

تحليل وتقييم كفاءة استثمارات المصارف التجارية بالأسهم العادية دراسة تطبيقية في بعض المصارف التجارية

عبد الله كاظم حسن*

ملخص البحث summary:

لقد جاء هذا البحث كمحاولة لتحليل وتقييم كفاءة استثمارات المصارف التجارية بالأسهم العادية منطلقاً من فرضية مفادها ان تشكيلة الاستثمارات التي تضمنتها محفظة استثمارات المصارف عينة البحث غير كفوءة. اذ تم اختيار مصرفي بغداد والتجاري كعينة للدراسة وللسنوات من ١٩٩٨-٢٠٠١. وباستخدام مؤشري Trenor , sharp تم التوصل إلى استنتاج رئيسي متعلق بعدم كفاءة سياسات الاستثمار التي اتبعتها المصارف عينة البحث مما أدى إلى تراجع أداء المحافظ الاستثمارية التي تديرها المصارف.

المقدمة Introduction:

ان عملية تقييم أداء المحافظ الاستثمارية عن الأوراق المالية مرحلة مهمة من مراحل ادارة تلك المحافظ لما لها من تأثير مباشر على توفير المعلومات الكافية عن مواقف الاداء التي وصلت اليها وجعل هذه المعلومات في متناول المهتمين بأداء هذه المحافظ من مستثمرين فيها من جهة ومن مراقبين ومحللين من جهة ثانية، ولا يمكن الحكم بأفضلية محفظة استثمارية على غيرها او نجاح ادارة معينة او فشلها الا بعد القيام بفحص أداء المحفظة ولغرض قياس اداء المحفظة لا بد من توفر مؤشرات معينة ومن هذه المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها هما مؤشر Trenor , sharp لذا جاء هذا البحث محاولة لتحليل وتقييم اداء المحافظ الاستثمارية من الاوراق المالية باستخدام المؤشرين المذكورين انفاً.

المبحث الاول: نظرية المحفظة الاستثمارية

اولاً: مفهوم المحفظة Portfolio Concept:

تعرف المحفظة بأنها مجموعة من الموجودات كالاسهم والسندات التي يمتلكها المستثمر (Ross, et. al, 2000: 385) او انها توليفة من الموجودات الحقيقية كالسيارات والعقارات او الموجودات المالية كالاسهم والسندات (محمد، 2002: 83) اما قاموس ويبستر (webester) فيعرفها على انها عبارة عن اوراق مالية يمسكها المستثمر أو اوراق تجارية تمسكها البيوت المالية ومن التعاريف السابقة نرى ان المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن تشكيلة من الموجودات

* مدرس مساعد-قسم الادارة - كلية الادارة والاقتصاد -جامعة القادسية

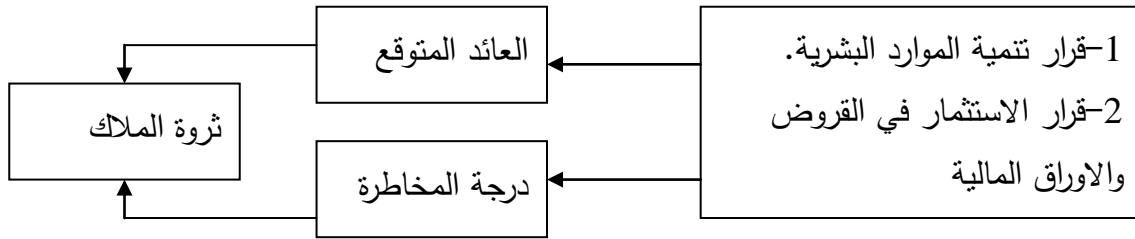
— علمية دورية فصلية محكمة تصدرها كلية الإدارة والاقتصاد /جامعة القادسية —

النقدية والحقيقية كالعقارات والسيارات أو الموجودات المالية كالاسهم والسندات أو كليهما يتم اختيار مكوناتها على اساس ما يتوقع منها من عائد في ظل مخاطرة معينة.
ثانياً: اهمية المحفظة الاستثمارية للمصرف.

ان من بين اهداف ادارة المحفظة الاستثمارية للمصرف هو تحقيق اقصى عائد على الاستثمار (Return of investment) مع امكانية تخفيض المخاطر التي يتعرض لها وفي مقدمتها العسر المالي (insolvency) ومخاطر الافلاس (Banck Rupy Risk) ومخاطر ضعف العلاقة مع كبار الزبائن. وكمحصلة لتلك الاهداف فان ادارة المحفظة سوف تحقق ما تصبو اليه الادارة العليا من هدف اساسي وهو تعظيم ثروة الملاك وكما هو في الشكل الاتي:

شكل (١)

العلاقة بين المخاطرة والعائد ثروة الملاك



المصدر (هندي، 1996: 314)

ومن هنا يمكن بيان اهمية محفظة الاستثمار المصرفي من خلال النقاط التالية (رمضان وجودة، 1996: 314).

(أ)الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي.

(ب)استثمار الفائض من الأموال عن حاجة المؤسسة المالية.

(ج)تحقيق الارباح.

ثالثاً: قياس اداء المحفظة الاستثمارية:

لا يمكن الحكم بأفضلية محفظة استثمارية على غيرها، أو نجاح أو فشل ادارة معينة الا بعد القيام بفحص اداء المحفظة ونتائج القرارات التي اتخذتها ادارتها خلال مدة معينة. ومن اهم الأساليب المستخدمة في قياس اداء المحفظة الاستثمارية في الأوراق المالية (أسهم وسندات) (اسعد، 2000: 73).

1-الأسلوب البسيط لقياس الاداء:

ويستخدم هذا الأسلوب المعادلة الاتية لاحتساب معدل العائد:

$$ع = \frac{ق١ - ق٠}{ق٠}$$

ق

حيث ان ع = معدل العائد على الاستثمار.

ق = قيمة الاستثمار الاولي

ق١: القيمة السوقية للاستثمار.

ت=التوزيع خلال المدة.

ونرى ان هذا الأسلوب لايمكن الاستناد اليه في الحكم على افضلية اداء محفظة على أخرى طالما انه لا يأخذ بعين الاعتبار مستويات الخطر التي تصاحب العائد المحسوب للمحفظة.
2-الأسلوب المركب لقياس الاداء:

ويطلق على هذا الأسلوب أيضاً الأسلوب المزدوج ويتم بموجبه تقييم العائد المحقق في محفظة معينة على ضوء مستويات تقلب (volatility) هذا العائد التي تمثل عملياً مستوى المخاطر المتضمنة وفي هذا الشأن فانه يشيع استعمال مقاييس لادائها.

أ-مقياس شارب: **The sharpe measure**

أورد شارب مقياسه على شكل رقم كمؤشر يكون نتيجة لتطبيق المعادلة الاتية: (Sharpe, 1966: 119-138).

$$R(\text{VAR}) = \frac{\overline{\text{TR}_p - \text{RF}}}{\text{S} - \text{D}_p}$$

حيث ان:

متوسطة العائد الكلي للمحفظة خلال مدة معينة TR_p

متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة خلال المدة ذاتها RF

الانحراف المعياري لعائد المحفظة خلال المدة $\text{S} - \text{D}_p$

حيث يأخذ هذا القياس المخاطرة بعين الاعتبار من خلال احتساب الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الا انه لا يصنفها إلى مخاطرة نظامية وغير نظامية. وعلى أية حال فالحكم على اداء محفظة استثمارية من بين مجموعة من المحافظ فان القيمة العالية لهذا المؤشر تعني اداءً عالياً ، اما القيمة المنخفضة فتعني قصوراً أو فشلاً في الاداء.

ب-مقياس ترينور **The Trenor measure**

يحاول هذا المؤشر ان يفحص اداء المحفظة من زاوية مدى احتراف الادارة ومهاراتها في تنويع تشكيلة الموجودات على نحو يمكن معه التخلص إلى حد بعيد من المخاطرة غير المنتظمة ومن ثم اعتماد معامل (بيتا) يكون اكثر ملائمة في هذه الحالة من استعمال الانحراف المعياري للعائد المتحقق خلال مدة معينة (Trenor, 1965: 63-75) ويتم استخراجها وفق الصيغة الاتية:

$R_{\text{vol}} =$

$$\frac{\text{TR}_p - \text{RF}}{\beta_p} = R_{\text{vol}}$$

المكافئة التي يحصل عليها نتيجة التقلب في عائد المحفظة

β_p = معامل بيتا وهو مقياس للمخاطرة النظامية للمحفظة.

وعموماً يمكن استعمال المقياسان معاً وخاصة عند المقارنة بين محافظتين لغرض اتخاذ قرار الاستثمار، وبالنظر إلى اهمية الدلالات التي ينطوي عليها كل من المقياسين فانه يمكن المزج بينهما في مؤشر أو مقياس واحد يستند إلى احتساب متوسطهما والحصول على مؤشر مزدوج يقيس مستويات التقلب في العوائد ومستويات التنويع للمحافظ الاستثمارية لغاية المقارنة الموضوعية (اسعد، 2000: 25).

المبحث الثاني

منهجية البحث

اولاً: مشكلة البحث.

تتجسد مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:

- أ) هل ان عملية الاستثمار بالاسهم للمصارف التجارية عينة البحث مبنية على اساس التوقعات الدقيقة لعائد ومخاطرة الاسهم؟
- ب) هل ان اختيار تشكيلة المحفظة الاستثمارية من الاوراق المالية عينة البحث تم وفق الدراسة والتحليل لعائد ومخاطر هذه الاسهم في الماضي؟
- ج) هل قامت المصارف عينة البحث بتحليل عائد ومخاطر الاسهم الموجودة في سوق بغداد للاوراق المالية.

ثانياً: اهمية البحث

ان عملية الاستثمار في الاسهم تتطلب المتابعة المستمرة لما تحققه هذه الاوراق من عائد وما تحمله من مخاطرة، إذ لا يستطيع أي مستثمر ان يتوقع ما سيحصل عليه من عائد الا إذا قام بتحليل الاوراق المالية والوقوف على ما تحمله هذه الاوراق من عوائد وما تحمله من مخاطر. وبالنسبة للمصارف التجارية فهي الأخرى تهتم بعملية التحليل.

ثالثاً: اهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق هدف رئيسي هو تحليل وتقييم اداء المحافظ الاستثمارية لمصرفي بغداد والتجاري للتعرف على مستوى كفاءة الاستثمار في الاسهم التي تضمنتها تشكيلة المحفظة الاستثمارية من خلال استخدام مؤشرات مالية فضلاً عن عملية التحليل للعائد والمخاطر للاسهم ومن ثم بناء محفظة مقترحة من الاسهم العادية.

رابعاً: فرضية البحث:

ينطلق البحث من فرضية مفادها " ان تشكيلة الاستثمارات التي تضمنتها المحفظة غير كفوءة".

خامساً: مجتمع البحث

فيما يتعلق بالمصارف فقد تمثل مجتمع البحث بالمصارف التجارية الخاصة اذ تم اخذ مصرفي بغداد والتجاري لان هذين المصرفين هما الوحيدان اللذان يديران محافظ استثمارية من الأسهم العادية من بين المصارف التجارية الثمانية المسجلة في سوق بغداد اما فيما يتعلق بالشركات فقد تم اختيار عينة عشوائية متكونة من 79 شركة من اصل 97 شركة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية. ويشكل حجم هذه العينة نسبة مقدارها 81.44% من حجم السوق.

المبحث الثالث

تحليل مؤشرات أداء المحافظ الاستثمارية للمصارف عينة البحث بالاسهم العادية

اولاً: مناقشة نتائج تحليل مؤشرات اداء المحافظ الاستثمارية لمصرفي بغداد والتجاري:

في الجدول (1) والخاص بنتائج تحليل أداء محفظة مصرف بغداد الاستثمارية من الأسهم العادية للمدة من 1998 - 2001 الذي اعتمد فيها على مؤشر الأداء لـ Sharp والخاص بتحديد نسبة التغير في العائد الاضافي Access Return إلى المخاطرة الكلية المقاسة بالانحراف المعياري الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة لضافته لسهم معين في محفظته الاستثمارية الحالية وكذلك مؤشر الأداء لـ Trenor والخاص بتحديد نسب التقلب Volatility في العائد الاضافي إلى المخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا نتيجة لضافة المستثمر لسهم معين إلى المحفظة استثمارية التي بحوزته. والملاحظ ان المؤشر الأول يأخذ المخاطرة الكلية دون تصنيفها إلى نظامية وغير نظامية، اما المؤشر الثاني فيأخذ بنظر الاعتبار تصنيف المخاطرة الكلية ويركز على النظامية منها لكونها تمثل ركناً ذا اهمية بالنسبة للمستثمر لعدم قدرته على التأثير فيها.

وحتى تكون نتائج التحليل أكثر وضوحاً، استخرج متوسط لهذين المؤشرين، إذ يتبين من الجدول ان المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد قد تكونت من اسهم (27) شركة، (17) سهماً منها تعود لشركات القطاع الصناعي، و(٦) اسهم من اسهم شركات القطاع الخدمي، و(٣) اسهم لشركات القطاع المصرفي وسهماً واحداً يعود لشركات القطاع الزراعي . وكان مستوى أداء محفظة مصرف بغداد الاستثمارية سلبياً لمعظم الاسهم التي تم اضافتها إلى توليفة المحفظة وخاصة الاسهم التي تعود لشركات القطاع الصناعي، فيما عدا اسهم (5) شركات هي شركة الخازر للصناعات الانشائية، الاثاث المنزلي، الصناعات الالكترونية، الصناعات الكيماوية، والفلوجة الانشائية، وكان متوسط العائد الاضافي المتوقع حسب مؤشري شارب وترينر قد بلغ لهذه الشركات كل على حدة 0.20, 0.19, 0.11, 0.034, 0.029 دينار وعلى التوالي، اما بقية اسهم شركات القطاع الصناعي فقد حققت جميعها مستويات أداء سالبة، وفيما يخص سهم شركة تسويق اللحوم الذي يعود إلى شركات القطاع الزراعي فقد حقق متوسط عائد اضافي 0.34 دينار، اما اسهم شركات القطاع الخدمي التي تضمها المحفظة فقد حققت جميعها عوائد اضافية انعكست على تحسين أداء المحفظة بشكل ايجابي، فيما عدا اسهم شركة واحدة وهي شركة العباب الرصافة حققت تراجعاً في ادائها خلال المدة بمقدار 0.87- دينار لمتوسط العائد الاضافي الذي حققته اسهم الشركات الخدمية الخمس المتبقية إذ كان كما يأتي: 0.29, 0.21, 0.10, 0.041, 0.46 دينار وعلى التوالي وتعود هذه الاسهم للشركات الاتية: البادية، اشور، السدير، العباب الموصل، والمنتوجات النفطية.

جدول (١)

نتائج تحليل أداء المحفظة الاستثنائية من الاسهم العادية لمصرف بغداد للمدة من 2000-1998

ت	اسم الشركة	المؤشر	متوسط معدل العائد السهم	الانحراف المعياري	معامل بيتا	مؤشر RVAR sharp	مؤشر RVAR Trenor	المتوسط mean	معامل التحديد D.R ²	القطاع
1	الخياطة الحديثه	0.23*	0.29	0.80	1.03*	0.37*	0.7*	0.98		
2	السجاد والمفروشات	0.13*	0.19	0.52	1.04*	0.38*	0.71*	0.98		
3	غازية شماليه	0.023	0.71	1.9	0.063*	0.023*	0.043*	0.92		
4	العراقية لصناعه اللدائن	0.09*	0.32	0.71	0.49*	0.22*	0.36*	0.62		
5	كربلاء للصناعه	0.31*	0.42	0.43	0.89	0.87*	0.88*	0.13		
6	بغداد غازيه	0.19*	0.36	0.98*	0.72*	0.26*	0.49*	0.96		
7	التمور العراقيه	0.017*	0.30	0.68	0.28*	0.12*	0.25*	0.63		
8	هلال صناعيه	0.02*	0.47	1.07*	0.19*	0.08*	0.14*	0.67		
9	الصناعات الكيماويه	0.11	0.89	2.21	0.048	0.019	0.043	0.79		
10	الصناعات الالكترونيه	0.21	0.90	2.35	0.16	0.061	0.11	0.88		
11	الفلوجه الانسانيه	0.098	0.77	1.75	0.04	0.017	0.029	0.66		
12	الصناعات الغذائية	0.17*	0.56	1.45	0.42*	0.15*	0.29*	0.96		
13	الصناعات الهندسيه	0.063	0.19	0.16	0.024*	0.028*	0.026*	0.09		
14	الخازر الانسانيه	0.20	0.48	1.15	0.28	0.12	0.20	0.73		
15	التاميم الانسانيه	0.023*	0.26	0.64	0.35*	0.14*	0.25*	0.77		
16	الالبسة الجاهزه	0.29*	0.38	0.95	0.94*	0.37*	0.66*	0.81		
17	الاتات المنزلي	0.30	0.85	2.03	0.27	0.11	0.19	0.72		
	القطاع الصناعي	0.16	0.52	1.0	0.18	0.093	0.14			
18	تسويق اللحوم	0.23	0.37	0.67	0.44	0.24	0.34	0.11		
	القطاع الزراعي	0.19	0.24	1.0	0.51	0.12	0.32	0.42		
19	العاب الرصافه	0.28*	0.31	0.56	1.12*	0.62*	0.87*	0.42		
20	العاب الموصل	0.22	1.02	2.76	0.15	0.055	0.10	0.94		
21	السدير	0.24	0.53	0.55	0.33	0.095	0.21	0.85		
22	أشور	0.14	0.49	0.17	0.15	0.43	0.29	0.01		
	الهاديه	0.53	0.70	1.8	0.66	0.26	0.46	0.86		
24	المنتجات النفطيه	0.093	0.45	1.01	0.057	0.025	0.041	0.64		
	القطاع الخدمي	0.18	0.21	1.0	0.54	0.11	0.83			
25	مصرف الشرق الاوسط	0.085	0.44	0.19	0.04	0.092	0.066	0.96		
26	مصرف الاستثمار العراقي	0.27	0.74	0.54	0.27	0.38	0.33	0.16		
27	المصرف المتحد	0.46	0.16	0.026	2.45	0.39	1.42	0.04		
	القطاع المصرفي	0.15	0.36	1.0	0.23	0.083	0.16			
	المحفظة	0.16	0.36	1.0	0.26	0.093	0.0756*			

(*) الاشارة تعني ان القيمة سالبة.

على حين حققت اسهم شركات القطاع المصرفي الثلاث المختارة ضمن المحفظة الاستثمارية للمصرف، عائداً اضافياً ايجابياً بلغ على التوالي: 1.42, 0.33, 0.066 وكان يخص شركات المصرف المتحد، مصرف الاستثمار العراقي، ومصرف الشرق الاوسط. وبلغ متوسط مجموع العوائد الاضافية التي حققتها الاسهم المكونة للمحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد -0.075.

ويلاحظ من هذا التحليل ان العائد الاضافي المتحقق عن كل سهم من اسهم المحفظة قد اختلف مقداره ولم يتساو لكلا المؤشرين، وهذه اشارة إلى عدم كفاءة سياسة التنوع التي اتبعت في ادارة هذه المحفظة على الرغم من احتوائها على اسهم تعود لقطاعات اقتصادية مختلفة وفيما

يتعلق بنتائج تحليل اداء المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري العراقي التي بلغ عدد الاسهم المكونة لها اسهم (9) شركات (8) منها تعود إلى قطاع الصناعي واسهم شركة واحدة تعود للقطاع الخدمي وكما يتضح من الجدول (٢).

إذ يلاحظ ان جميع اسهم المحفظة قد حققت عوائد اضافية اثرت بشكل ايجابي على رفع اداء المحفظة، فيما عدا اسهم ثلاث شركات، اثنان منها يعودان إلى شركات القطاع الصناعي وهما شركة كربلاء للصناعة، وشركة بغداد لصناعة المشروبات الغازية وشركة واحدة تعود للقطاع الخدمي وهي شركة العاب الرصافة وسجلت اسهم الشركات الثلاث المذكورة تراجعاً بالاداء بلغ - 0.49 و -0.88 دينار على التوالي لشركتي القطاع الصناعي، -0.87 لشركة العاب الرصافة العائد لشركات القطاع الخدمي.

جدول (٢)

نتائج تحليل اداء المحفظة الاستثمارية من الاسهم العادية المصرف التجاري العراقي وللمدة من 1998-2000

ت	المؤشر اسم الشركة	متوسط معدل عائد السهم	الانحراف المعياري S. D	معامل بيتا β_j	مؤشر RVAR Sharp هينث	مؤشر RVAR Trenor	المتوسط mean	معامل التحديد R^2	القطاع
1	بغداد غازية	0.19*	0.36	0.98	0.72*	0.26*	0.49*	0.96	
2	كربلاء للصناعة	0.31*	0.42	0.43	0.89*	0.87*	0.88*	0.13	
3	الصناعات الالكترونية	0.21	0.90	2.35	0.16	0.061	0.11	88	
4	الصناعات الكيماوية	0.11	0.89	2.21	0.048	0.019	0.034	0.79	
5	الاصباغ الحديثة	0.21	0.83	2.27	0.17	0.063	0.12	0.96	
6	الصناعات العصرية	0.87*	1.94	2.68	0.41	0.30	0.36	0.21	
7	المنصور للصناعات الدوائية	0.16	0.16	0.75	0.20	0.12	0.16	0.34	
8	نينوى الكحولية	0.42	0.87	2.34	0.41	0.15	0.28	0.94	
	القطاع الصناعي	0.16	0.52	1	0.18	0.093	0.14		القطاع
9	العاب الرصافة	0.28*	0.31	0.56	1.12*	0.62*	0.87*	0.42	القطاع الخدمي
	القطاع الخدمي	0.18	0.21	1	0.54	0.11	0.33		
	المحفظة	0.16	0.36	1	0.26	0.093	0.13		السوق

(* الاشارة تعني ان القيمة سالبة.

ويلاحظ أيضاً عدم تساوي أقيام المؤشرين (شارب وترينور) خلال الفترة ولكل الأسهم، وهذا أكيد لأن ادارة المحفظة الاستثمارية من الأسهم العادية للمصرف التجاري لم تركز الا على قطاعين هما القطاع الصناعي والقطاع الخدمي. مما أضعف من كفاءة التنويع التي انعكست على اختلاف أقيام المؤشرين وعدم تساويهما.

وبلغ المتوسط العام للعوائد الاضافية الاستثمارية للمصرف التجاري 0.13 دينار. في حين بلغ المتوسط الكلي للعوائد الإضافية المتحققة على محفظة مصرف بغداد (-0.075) دينار، ويتضح مما سبق بأن أداء كلا المحفظتين كان منخفضاً ولكن أداء المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري كان الافضل.

وفيما يخص معامل التحديد R^2 الذي هو مربع معامل ارتباط عوائد المحفظة بعائد السوق المالي والذي يقيس درجة التنوع لتوليفة المحفظة. وان اقتراب قيمة معامل التحديد من الواحد الصحيح (1.0) يعني ان المحفظة منوعة تنوعاً كاملاً وتعرض لمخاطرة غير نظامية منخفضة صغيرة.

على حين كلما انخفضت قيمة معامل التحديد فهذا يعني انخفاض في أداء سياسة التنوع المستخدمة في تشكيل أوراق المحفظة ويؤدي إلى تعرضها إلى مخاطرة غير نظامية مرتفعة. ومن التحليل المذكور في الجدولين (١) و (٢) وملاحظة أقيام معامل التحديد لكلا المحفظتين تبين ان معامل التحديد للمحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد تراوحت بين 0.98 و 0.0144 أي بمعنى انخفاض درجة التنوع لتوليفة المحفظة وتعرضها لمخاطر غير نظامية مرتفعة نتيجة اعتقاد المستثمرين انهم سيحصلون على عوائد تغطي هذا النوع من المخاطر عند اختيارهم لهذه التوليفة من الأسهم.

على حين تراوحت أقيام معامل التحديد للمحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري بين (0.96) و (0.13) وهذا يعني أيضاً انخفاض درجة التنوع لتوليفة المحفظة الاستثمارية لهذا المصرف ولكن بمستوى أقل من الانخفاض في المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد، وكذلك فان المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري تتعرض لمخاطر غير نظامية مرتفعة ولكن بمستوى أقل مما تعرضت له المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد.

ثانياً: تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب لأسهم محفظتي مصرف بغداد والتجاري.

يتضح من الجدولين (٣) و (٤)، والمبين فيهما معدلات العائد الفعلي ومعدلات العائد المطلوب لأسهم محفظتي مصرف بغداد والمصرف التجاري العراقي للسنوات 1998-2001، إذ ان معدلي العائد الفعلي والمطلوب من افضل الأدوات المالية المستخدمة في تقييم كفاءة الاستثمار بالأسهم العادية لمعرفة مدى دقة توقع المستثمر لما سيتحقق من عائد على السهم في المستقبل (معدل العائد المطلوب (RR) Required Rate of Return) على اساس قيامه بتحليل العائد الفعلي أو المتوقع على ذلك السهم.

فعلى صعيد المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد وما حققه من متوسط لمعدل العائد الفعلي للأسهم التي تكونها، يلاحظ المتوسط الفعلي لاسهمها والبالغ 0.056 دينار يقل عن المتوسط الكلي لمعدل العائد المطلوب على تلك الاسهم والبالغ ٠,٦٨، ومن هنا فان ادارة المصرف قد اخفقت في وضع التقديرات الدقيقة لما سيتحقق من معدل عائد فعلي لاسهم المحفظة التي اختارتها لتؤلف المحفظة الاستثمارية التي تديرها. وعلى مستوى القطاعات التي اختيرت منها اسهم المحفظة والتي بلغت اسهم 27 شركة توزعت على ثلاث قطاعات، وعلى النحو الاتي:

اسهم 18 شركة تابعة للقطاع الصناعي وقد حققت تلك الاسهم متوسطاً كلياً بلغ 0.013 دينار لمعدل العائد الفعلي على حين بلغ المتوسط الكلي لمعدل العائد المطلوب على أسهم القطاع الصناعي 0.067 دينار، أي بفارق لصالح معدل العائد المطلوب مقداره 0.08 دينار مما يعكس الاختيار غير الدقيق من قبل الإدارة لاسهم هذا القطاع مما انعكس على انخفاض مستوى أداء المحفظة الاستثمارية للمصرف.

اما اسهم الشركات التابعة للقطاع الخدمي فقد كانت تعود لستة شركات حققت متوسطاً كلياً لمعدل العائد الفعلي بلغ 0.16 دينار ولكنه يفوق على المتوسط الكلي العائد المطلوب والبالغ 0.071 دينار.

وضمت المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد اسهم 3 شركات تعود للقطاع المصرفي حققت متوسطاً كلياً لمعدل العائد الفعلي للسهم بلغ 0.27 دينار أي بما يفوق المتوسط الكلي لمعدل العائد المطلوب على تلك الاسهم والبالغ 0.068 دينار مما يشير إلى ان الادارة قد نجحت فقط في اختيارها لأسهم الشركات التي تعود للقطاعين الخدمي والمصرفي.

الا ان أسهم القطاع الصناعي تشكل نسبة مقدارها 66.7% من مجموع الأسهم التي تضمها المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد والبالغة كما أشير إليها 27 سهماً. وفيما يخص المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري والمبينة في الجدول (4) فقد بلغ المتوسط الكلي لمعدل العائد الفعلي لأسهمها 0.13 دينار متفوقاً على المتوسط الكلي لمعدل العائد المطلوب والبالغ 0.081 دينار مما يشير إلى ان اختيار الإدارة لأسهم المحفظة كان اختياراً موقفاً انعكس على اداء المحفظة، وكانت أسهم المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري تعود لتسع شركات، ثمان منها تعود للقطاع الصناعي وشركة واحدة للقطاع الخدمي وعلى مستوى القطاعات فقد حققت الاسهم التي تعود للقطاع الصناعي متوسطاً للعائد الفعلي للسهم بلغ 0.19 دينار وهو أيضاً يفوق متوسط العائد المطلوب والبالغ 0.082 دينار، ويتضح من هذا التحليل ان اداء المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري افضل من اداء المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد بالاستناد إلى مؤشري معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب، الا ان توليفة الاسهم التي ضمتها المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري تقل عن التوليفة التي ضمتها المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد يعود معظمها إلى قطاع اقتصادي واحد اذ انه كلما زاد عدد الموجودات في المحفظة مع الاخذ بنظر الاعتبار انخفاض درجة الارتباط بين عوائد تلك الموجودات (الاسهم) انخفضت المخاطرة وزاد العائد ويستنتج منه ان المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري يكون احتمال تعرضها لمخاطر اكبر من احتمال تعرض المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد.

جدول (٣)

نتائج تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب لاسهم المحفظة الاستثمارية للمصرف بغداد

ت	المؤشر اسم الشركة	متوسط معدل العائد الفعلي	متوسط معدل العائد المطلوب	القطاع
---	-------------------	--------------------------	---------------------------	--------

	على السهم	للسهم	
القطاع الصناعي	0.075	0.23*	1 الخياطة الحديثة
	0.064	0.13*	2 السجاد والمفروشات
	0.068	0.023	3 غازية شمالية
	0.068	0.09*	4 العراقية للدائن
	0.067	0.31*	5 كربلاء للصناعة
	0.07	0.19*	6 بغداد غازية
	0.067	0.017*	7 التمور العراقية
	0.067	0.02*	8 الهلال الصناعية
	0.10	0.21	9 الصناعات الالكترونية
	0.03	0.11	10 الصناعات الكيماوية
	0.064	0.098	11 الفلوجة الانتشائية
	0.067	0.17*	12 الصناعات الغذائية
	0.067	0.063	13 الصناعات الهندسية
	0.068	0.20	14 الخازر انتشائية
	0.069	0.023*	15 التاميم انتشائية
	0.068	0.29*	16 الالبسة الجاهزة
	0.067	0.30	17 الاثاث المنزلي
	0.067	-0.013	القطاع الصناعي
القطاع الزراعي	0.067	0.23	18 تسويق اللحوم
	0.067	0.23	القطاع الزراعي
القطاع الخدمي	0.071	0.28*	19 العباب الرصافة
	0.083	0.22	20 العباب الموصل
	0.068	0.24	21 فندق السدير
	0.068	0.14	22 فندق آشور
	0.065	0.53	23 شركة البادية
	0.068	0.093	24 المنتوجات النفطية
	0.071	0.16	القطاع الخدمي
القطاع المصرفي	0.068	0.085	25 مصرف الشرق الاوسط
	0.067	0.27	26 مصرف الاستثمار العقاري
	0.068	0.46	27 المصرف المتحد
	0.068	0.27	القطاع المصرفي
السوق	0.068	0.056	المحفظة

(*) الاشارة تعني ان القيمة سالبة.

جدول (٤)

نتائج تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب
لاسهم المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري العراقي

ت	المؤشر اسم الشركة	متوسط معدل العائد الفعلي للسهم	متوسط معدل العائد	القطاع
---	-------------------	--------------------------------	-------------------	--------

	المطلوب على السهم			
القطاع الصناعي	0.07	0.19*	بغداد غازية	1
	0.067	0.31*	كربلاء للصناعات	2
	0.10	0.21	الصناعات الالكترونية	3
	0.03	0.11	الصناعات الكيماوية	4
	0.068	0.21	الأصباغ الحديثة	5
	0.17	0.87	الصناعات العصرية	6
	0.07	0.16	المنصور الدوائية	7
	0.082	0.42	نينوى كحولية	8
	٠,٠٨٢	٠,١٩	القطاع الصناعي	
القطاع الخدمي	0.071	0.28*	العاب الرصافة	9
	0.071	0.28*	القطاع الخدمي	
السوق	0.081	0.13	المحفظة	

(*): الاشارة تعني ان القيمة سالبة.

ثالثاً: اختيار الأسهم الكفوءة من حيث العائد والمخاطرة:

على ضوء نتائج تحليل معدل العائد والمخاطرة الكلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق بغداد والبالغة (79) شركة، تم اختيار أسهم (22) شركة، توزعت على القطاعات الاقتصادية الأربعة الصناعي، الزراعي، الخدمي والمصرفي، وكان الاختيار لهذه الأسهم مبنياً على أساس عائد ومخاطرة السهم الكلي والمقاسة بالتباين (Variance) وبالاستناد إلى شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الأسهم الكفوءة التي يمكن ايجازها بنقطتين أساسيتين هما:

1- حتى يتم اختيار ورقة مالية ضمن محفظة استثمارية، لا بد ان تعطي هذه الورقة عائداً أكبر مما تعطيه بقية الأوراق المالية المتاحة أمام المستثمر التي تحمل نفس القدر من المخاطرة.
2- ان تكون درجة المخاطرة التي تحملها هذه الورقة أقل من مخاطرة باقي الأوراق التي تدر العائد نفسه أو أقل.

وعلى وفق هذين الشرطين تم اختيار اسهم ثمان شركات من شركات القطاع الصناعي، واسهم اربع شركات من شركات القطاع الزراعي، وأسهم ثمان شركات من شركات القطاع الخدمي، وأسهم شركتين من شركات القطاع المصرفي ليكون المجموع، كما أشير، اثنتين وعشرين سهماً. وكما مبين في الجدول (٥) والمحدد فيه متوسط معدل عائد السهم خلال المدة، والمخاطرة الكلية والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

إذ يلاحظ من خلاله ان متوسط معدل عائد أسهم شركات القطاع الصناعي قد تتراوح بين 0.07 و 0.16 دينار لشركتي ميسان لصناعة المشروبات الكحولية وشركة المنصور للصناعات الدوائية وعلى التوالي. وبمخاطرة كلية تتراوح بين 0.21 و 12.18 على التوالي للشركتين المذكورتين، على حين بلغ معامل الاختلاف لشركة المنصور للصناعات الدوائية 2.88 ما يشير إلى أن أسهم هذه الشركة تتعرض لمخاطرة أكبر مما تتعرض له شركة ميسان لصناعة

المشروبات الكحولية التي بلغ معامل الاختلاف المحسوب لأسهمها 1.7، على الرغم من تفوق هذه الشركة بمتوسط معدل العائد المتحقق لأسهمها. مما يوضح انه ليس من الضروري ان تكون الأسهم ذات العائد المرتفع، تتعرض لمخاطرة أكبر.

أما أسهم شركات القطاع الزراعي المختارة، فقد تراوح متوسط معدل العائد المتحقق لأسهمها بين 0.46 دينار و 0.21 دينار لشركتي الكرار للانتاج الزراعي وشركة حديثة للانتاج الحيواني وعلى التوالي، وكانت المخاطرة الكلية لأسهم هاتين الشركتين قد بلغت 1.77 و 0.018 على التوالي أيضاً، ولقد بلغ معامل الاختلاف لأسهم شركة حديثة للانتاج الحيواني 0.62 وكان يمثل أدنى معامل اختلاف لأسهم شركات القطاع الزراعي ضمن الأسهم المختارة، أما أعلى معامل اختلاف فكان لأسهم شركة الاخاء للانتاج الزراعي الذي بلغ 3.0 في شركات القطاع الخدمي وتراوح متوسط معدل عائد السهم بين 0.59 دينار و 0.19 دينار لشركتي بغداد الجديدة وشركة الرواد للفنون وعلى التوالي. وبلغت المخاطرة الكلية لأسهم شركة بغداد الجديدة 0.33 أما المخاطرة الكلية لأسهم شركة الرواد للفنون فقد بلغت 0.19، وكان معامل الاختلاف لأسهم شركة الرواد للفنون والبالغ 2.32، يفوق معامل اختلاف أسهم شركة بغداد الجديدة والبالغ 0.98، رغم تفوقها بما حققته أسهمها من متوسط لمعدل عائد السهم وهذا أيضاً يثبت ان ليس كل سهم يحقق عائداً مرتفعاً، يتعرض لمخاطرة أكبر.

وفي شركات القطاع المصرفي فقد تم اختيار أسهم شركتين منها، هما شركة المصرف المتحد للاستثمار التي بلغ متوسط معدل عائد السهم لها 0.46 دينار وبمخاطرة كلية بلغت 0.026، وشركة المصرف الاهلي الزراعي التي حققت أسهمها متوسطاً لمعدل العائد مقداره 0.27 دينار وبمخاطرة كلية بلغت 0.35 يتضح أيضاً ان معامل الاختلاف لأسهم شركة المصرف الأهلي والبالغ 2.22، يفوق معامل الاختلاف لأسهم شركة المصرف المتحد للاستثمار والبالغ 0.35 مما يشير إلى تعرض أسهم الشركة الأخيرة لمخاطرة أقل من المخاطرة التي تعرضت لها أسهم شركة المصرف الأهلي الزراعي.

جدول (5)

معدل العائد الفعلي السنوي ومتوسطه ومتوسط معدل العائد المطلوب والانحراف المعياري
والمخاطرة الكلية ومعامل الاختلاف لأسهم المحفظة المقترحة

القطاع	معدل الاختلاف	المخاطرة الكلية للتباين	الانحراف المعياري	متوسط العائد الفعلي للسهم	معدل العائد المطلوب للسهم	معدل عائد السهم				المؤشر	ت
						1998	1999	2000	2001		
د -	1.7	12.18	3.49	2.07	0.058	0.42	0.40	0.15	7.3	ميسان كحولية	1
	1.03	0.92	0.96	0.93	0.065	0	2.24	0.95	0.52	تصنيع اللحوم	2

	2.23	3.76	1.94	0.87	0.17	0.56*	0.18*	3.7	0.53	الصناعات العصرية	3
	2	1.09	1.04	0.52	0.093	0.08*	0.24	0.15*	2.06	الكندي للقاحات	4
	2.07	0.76	0.87	0.42	0.082	0.55*	0.20	0.48	1.55	نبنوى كحوليه	5
	3.95	0.68	0.83	0.21	0.068	0.64*	0.18*	0.36	1.28	الأصباغ الحديثة	6
	2.4	0.23	0.48	0.20	0.068	0.21*	0.086	0.021	0.89	الخازر انشائية	7
	2.88	0.21	0.46	0.16	0.07	0.22*	0.36	0.23*	0.71	المنصور للصناعات الدوائية	8
	1.31	0.77	0.88	0.67		0.23*	0.40	0.66	1.86	القطاع الصناعي	
القطاع الزراعي	1.89	1.77	1.33	0.46	0.066	0.25*	0.18*	0.18*	2.46	الكرار للانتاج الزراعي	9
	3	1.36	1.17	0.39	0.11	0.31*	0.4*	0.18	2.1	الإخاء للانتاج الزراعي	10
	1.26	0.085	0.29	0.23	0.067	0	0.071	0.65	0.20	الإشعاع للانتاج الزراعي	11
	0.62	0.018	0.13	0.21	0.068	0.039	0.25	0.36	0.21	حديثه للانتاج الحيواني	12
	1.97	0.40	0.63	0.32		0.13*	0.065	0.25	1.24	القطاع الزراعي	
القطاع الخدمي	0.98	0.33	0.58	0.59	0.074	0.97	1.19	0	0.20	بغداد الجديدة	13
	1.32	0.49	0.7	0.53	0.065	0.029	0.11*	0.82	1.39	النادية للنقل العام	14
	0.94	0.21	0.46	0.49	0.068	0.007*	0.22	0.93	0.84	العراقية للنقل البري	15
	1.29	0.29	0.54	0.42	0.067	0.034	1.2	0.39	0.063	بغداد لنقل الركاب	16
	1.49	0.37	0.61	0.41	0.063	0	0.23*	0.98	0.87	الرافدين للتجارة	17
	1.08	0.63	0.79	0.38	0.089	0.28	1.22	0.32*	0.88	المعمورة العقارية	18
	2.29	0.41	0.64	0.28	0.087	0.33*	0.19*	0.65	0.98	بغداد للمواد الغذائية	19
	2.32	0.19	0.44	0.19	0.67	0.0	0.17*	0.11	0.82	الرواد للفنون	20
	0.71	0.084	0.29	0.41		0.052	0.39	0.45	0.76	القطاع الخدمي	
القطاع المصرفي	0.35	0.026	0.16	0.46	0.068	0.66	0.28	0.39	0.52	المصرف المتحد للاستثمار	21
	2.22	0.35	0.60	0.27	0.067	0.4*	0.019*	0.93	0.58	المصرف الاهلي الزراعي	22
	0.76	0.077	0.28	0.37		0.13	0.13	0.66	0.55	القطاع المصرفي	
السوق	0.12	0.30	0.55	0.49		0.076*	0.29	0.15	0.22	السوق	

(*) الإشارة تعني ان القيمة سالبة.

ويلاحظ من التحليل أيضاً تفوق معدل العائد الفعلي لكل سهم من أسهم المحفظة المقترحة على معدل العائد المطلوب، مما يشير إلى أن أسهم هذه المحفظة تتسم بالكفاءة وأنها لا تثير التحفظ لدى المستثمرين عند شرائها على اعتبار أنها أفضل ما توظف فيه الموارد المالية للمستثمر في مجال الأسهم العادية في سوق بغداد للأوراق المالية.

الاستنتاجات:

من خلال تحليل ومناقشة نتائج تحليل اداء المحفظة الاستثمارية للمصارف عينة البحث تبين ما يأتي:

1) ان درجة حساسية الاستثمار لكلا المحفظتين (محفظة مصرف بغداد والمصرف التجاري العراقي) عالية ازاء حالات الارتفاع والانخفاض في عوائد محفظة السوق المالية مما يؤيد على عدم قيام ادارة الاستثمار في كلا المصرفين بتحديد معامل الارتباط بين عوائد الاسهم المكون للمحافظ الاستثمارية التي تديرها. مما جعل اداء كلا المحفظتين عرضة للتغيرات التي تحدث في عوائد السوق المالي ككل.

- 2) اكدت نتائج البحث الاختيار غير الدقيق لاسهم المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد قد اثر على ادارة المحفظة الكلي بالرغم من ان اسهمها كانت تعود إلى شركات شملت كافة القطاعات الاقتصادية.
- 3) انخفاض درجة التنوع لتوليفة المحفظة الاستثمارية لهذا المصرف التجاري ولكن بمستوى اقل من الانخفاض في المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد وكذلك فان المحفظة الاستثمارية للمصرف التجاري تتعرض لمخاطر غير نظامية مرتفعة ولكن بمستوى اقل مما تعرضت له المحفظة الاستثمارية لمصرف بغداد.

التوصيات:

- 1- يتحتم على المستثمر في الأوراق المالية عند اختياره لورقة مالية (لسهم عادي) معينة ان يحدد درجة التناسب بينما يتحقق من العائد على هذه الورقة وما يصاحب هذا العائد من مخاطر.
 - 2- ضرورة اعتماد أسس التوزيع السليمة لمحفظة الأوراق المالية التي تأخذ بنظر الاعتبار (درجة الارتباط بين عوائد الاسهم المكونة للمحفظة) من قبل المصارف التجارية.
 - 3- تخصيص قسم في كل مصرف يقع على عاتق المسؤولين فيه توفير البيانات اللازمة لاتمام عملية التقييم لأداء المحفظة التي يديرها ذلك المصرف.
- ١- رمضان ، زياد سليم وجودة، محفوظ "ادارة البنوك"، ط١، دار الصفاء للطباعة والنشر، الاردن، ١٩٩٦
 - ٢- هندي، منير صالح، "الادارة المالية- مدخل تحليلي معاصر" المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ١٩٨٩
 - ٣- اسعد، رياض، " الاوضاع المستجدة والتقنيات الحديثة في المجالات المصرفية والاستثمارات الدولية" المركز العربي للبحوث والدراسات، عمان ، الاردن، ٢٠٠٠
 - ٤- محمد، حاكم محسن، تحليل سياسات الاستثمار المصرفي واثرها في عائد المحفظة ، مجلة بحوث مستقبلية، العدد الخامس، مركز الدراسات المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، ٢٠٠٢
 - 5-Sharp, Welliam. "Mutual funds performance" Journal of U. S. A. Business. January. 1966.
 - 6-Treynor, John, "How to rate Management of Investment Funds" Harvard Business Review, U. S. A., January, 1965.
 - 7-Ross. A. Stephen and Westerfiled. W. , Randolph and Jordan . D. Bardford, "Financial of Corporates Finance" Me Graw- Hall. Co Inc, U. S. A. 2000.