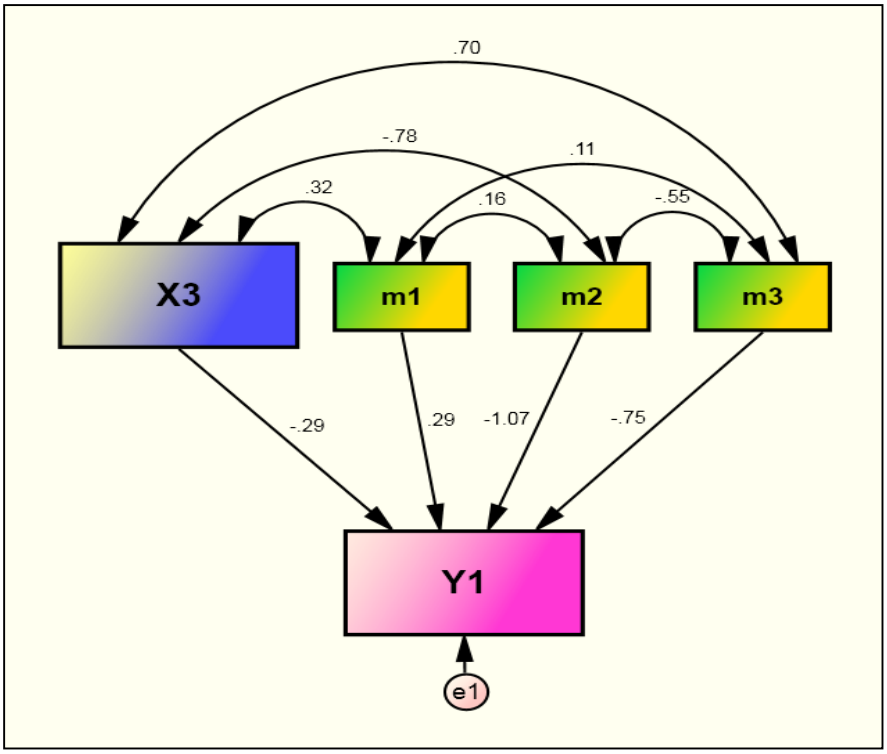
الجدول (٥) نتائج تحليل المسار لتأثير السيولة في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

المتغير المستقل	المتغيرات الوسيطة			قيمة المعامل	المتغير التابع
السيولة	r	التأثير غير المباشر	Pxy	Pxy*r	العائد
	-0.08	الارباح المحتجزة	0.18	0.014-	
	-0.37	السندات	-0.86	0.318	
	0.26	الاسهم	-0.83	0.216-	
	مجموع التاثير غير المباشر			0.088	
	التأثير المباشر			0.020	
		التاثير الكلي		0.108	
	r	التأثير غير المباشر	Pxy	Pxy*r	
	-0.08	الارباح المحتجزة	-0.08	0.006	
	-0.37	السندات	0.52	0.192-	
	0.26	الاسهم	0.79	0.205	

	مجموع التاثير غير المباشر			0.019	المخاطرة
	التأثير المباشر			0.200-	
		التاثير الكلي		0.181-	

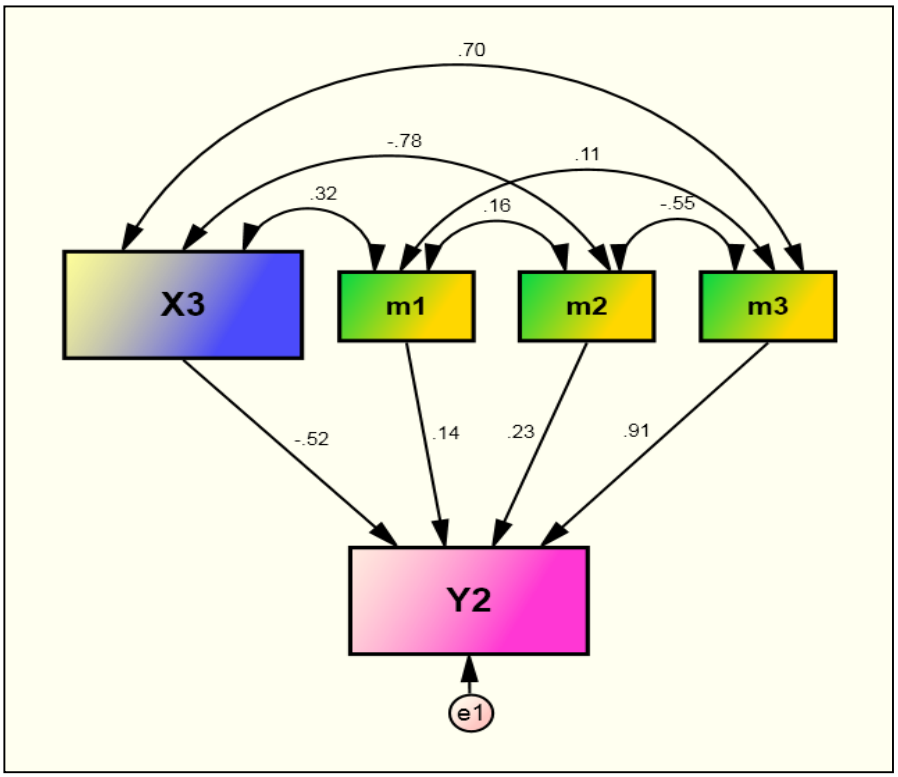
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الشكل (٧) تحليل المسار لتأثير الأمان في العائد لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الشكل (٨) تحليل المسار لتأثير الأمان في المخاطرة لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الجدول (٦) نتائج تحليل المسار لتأثير الأمان في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

المتغير المستقل	المتغيرات الوسيطة			قيمة المعامل	المتغير التابع
الامان	r	التأثير غير المباشر	Pxy	Pxy*r	العائد
	0.32	الارباح المحتجزة	0.29	0.093	
	−0.78	السندات	−1.07	0.835	
	0.70	الاسهم	−0.75	0.525−	
	مجموع التاثير غير المباشر			0.402	
	التأثير المباشر			0.290−	
		التاثير الكلي		0.112	
الامان	r	التأثير غير المباشر	Pxy	Pxy*r	
	0.32	الارباح المحتجزة	0.14	0.045	
	−0.78	السندات	0.23	0.179−	
	0.70	الاسهم	0.91	0.637	

	مجموع التاثير غير المباشر			0.502	المخاطرة
	التأثير المباشر			0.520-	
		التاثير الكلي		0.018-	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

الجدول (٧) خلاصة تفسيرات نتائج تحليل المسار للمتغيرات

المتغيرات التوضيحية		بناء المحفظة الاستثمارية المثلى		
		تاثير مباشر	تاثير غير مباشر	التاثير الكلي
تفضيل الربحية	العائد	0.780	0.021	0.800
	المخاطرة	0.060	0.470-	0.410-
تفضيل السيولة	العائد	0.020	0.088	0.108
	المخاطرة	0.200-	0.019	0.181-
تفضيل الأمان	العائد	0.290-	0.402	0.112
	المخاطرة	0.520-	0.502	0.018-

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج (*AMOS v.18*)

المراجع:

أولا: المراجع العربية:

١. الجبوري ،مهدي عطية موحي،٢٠١٣" تقنيات المعلومات والمحتوى المعلوماتي لنظرية التبادل المالية وأثرها على أهداف منشأة الأعمال:دراسة تحليلية"اطروحة دكتوراه مقدمة الى الجامعة المستنصرية.

٢. جميل ،أحمد صبحي ،٢٠١٥" الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية:دراسة حالة على عينة من المصارف العراقية " مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الرابع والأربعون

٣. ربابعة ،عبد الرؤوف وحطاب، سامي،٢٠٠٦" التحليل المالي وتقييم الاسهم ودور الافصاح في تعزيز كفاءة سوق الاوراق المالية " هيئة الاوراق المالية والسلع ، الامارات.

٤. الزبيدي،حمزه محمود ،٢٠٠٨" الاداره المالية المتقدمة" ط ٢، مؤسسة الوراق للنشر ،الأردن ،عمان.

٥. السبيعي، بداح محسن،٢٠١٢" العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية : دراسة اختبارية""رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الاعمال ،جامعة الشرق الاوسط .

٦. العاني ، احمد حسين بتال،٢٠٠٨" استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى :مع اشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية" مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية.

٧. عبدالحميد ،عبدالعزيز شويش و قادر عمر آسو بهاء الدين،٢٠١٥" إدارة محفظة الأوراق المالية ووفقاً لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ :دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية " مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية.

٨. غزال ،سعاد سعيد و العبادي ،إيمان عبد الكريم قاسم ،٢٠١٢" جودة المعلومات المحاسبية وأثرها في ترشيد قرارات الاستثمار في الأوراق المالية" مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية المجلد 2 ،العدد 2.

٩. فارس ، علي احمد،٢٠١٤،" التحيزات الادراكية في قرارات المستثمرين في سوق الاسهم بإطار مدخل المالية السلوكية : دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"،اطروحة دكتوراه مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة كربلاء.

١٠. الكيالي، دينا إسماعيل،٢٠٠٤ " تواصل أفضل مع العميل ضمن مشروعاتSix Sigma " جامعة القاهرة .

١١. مطر،محمد،٢٠٠٩"ادارة الاستثمارات" ط٥، دار وائل للنشر ،عمان.

١٢. النعيمي،عدنان تايه ،والتميمي ،ارشد فؤاد،٢٠٠٩ "الاداره المالية المتقدمة" ،الأردن،عمان.

١٣. هندي، منير إبراهيم،٢٠٠٠"الإدارة المالية– مدخل تحليلي معاصر"،ط٤، المكتب العربي الحديث – الإسكندرية.

ثانيا: المراجع الأجنبية:

1. Amponsah S. K., A. K. Peprah and R. K. Nyamekye,2014 *" Optimal investment portfolio selection of some financial institutions in Ghana"* Herald Journal of Marketing and Business Management Vol. 3 (2):061 - 067 Septembe.

2. Baker ,Kent & Ricciard, Victor,2014 *" Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing"* John Wiley & Sons, Inc. All rights reserved.

3. Bodie, Zvi, Kane Alex, and Marcus Alan J.,2004 *"Essential of . Investments"*,10th Ed, Irwin, McGraw-Hill.

4. Brealey , Rechard A & Myers , Stewart 2007 , " Fundamentals of corporate finance" , 5th Edition , Irwin McGraw – Hill , USA

5. BRIGHAM ,EUGENE F & EHRHARDT ,MICHAEL C,2011 *" Financial Management: Theory and Practice"* South-Western, a part of Cengage Learning.

6. Brigham, Eugene F. & Houston ,Joel F. ,2009 *" Fundamentals of Financial Management"* 12th, with Thomson ONE - Business School Edition.

7. Elton, Edwin J. and Gruber, Martin J., Brown, Stephen J. and Goetzman William N.,2003 *" Modern Portfolio Theory and Investments Analysis"*,John Wiley and Sons, Inc

8. Garman, E.Thomas & Forgue, Raymond E. ,2012, *"Personal finance"*, South –Weston .cengage learning ,USA..

9. Getman, Lawrence J .,2006 *" Principles Managerial Finance"* , Person .

10. Gitman , Lawrence J. ,2009 *" Principles of Managerial Finance"* , 9thedUsa; RR Donnelly and Sons Co

11. Gitman , Lawrence J.,2000,*"Principles of Management Finance"* 9th ed., N.Y. : Addison Wesley Publishing Co.

12. Goldratt , Eliyahu M; and Cox, Jeff ;2004 *"The Goal " A Process of Ongoing Improvement"* , 3rd ed ,Gower Publishing Ltd UK

13. Groppelli, Angelico A. & Nikbakht, Ehsan ,2006, "Finance : Captil budgeting and management investment, financing , and dividend decisions" 5th edition , Barrons Educational Series ,Inc , Hauppauge , USA.

14. Gurusamy , Dr S ,2009, " *Merchant Banking & Financial Services*" 3rd edition ,Vijay Nicolr Imprints Private Limited , New Delhi.

15. Hao Hsu ,Chuan,& Yi-Chein Chiang & Tung Liang Liao ,2013" *Testing pecking order behaviors from the viewpoint of multinational and domestic corporations*" Investment Management and Financial Innovations, Volume 10, Issue 2.

16. Harris, M. and R. Stulz,1998," *Handbook of the Economics of Finance*" North- Holland, Amsterdam.

17. Howells , Peter , Bain , Keith .2000 *" Financial Markets & Institutions "*. '3th ed. , prentice Hall .

18. Jones, Charles P. ,2010, *"Investments: Analysis and Management"* , 11th edition , John Wiley & Sons , Inc . Hoboken , USA .

19. Kimmel,Paul D., Weygandt,Jerry J., and kieso,Donald E.2000," *Financial Accounting: Tools for Business Decision Making*",2nd .ed. , N.y: John Wiley& sons, Inc

20. Kiyilar , Murat & Acar okan ,2009," *Behavioral Finance and The study of the irrational Financial choices of credit card users* " Annales Universitatis . Apulensis series oeconomica ,Vol. 11, No.1.

21. Mayo , Herbert B. ,2012, " *Basic Finance: An Introduction to Financial Institutions – investments & management*" 10th edition ,South-Western, a part of Cengage Learning , mason , USA.

22. Murphy ,David S. ,2013." *Las decisiones de los inversionistas a través del lente de la economía del comportamiento*", Contabilidad y Negocios (8) 15, 2013 / ISSN 1992-1896.

23. Natal,Roberts.,2000," *Fast Stock Fast Mony*" N.Y, Mcg Graw,will Co.

24. Otto, Philipp Erik,2010 *"Cognitive Finance: Behavioral Strategies of Spending, Saving and Investing",* Vova Science Publisher, Inc., New York.

25. Robert L. Hagin, 2004, *"Management, Portfolio Diversification Risk, and Timing fact and fiction"*, John Wiley & Sons, New Jersey.

26. Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. 2010, *"Fundamentals of Corporate Finance"*, 9th edition, McGraw-Hill/Irwin.

27. Yamamoto,Gonca,2000 *"Understanding Customer Value Concept "*Journal of Economics and Administrative Science.

28. Zayimtsyan ,Hayk,2006 *" Optimal Portfolio Structure for Investments in the International Financial Market: The Example of the Central Bank of Armenia "* ARMENIAN ECONOMIC ASSOCIATION WORKING PAPER SERIES.