وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة القادسية
كليّة الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الأعمال / الدراسات العليا

تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية

دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة من 2005 -2012

رسالة مقدمة إلى

مجلس كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة القادسية وهي جزء من متطلبات نيل
درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

من قبل

صابرين جمال جلال الزلزلي

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور
علي جيران عبد علي الخفاجي

1438 هـ 2016م





﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾



الآية (٣٢)من سورة البقرة

إقرار المشرف

أشهد بأن إعداد الرسالة الموسومة بـ(تأثير اختيار اسهم النمو في اداء محافظ الاسهم العادية) دارسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية . والمقدمة من قبل الطالبة (صابرين جمال جلال)، قد جرت تحت إشرافي في قسم إدارة الأعمال بكلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة القادسية، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الاعمال.

التوقيع:

المشرف: أ. م. د. علي جبران عبد علي الخفاجي

التاريخ: / /2016 م

توصية رئيس لجنة الدراسات العليا

بناءً على توصية الأستاذ المشرف، أرشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع:

أ.د. صالح عبد الرضا رشيد

رئيس لجنة الدراسات العليا

التاريخ: / /2016 م

توصية رئيس قسم إدارة الاعمال

بناءً على توصية الأستاذ المشرف ورئيس لجنة الدراسات العليا، أرشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع:

أ. م. د. ماجد عبد الامير محسن

رئيس قسم إدارة الاعمال

التاريخ: / /2016 م

إقرار الخبير اللغوي

أشهد أني قومت لغة الرسالة الموسومة بـ(تأثير اختيار اسهم النمو في اداء محافظ الاسهم العادية) دارسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية . والمقدمة من قبل الطالبة (صابرين جمال جلال)، قد جرت مراجعتها من الناحية اللغوية والتعبيرية وتصحيح ما ورد فيها من أخطاء وبذلك اصبحت الرسالة مؤهلة للمناقشة.

التوقيع:

م. م. عبد الحسن شهيب

التاريخ: / /2016 م

إقـــرار لجنة المناقشة

نحن رئيس واعضاء لجنة المناقشة الموقعين أدناه نشهد اننا اطلعنا على الرسالة الموسومة بـــــــ(تأثير اختيار اسهم النمو في اداء محافظ الاسهم العادية) دارسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية . والمقدمة من قبل الطالبة (صابرين جمال جلال)، قد ناقشنا الطالبة في محتوياتها وفي ما له علاقة بها ووجدنا انها جديرة لنيل شهادة الماجستير في علوم ادارة الاعمال بتقدير (جيد جداً) .

الاستاذ المساعد الدكتور
عبد الله حسن كاظم
كلية الادارة والاقتصاد / جامعة القادسية
عضوا
التاريخ: / /2016 م

الاستاذ المساعد الدكتور
علي جبران عبد علي الخفاجي
كلية الادارة والاقتصاد/جامعة القادسية
عضوا ومشرفاً
التاريخ: / /2016 م

الاستاذ الدكتور
ميثم ربيع هادي
كلية الادارة والاقتصاد/جامعة كربلاء
رئيساً
التاريخ: / /2016 م

الاستاذ المساعد الدكتور
عبد العزيز شويش عبد الحميد
كلية الادارة والاقتصاد/جامعة تكريت
عضواً
التاريخ: / /2016 م

صادق مجلس كلية الادارة والاقتصاد على اقرار لجنة المناقشة

الاستاذ المساعد الدكتور
مجيد عبد الحسين هاتف
عميد كلية الادارة والاقتصاد

الإهداء

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين
سيدنا محمد صلى الله عليه وآله وسلم

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك .. نجوماً أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد
(والدي العزيز)

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمة الحياة وسر الوجود
إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الاحباب
(أمي الحبيبة)

إلى الذين بهم أكبر وعليهم أعتمد .. إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي
.. إلى الذين بوجودهم أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها
(أخوتي)

إلى أستاذي ومثلي الأعلى تقدير وعرفانا" بالجميل مشرفي
د .علي

إلى رفيق دربي .. إلى صاحب القلب الطيب والنوايا الصادقة
إلى من ساندني في السراء والضراء
شريك حياتي

إلى من ضحوا بأنفسهم لأجلنا
شهداء العراق

أهدي هذا الجهد المتواضع

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين نبينا محمد (صلى الله عليه وآله وصحبه وسلم) ... بعد الشكر لله أولاً وأخراً . لابد لي من أن أسجل اعترافاً بفضل كل من أعانني في دراستي وأسهم في أنجاز هذا الجهد عسى أن أرد بعضاً من الجميل .

يطيب لي ابتداءاً أن أتقدم ببالغ شكري واحترامي للأستاذ المساعد الدكتور (علي جيران عبد علي) لتفضله مشكوراً بقبول الأشراف على الدراسة والذي بذل جهوداً كبيرة معي ومساعدات مستمرة وملاحظات قيمة على الرغم من مسؤولياته الكبيرة. فجزاه الله عني خير جزاء ومنحه الصحة والتوفيق ورزقه علماً ننتفع به.

ويدفعني واجب الوفاء أن أتقدم بالشكر والتقدير لأساتذتي الأفاضل (الدكتور صالح عبد الرضا رشيد. الدكتور رحيم جبار ظاهر الحمزاوي. الدكتور إحسان دهش جلاب .الدكتور جواد محسن راضي .الدكتور عامر علي حسين .الدكتور حسين علي عبد الرسول. الدكتور عبد الله كاظم والدكتور علي عباس الخفاجي. والست هند ضياء والست سؤدد) على ما قدموه من رعاية بإبداء ملاحظاتهم الثمينة وعلى ما بذلوه من جهود متواصلة طيلة مرحلة كتابة الرسالة حيث كانوا لي خير سند ومعين .أطال الله أعمارهم وجزاهم عني خير جزاء وأحسنه.

وبالشكر والعرفان للسادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة الرسالة و أبداء الملاحظات التي ستكون موضع اعتزاز الباحثة دون أدنى شك.

و أتقدم بالشكر والتقدير لزملائي (علي نوري عبيد ، صدام كاظم) لدعمهم المتواصل ووقوفهم الدائم معي طيلة فترة أعداد الرسالة .وفقهم الله ويسر لهم كل عسر.

وإلى زملاء الدراسة (دنيا، بسمان، سهام ، سجى ، خمائل ، رباب ، أسراء ، سليمة)

و أتقدم بالشكر وكامل اعتزازي إلى والدي ووالدتي ،وأخي، وأخواتي الذي قاموا بدعمهم المعنوي خلال مدة الدراسة.

وقبل أن أختتم شكري وهو متواصل أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من منحني الصدق وقدم لي يد العون وفاتني أن أذكر أسمه .

الباحثة

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى بناء محفظة أسهم عادية مختارة على أساس مؤشرات النمو ومن ثم قياس تأثير هذه المحفظة (كمحفظة أسهم نمو) على خصائص الاستثمار من حيث زيادة العائد وتخفيض المخاطرة ومن خلال المقارنة مع محفظة السوق كمؤشر مرجعي أساسي ومع أسهم النمو الأقل كمؤشر أضافي ، لقد افترضت الدراسة بأن (لا يؤدي تركيب محفظة الأسهم العادية من أسهم النمو إلى تحسين خصائص محفظتها بالمقارنة مع محفظة السوق من حيث العائد والمخاطرة باستخدام مختلف مؤشرات القياس) ولغرض اختبار الفرضيات تم اختيار (3) مؤشرات أساسية لقياس أسهم النمو وعينة شملت (30) سهماً وزعت على قطاعات سوق العراق للأوراق المالية الرئيسة الـ (6) وبواقع (2880) مشاهدة. لقد قدم التحليل العملي رفضاً لكل فرضيات العدم وأفضى إلى العديد من الاستنتاجات كان من أهمها بأن اختيار أسهم النمو في بناء محافظ الأسهم العادية يؤدي إلى تحسين خصائص تلك المحافظ من حيث زيادة العائد وانخفاض المخاطرة ويقود إلى تخفيض معامل الاختلاف Cofficient of Variation كمقياس يجمع بين بعدي العائد والمخاطرة في آن واحد ويساهم في تسهيل اختيار المحفظة الأفضل . تأسيساً على ذلك كان من أهم التوصيات التي تبنتها هذه الدراسة هي أن تعظيم أرباح المستثمرين وتخفيض مخاطر الاستثمارات المالية يمكن أن تتحقق أذا ما تم التركيز على أسهم النمو عند تركيب محافظ الأسهم العادية ، فضلاً عن ذلك أظهرت الدراسة تباين مستويات العائد والمخاطرة بين القطاعات وتفوق أداء المحافظ التي رشحت مكوناتها من الأسهم باستخدام مؤشر القيمة الحالية لفرص النمو (PVGO) على المحافظ التي شكلت باستخدام المؤشرات الأخرى مما يعطي أفضلية لاستخدام هذا المقياس في بناء محافظ الأسهم العادية .

قائمة المحتويات

ت	عنوان الموضوع	الصفحة
1	الآية القرآنية	أ
2	الإهداء	ب
3	الشكر والتقدير	ت
4	المستخلص	ث
5	قائمة المحتويات	ج
6	قائمة الجداول	ح
7	قائمة الأشكال	خ
8	قائمة الملاحق	خ
9	المقدمة	1
	الفصل الأول **الجانب النظري للدراسة**	46-2
10	**المبحث الأول:- أسهم النمو**	24-2
11	**المبحث الثاني:- مفهوم المحفظة الاستثمارية**	39-25
12	**المبحث الثالث: - مفهوم تقييم أداء المحفظة**	46-40
	الفصل الثاني **مراجعة بعض الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة**	64-47
13	**المبحث الأول:- مراجعة بعض الدراسات السابقة**	54-47
14	**المبحث الثاني:- منهجية الدراسة**	64-55
	الفصل الثالث **الجانب العملي للدراسة**	99-65
15	**المبحث الأول:- فحص وتحليل الأسهم العادية**	79-65
16	**المبحث الثاني:- بناء المحفظة الكفوءة واختبار الفرضيات**	94-80
17	**المبحث الثالث:- تقييم أداء المحفظة الكفوءة للأسهم العادية**	99-95
	الفصل الرابع **الاستنتاجات والتوصيات**	102-100
18	**المبحث الأول:- الاستنتاجات**	101-100
19	**المبحث الثاني:- التوصيات**	102
20	**المصادر والمراجع**	110-103

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
2-1	عدد ونسب الدراسات السابقة	53
2-2	تطور عدد الشركات في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2012)	57
2-3	الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية	59
3-1	قيمة إحصائية – ديربن واتسون	66
3-2	معدل العائد السنوي لمحفظة السوق للفترة من (2005-2012)	66
3-3	متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع المصارف	67
3-4	متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع التأمين	68
3-5	متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الاستثمار المالي	68
3-6	متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الخدمات	69
3-7	متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الصناعة	70
3-8	متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الزراعة	70
3-9	معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع المصارف	72
3-10	معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع التأمين	73
3-11	معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الاستثمار المالي	74
3-12	معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الخدمات	75
3-13	معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الصناعة	76
3-14	معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الزراعة	77
3-15	متوسط معدلات العائد المتوقع والمخاطرة وفقا" للقطاعات الاقتصادية	79
3-16	تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وفقا" لمؤشر مضاعف الأرباح	81
3-17	أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات مضاعف الأرباح العالي	83
3-18	أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات مضاعف الأرباح المنخفض	84
3-19	ملخص بنتائج المحفظة الكفوءة باستخدام مضاعف الأرباح	85
3-20	نسبة (PVGO) لعينة الدراسة	86
3-21	تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وفقا" لمؤشر (PVGO)	87
3-22	أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم لنسبة (PVGO) العالية	87
3-23	أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم لنسبة (PVGO) المنخفضة	88
3-24	ملخص بنتائج المحفظة الكفوءة باستخدام مؤشر (PVGO)	89
3-25	الشركات التي تحتجز الأرباح بنسبة عالية	90
3-26	الشركات التي تحتجز الأرباح بنسبة منخفضة	91
3-27	أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات نسبة احتجاز الأرباح العالية	92
3-28	أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات احتجاز الأرباح المنخفضة	93
3-29	ملخص بنتائج المحفظة الكفوءة باستخدام نسبة احتجاز الأرباح	94
3-30	ملخص بنتائج المحافظ وفقا" لمؤشرات القياس	94
3-31	تقييم أداء المحفظة الكفوءة وفقا" لمقياس Sharpe	96
3-32	تقييم أداء المحفظة الكفوءة وفقا" لمقياس Treynor	97

3-33	تقييم أداء المحفظة الكفوءة وفقا" لمقياس Jonsen	98
3-34	تقييم أداء المحفظة الكفوءة وفقا" لمقياس M^2	99

قائمة الاشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	نموذج المحفظة الاستثمارية	26
1-2	تصنيفات المخاطرة	35
1-3	عقياس M^2 تقييم أداء المحفظة	46
2-1	القطاعات الاقتصادية الممثلة لعينة الدراسة	60

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
1	معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة بين (1/ 2005 -12/ 2012)

المقدمة

حظي موضوع الأسهم العادية ولم يزل باهتمام كبير في الأدبيات المالية، كرد فعل على الصعوبات والمشاكل التي تصاحب عملية الاستثمار في هذه الأسهم والتي تتطلب المزيد من البحث الأكاديمي والتطبيقي، ولأن الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على أعلى عائد بأدنى درجة من المخاطرة أو تعظيم العائد مقابل المخاطرة .فقد حاولت هذه الدراسة –كما هو شأن العديد من الدراسات السابقة –تحقيق هذه الغاية عن طريق استخدام عدد من مناهج التحليل الكمي ولكن المشكلة الاساسية هي أن تحقيق هذه الغاية يبدو متعارض في ظل المنطلقات الأساسية لنظريات الاستثمار التقليدية التي تفترض ان هنالك علاقة طردية بين مستوى العائد والمخاطرة . ولأن أسهم النمو تحتل أهمية كبيرة في الاسواق المالية العالمية جرى الربط بين أسهم النمو وبناء المحفظة الاستثمارية على أساسها. وتطرقت الدراسة في بداية الأمر لمفاهيم النمو واسهم النمو والمحفظة الاستثمارية وتقييم الاداء للمحفظة من حيث العائد والمخاطرة التي بنيت على أساس مؤشرات اسهم النمو التي جرى تصنيفها إلى عالية ومنخفضة باستخدام (3) من مؤشرات القياس الرئيسة وهي نسبة السعر على الإيراد (P/E) أو كما تسمى في أدبيات الإدارة المالية بـ (المضاعف) ومؤشر القيمة الحالية لفرص النمو المستقبلية (PVGO) وأخيراً مؤشر احتجاز الارباح كمقياس لشركات النمو بافتراض أن من المنطق استخدام تراكم الأرباح كمصدر لتمويل التوسعات والنمو في منظمات الأعمال الهادفة للربح ، لانجاز هذا الجهد قسمت الدراسة على (4) فصول أختص الاول منها– كما أشرنا آنفاً – إلى تناول الأطر النظرية لمتغيرات الدراسة فيما أنصرف الثاني إلى استعراض أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة فضلاً عن منهجيتها أما التحليل التطبيقي واختبار فرضيات الدراسة فقد تكفل به الفصل الثالث منها وخصص الفصل الرابع والأخير لأهم استنتاجاتها وتوصياتها .

ومن الله التوفيق

الفصل الأول

الجانب النظري للدراسة

المبحث الأول: أسهم النمو

المبحث الثاني : مفهوم المحفظة الاستثمارية

المبحث الثالث : مفهوم تقييم أداء المحفظة

المبحث الأول : الإطار النظري لأسهم النمو

بالنظر لاتخاذ الدراسة من أسهم النمو موضوعاً للحكم على كفاءة محافظ الأسهم العادية سيتم التركيز في هذا المبحث على هذا النوع من الأسهم تماشيا مع مقتضيات البحث العلمي ولكننا سنبدأ بالإحاطة بموضوع النمو في إطاره العام قبل الدخول في تفاصيل أسهم النمو.

1-1: أساسيات النمو

1-1-1 : مفهوم وطبيعة النمو

أن مصطلح النمو ينصرف بداهةً إلى النمو في سعر السهم لأن تنامي سعر السهم هو الميزة الأساسية التي تميز سهم النمو ولكن قبل ذلك يجب التميز بين سهم النمو ونمو الشركة لأنه غالباً ما يدمج بين مفهوم النمو للشركات مع نمو الأسهم أو نمو سعر السهم ولكن بعض الأدبيات تستخدم هذا المصطلح باعتباره ذو دلالة واحدة بينما النمو بالنسبة للشركات هو فرص دخولها في مشاريع أو فرص الاستثمار في مشاريع يكون فيها معدل العائد عالٍ في ظل تماثل المخاطر للشركات، وسهم النمو هو سهم ذو معدل عائد أعلى من بين كل الأسهم في السوق في ظل تماثل المخاطرة (Friend & Puckett, 1964 : 695-658) ويؤدي النمو المستدام لبعض الشركات إلى ارتفاع سعر السهم الواحد وبذلك ينمو سعر السهم في السوق بسبب حصته المتصاعدة في الأرباح المحتجزة وتحسين فرص وأفاق الشركة ومثل هذا الارتفاع في سعر السهم الواحد يقلل من انتشاره لدى جمهور المستثمرين ويحد من أمكانية نمو سعره بالمستقبل بسبب ضعف الطلب عليه من قبل بعض المستثمرين الذي يجدون سعره عالياً (الشماع،1992:527).

ويتم النظر إلى مصطلح النمو في أدبيات الإدارة المالية من زوايا متعددة ، أما في مجال إدارة المال والاستثمار فيتم تناوله من عدة زوايا منها نمو المبيعات sales growth ، نمو مقسوم الأرباح والأرباح Dividend and earnings growth ، تنامي السعر price appreciation. (Graber, 1969 : 52) والمقصود بنمو المبيعات هو الزيادة الحاصلة في المبيعات لفترة زمنية معينة كأن تكون سنة وهي الفترة السائدة في القياس الكمي لهذه الزيادة التي من الممكن أن تأخذ زيادة موسمية أو فصلية بين الحين والأخر(Ahmed & Mehmood, 2010 : 6) وتؤثر المبيعات بشكل كبير في الكلف الثابتة والمتغيرة ولهذا السبب تهتم إدارة المنشاة المالية بالمبيعات بالرغم من أن التنبؤ بالمبيعات هو من مسؤولية أداتي العمليات والتسويق. ويمكن التنبؤ بالمبيعات من خلال دراسة التجربة السابقة للشركة وبعض المؤشرات الإجمالية وتقدير مكونات مجموع المبيعات الصافية وتقدير حصة الشركة في السوق ودراسة السياسات والعوامل المؤثرة في تنبؤات المبيعات مثل سياسة الترويج والإعلان والبيع بالآجل

(الشماع،1992 :128-125) أما نمو حصص أو مقسوم الأرباح فالمقصود بها أن يحدث النمو في حصص الأرباح من الأرباح الأساسية مما ينعكس على نصيب السهم الواحد منها Erning per share (Eps) وتنمو الأرباح بدورها من عدة مصادر أهمها كمية الأرباح التي تحتجزها الشركة وتعيد استثمارها ، معدل العائد الذي تكتسبه الشركة على حقوق ملكيتها Return on equity (ROE) ، وبالرغم من أن قيمة السهم تتأثر بحصص الأرباح المتوقعة فلا يعني هذا بالضرورة أن الشركات يمكن أن تزيد أسعار أسهمها بزيادة حصص الأرباح الحالية ببساطة. لأن اهتمامات حملة الأسهم والمستثمرين لا تقتصر على مقسوم الأرباح الحالية أو المستقبلية لأنهم يعرفون أن الشركات التي تدفع حصص أرباح حالية مرتفعة تحتجز بالضرورة موارد مالية أقل وفرص توسع أقل (Ehrhat & Brigham, 2009 : 406-405) وهناك ثلاثة مصادرٍ لنمو الأرباح هي النمو في قاعدة الموجودات وزيادة الإنتاجية ومزيج من هاتين الفقرتين ، فإذا تحقق نمو الأرباح من قاعدة الموجودات فقط فان ذلك يعني أن إنتاجية موجودات الشركة أجمالاً قد بقيت كما هي بدون تغيير . ويتوقع أن يكون النمو المستقبلي في الأرباح ذو علاقة مباشرة بالإضافة (التزايد) في قاعدة موجودات الشركة، أي انه يفترض أن هناك علاقة مباشرة بين تزايد موجودات الشركة ومستوى الأرباح المتحقق لهذا التزايد (الشيخ ،23:2002) وتستطيع الشركات أن تستمر على النمو وصد محاولات المنافسين من خلال امتلاكها ميزة تنافسية (براءة اختراع ، تطوير منتوج) ولكن عند بقاء الشركة على حالها دون أن تمتلك ميزة تنافسية سيدخل المنافسون الحلبة وستفقد الشركة ميزتها التنافسية وبالتالي لن تستطيع المحافظة والاستمرار على النمو في مبيعاتها أو نمو أرباحها أو تنامي أسعار أسهمها (Statman, 1984 : 71) لذلك على المستثمرين متابعة أفاق نمو السهم والتصرف مع ذلك(Levy, 1998 : 492) ويعتبر النمو عنصراً مهماً جداً لأنه يحدث تغييراً كبيراً في عملية الاستثمار. لذلك يجب على الشركات أن لا تنظر فقط إلى النمو فوق المتوسط بل عليها النظر إلى النمو المستدام أو المربح وتظهر الأدلة التجريبية أن 10% من الشركات يمكنها الحفاظ على معدلات نمو أعلى من المتوسط على مدى أربع سنوات (Hamzaogullari & Briggs, 2014 : 5) بغض النظر عن وجود متغيرات تابعة تعتمد عليها معدلات النمو مثل القيمة الحقيقية المضافة وحجم الشركة وعدد الشركات والاستثمار في الإنشاء ومتوسط القيمة السوقية وكذلك مستوى الاستثمار (Gupta & Yuan, 2011 : 3).

1-1-2: مصادر النمو

أ- نمو الأرباح

1-احتجاز الأرباح

هو المصدر الأساسي لنمو الأرباح لأنه يمثل أهم مصادر تمويل النمو للشركة إذ إن سرعة النمو للشركات تعتمد على الأرباح التي تحتجزها الشركة وتعيد استثمارها في موجودات جديدة فعندما تحقق الشركات الأرباح فأنها تحقق معدل عائد على الموجودات الإضافية وبالتالي فأن الأرباح الكلية للشركة ستزداد ويتعاظم أثر هذا المصدر خصوصاً لأسهم النمو التي ربما لا تدفع أي جزء من أرباحها على شكل مقسوم وتعيد استثمارها بالكامل (Brown& Reilly , 2009 : 23) وتعد عملية احتجاز الأرباح وسيلة مفضلة، لأنها تجنب الشركات المشاركة بالمديونية وتجنبها القيود التي قد تفرضها شروط الحصول على المديونية على عمليات ونشاط الشركة ، كما أن الشركات التي لديها عدد من الفرص الاستثمارية الكبيرة تخفض من دفع أرباحها إلى المساهمين وتزيد من الاحتجاز ولهذا السبب فان مقسوم الأرباح العالي (احتجاز الأرباح المنخفض) يكون في الصناعات ذات النمو المستقر والمنخفض . وتفضل الشركات احتجاز الأرباح لأسباب كثيرة منها أنها تعد مصدراً جاهزاً للنقد ولسهولة اتخاذ القرار حولها نسبياً مقارنة بقرار الحصول على التمويل الخارجي وليس لها كُلف إصدار، أما الشركات ذات النمو العالي فلديها الكثير من الفرص الاستثمارية ومن المرجح أن تدفع مقسوم منخفض لأن لديها استخدامات مربحة لرأس المال ، ويعتمد معدل النمو المتوقع بالإضافية إلى احتجاز الأرباح على معدل العائد المتحقق من قبل الشركة على استثمار الأرباح المحتجزة (Thirumalaissamy , 2013 : 40)

2-التضخم

تعددت وجهات نظر الباحثين والكتاب المتخصصين بالتضخم ولكن يعتقد بعضهم بأن التضخم أحد العوامل المؤدية لنمو الأرباح. إذ يعتقد (Basu , 2011 : 15-16) بأن التضخم هو نقص في القوة الشرائية للنقود بسبب الزيادة في المستوى العام للأسعار ، أي الارتفاع في الأسعار يؤدي إلى التناقص في القوة الشرائية ، أما قاموس (أكسفورد) فيشير إلى أن التضخم هو صعود الأسعار الناجم عن التوسع في المعروض النقدي في الأموال الحكومية والائتمان. ويرى (Samulson & Nordltaus, 2005:667) بأن التضخم يمثل الزيادة التي تحصل في المستوى العام للأسعار. وقد أوضح (Brigham & Gapensiki, 1986:34) بأن إذا كانت مخرجات الشركة في حالة استقرار مع ارتفاع أسعار المبيعات وكلف المدخلات وبنفس معدل

التضخم فلا يشترط أن تكون أرباح السهم الواحد مساوية تماماً لمستوى التضخم لأن بعض الأسعار تتزايد بمعدل أسرع من غيرها. ويمكن القول بأنه يمكن أن تكون هناك علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم فزيادة معدل التضخم سينتج عنه زيادة في كمية الأموال المخصصة لأغراض الأنفاق الاستهلاكي وبالتالي انخفاض حجم الأموال المخصصة لأغراض الاستثمار في الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها. فالتضخم هو ميل الأسعار للزيادة مع الوقت بسبب انخفاض الناتج القومي . ومن أسباب التضخم الطلب وجانب العرض إذ ينشأ التضخم عند زيادة حجم الطلب النقدي الذي يصاحبه عرض ثابت من السلع والخدمات وكذلك ينشأ التضخم عن طريق التغيرات الكلية في تركيب الطلب الكلي في الاقتصاد وان كان هذا الطلب مفرطاً أو لم يكن هنالك تركيز اقتصادي فأن الأسعار تكون قابلة للارتفاع وغير قابلة للانخفاض رغم انخفاض الطلب ،وهنالك تضخم ينشأ عن طريق التكاليف أي ارتفاع التكاليف التشغيلية في الشركات الصناعية وغير الصناعية وغير ذلك من الأسباب. ويعتقد الكثير من الباحثين أن الأسهم كأي موجود تستجيب سعرياً للزيادات المضطردة في معدلات التضخم فيرتفع سعرها ليمتص الأثر الناتج عن انخفاض القيمة الحقيقية للنقود .

3- الحصص الإضافية

أي بيع الشركة لحصص إضافية من الأسهم العادية بسعر بيع أعلى من القيمة الاسمية، أي إن بيع السهم بعلاوة premium على القيمة الدفترية ، ويعد هذا المصدر من أهم مصادر النمو في شركات الخدمة العامة (الشيخ،2002: 23) ويسمى في أدبيات الإدارة المالية بـ(فضلة رأس المال) أو رأس المال المضاف (Capital Surplus) أو (Paid-in-Capital) (الشماع 1992:19)

4- الرافعة المالية

هنالك عوامل أخرى تؤدي إلى نمو الأرباح بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة والتضخم والحصص الإضافية والنشاط التشغيلي للشركة، فقد يتحقق النمو باستخدام الرافعة المالية أو بتخفيض نسبة الضرائب على الأرباح التشغيلية أو غير ذلك من العوامل كالاندماج والاقتناء . ويرى (الشماع، 561:1992) أن الرافعة المالية تؤثر في الأرباح "بعد" وليس "قبل" الفوائد والضرائب أي في الأرباح المتاحة للمالكين (حملة الأسهم العادية) وتعرف الرافعة المالية على أنها التغير النسبي في الأرباح للسهم الواحد في علاقته مع التغير النسبي في الأرباح قبل الفوائد والضرائب ويعتقد(Graber , 1969 : 54-52) أن نمو الأرباح قد يتحقق من خلال تخفيض نسبة الضرائب على الأرباح التشغيلية أو عن طريق اتخاذ الشركات وسائل أو طرق أخرى غير الطرق المعتمدة وذلك باعتمادها طريقتي الاندماج والاقتناء لتحقيق الأرباح ولكن ما يؤخذ على طريقة

الاندماج والاقتناء وحالات النمو عبر طرق محاسبية إفراز نمو وهمي للأرباح أو ما يطلق على تسميته بالمحاسبة الإبداعية لان النمو الحقيقي يجب أن يأتي من داخل الشركة .

ب –مصادر سعر السهم

يعد نمو السعر الخاصية الأساسية التي تميز سهم ما أكثر من غيره من الأسهم الأخرى ، ويتمثل بالعائد الناتج من بيع السهم بأكثر من السعر الذي يتم به شراء ذلك السهم ، أو بالزيادة في القيمة السوقية للسهم في نهاية المدة بالمقارنة عما كانت عليه القيمة في بداية المدة، ويشار له بمرادفات أخرى مثل العائد الرأسمالي (Capital Gain)، أو عائد المكاسب الرأسمالية (Capital Gains Yield) ، أو التنامي الرأسمالي (Capital Appreciation) ، وعادةً ما يمثل تنامي السعر المكون الأهم من قيمة سهم النمو لمحدودية الدخل الحالي (العائد الأيرادي) وعدم اهتمام المستثمرين به ، واستناداً إلى العديد من مسوحات الآراء فأن أغلب المستثمرين ينظرون إلى المكاسب الرأسمالية باعتبارها عوامل أكثر أهمية من المقسوم في قرارات الاستثمار ولاسيما في أسهم النمو ، وبما أن المكاسب الرأسمالية تنتج عن الأرباح المحتجزة لذا يتوقع أن يعطي المستثمرون أرجحية أكبر للأرباح المحتجزة مقارنة بالدخل الحالي (العامري،270:2010) وتعتبر معرفة سعر السهم واحدة من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون للتعرف عليه ومعرفة ما أذا كان هذا السهم متنامي أي مربح أم لا ، فالكثير من المستثمرين لا يدركون أن الأسهم التي يمكن بيعها بـ 50 دولاراً تكون قيمتها أفضل من الأسهم التي تباع بـ10 دولار لأن الأسهم من الفئة الثانية أقل ربحية غالباً ومهملة ويوصى بشراء أسهم قليلة من الفئة الأولى لأن ذلك يحقق أفضلية بالمقارنة مع شراء أسهم كثيرة بـ 10دولار (Sincere, 2004 : 52). وهنالك عدة عوامل تؤدي إلى حدوث التنامي في القيمة السوقية للسهم ومن هذه العوامل (Loll & Buckley, 1973 : 119-118) :

1-زيادة الطلب على ألاسهم (المضاربة)

2- الأداء التشغيلي يكون جيداً لعدة سنوات (معدل العائد)

3- عندما يكون هنالك تفاؤل يدفع بأسعار كثيرة من الأسهم للارتفاع (التوقعات المتفائلة)

4- أستخدم الرافعة المالية بالرغم من أن هذا الاستخدام قد يزيد من المخاطر وفي الوقت نفسه يؤدي إلى تحقيق أرباح عالية.

2-1 تصنيف الأسهم العادية

قبل التعرض لمفهوم أسهم النمو لابد ابتداءً من التعرف على أنواع الأسهم أجمالاً حيث يسعى المستثمرون لاستراتيجيات محددة من أجل تعظيم المنافع واستدامة العوائد ومن خلال سياسة التقاط وشراء الأسهم التي تناسب أهدافهم فيلجأون إلى تصنيف هذه الأسهم تمشياً مع الغرض (Barberis & Shleifer, 2003:16) حيث تصنف الأسهم العادية تبعاً لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية إلى عدة أنواع، وتعد الأسهم العادية من أكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعاً بين المستثمرين، وهذه الأسهم عبارة عن حصة في ملكية الشركة تشير إلى أن مالكيها هم مالكو الشركة لأن مستثمري الأسهم العادية لهم حقوق وامتيازات معينة ترتبط بحقوق الملكية بشكل عام ، وأن حاملي الأسهم العادية مخولين بأي إيرادات متبقية (بعد دفع استحقاقات المديونية وحملة الأسهم الممتازة (Besley& Brigham ,2008 : 267) ويحق لحاملي الأسهم العادية الحضور والتصويت على القضايا المهمة المتعلقة بحملة الأسهم كالاندماجات في اجتماع خاص أو عام والحصول على أرباح الأسهم المعلنة-إن وجدت-إن التمويل بالملكية يتم من خلال إصدار الأسهم العادية. وعند إصدار هذه الأسهم وبيعها في السوق تتمكن الشركة من رفع رأس المال الإضافي بسهولة أكبر بالمقارنة مع مصادر التمويل البديلة الأخرى . وتتميز الأسهم العادية بمزايا رئيسية منها :

(Levisauskaite , 2010 : 72-16)

1- لديها سيولة عالية ويمكن أن يتم نقلها بسهولة من مستثمر إلى آخر.
2-تمكن المستثمر من الحصول على الدخل التشغيلي .
3- القيم الاسمية للأسهم العادية أقل بالمقارنة مع الأسهم الأخرى .

وكما للأسهم مزايا فأن لها عيوب أيضاً :

1- الأسهم العادية هي أكثر خطورة مقارنة مع أنواع الأوراق المالية الأخرى إذ تتأثر بالشائعات وارتفاع معدلات التضخم وتقلبات الأسعار.
2- اختيار هذه الأوراق المالية معقد من حيث إنها ذات إمدادات عالية وصعبة التقييم.

وأشار(Faerber,2000:12) أن الأسهم العادية تمثل ملكية الشركة فإذا كانت الشركة لديها 100000 سهم من الأسهم العادية القائمة فأن شراء 10000 سهم يعني امتلاك10% من تلك الشركة. وأضاف (القرشي ،2002 :7) أن المستثمر يواجه (3) أنواع من القرارات عند شراء الأسهم، وهي قرار الشراء أو البيع أو عدم التداول، فإذا توقع المستثمر أن قيمة الأسهم الراهنة (الحقيقية) تزيد على قيمتها السوقية سيقرر شرائها ، أما أذا كانت قيمة الأسهم السوقية أقل من

قيمتها الحالية فأن المستثمر يقرر بيعها ، ويتساوى قرار الشراء وقرار البيع (قرار عدم التداول) عندما تتساوى القيمة الحالية مع القيمة السوقية لها . ويرى (Mathur , 1974 :252) بأن الأسهم العادية تختلف في عوائدها ونوعية واستقرار مكاسبها ومقسوم أرباحها وعلاقتها بالمخاطر المختلفة التي تؤثر على الشركات والسوق ، وقد صنفت أدبيات الإدارة المالية الأسهم العادية على وفق معايير ومؤشرات عديدة طبقاً لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية .

1- أسهم الدخل Income stocks

هي أسهم الشركات التي تدفع مقسومات أرباح مقابل مكاسب رأس المال لذا فهي بمثابة محافظ الاستثمار التي يمكن الاعتماد عليها وهي مناسبة لاستكمال الإيرادات الأخرى. وعادة ما تكون هذه الأسهم هي التي دفعت تاريخياً نسبة أكبر من المتوسط من صافي دخلها بعد الضرائب أرباح للمساهمين ونسبة دفع تعويضات مرتفعة للشركة ومن الأمثلة على أسهم الدخل أسهم المرافق العامة مثل الاتصالات السلكية واللاسلكية للشركات وشركات الكهرباء وغيرها (Levisauskaite , 2010 : 83)، وتمثل أسهم الدخل أسهم الشركات التي تمتلك سجلاً متميزاً بدفع مقسوم أرباح أعلى من متوسط الأرباح بالمقارنة مع الشركات الأخرى (Faerber , 2000 :25).حيث يتم شراء هذه الأسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، كما تقدم هذه الأسهم شكلاً منتظماً من توزيعات الدخل وقابلة للتنبؤ بها مستقبلاً (عبد الزهرة وآخرون،193:2013) وينجذب بعض المستثمرين وهم عادة من الأفراد المتقدمين بالسن والذين هم بسن التقاعد أو نحوه لأسهم الدخل، لأنهم يعيشون على الدخل الذي تدره هذه الأسهم كمقسومات، فضلاً عن ذلك فأن الأسهم التي تدفع مقسومات أرباح منتظمة هي أقل تقلباً ، أي لا تنخفض أو ترتفع أسعارها بوقت سريع بالمقارنة مع الأسهم الأخرى . وهنالك العديد من مساوئ شراء أسهم الدخل منها أن أرباح الدخل لهذه الأسهم خاضعة للضريبة ولذلك تتطلب تقرير الأموال التي تدفع لمصلحة الضرائب، ويمكن لأسهم الدخل أن تسقط بالسرعة نفسها التي تسقط بها الأسهم الأخرى حتى لو امتلكت أسهماً في ما يسمى بالشركات المحافظة لأن هذا لا يعني أنها ستكون محمية أذا أنخفض سوق الأسهم وكذلك ما يؤخذ على هذه الأسهم أن بعضها يوزع نسبة عالية من أرباحها كمقسوم نقدي مما يعني محدودية فرص النمو المتوقعة (Sincere , 2004 : 31-32) ونظراً لأن أسهم الدخل ذات مقسومات أرباح عالية فأن شركاتها في مرحلة ناضجة من دورة حياتها الصناعية ، لان الصناعات التي تعمل بها هذه الشركات لا تتعرض للكثير من المخاطر مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة(Piccolomini et al,2007:13) .

2- أسهم القيمة Value stocks

هي أسهم الشركات المربحة التي يتم بيعها بسعر معقول مقارنة مع القيمة الحقيقية لها . وتستخدم هذه الأسهم من قبل الشركات القديمة مثل المصارف وشركات التأمين والتي من المرجح أن يزيد سعرها في المستقبل ولكن ليس بسرعة زيادة أسعار الأسهم الأخرى، ويجب أن يكون المستثمرون الذين ينجذبون لهذه الأسهم صبورين، لأن هذه الأسهم تتطلب انتظاراً طويلاً لتحقيق الأرباح (Sincere, 2004 : 31) ولهذه الأسهم مقسومات أرباح عالية ومعدلات نمو منخفضة وسعر سوق منخفض نسبة إلى القيمة الدفترية وهنالك أدلة على أن استراتيجيات أسهم القيمة والمستندة على القيمة الدفترية إلى السوقية والسعر إلى الأرباح والسعر إلى التدفق النقدي لديها عوائد ممتازة بالمقارنة مع استراتيجيات النمو، وأن هذه الأسهم هي أكثر حساسية لتحركات السوق (Meireles, 2015 : 532) كما أنها تتميز بانخفاض مؤشرات السعر إلى الأرباح والسعر إلى القيمة الدفترية والسعر إلى التدفق النقدي بالمقارنة مع متوسط السوق (Hoekian, 2011 : 13) .وبالنظر لتعدد مفاهيم قيمة السهم واختلافه تبعاً للمقيم والغرض من عملية التقييم والتوقيت فضلاً عن عوامل أخرى سنعرض المفاهيم الأساسية لقيمة السهم كالآتي : (الساعدي،30:2010) (Sindell, 2004:162) (الزبيدي،84:2008) (Nelson , 2007 : 2) (Brealey at el,2007:53) (Kahn, 2004:9)

أـ القيمة الاسمية (Face value)

هي عبارة عن المبلغ الذي يدفعه المستثمر لكي يحصل على السهم الواحد وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال المدفوع ومنصوص عليها في عقد التأسيس لكل وحدة .

ب ـ القيمة السوقية (Market value)

تعبر القيمة السوقية للشركة عن مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبة بمتوسط أسعارها في نهاية المدة ، وتشير أيضاً إلى أجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعاً لأسعار الأسهم المتداولة ، ويعد مؤشر القيمة السوقية من المؤشرات المستخدمة في قياس حجم السوق والذي يستخدم كمقياس على تحريك رأس المال في الاقتصاد وتنويع المخاطرة . علماً أن القيمة السوقية للسهم تتحدد في ضوء عوامل العرض والطلب في سوق الأسهم وتوقعات المستثمرين فضلاً عن العوامل الخاصة بكل شركة على حده.

ج ـ القيمة الدفترية (Book value)

عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الوحدة الاقتصادية وليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق ، أو أنها الكلفة الأصلية للسهم وتستخرج القيمة الدفترية للسهم من قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة .

د ـ القيمة التصفوية (Liguidation value)

هي قيمة سهم الشركة عند الشروع في تصفيتها وتساوي القيمة الدفترية لموجوداتها مطروحاً منها الديون التي عليها والمبلغ المتبقي يقسم على عدد الأسهم العادية بعد عملية التصفية وعلى أساس قسمة الغرماء.

هـ ـ القيمة الاستثمارية (Investment value)

تُعَدُ من أكثر المقاييس أهمية بالنسبة لحملة الأسهم إذ تشير إلى المبالغ التي يدفعها المستثمرون للحصول على الأسهم وعملية حساب القيمة الاستثمارية عملية معقدة تستند على العوائد المتوقعة ومخاطرة السهم إذ إن لكل سهم مصدرين للعائد الأول دفعات المقسوم السنوية وثانيهما الأرباح الرأسمالية والتي تزداد بزيادة السعر السوقي .

و ـ القيمة العادلة (Fair value)

عرفت القيمة العادلة في ظل معايير المحاسبة الدولية (المعيار 39) على أنها المبلغ الذي يمكن أن يتبادل به أصل موجود ما بين مشتري وبائع يتوافر لدى كل منهما الدراية والرغبة في اتمام الصفقة .وتعني ببساطة القيمة التي يجب أن يكون عليها السهم في البورصة.

ز ـ القيمة الأولية (Initial value)

هي قيمة السهم في السوق الفورية (الأولية) عندما تقوم الشركة بإصدارها بعد حصولها على الترخيص الذي يخولها إصدار الأسهم والقيمة الأولية عادة أقل من السعر الذي يباع به السهم في البيع الأولي وفي بعض الأحيان تصدر الشركة أسهم بدون قيمة أولية وفي أحيان قليلة تكون القيمة الأولية للسهم أعلى من قيمته الاسمية عندئذ تحقق ما يطلق على تسميته بـ (فضلة رأس المال) وتسجل ضمن حقوق الملكية .

3-الأسهم الدورية Cyclical stocks

هي تلك الأسهم التي تتغير صعوداً وهبوطاً مع اتجاه الأعمال والاقتصاد حيث ترتفع بصورة سريعة في فترات تحسن الأعمال وتعاني هبوطاً ملحوظاً عند تدهور الظروف الاقتصادية. ولكن على المدى الدوري لا يمكن اعتبار هذه الأسهم من أنواع الأسهم التي يمكن التنبؤ بها (Levisauskaite , 2010 : 83) إذ تتأثر إيراداتها المستقبلية تأثيراً كبيراً بالتقلبات الدورية المصاحبة لحالة الانكماش والانتعاش الاقتصادي (القرشي ،10:2002)، وقد أشار إليها (Piccolomini et at , 2007 : 15) باعتبارها من الأسهم التي تتأثر بالتغيرات في النشاط الاقتصادي . أي أنها تتقلب بين نسب الازدهار و التدهور تبعاً للتقلبات الاقتصادية ، فعندما تكون الظروف الاقتصادية جيدة ترتفع أرباح الشركة وأسعار أسهمها . أما عند تدهور الظروف الاقتصادية فسوف تنخفض مبيعات الشركة الدورية وهذا يؤدي بالضرورة إلى تناقص أرباحها . ومن الأمثلة الأسهم الدورية أسهم الشركات التي ترتبط بالاقتصاد مثل شركات البناء وشركات السيارات وشركات المعدات ،من جانبه عرف (Faerber, 2000 : 28) هذه الأسهم بأنها أسهم الشركات التي تتحرك مع الدورات الاقتصادية فعندما يكون الاقتصاد في حالة ركود ينحدر أداؤها بينما يرتفع في فترة الانتعاش الاقتصادي. ويضيف (خماط ،21:2014) بأن هذه الأسهم تتعلق بالشركات التي تمارس نشاطاً إنتاجياً لسلع موسمية وبالتالي فأن الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسن الاقتصاد وانتعاشه حيث تنتج الأسهم الدورية عن الانفتاح المتزايد للاقتصاد العالمي وزيادة الاندماج بالاقتصاديات المتقدمة. وتتميز الأسهم الدورية بأن معدلات التغير في عوائدها أكبر من معدلات التغير الحاصلة في عوائد السوق .

4- أسهم المضاربة Speculative stocks

هي أسهم الشركات التي لديها أمكانية زيادة السعر وتحمل درجة عالية من المخاطرة. وعادة ما يتم إصدارها من قبل الشركات الجديدة التي لديها أفكار وتطلعات مستقبلية طموحة. ويمكن أن تتلاشى هذه الأسهم لأنها تتوسع بسرعة وتقدم للمستثمر عوائد كبيرة أو أنها يمكن أن تتضاعف بالسرعة نفسها وعادة ما تترك هذه الأسهم للمستثمرين الأكثر خبرة ليتحملوا المخاطر لذلك على المستثمرين التهيؤ لاحتمال تحقق الخسائر(Piccolomini et al, 2007:16) إذ أنه لا يحتمل أن تحقق هذه الأسهم الأرباح دائماً (Reily& Brown, 2000 :783) والشركات التي تستخدم هذه الأسهم يكون لديها سجلات أرباح وتعتبر ذات درجة عالية من المخاطرة وهنالك احتمال كبير بكسب أو خسارة السعر أكثر من أنواع الأسهم الأخرى . إذ تولد هذه الأسهم أما عوائد رأسمالية عالية أو خسائر رأسمالية كبيرة (Faerber, 2000:29) وتصدر هذه الأسهم من قبل الشركات غير المستقرة من حيث الوضع المالي والشركات التي لديها قوة مالية أقل من المتوسط ، وتتميز أسهم المضاربة بأن حامليها يمكن أن يحصلوا على أموال كبيرة في غضون فترات

قصيرة . وفي الوقت نفسه وعلى الرغم من أنها تحمل درجة عالية من المخاطرة لكن بعض المحللين يرون أن عوائدها يمكن أن تكافئ تلك المخاطرة (Levisauskait , 2010 : 84).

5- الأسهم الدفاعية Defensive stocks

هي أسهم الشركات التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة بل وحتى متزايدة خلال الركود الاقتصادي . ولا ترتفع أسعارها بسرعة على الأسهم الأخرى عندما يزدهر الاقتصاد، ويفضل المستثمرون هذا النوع من الأسهم خصوصاً المستثمرون الذين يفضلون الحصول على عائد أمن(Piccolomini el at , 2007 :15) وتعمل هذه الأسهم عند تباطؤ حركة الاقتصاد، وعملياً فان هذه الأسهم محصنة ضد التغيرات الاقتصادية ولا تتأثر بالانكماش خلال دورة الأعمال التجارية لذا توصف بأنها مقاومة للركود (Faerber , 2000 : 28) تقابل هذه الأسهم الدورية وتستغل هذه الأسهم عندما يكون هنالك تحركات في الأسعار، وهي نادراً ما تهم المضاربين، ولهذه الأسهم (بيتا) منخفضة وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الرأسماليةCapital Assets Pricing Model (CAPM) فأن المخاطرة النظامية مقاسه بمعامل بيتا تكون منخفضة مما يجعلها وسيلة جذابة للمستثمرين . وهذه الأسهم في كثير من الأحيان تقاوم ضغوط البيع في أسواق هابطة ومن أمثلتها شركات التبغ ،والكحول ،وشركات الأغذية ،والأدوية، والمنتجات الأخرى مثل مستحضرات التجميل (Levisauskaite , 2010 : 83) .

6- أسهم النمو Growth stocks

هي أسهم الشركات المتوقع أن ترتفع فيها معدلات نمو المبيعات والأرباح ،وعادةً ما تكون نسبة السعر إلى الأرباح عالية وهذا لا يدفع للحصول على مقسوم أرباح (Piccolomini et al , 2007 : 14) وتشمل أسهم النمو الشركات التي تفرض النمو المتواصل في المبيعات والأرباح بمعدل مرتفع على مدى فترة من الزمن، وهي على العكس من أسهم الدخل إذ لا يتوقع توزيع الأرباح في نهاية السنة بشكل دائم لحاملها (Faerber, 2000 : 26) ، وسيتم تناول هذا النوع من الأسهم بمزيد من التحليل والتفصيل لكونها الأسهم التي تبنت اختيارها هذه الدراسة لأغراض تركيب وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية .

6-1 مفهوم وطبيعة أسهم النمو

لا يزال موضوع أسهم النمو موضوعاً مثيراً للجدل والاهتمام بين الباحثين والمختصين في عالم المال والاستثمار على الرغم من أن بداية هذا الموضوع يعود إلى أكثر من ستين عاماً مضت . وبشكل عام فان أسهم النمو هي تلك الأسهم التي تتداول بأسعار مرتفعة مقارنة مع الأسهم

الأخرى ، كما تتميز بارتفاع الإيرادات، والقيمة الدفترية، والتدفق النقدي، والأرباح، وتعرف أسهم النمو كأسهم الشركات التي تكون قيمة رأسمالها المستقبلية أعلى من متوسط السوق (Hoekian 14 : 2011 ,) أو هي على حد تعبير (Sincere , 2004 : 31) أسهم الشركات التي تجني الكثير من المال (عادة 15% أو أكثر في السنة) ومن المتوقع أن تنمو بصورة أسرع من الأسهم المنافسة ويمكن أن يكون سعر أسهم النمو عالي جداً حتى لو كانت أرباح الشركة ليست ممتازة وذلك لأن المستثمرين هنا يفضلون النمو ويعتقدون أن الشركات سوف تكسب المال في المستقبل وهي مستعدة للمخاطرة. ويرى (قاسم، 133:2007) أنه غالباً ما تكون هذه الأسهم في الصناعات المتقدمة. وأشار (Levisauskaite, 2010 : 84-83) بأنها أسهم الشركات التي تكون أرباحها الحالية والمتوقعة ايجابية بما فيه الكفاية للإشارة إلى زيادة ملموسة ومستمرة في القيمة السوقية للسهم خلال فترة زمنية ، كما يضيف (Strahle , 2011 : 31) بأنها الأسهم المرتبطة بالشركات التي من المتوقع أن تنمو بمعدل أعلى من السوق . لأن الشركات التي لديها معدلات نمو مرتفعة عادة ما تقوم بإعادة استثمار هذه الأرباح لتمويل فرص النمو المستقبلي وهذه الأسهم عادة لا تدفع أي عائد، ويرى(القرشي 2002) بأنها أسهم الشركات التي تعرض نمو دائم في المبيعات والعوائد بمعدل عال عبر مدة من الزمن ، وبدلاً من توزيع العوائد التي حققتها على شكل مقسوم أرباح ، فقد احتفظت هذه الشركات بها واستثمرتها لتمويل نموها السريع ، طالما أن المستثمرين لا يحصلون على العوائد على شكل مقسوم أرباح فأنهم يشترون هذه الأسهم لرفع قيمة رأسمالهم (القرشي ،10:2002) ولهذه الأسهم شعبية كبيرة في السوق حيث يتوقع المستثمرون أن عائدات أسهم النمو يمكن الحصول عليها عندما ترتفع القيمة السوقية للشركة (Yesica, 2014:16)

2-6 أسهم النمو وشركات النمو

يتداخل موضوع أسهم النمو مع شركات النمو الذي يعد من المواضيع الاساسية في مجال الاستثمارات المالية ، لذا يستوجب الأمر الفصل والتمييز بين هذين المفهومين، وتعتبر الدراسة التي قدمها (بيرنشتاين) أول دراسة نبهت على الفصل والتمييز بين أسهم النمو وشركات النمو . ولكن ما يؤخذ على دراسته هو تأكيدها على أن اهتمام المستثمرين يجب أن يتركز على مفهوم شركات النمو مع عدم تقديمها مبررات موضوعية لتفضيلها هذا المفهوم على مفهوم أسهم النمو ، ويتضح من ذلك أن هنالك أهمية كبيرة أولتها هذه الدراسة لشركات النمو من حيث خصائصها ومميزاتها (Bernstein,1956:98) ويرى (الشيخ ، 2002: 12) أن هناك حاجة للفصل والتميز بين سهم النمو وشركة النمو ، لذا عرف شركة النمو بأنها الشركة التي لديها فرص نمو ، أي فرص للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيم حالية موجب، في حين عرف سهم النمو بأنه السهم ذو العائد المتوقع (المعدل بالمخاطرة) العالي .

بينما سعى الباحثان (Solt &Statman,1989:39) لمعرفة ما أذا كانت أسهم النمو هي أسهم الشركات ، وتوصل في النهاية إلى أن العكس هو الصحيح ، إذ أنه كلما كانت فرص نمو الشركة في فترة معينة متزايدة كلما كان العائد المعدل بالمخاطرة الذي يحققه سهمها أدنى. بينما أشار (Reilly&Brown,2000) إلى عدم ضرورة ربط شركة النمو بسهم النمو وذكر بأن أسهم النمو هي الأسهم التي لها معدل عائد عالي من بين كل الأسهم الموجودة في السوق في ظل تماثل المخاطرة، ولأن السوق في لحظة معينة قد يدنى من أسعار بعض الأسهم بالمقارنة مع الأسهم الأولى يحصل السهم على معدل عائد أعلى بسبب تدني قيمته السوقية في لحظة معينة. وبالرغم من أن السوق يعدل من أسعار الأسهم بدقة وسرعة ليعكس المعلومات الجديدة إلا أن هذه المعلومات قد لا تكون بالضرورة تامة دائماً ، وهذا ما يؤدي في النهاية إلى أن يكون سهم معين مضخم أو مخفض القيمة في فترة زمنية معينة ، فعندما يكون السهم مخفض القيمة فأن سعره سوف يزداد لاحقاً ليعكس القيمة الحقيقية له عندما تصبح المعلومات الصحيحة متاحة ، وخلال فترة تصحيح سعر السهم فأن العائد المتحقق من قبل هذا السهم سوف يفوق العائد المطلوب عن مخاطرة السهم وخلال هذه الفترة (فترة التعديل) سوف يعتبر السهم سهم نمو ، وعند شراء هذا السهم بسعر مضخم يؤذي ذلك إلى تحقيق معدل عائد يقل عن معدل العائد المطلوب (Reilly&Brown,2000:784)

3-6 خصائص أسهم النمو

تتميز أسهم النمو بخلاف أنواع الأسهم الأخرى بالخصائص الآتية : (Levisauskait , 2010:83) (Yazdi & Ardekani , 2014: 151) (Hoekian ,2011: 15-14) (الشيخ Sindell ,) (The Journal of Finance , September , 1957 : 6) (18: 2002، 2004: 144)

1- تحصل على زيادة ملموسة في القيمة السوقية خلال مدة زمنية ويكون معدل تلك الزيادة أعلى بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الأسهم مثل أسهم الدخل كما تتميز أسهم النمو بأنها لا تدفع مقسومات أرباح عالية بخلاف الأنواع الأخرى من الأسهم .

2- سعرها أعلى من متوسط سعر السوق نسبة إلى التدفقات النقدية ومقسوم الأرباح والقيمة الاسمية، ويتم الحصول عليها من الشركات التي تتميز بدفع مقسومات أرباح قليلة ولهذه الأسهم بشكل عام فرص استثمارية مناسبة ، والسبب الرئيسي الذي يدفع المستثمرين للاستثمار فيها هو الرغبة بالاستثمار في النمو المستقبلي للشركة .

3-لا يتوقع المستثمرون في أسهم النمو مكاسب قصيرة الأجل ، ويأملون بخلق القيمة المستقبلية مع الوقت من خلال الاستثمار في الشركات التي تتطلع إلى السوق أو فرص الاستثمار التي تستهدف اكتساب (أكبر) حصة في السوق وتكوين الاتحادات وتقليص العائد على حق الملكية .

4- يتوقع المستثمرون أن بالإمكان الحصول على إيرادات هذه الأسهم عند زيادة القيمة السوقية للشركة .

5- تعد مخاطرة أسهم النمو- النظامية واللانظامية - هي الأعلى مقارنة ببقية الأسهم المختارة وأحد أهم مصادر هذه المخاطرة هو اللاتأكد حول نمو الأرباح مستقبلاً ، وغالباً ما ترتفع أسعار هذه الأسهم بشكل أسرع من بقية الأسهم في السوق ، لكن مع أول اشارة أو تلميح (Hint) بأن معدل نمو الأرباح لن يطول بقائه تخفض أسعار هذه الأسهم بشكل متسارع .

6- تحقق أسهم النمو معدل عائد متوقع أكبر من معدل العائد المطلوب للشركة ، وفي نهاية المطاف فأن أسهم النمو تمثل استثمارات طويلة الأمد .

7- سعرها في السوق يتغير بسرعة مما يحدث زيادة في رأس مال الشركة والنمو المستقبلي بدلاً من دفع أرباح السهم. وعادةً ما تنفق أرباحها على البحث والتطوير لدعم فرص النمو المستقبلي للشركة.

4-6 اتجاه التميز بين أسهم النمو وأسهم القيمة

ازداد اهتمام الخبراء والمختصين في السنوات الأخيرة بموضوع المقارنة بين أسهم النمو وأسهم القيمة بسبب الأهمية التي تحظى بها هذه الأسهم في الأسواق ولدى المستثمرين والتي تستند على متغيرات مختلفة مثل تقدير القيمة في ضوء المخاطر والعوائد ، فضلاً عن ذلك فأن معرفة الاختلاف بين أسهم القيمة وأسهم النمو ينطوي على قيمة عالية لأنها تقود المستثمر لاستخدام المعرفة المالية الحديثة للاستثمار في هذه الأسهم على أساس ظروف السوق والمدة الزمنية ، فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم النمو يتوقعون الحصول على مكاسب رأسمالية لأنهم يهتمون بالنمو المستقبلي ،أما عند شراء أسهم القيمة فيكون هدفهم بالدرجة الأولى هو الحصول على التوزيعات النقدية من الأرباح (Yahyazadenfar et al , 2010: 60-53) أن أسهم القيمة تنمو بنمو منخفض في الماضي ومن المتوقع أن تشهد نمواً منخفضاً أيضاً في المستقبل وبعد مرور سنة من الممكن أن تتبدل أو تدخل الأسهم إلى مجموعة أسهم النمو المتوسط وهذا يعني بأن التوقعات الخاصة بالنمو المستقبلي سوف تزداد وبالتالي فأن نسبة القيمة الدفترية إلى السعر ربما تكون أعلى من الفترة المعلومة للأسهم الأخرى(Wouters & Plantinga, 2014:9-8) ويرى آخرون في وجهة نظر ثانية أن أسهم النمو وأسهم القيمة هما نهاية الربح فأسهم النمو في النهاية الدنيا وأسهم القيمة في النهاية العليا . ووفقاً لوجهة النظر هذه فأن أسهم النمو تتحرك دائماً نحو أرباح عالية ونمو سريع في عملية تطوير الشركة . في حين أن مقسوم

الأرباح للشركات سوف ينخفض وينمو ببطأ عند التحرك باتجاهات ربحية منخفضة (Yazdi & Ardekani, 2014:151) ، ومن جانب أخر فأن مستثمري أسهم النمو يختارون الشركات على المدى الطويل على أساس توقع أن هذه الشركات ربما تغير هيكلها بسبب توقعات النمو المستقبلي . بينما يختار مستثمرو أسهم القيمة الشركات على المدى القصير للاستفادة من نشاط الأسعار الممكنة (Hoekian, 2011: 15) ، إذ غالباً ما تتم المقارنة بين أسهم النمو وأسهم القيمة وكثيراً ما تنتج المقارنات نتائج مختلفة فبعضها يعطي الأفضلية والتميز لأسهم النمو وأخرى لأسهم القيمة (Larson, 2005:1)

6-5 بعض المؤشرات الأساسية لقياس أسهم النمو

هناك مجموعة من المؤشرات التي تستخدم لقياس أسهم النمو والتي تستوعب خصائص هذه الأسهم .وقد بذلت جهود كثيرة منذ الستينيات وحتى اليوم لإيجاد هذه المؤشرات الأساسية وتطويرها وتشمل هذه المؤشرات :مضاعف الأرباح ، مؤشر نسبة PVGO ، مؤشر أمللنك ، مؤشر نسبة احتجاز الأرباح ، مؤشر كيف إضافة إلى مؤشرات أخرى أقل شيوعاً واستخداماً في مجال تصنيف أسهم النمو (Strahel, 2011: 29) (Hoekian, 2011 :17) (Cave , 1964: 1039) (الأعرجي،150:2003) (الشيخ،73:2002-74) (العامري، 2010 :-497 496)

1- النمو الصفري (Zero Growth)

يتميز النمو الصفري بأن مقسوم الأرباح المتوقع يبقى ثابتاً بدون نمو ويسمى نموه صفرياً . وهذا يعني أن مقسوم الأرباح السنوي الآن يساوي مقسوم الأرباح في كل من السنوات القادمة (الشماع،481:1992). أي إن معدل النمو في مقسوم الأرباح يكون صفراً (Megginson et al, 2010:133) أو بعبارة أخرى حصول حامل السهم على توزيعات بمقدار ثابت عبر الزمن وفي ظل هذه الفرضية فأن قيمة السهم ذو النمو الصفري تساوي (Brealy et al , 2006 : 68-69)

$$P^{\wedge} = D/r_s \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-1)$$

إذ إن:

معدل العائد المطلوب = rs

مقسوم الأرباح = D

القيمة المتوقعة للسهم = $P^{\wedge}$

وتستخدم المعادلة أخر مقسوم أرباح تم دفعه لحامل السهم ويمكن من خلالها استخراج معدل العائد المتوقع باستخدام المعادلة أدناه:

$$r^{\wedge}=D/P_0 \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-2)$$

وهكذا لا تبدو هناك صعوبة في تسعير السهم الذي تتسم تدفقاته المستقبلية بالثبات، فالمتغيرات المطلوبة هي التوزيعات الحالية وهي معروفة على وجه اليقين ، ثم معدل الخصم أي معدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يتحدد بمقتضى نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية Pricing Model Capital Asset(CAPM) وإذا ما كان السهم يباع في السوق بسعر أعلى حينئذ تعتبر قيمته مغالى فيها (Overvalued) وينصح المستثمر بعدم شرائه بل وبيعه أذا كان يملكه أما أذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة المحسوبة بالمعادلة (1-1) فهذا يعني أن السهم يباع بأقل مما ينبغي (Undervalued) حيث تكون النصيحة هي عدم التصرف بالسهم بل وينصح المستثمر بشراء المزيد منه أذا ما توفرت الموارد المالية الكافية، وفيما يتعلق بمعادلة استخراج معدل العائد المتوقع المذكورة أعلاه معادلة (2-1) فأن المنطق الذي يستند عليه هذا المدخل مؤداه أن المستثمر لا يملك التحكم بالقيمة السوقية للسهم ، فهو يقبلها كما هي (Price Taker) ومن ثم عليه أن يقوم بحساب العائد المتوقع أذا ما أشترى السهم بالسعر السائد في السوق، ثم يقارن المعدل المحسوب بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار فإذا كان الأخير أكبر فأن ذلك مؤشر على أن القيمة السوقية للسهم مغالى فيها والعكس صحيح (هندي،2010:319ـ320) وفي العديد من شركات الأعمال تلتزم إدارات تلك الشركات بسياسة توزيع أرباح ثابتة من حيث مبلغ مقسوم الأرباح، أي أنها تقوم بتوزيع الأرباح ولكن لا يوجد نمو أو زيادة في تلك الأرباح الموزعة وبالتالي فأن النمو فيها صفري. ويعني ذلك أن قيمة توزيعات الأرباح في كل سنة مساوية لقيمة توزيعات الأرباح في السنوات الأخرى (العلي،2010:313) وتتميز أسهم النمو الصفري بأنها أسهم عادية تكون مقسوماتها المستقبلية غير متوقعة لتنمو ، وعند حصول حامل السهم على مقسوم أرباح فأن مقسوم الأرباح يبقى ثابت في المستقبل طول مدة بقاء الشركة(Besley & Brigham, 2008 : 274-275).

2- النمو الاعتيادي أو الثابت (Constant, Or Normal Growth)

يتوقع المستثمرون بصورة عامة زيادة الأرباح ومقسومات الأرباح لبعض الشركات في كل سنة، وبشكل أساسي الحصول على مقسوم أرباح كمعدل ثابت أو ما يسمى اعتيادي (طبيعي) من3ـ5% في كل سنة على العكس من النمو الصفري . ويسمى نموذج النمو الثابت بنموذج (جودران) نسبة للعالم (جودران) الذي طوره ويستخدم هذا النموذج لإيجاد قيمة السهم الذي يتوقع

أن يشهد نمواً ثابتاً، ومن عيوب هذا النموذج أنه يفترض أن كل الشركات توزع أرباح وأن الأرباح السنوية محتومة كما أنه يتجاهل كل العوامل الأخرى عدا الأرباح المؤثرة في سعر السهم ويفترض أن قيمة السهم دالة للأرباح فقط وهذا افتراض غير منطقي (Besley&Brigham , 2008 : 276-275) وأفترض جودران أن مقسوم الأرباح النقدي للسهم الواحد ينمو بمعدل ثابت وعلى وفق الآتي:

$D_1=D_0(1+g)$..... (1-3)

$D_2=D_0(1+g)_2$.

.

.

$D^{\infty}=D0(1+g)^{\infty}$

وإن القيمة الحقيقية للسهم:

$$V_0 = P_0 = \frac{D_r}{K-g} \quad \text{.....(1-4)}$$

إذ إن :

V_0= قيمة السهم .

P_0= سعر السهم خلال الفترة

D_1= مقسوم أرباح السنة الأولى

K= معدل العائد المطلوب

g= معدل النمو لمقسوم الأرباح

وان قيمة السهم العادي مع نمو مقسوم الأرباح بمعدل ثابت

$$P_0 = \frac{Div}{(K-g)} \quad \text{.....(1-5)}$$

هذه الصيغة لحساب القيمة الحالية للنمو الدائم Growing Perpetuity (العامري ، 2010 :485-484) وتتوقع معظم الشركات أن تنمو أرباحها ومقسوم أرباحها من سنة لأخرى كما يتوقع بوجه عام أن يتزايد مقسوم الأرباح بنسبة تعادل تقريباً نسبة نمو الناتج القومي للدولة

،بالأسعار الجارية (أي نسبة نمو الناتج القومي الإجمالي الحقيقي+ التضخم) (الشماع، 1992:483) .

3-نموذج النمو المتعدد (The Muitiple Growth Model)

تمر الشركات بصورة نموذجية بشكل دائم بدورة حياة مماثلة لدورة حياة الظواهر الطبيعية الأخرى، حيث إن العديد من الشركات في بداية حياتها تنمو بأنماط مختلفة قياساً بالشركات العاملة بالاقتصاد ككل . ويفترض نموذج النمو المتعدد ثبات معدل النمو في مقسوم الأرباح بنمط محدد بعد انقضاء فترة زمنية معينة. وفي الجزء الأخير من دورة حياة الشركة سوف يكون هنالك هبوط في النمو ويترك فجوة كبيرة بين النمو في الاقتصاد ونمو الشركة . ويمثل النمو الفائق النمو في الشركات التي لا تطابق فيها(أو تماثل) النمو في الاقتصاد ككل ، أي النمو بشكل أسرع أو أبطأ بالمقارنة مع النمو في الاقتصاد ككل(Besley & Brigham , 2008 : 275-276) وترتبط حالة النمو غير الثابت بالشركات حديثة الإنشاء . ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه الشركات نحو أعادة استثمار الأرباح المتولدة ، بينما يندر أجراء توزيع الأرباح . وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ الشركة في أجراء توزيعات بمعدلات تأخذ بالتزايد من سنة إلى أخرى . وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع الشركة البقاء عليه في المدى الطويل ، وحينئذ يستقر معدل النمو (هندي ،327:2010) ويمر نموذج النمو الفائق بمرحلتين (TssGm) وهما الفترة الفائقة أو غير العادية والفترة العادية . أذ تُمثل الفترة الأولى عدم استقرار نمو مقسوم الأرباح النقدي والفترة الثانية ثبات النمو لمقسوم الأرباح ، وبذلك تمثل فترة النمو غير العادية معدل النمو الثابت الذي يستمر لبضع سنوات أما الفترة العادية فتمثل معدل النمو الذي تلي نهاية مرحلة النمو غير العادي والى ما لا نهاية ، ويتميز النمو الفائق بأنه يعطي للشركة ميزة نمو فوق المتوسط للإيرادات ومعدلات الأرباح وتشير النظرية الاقتصادية أن هذه الميزة هي دورة حياة الشركة وهي الخطوة الأولى نحو النضج والتميز (Weaver &Weston , 2008 : 270-271) .

$$V=VT_{-} + VT_{+} \quad \text{.....(1-6)}$$

إذ إن :

V= القيمة الحقيقية للسهم

VT_{-}= القيمة الحقيقية لمقسوم الأرباح لفترة النمو السالب

VT_{+}= القيمة الحقيقية لمقسوم الأرباح لفترة النمو الموجب

ويتم حساب القيمة الحالية لمقسوم الأرباح لفترة النمو المتقلب على وفق الصيغة الآتية :

$$VT_{-} = \sum_{t=1}^{T} \frac{D_1}{(1+k)^1} \quad \text{.....(1-7)}$$

فيما يتم حساب القيمة الحالية لمقسوم الأرباح لفترة النمو الثابت على وفق الصيغة الآتية:

$$VT_{+} = \sum_{t=1}^{T} \frac{D_{T+1}}{(K-g)(1+K)} \quad \text{.....(1-8)}$$

وبتعويض المعادلة رقم (1-7) و(1-8) في المعادلة (1-6) فأن القيمة الحقيقية للسهم العادي تتحد على وفق الصيغة الآتية :

$$V = \sum_{t=1}^{T} \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_{T+1}}{(K-g)(1+K)^T} \quad \text{.....(1-9)}$$

كما يمكن حساب سعر السهم بأية سنة باستخراج مقسوم أرباح سنوات النمو الفائق وباستخدام المعادلة أدناه : (Besley & Brigham, 2008:281)

$$D_t = D_0(1 + gsuper)^t$$

وتتلخص خطوات استخراج سعر السهم ذو النمو الفائق بما يأتي:

(Besley & Brigham, 2008:280-282)

1- حساب مقسوم أرباح سنوات النمو الفائق بموجب المعادلة أعلاه فلو كان ذلك المقسوم على سبيل المثال 1.60 دولار ومعدل النمو الفائق 30% أستمر (3) سنوات وعاد لوضعه الطبيعي 5% وكان معدل كلفة الأموال 20% فأن سعر السهم يحسب كالآتي :

$$\widehat{D}_1 = 1.60(1.30)^1 = 2.08$$
$$\widehat{D}_2 = 1.60(1.30)^2 = 2.704$$
$$\widehat{D}_3 = 1.60(1.30)^3 = 3.515$$

ولأن السنة الثالثة هي آخر سنة من سنوات النمو الفائق كما تم افتراضه فأن مقسوم أرباح السنة الرابعة سيكون بحسب ما يأتي:

$$\widehat{D}_4 = 3.515(1.05)^1 = 3.6910$$

ثم نستخدم هذا المقسوم لحساب سعر السهم عند السنة الثالثة كالآتي:-

$$\widehat{P}_3 = \frac{D_4}{r-g} = \frac{3.691}{20-0.05} = 24.6$$

وإذا ما رغب المستثمر بمعرفة سعر السهم الحالي (وليس بعد ٣ سنوات) ،فإنه يستطيع خصم التدفقات النقدية للحصول على سعر هذا السهم وكالآتي :-

مجموع التدفقات النقدية $3.515 + 42.6 = 28.12$ بضربها بمعامل

$$P=28.12(.5787)=16.27$$

وبإضافة هذا الرقم إلى القيمة الحالية لتدفقات الأرباح في سنوات النمو الفائق سيكون سعر السهم 19.885دولار

$$P_v(P_{stuck}) = 2.08(0.833) + 2.7(0.694) + 28.12(0.5787)$$

4- مؤشر مضاعف الأرباح

يعد مؤشر P/ E من المؤشرات ذات الأهمية الكبيرة لقياس الاستثمار بالأسهم . إذ يمكن استخدامه لقياس أداء الشركات وذلك من خلال التنبؤ بمعدلات نمو الأرباح المتوقعة لها واستخدامه مؤشراً لتوقيت السوق واتجاهه عند ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم في الأسواق المالية. ويحسب مؤشرُ(P/ E) بقسمة سعر إغلاق السهم في السوق المالية ويرمز له بالرمز P على ربحية السهم الواحد ويرمز له بالرمز EPS وفق الصيغة الآتية :

$$P/E = \frac{P}{EPS(E)} \quad \text{.....(1-9)}$$

وتحسب ربحية السهم الواحد EPS (Earning Per Share) وفق الصيغة الآتية :

$$EPS(E) = \frac{N_I}{S} \quad \text{.....(1-10)}$$

إذ أن:

NI= صافي الدخل

S= عدد الأسهم المصدرة

وتعطي هذه النسبة التي تسمى (المضاعف) أيضا مؤشراً بمدى ارتباط سعر السهم بأرباح الشركات حيث تشير زيادة النسبة إلى انخفاض العوائد والعكس صحيح ويرى البعض أن انخفاض النسبة يعبر عن التسعيرة المعقولة للأسهم ، في حين تشير النسبة المرتفعة عن

التسعيرة العالية للأسهم . وأشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين مؤشر(P/E) ومعدلات نمو الشركة المتوقع في المستقبل، فينظر لهذه النسبة من جانب أخر كنسبة استرداد للمبلغ المستثمر أصلاً ذلك أن انخفاض ناتج النسبة مؤشر على استعادة أسرع لرأس المال بالمقارنة مع ارتفاع ناتج النسبة.

5-مؤشر نسبة PVGO

Present Value Growth Opportunities

يستمد النموذج افتراضاته من طبيعة العلاقة بين الأرباح المستقبلية والفرص الاستثمارية المتاحة، إذ أن الزيادة في الأرباح المستقبلية ترتبط بمدى توفر الفرص الاستثمارية المستقبلية وهي الفرص التي تمتلك صافي قيمة حالية موجبة تجعل من الزيادة في سعر السهم تعكس كافة حقائق الاستثمارات المخططة ، والتي توفر معدل عائد متوقع أكبر من معدل العائد المطلوب نتيجة زيادة المنافع المتحققة من تلك الاستثمارات في ضوء القيمة الحالية لفرص النمو وفي مثل هذه العلاقة تجعل قرار المبادلة بين توزيع الأرباح واحتجازها يتحدد باتجاهات الإدارة نحو الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، ويتضح مما تقدم أن لهذا النموذج طريقة لتقدير القيمة الحقيقية للسهم عن طريق تقدير القيمة الحالية للأرباح المتوقعة من الفرص الاستثمارية، بما فيها الأرباح المحتجزة التي يعاد استثمارها وعلى وفق الصيغة الآتية :

$$V = P_0 = \frac{EPS_1}{k} + PVGO \quad \text{.....(1-11)}$$

إذ إن :

EPS1= ربحية السهم الواحد المتوقعة

K= معدل الخصم

PVGO= القيمة الحالية لفرص النمو

وعليه تحسب القيمة الحالية لفرص النمو(PVGO) كالآتي:

$$PVGO = \frac{NPV_1}{K - g} \quad \text{.....(1-12)}$$

إذ إن :

NPV1= صافي القيمة الحالية للاستثمارات في أول مدة

Ks= معدل الخصم

معدل نمو الأرباح g=

وتكون (PVGO) موجبة فقط أذا استطاعت الشركة أن تعيد الاستثمار في فرص تحقق عوائد أفضل من تلك التي تتحقق عبر العمليات الاعتيادية للشركة ، أي إن الاستثمار في مشاريع ذات عوائد أكبر من معدل العائد المطلوب وبقيمة حالية موجبة .

6- قياس أسهم النمو على وفق مؤشر نسبة احتجاز الأرباح

يمثل احتجاز الأرباح المصدر الأساسي لنمو الأرباح ويتعاظم أثره خاصة في أسهم النمو التي لا تدفع أي جزء من أرباحها على شكل مقسوم، وتعيد استثمارها بالكامل. حيث يتحقق النمو إذا تم استثمار الأرباح في المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجب أو مساوي للصفر. وتحسب كالآتي:

$$\frac{EPS}{r} = \frac{\text{Div}}{r} \quad \text{.....(1-13)}$$

إذ إن:

أرباح السهم الواحد EPS=

مقسوم أرباح السهم الواحد Div=

7-قياس أسهم النمو على وفق نموذج (Amlings)

يعتمد هذا النموذج على استخدام مدة تنبؤ لثلاث سنوات لقياس أسهم النمو باعتبار أن هذه المدة تلائم أسهم النمو أكثر من غيرها ، إذ يرى بأن نموذج الثلاث سنوات هو أكثر واقعية وهو طويل بما يكفي للتخلص من تقلبات السوق وقصير بما يكفي لكي يكون قابلاً للتنبؤ . حيث يركز مضمون هذا النموذج على استخدام مقياس مختلف لنمو أرباح ومقسوم أرباح السهم الواحد باعتبار أن سهم النمو بموجب هذا النموذج يجمع بين القيمة الحالية لمقسوم الأرباح والقيمة الحالية لأرباح السهم الواحد بحسب الآتي :

$$V0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_0(1+gd)^t}{(1+t)^t} + \frac{E_0(1+ge)^3(P/E)_3}{(1+K)^3} \quad \text{.....(1-14)}$$

إذ إن:

القيمة الحالية للسهم V_0=

مقسوم الأرباح في السنة صفر D_0=

معدل نمو مقسوم الأرباح g_d=

معدل الخصم K=

أرباح السهم الواحد في السنة صفر E_0=

معدل نمو أرباح السهم الواحد g_e=

أرباح السهم الواحد في السنة الثالثة E_3=

السعر المتوقع للسهم في السنة الثالثة P_3=

ويحسب وفق الصيغة الآتية :

$P_3=E_3(P/E)_3$

8- مقياس أسهم النمو على وفق نموذج (Caves)

يسعى نموذج (Caves) لإيجاد قيمة سهم النمو وقياسه عن طريق ضرب مضاعف الأرباح في أرباح السهم الواحد :

$$P=\frac{E(1+r)^r}{(1+r)^N}=mE \quad \text{.....(1.15)}$$

إذ أن:

قيمة سهم النمو P=

أرباح السهم الواحد E=

معدل الخصم r=

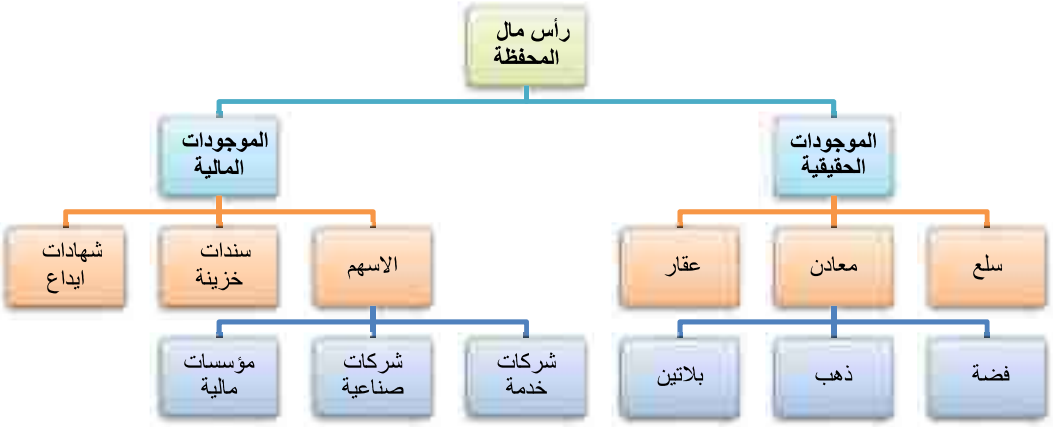
وقد أشار (Caves) إلى أن أرباح السهم الواحد هي العامل الأكثر أهمية لأنها تمثل مصدراً للنمو المستقبلي للأرباح ولمقسوم الأرباح عبر استثمار الأرباح غير الموزعة إضافة لتمثيلها مصدر للقدرة الحالية على دفع مقسوم الأرباح من خلال تأكيد النموذج على أرباح السهم الواحد.

المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي للمحفظة الاستثمارية

2-2 المحفظة الاستثمارية

2-2-1 مفهوم المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة الاستثمارية

عرفت المحفظة الاستثمارية (Portfolio) في حقل الاستثمارات المالية بأنها مجموعة من الموجودات المالية والمادية التي يمتلكها المستثمر مثل الأسهم والسندات والعقارات وغيرها (Mayo, 2008: 8) أما (Jordan & Jr, 2008: 360) فقد عرف المحفظة المالية بأنها مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر . وقد أشار أليها (Wagman, 2015 :1) بأنها مجموعة مختارة من الأسهم ذات الأوزان المختلفة المخصصة لكل سهم. ويرى (Besley & Brigham, 2008:317) بأنها مجموعة من الأوراق المالية أو الموجودات الاستثمارية، ويعتقد (Parkes & Huberman, 2001: 124) بأنها زيادة العوائد المتوقعة على المدى البعيد. وأشار (مطر ،107:2009) على أن المحافظ الاستثمارية تختلف في تنويع أصولها ، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية (Real Assets) مثل الذهب ، العقار، والسلع وغيرها و يمكن أيضاً أن تكون جميع أصولها مالية (Financial Assets) كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والخيارات الأخرى، وفي الأعم الأشمل تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي تجمع بين الأصول الحقيقية والمالية وكما في الشكل (1-1):



الشكل (1-1) نموذج المحفظة الاستثمارية

المصدر: (مطر ، محمد ،**إدارة الاستثمارات : الإطار النظري والتطبيقات العلمية** ،(2009) ، ط 5 ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، الأردن) .

حيث تقوم المحفظة الاستثمارية بوصفها مدخلاً للاستثمار بتخفيض مخاطر الاستثمار من خلال نظريات التنويع الذي سوف نتناولها لاحقاً وكما يلي :

1-نظرية المحفظة التقليدية Traditional ProtfolioTheory

قبل أن يضع ماركويتز مقالته الرائدة سنة 1952 حول المحفظة الاستثمارية كان هناك اعتقاداً شائعاً بأن توزيع المخاطر يمكن أن يتحقق من خلال التنويع الذي يتيح للمستثمر تقدير المخاطر والعوائد المتوقعة للمحافظ الاستثمارية من خلال شراء محفظة تحتوي على عدد كبير من الأسهم بحيث يتم اختيارها من قطاعات اقتصادية مختلفة وتم التقاط هذه الفكرة الرائدة بدقة من المقولة القديمة (لا تضع كل البيض في سلة واحدة) وبالتالي فأن التنويع يزيد من كفاءة المحفظة ويحد من مخاطرتها ويحسن معدل العائد لأنها لو تركزت في قطاع اقتصادي واحد أو قطاعات متشابهة فأنها ستكون عرضة لمؤثرات اقتصادية متشابهة وهذا ما يؤدي إلى أن يكون أداء مثل هذه المؤسسات متشابهاً (Aleemkhanm, 2011:19)، ولكن عندما تكون الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية من قطاعات اقتصادية مختلفة فأن هذا سيؤدي إلى تعرضها لمؤثرات اقتصادية مختلفة، ومن ثم فإن عائد المحافظ الاستثمارية سيظهر تقلباً أقل عبر الزمن (Reilly & Brown, 2002:211) وتعطي هذه النظرية أهمية كبيرة للانحراف المعياري في قياس مخاطرتها (Gangadhar & Bahu, 2006:206) .

2- نظرية المحفظة الحديثة Modern Portfolio Theory

هي نظرية معيارية أو نموذج استثماري يفترض أن المستثمر عقلاني باتخاذ القرارات المالية باستخدام التنويع الذي أقترحه (هاري ماركويتز) عام 1952 للحصول على المحفظة المثالية.

تعتقد النظرية أن قرارات المستثمرين تستند على توزيع الأموال المخصصة للاستثمار على المخاطر والعوائد من خلال تنويع الموجودات المختلفة (Lind & Nystromy, 2010:10) مثل الأسهم والسندات والعقارات وبالضرورة سيخلق التنويع مزايا انخفاض المخاطر السوقية فضلاً عن المخاطر الخاصة بالشركات (Marling & Emanuelsson, 2012 : 2) حيث يستخدمها المستثمرين الماليين لإدارة المخاطر وتعظيم أداء المحفظة (Beltran, 2008 :18) وتعتبر من النظريات التي تساعد المستثمر على تصنيف وتقدير والسيطرة على نوع وحجم المخاطرة والعائد من خلال تحليل الموجودات وتحديد العائد وتحديد مؤشرات المخاطر المرتبطة بالموجودات بشكل مفصل يتيح له تشكيل مجموعات مختلفة من الأوزان مما يؤدي إلى تحديد المخاطر المرتبطة والعائد المتوقع مع الافتراض أن المستثمرين يرغبون التعويض بعائد متوقع مقابل تحملهم للمخاطرة (Separately, 2011 : 10) وتعطي هذه النظرية أهمية كبيرة لمعامل بيتا في قياس مخاطرتها (Gangahar & Bahu, 2006:314).

لقد تطورت المحفظة الحديثة وأصبحت لها قواعد وأصول علمية تهدف بالنهاية إلى حماية المستثمرين من أي مفاجآت غير متوقعة قد تحدث بأسعار الأوراق المالية ومن ثم تقلب عوائدها. ولعل من أبرز مساهمات هذه النظرية تطوير طرق قياس المخاطرة من خلال استخدام الطرق الإحصائية والمعادلات الرياضية التي كان ينظر أليها في الماضي على أنها من الموضوعات التي يصعب تمثيلها بأرقام مجردة (جابر،1989:252).

3- المحفظة الكفوءة Efficient Portfolio

قد ذهب (ماركويتز) في مقالته الرائدة سنة 1952 ومن ثم كتابه اللاحق سنة 1959 أبعد من تفسيره للكيفية التي تخفض بها مخاطرة المحفظة من خلال التنويع المدروس، حيث قدم المحفظة الكفوءة باعتبارها المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة أو التي تحقق أعلى عائد ممكن بأدنى مستوى من المخاطرة . حيث أوضح (ماركويتز) أنه بعدد محدد من الأوراق المالية يمكن بناء عدد كبير من المحافظ الاستثمارية، وأن اهتمام المستثمرين ينص على مجموعة محددة من المحافظ الكفوءة تشكل منحنياً يسمى الحد الكفوء (Efficient Frontiers) ومن هذا المنحني يستطيع المستثمر أن يختار محفظته الكفوءة ، ليتلائم مع معدل العائد الذي يفضله ومستوى المخاطرة التي يستطيع تحملها (العلي ،1997:5) ؛ ولأن الهدف الأساسي لكل مستثمر هو جعل محفظته كفوءة باعتبار أن هذه المحفظة تقدم مستوى معين من المخاطرة عند أعلى العوائد، ومستوى معين من العوائد عند أقل مخاطرة (Gitman & Zutter 2010: 213 ,)؛ ولهذا حظي هذا النوع من المحافظ بقبول عدد كبير من الأكاديميين والمتخصصين في أدارة المحافظ الاستثمارية من الناحية النظرية بوصفها مدخلاً بديلاً عن الاستثمار في الموجود المنفرد ألا أن تطبيقها كان بطيئاً إلى حد ما، ويعزي الباحثون السبب في

ذلك لاحتساب عدد كبير من الفوائد المتوقعة ومخاطرة جميع الأوراق المالية المرشحة للمحفظة واستخراج التباينات المشتركة لكل زوج من الأوراق المالية لضمان شرط الأمثلية (Optimality) أو الكفاءة التي يتطلب تطبيق بعض التقنيات الرياضية مثل مضاعف لاكرانج (Lagrangiun Multiplier) أو البرمجة الخطية التربيعية (quadratic Programming) من أجل تحقيق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد وتحقيق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة (سمايقة،2:2005) .

2-2-2عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية

2-1 العائد

أولاً: العائد المتوقع (Expected return)

هو متوسط العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر من عملية الاستثمار (Elton & Gruber, 1995 : 175) ويرمز للعائد المتوقع بالرمز (Er) أو (r^) (Blanzenko & Fu, 2009 :4) وهو يشير إلى معدل العائد المتوقع تحقيقه من الاستثمار ويعني هذا متوسط قيمة التوزيع الاحتمالي للنتائج، حيث يمثل العائد المتوقع حاصل ضرب العائد في احتمالية وقوعه ويحسب حسب الصيغة الآتية: (Besley & Brigham, 2008 : 309-310)

$$\hat{r}\ \text{Expected return} = \hat{r} = p_1 r_1 + p_2 r_2 + p_3 r_3 + \ldots . p_n r_n = \sum_{i=1}^{n} P_i r_i \quad \ldots\ldots (1.16)$$

إذ أن :

P_i= احتمالية العائد الممكن

r_i= العائد المتوقع

n= عدد الاحتمالات للعائد الممكن

ثانياً :العائد المطلوب (Required return)

هو أدنى معدل عائد يجب الحصول عليه على الأقل لتغطية كلفة التمويل (Besley & Brigham, 2008 : 450) أو هو ذلك العائد الذي يحفز المستثمرين لشراء موجودات معينة ولكن مقابل ذلك يتم تعويض المستثمر عن تحمل المخاطرة وتأجيل استهلاكه الحالي للمستقبل وبالتالي تكون لدى المستثمر قاعدة قرار أساسية يستند عليها للمقارنة مع العائد المتوقع فإذا كان العائد المطلوب أعلى من العائد المتوقع فأن هذا سيكون حافز أساسي بالنسبة للمستثمر لشراء الموجود . أما أذا كان العائد المطلوب أقل من المتوقع فيحدث العكس ويتكون هذا العائد من جزئين : (Mayo, 2008 : 147)

1- معدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة مثل حوالات وسندات الخزينة وغيرها .
2- علاوة المخاطرة وتمثل العائد المضاف على المعدل العائد الخالي من المخاطرة والذي يحتاجها المستثمرون للتعويض عن المعدل المتوقع للتضخم وبقية المخاطر الأخرى مثل مخاطر العجز والسيولة فضلاً عن التقلبات في أسعار الأوراق المالية ويحسب كما في المعادلة الآتية (Besley & Brigham, 2008 : 330) (1-17)

$$RRR=r_{RF}+(r_m-r_{RF})\beta \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-17)$$

إذ إن :

RRR= معدل العائد المطلوب

R_{RF}= العائد الخالي من المخاطرة

r_m= عائد السوق

β= بيتا

أو بحسب الصيغة الآتية: (Memenamin , 1999 : 212)

Required rate of Return=Risk free rate of return+risk premium x β..... (1-18)

ويمكن الحصول على (Risk premium) من الصيغة الآتية: (Jordan&Jr ,2008:358)

Risk premium= Expected return –Risk-free rate ..... (1-19)
For the Market

ثالثاً : عائد المحفظة (Portfolio return)

هو المتوسط المرجح لعوائد الاوراق المالية المكونة لها (Omisore el at , 2012 : 23)
وتوجد طريقتان لحساب عائد المحفظة :

الطريقة الأولى: يمثل عائد المحفظة ببساطة المتوسط الموزون لعوائد الموجودات المكونة للمحفظة وهذا الوزن يمثل وزن الاستثمار في كل ورقة مالية من الوزن الكلي للاستثمار (Besley &Brigham, 2008 : 318)

$$R_p = \sum_{i=1}^{N} W_i R_i \quad \text{.....(1-20)}$$

إذ إن:

R_P= عائد المحفظة

W_i= نسبة الاستثمار في الورقة المالية (i)

R_i= عائد الورقة المالية (i)

N= عدد الموجودات في المحفظة

الطريقة الثانية : في حالة وجود مشاهدات تاريخية أو عدم وجود التوزيعات الاحتمالية، فإن عائد الورقة :- (العلي ، 2010 : 219-220)

$$R_p = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{n} \text{.....(1-21)}$$

إذ أن :

R_i= التدفقات النقدية (الإيرادات) التاريخية

n= عدد المشاهدات

رابعاً : العائد المتحقق (معدل العائد على الاستثمار)

هو العائد الذي أكتسب فعلاً أو العائد الذي حصل عليه المستثمر من الاستثمار ويختلف هذا العائد عن العائد المتوقع حيث يتكون من جزئين هما العائد الرأسمالي والإيرادي (Besley & Birgham, 2008 : 318) ويحسب العائد الرأسمالي حسب الصيغة الآتية (Gitman , 2009 : 230-228)

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{(t-1)}}{P_{(t-1)}} \quad \text{.....(1-22)}$$

إذ أن:

R_{it}= العائد المتحقق للسهم (i)في المدة (t)

P_t= متوسط سعر السهم (i)في المدة (t)

$P_{(t-1)}$= متوسط سعر السهم (i)في المدة(t-1)

خامساً : العائد الكلي (Total return)

يمثل العائد الكلي مقياس لأداء الاستثمار ويتكون من الدخل المدفوع زائد المكاسب، أو الخسارة في رأس المال الأساسي خلال فترة معينة ويحسب بالصيغة الآتية:

(Smart et al,2009:245-246)

Total Return =Dividend + Capital gain or (loss).....(1-23)

$=D+(P-P_B/ P_B)$

2-مخاطرة الاستثمارات المالية

2-1 مفهوم المخاطرة

تتعرض الاستثمارات إلى عدة أنواع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقآ لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية، ولأن العلاقة تكون طردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة فقد أصبح موضوع المبادلة بين العائد والمخاطرة Risk and Return Trade-off ودرجتها وتحليلها جوهر القرار الاستثماري وهذا يعني صعوبة دراسة العائد بمعزل عن تحديد المخاطرة (الزبيدي، 2004 :518) وتعرف المخاطرة على أنها عدم القدرة على التنبؤ بالعوائد المستقبلية من الاستثمار أو أن العوائد المتحققة لا تكون كما هو متوقع (Omisore et al , 2008 : 23) حيث تمثل المخاطر قياس لحالة عدم التأكد التي ترافق العوائد (Mayo , 2008 : 8) وأشار أليها (Besley & Brigham, 2008:186) بأنها انحراف في العائد المتوقع عن العائد المرغوب أو احتمال عدم الحصول على العائد المرغوب من الموجودات المالية. أما قاموس (Webster) فقد عرفها بأنها التعرض الى خسارة أو ضرر ناتج عن وقوع أحداث غير مرغوب فيها .

2-2 تفضيلات المخاطرة

يصنف المستثمرون وفقآ لقدرتهم في مواجهة المخاطر الى ثلاثة أنواع موزعة على النحو الآتي:

(Gitman & Zutter, 2010 : 310) (الزبيدي،519:2004)

1- الباحثين عن المخاطرة (Risk Seekers)

وهم المستثمرون الذين يقبلون المخاطرة العالية أملاً بالحصول على عائد عالٍ .

2- المتجنبين للمخاطرة (Risk averses)

يسمى المستثمرون هنا بالمتجنبون للمخاطرة ويفضلون الحصول على استثمارات ذات مخاطرة أدنى بدلاً من الحصول على استثمارات عالية المخاطرة.

3- المحايدون (Risk Neutral)

ويسمى المستثمر وفقآ لهذا النوع بالمستثمر غير المكترث بالمخاطرة (Risk Indifferent) إذ يختار الاستثمارات مستنداً على وارداتها المتوقعة دون أن يكترث بالمخاطرة . ويميل هذا النوع من المستثمرين دائماً نحو الاستثمارات ذات العوائد المتوقعة العالية.

2-3 أنواع المخاطرة

أختلف الكتاب والباحثون فيما بينهم من حيث تصنيف أنواع المخاطرة ، فصنفوها إلى أنواع متعددة ولكن التصنيف المعاصر للمخاطرة يستند إلى نظرية المحفظة والذي يأخذ به كل من الماليين والمستثمرين حيث تصنف المخاطرة بموجبه إلى ثلاثة أنواع هي المخاطرة النظامية واللانظامية والكلية وتدخل ضمن هذه المخاطر مخاطر أخرى وكالآتي :

1- المخاطرة النظامية Systematic Risk

تشير المخاطر النظامية إلى العوامل التي تؤثر على مجمل عوائد الاستثمارات القابلة للمخاطرة فمثلاً عندما يكون أداء السوق مرتفع ترتفع أسعار معظم الأوراق المالية بحيث ترتبط المخاطر النظامية مع تقلبات الأسعار في مخاطر أمن السوق (Mayo , 2008 : 18)، ويسمى هذا النوع من المخاطر بمخاطر السوق وتؤثر على عدد كبير من الموجودات (Jordan & Jr, 2008 :393)، ويؤثر هذا النوع من المخاطر على السوق ككل بحيث لا يقتصر تأثيره على شركة معينة وبذلك تؤثر على النظام الاقتصادي، وتتميز بأنها غير قابلة للتنويع ومن أمثلتها مخاطر الحروب والتضخم والأزمات المالية (Beasly & Brigham, 2008 : 324)، وتحسب المخاطرة النظامية حسب الصيغة التالية : (Fabazzi et al, 2003:147)

$$\text{Systematic Risk}=\beta^2\sigma^2M \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(1-24)$$

إذ إن :

Systematic Risk= المخاطرة النظامية

β^2= مربع معامل بيتا

تباين عائد السوق $\sigma^2M=$

أما (β) فيمكن استخراجها من خلال المعادلة الآتية: (Ross et al,2007:368) (Brek&Demarzo,2007:380)

$$\beta_i = \frac{P_{im}(\sigma_i\sigma_m)}{\sigma_m^2} \quad \text{.....(1-25)}$$

إذ إن:

بيتا السهم	$\beta_i =$
الارتباط بين عوائد السهم وعوائد السوق	$P_{im} =$
الانحراف المعياري لتحركات الأسهم أسعار	$\sigma_i =$
الانحراف المعياري لتحركات أسعار السوق	$\sigma_m =$
تباين عائد محفظة السوق	$\sigma_{m=}^2$

2-المخاطر اللانظامية Unsystematic Risk

تشير المخاطر اللانظامية إلى التغير الكلي للعوائد بسبب عوامل خاصة من نوعها تتعلق بالشركات مثل سوء الإدارة وضعف الكفاءة الإدارية (Hiriyapp , 2008 : 134) تؤثر على موجود واحد وليس على جميع الموجودات أو تؤثر على مجموعة صغيرة من الموجودات، وتسمى بالمخاطرة الخاصة بالموجودات (Jordan & Jr, 2008 393) وترتبط هذه المخاطر بالشركات لأسباب عشوائية ويمكن تجنبها بالتنويع (Beasly & Brigham, 2008 : 324) وتعرف بمخاطرة الشركة حيث تحدث بين الشركات التي تعاني من اختلافات في القرارات المالية وكذلك عند ظهور تغيرات قانونية على الشركة وفشل البحث والتطوير أو فقدان العقود الرئيسية للشركة حيث تؤثر هذه الأحداث على الشركة بصورة رئيسية (Kierkegaard, 2006: 15-11) ويمكن التعرف على النوع من المخاطرة من خلال الصيغة الآتية : (الحكيم،43:2009)

$$\sigma_e=\sigma^2_m-\beta_{PO}M \quad \text{.....(1-26)}$$

إذ إن :

تباين محفظة السوق	$\sigma^2_m=$
تباين المخاطرة النظامية	$\beta_{PO}M=$
المخاطرة اللانظامية	$\sigma_e=$

فضلاً عن هذه المخاطر هنالك مخاطر أخرى تتمثل بالآتي : (Hiriyapp, 2008 : 162) (Levy & Post, 2005:757) (الخفاجي، 2006: 27)

1- المخاطر السياسية : ترتبط هذه المخاطر بالقرارات المتعلقة بالعوامل السياسية أي التغيرات غير المتوقعة للحكومات، والأنظمة، والقوانين الحكومية أي إنها متعلقة بالإجراءات التي تتخذها الحكومة مثل معدل الضريبة والسياسة النقدية والسياسة المالية ومراقبة الاملاءات الإدارية ، لقد أضحت دراسة المخاطر السياسية عنصراً جوهرياً في تقييم الاستثمارات الدولية في إطار المبادلة بين العائد، والمخاطرة، وترشيح مجموعة البلدان القابلة للاستثمار وتعرف على أنها (احتمالية أن تتسبب القوى السياسية بتغيرات متطرفة (Drastis changes) في بيئة أعمال الدولة بما ينعكس بتأثيرات ضارة على أهداف وأرباح مشروعات الأعمال).

2- المخاطر الإدارية : هي عملية مستمرة بسبب التغيرات المستمرة التي تحصل في محفظة المستثمر أو موجودات المحفظة حيث يشير هذا النوع من المخاطر إلى عدم كفاءة الإدارة مما يتسبب في خسائر الشركة .

3- المخاطر التسويقية : يشير هذا النوع من المخاطر إلى خسارة، أو فقدان السيولة، أو فقدان القيمة في التحويلات من موجود إلى آخر .

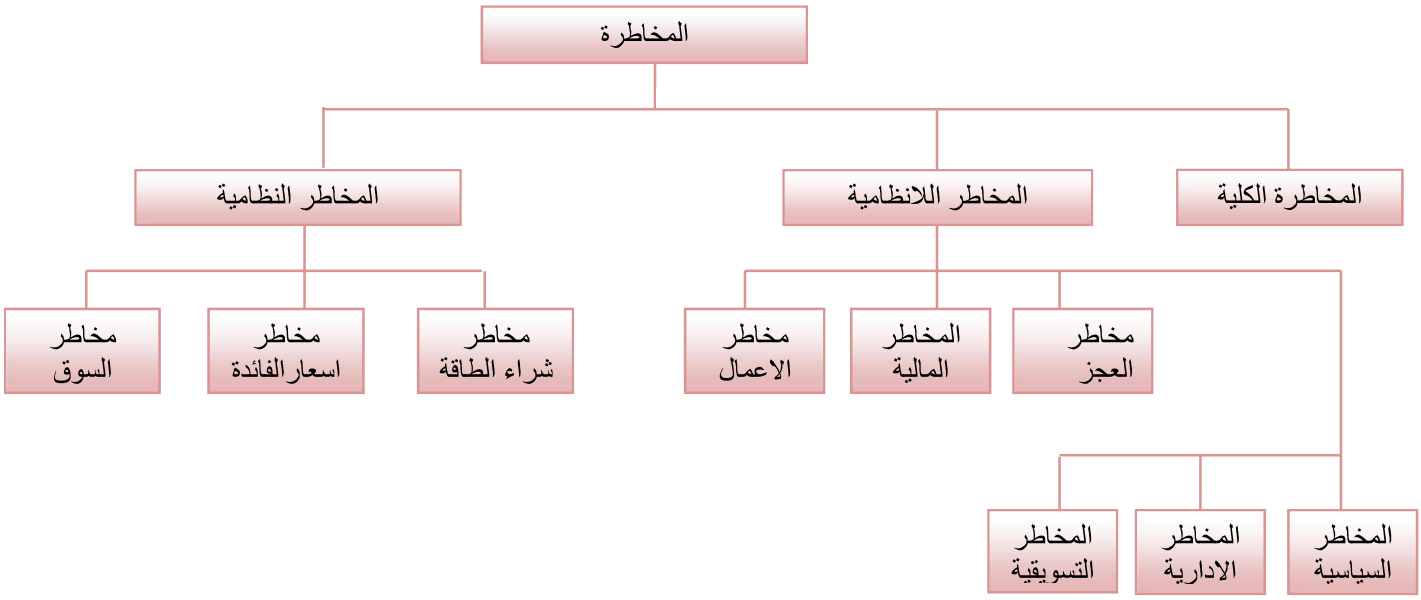
3- المخاطر الكلية Total Risk

هي التباين الكلي في معدل العائد على الموجودات أو المحفظة حيث تشير المخاطرة الكلية إلى عدم التأكد أو التقلبات بسبب عوامل الأمن الخاصة والعامة بحيث يدمج هذا النوع من المخاطرة بين المخاطرة النظامية واللانظامية (Hiriyapp , 2008 : 134) وتقاس وفقاً للصيغة الآتية : (Jordan &Jr , 2008 : 395)

Total Risk = Systematic risk + Unsystematic risk.....(1-27)

(Non diversifiable risk)+ (diversifiable Risk)

Market-related frim-specfic



الشكل (2-1) تصنيفات المخاطرة

Source: (Hiriyappa B. , (2008) , **Investment Management** , Published by New Age International , Daryaganj, New Delhi) .

(بتصرف من قبل الباحثة)

6- نماذج بناء المحفظة الاستثمارية

تتمثل نماذج بناء المحفظة الاستثمارية بالآتي :

1- نموذج ماركويتز Markowitz Model

وضع هذا النموذج من قبل ماركويتز، ويعد من النماذج الرائدة والمهمة للمحفظة الاستثمارية . حيث سعى ليحقق افتراضات أساسية أهمها أن هدف المستثمر هو تعظيم العائد المتوقع للمحفظة لأي مستوى من المخاطرة والتعرض لأقل مخاطرة عبر مستوى معين من العائد كون المستثمر متجنب للمخاطرة بطبيعته وعقلانياً في أتباع سياسة متنوعة واضحة من خلال الاعتماد على معلومات استثمارية دقيقة (Paudel & Koirala, 2006 : 20-19) وقد ركز ماركويتز على عدد من الافتراضات الخاصة بالسلوك الاستثماري للمستهلك كان أهمها: (Dileep & Rao, 2013 : 49)

1- يفضل المستثمرون العائد الاعلى على الاقل ويفضلون المخاطرة الادنى على الاعلى.
2- قياس مخاطر المستثمرين يرتكز على تباين الاستثمار، أو الانحراف المعياري له.
3- يسعى المستثمرون لتحقيق أقصى قدر من العوائد المتوقعة .

4- يتخذ المستثمرون القرارات بالاعتماد على العوائد ومخاطر الاستثمار كونهما متلازمان لا يتحققان في نفس الوقت ألا نادراً، ويحسب نموذج ماركويتز عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية كالآتي : (الخفاجي،2006:97-98)

$$Rp = \sum w_i r_i \quad \text{.....(1-28)}$$

إذ إن:

R_P= عائد المحفظة

W_i= نسبة الاستثمار في الورقة المالية (I)

R_i= عائد الورقة المالية (i)

$$\sigma p = \left[\sum_{i=1} w_i{}^2 \sigma i + \sum_{i=1}^{n} aiai \sum_{j=1}^{n} w_i w_j a_i \sigma_j \sigma_{ij} \right]$$

إذ إن:

σp= مخاطرة المحفظة.

σ_i^2= تباين عائد الورقة(i)

σ_{ij}= تباين مشترك بين معدلات العائد المتوقع (i) من الأوراق المالية.

2- نموذج توبن Tobin Model

ساهم (Tobin) بإضافة افتراض أخر لنماذج بناء المحفظة ألا وهو أمكانية المستثمر للإقراض Lending والاقتراض Borrowing بمعدل عائد خالي من المخاطرة (Rf) وأن تباين هذا العائد سيكون مساوياً للقيمة المتوقعة لذلك فأن التباين المشترك بين الموجودات الخالية من المخاطرة وموجودات أخرى يساوي صفر (عبد الرسول،2011:41) إذ تتكون المحفظة من عائد يمثل المعدل الموزون للمحفظة والذي عند إضافة (Rf) له لن يغير معادلة عائدها ويحسب عائد ومخاطرة المحفظة حسب نموذج توبن والمكون من موجود خطر (2) وأخر عديم المخاطرة (1) كالآتي : (Paudel & Kairala, 2006 : 22)

$$Rp = w_1 r_1 + w_2 r_2 \quad \text{.....(1-29)}$$

إذ إن :

الوزن المستثمر $w_1=$

معدل العائد المتوقع على الموجود $r_1=$

3- نموذج شارب Sharpe Model

حاول وليم شارب (William Sharpe) في هذا النموذج تبسيط عملية تخفيض وإدخال البيانات وتبويبها لنموذج (Markwits) للتوصل الى حل وللتقليل إلى حد كبير من هذه البيانات والمتطلبات لتسهيل العمليات الحسابية من خلال الربط بين مؤشرات السوق وعوائد الأوراق المالية (Paudel & Kairala, 2006 : 20-19) ويعرف نموذج شارب بنموذج المؤشر الواحد حيث يقوم على فكرة أساسية هي أن التحركات في سوق الأوراق المالية تؤثر على جميع الأسهم بشكل عرضي، إذ يستعمل النموذج كممثل للعامل المشترك العام، فعندما يتحرك مؤشر السوق صعوداً فأن معظم الأسهم تميل للزيادة وعندما ينخفض مؤشر السوق تميل معظم الأسهم للانخفاض (Dileep & Rao, 2013 : 48) ويحسب هذا النموذج عائد ومخاطرة المحفظة كما يلي: (العلي، 138:2002) (الخفاجي، 19:2008)

$$R(p)=\alpha(p)+\beta(p)R(m).....(1-30)$$

إذ إن :

معدل العائد المتوقع للمحفظة $R(p)=$

إحصائياً يمثل حد التقاطع للمحفظة الاستثمارية $\alpha(p)=$

أما مالياً فيمثل معدل عائد المحفظة المتوقع عندما تكون العائد المتوقع لمحفظة السوق صفراً ويحسب كالآتي :

$$\beta(p)=\sum_{i=1}^{n} W_{(i)}\alpha_{(i)}$$

أما مخاطر المحفظة الكلية مقاسه بالتباين التي تتكون من مجموع المخاطرة النظامية والمخاطرة واللانظامية فتحسب على النحو الآتي:

$$\sigma^2(p)=\beta^2p\sigma^2(Rm)+\sigma^2(ep).....(1-31)$$

إذ إن :

المخاطرة النظامية للمحفظة $= \beta^2 p\ \sigma^2(Rm)$

تباين حد الخطأ العشوائي للمحفظة $= \sigma^2_{(ep)}$

أما من الناحية المالية فتمثل المخاطرة اللانظامية (أو المتبقية من المخاطرة الكلية بعد طرح المخاطرة النظامية)، أي أنها الجزء من المخاطرة الكلية الغير مرتبطة بتحركات محفظة السوق حيث تعرف بأنها المخاطرة القابلة للتنويع .

4- نموذج التدريج البسيط Simple Ranking Model

وظف (ألتون وزملائه) معيار ترينور لتدريج الأوراق المالية المرشحة لتضمينها في المحفظة وفي اختيار الأوراق المالية ثم استخراج الأوزان لتحقيق أمثلية محفظة جميع المستثمرين الكفوءة (C)، ومعيار ترينور عبارة عن نسبة استخدمت أساساً في مقارنة أداء المحافظ الاستثمارية حيث كانت تعد (R_P-R_F/B_p) المرتفعة أفضل من الاستثمارية ذات النسبة المنخفضة، وهكذا كان يتم تدريج المحافظة تنازلياً حسب الأفضلية في ضوء هذه النسبة من المحفظة. أي حسب أداء المستوى المتحقق (العلي،32:1997) ويعد نموذج التدريج البسيط من النماذج الأساسية لبناء المحفظة الكفوءة واختيارها ويتميز هذا النموذج بالبساطة في الفهم والتطبيق، إذ يعتمد على تدريج الأوراق المالية وترتيبها. حيث أعتمد هذا النموذج على افتراضات نموذج (Sharpe) الإحصائي ومعادلاته الرياضية في استخراج قيم العائد والمخاطرة وبالتالي فأن المرحلة الأولى عند بناء المحفظة الكفوءة لجميع المستثمرين تشابه المرحلة الأولى لنموذج (Sharpe)، أما تطبيق المرحلة الثانية فيؤدي إلى اختلاف في بناء المحفظة حيث يستند النموذج في هذه المرحلة على أبسط الطرق الحسابية دون الحاجة إلى أجراء عمليات رياضية معقدة أو استخدام أجهزة الحاسب الآلي (Ealeset et al, 1995: 161-160) وتبنى المحفظة حسب هذا النموذج باستخدام العلاقة الآتية : (Elton & Gruber, 1995 :188-187) (Paudel & Koirala, 2006 :) (Bason , 2004 : 85) (22

$$C_i = \frac{\sigma_m[^2 \sum_{i=1}^{i} \frac{(R_i - R_{i^-})\beta_i}{\sigma^2_{ei}}}{1 + \sigma^2_m \sum_{i=1}^{i} \frac{\beta^2_i}{\sigma^2_{ei}}} \quad \text{.....(1-32)}$$

إذ إن :

C_i= خصائص الورقة المالية(i)

σ^2_m= تباين مؤشر السوق

σ^2_{ei}= الورقة المالية التي لا ترتبط مع مؤشر السوق (المخاطرة غير النظامية)

R_i= العائد المتوقع.

R_F= معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$\beta_{i=}$ البيتا و هي مقياس المخاطرة النظامية.

وبعد الحصول على خصائص الورقة المالية (C_i) يتم تحديد أعلى قيمة لها بعد ترتيب وتصنيف الأوراق المالية ومن ثم مقارنة (C_i) مع العوائد المضافة للبيتا في كل وحدة ومن ثم اختيار الورقة المالية ذات القيمة الأكبر من (C) لتدرج في المحفظة المثلى والتي تكون فيها نسبة (R_i- R_F/β_i) أكبر من نسبة حد قطع أخر سهم يتم ضمه الى المحفظة المثلى ويتم استخراج نسبة الاستثمار كالآتي :

$$Weight\ of\ security\ i(Xi) = \frac{Zi}{\sum_{i=1}^{n} Zi}$$

Zi= القيمة العددية الصحيحة لوزن الموجودات والتي ضمت إلى المحفظة المثلى

وبقسمتها على (Z) نحصل على الوزن النسبي لأي منها ويستخرج (Z) للسهم حسب الصيغة الآتية:

$$Zi = \frac{\beta_i}{\sigma^2_{ei}}\left[\frac{R_{i-}R_F}{\beta_i} - C^*\right] \quad \text{.....(1-33)}$$

C= حد القطع الأمثل.

σ^2_{ei} = المخاطرة اللانظامية للورقة المالية (i).

المبحث الثالث : تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

3-3 تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

3-3-1 مفهوم تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

يختلف أداء المحافظ الاستثمارية من محفظة لأخرى باختلاف نوع المحافظ فقد تكون المحفظة خاصة يكونها المستثمر بنفسه أو تكونها له شركة من شركات أدارة المحافظ وهي الشركات التي تبنى وتدير محافظ مستقلة لعملائها أو قد تكون محفظة عامة (public portfolio) تكونها محافظ الاستثمار حيث تطرح أسهمها للجمهور للاكتتاب (هندي، 397:2010). ويتوقف نجاح المحفظة الاستثمارية على المنهج العلمي في إداراتها مع توافر الكوادر الفنية لاتخاذ قرارات استثمارية للمحافظة على جودة المحافظ الاستثمارية لأن عملية تقييمها تلعب دوراً مهماً في الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم (Argon & Fersor, 2007 : 89) ويعتقد بعض المستثمرين بأن عملية تقييم الأداء مرادفة لعملية قياس الأداء ولكن هذا الرأي ليس صحيحاً لأن قياس الأداء يعد جزءاً واحداً من مكونات تقييم الأداء (Levy & Post, 2005 : 764) ويعرف تقييم أداء المحافظ الاستثمارية على أنه تحديد الأداء الفعلي للمحفظة على وفق شروط العائد والمخاطرة، ومقارنة هذا الأداء مع محفظة مرجعية مناسبة ويعد تقييم أداء المحافظ الاستثمارية من المعايير التي تستخدم في تخصيص موجودات المحفظة (العامري،427:2012) ومن جانبه يعتقد (Jordan & Jr, 2008 : 414) بأنها عملية تقييم مدى نجاح المدراء الماليين في اتخاذ قرارتهم الاستثمارية التي تؤدي إلى تحقيق عوائد مرغوب بها مقارنة مع المخاطرة المقبولة .

3-3-2 مداخل تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

تختلف مداخل تقييم الأداء للمحافظ الاستثمارية وأهم هذه المداخل :

(Levy & Post , 2005 :766-746)

2-1مؤشرات الأداء المعدلة بالمخاطرة

Risk-adjusted performance indexes

هنالك العديد من الطرق والنظريات التي تناولت قياس العائد المتحقق في ضوء المخاطرة بحيث تركز هذه المقاييس على العوائد المعدلة بالمخاطرة لكي يكون تقييم الأداء أكثر تماسكاً .

2-2 المحفظة المرجعية Benchmark portfolios

كل عملية تقييم يجب أن تتضمن محفظة مرجعية وتعد هذه المحفظة من أبسط المداخل وأكثرها لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وتقييمها وتعكس وحداتها أهداف المستثمرين . إذ لا يمكن أجراء عملية تقييم لأداء المحافظ المختلفة من حيث تشكيلة الأوراق المالية ، كما لو تم مقارنة محفظة أسهم الشركات الصغيرة مع أسهم الشركات الكبيرة بمؤشر Standard & Poors500 لعدم ملاءمة المؤشر مع محفظة الأسهم الصغيرة .

3-3-3 أساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

هنالك أساليب مختلفة ومتعددة لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية ومن أهم هذه الأساليب:

3-1 تحليل نمط الأداء المستند على العائد (RBSA)

Return-Based Style Analysis

هي وسيلة من وسائل تحديد نمط المحفظة الاستثمارية من خلال تركيزها على تقييم العائد فقط بوصفه مقياساً لكفاءة الأداء، ويستند هذا النمط على الأفكار المقترحة من قبل شارب(1988-1992) وأن القياس الدقيق للعائد هو العائد الإجمالي حيث يحسب عن طريق جمع العائد الجاري والعائد الرأسمالي (Levy & Post, 2005 : 785) وتفترض هذه الطريقة عدم وجود تدفقات نقدية داخلة أو خارجة خلال فترة الاحتفاظ بها، ولكن هنالك مقاييس أخرى تستخدم لتحديد معدل العائد عندما تكون هنالك تدفقات نقدية داخلة، أو خارجة تؤثر على قيمة المحفظة (Solink, 2000:10)

1- معدل العائد الموزون بالنقد (MWR)

Mony_ Weighted Rate of Return

هو أداة التحليل المستخدمة في مجال التمويل ، ولكن المشكلة أنه لا يعطي نتائج أداء مستقرة جداً مقارنة بباقي الأدوات ويحسب كالآتي : (الجدوعي،56:2014)

$$MWR = \frac{V1 + Ct - V0}{V0 - 1/2Ct} \quad \text{.....(1-34)}$$

إذ إن:

V0= قيمة المحفظة في بداية الفترة

V1= قيمة المحفظة في نهاية الفترة

C_t = النقد المسحوب خلال الفترة

2- معدل العائد الموزون بالوقت (TWR)

Time-Weighted rate of Return

تعد هذه الطريقة ضرورية لمقارنة الأداء بين مدراء المحفظة، لأنها تهتم بقياس أداء المحفظة خلال الفترات الفرعية (Sub period) المتعاقبة (الخفاجي،2006:109) ويحتسب عائد الفترة الأولى: (Bodie et al, 2005: 863) (Bodie et al, 2009: 853)

$$1+Rp=\frac{V1}{V0} \quad \text{.....(1-35)}$$

وعائد الفترة الثانية

$$1+Rp\frac{V1}{Vt-Ct} \quad \text{..... (1-36)}$$.

إذ أن:

C_t= النقد المسحوب خلال الفترة

R_p= معدل عائد على المحفظة

Vt= القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة

V0= القيمة السوقية للمحفظة في بداية الفترة(القيمة الأولية)

وبالتالي فأن معدل العائد الموزون بالوقت الكلي سيساوي:

$$1+R=(1+Rp)(1+Rp+1)=\left[\frac{Vt}{Vt-Ct}\right] \quad \text{.....(1-37)}$$

2-3 نمط التحليل المستند على سياق الاحتفاظ بالأسهم (HBSA):-

Holding – Based Style Analysis

كل مستثمر يكون بحاجة إلى متابعة وفحص تركيبة المحفظة، وخواص كل سهم في المحفظة ويعتبر (HBSA) أسلوب لتحديد نمط المحفظة الاستثمارية من خلال دراسة خصائص الأوراق المالية (الأسهم) حيث يقوم المستثمرون بتقييم الأسهم كافة بشكل فردي طبقاً لمجموعة من القواعد، ومن ثم تجمع الأسهم للوصول إلى نمط المحفظة (Levy & Post, 2005 : 785-783) .

3-3 تحليل نمط الأداء المستند إلى العائد المعدل بالمخاطرة

Return Adjusted Risk–Based Style Analysis

يتطلب قياس أداء المحفظة الاستثمارية وجود عدة مقاييس ومؤشرات مركبة لتقييمها وفقاً لأدائها الاستثماري في ضوء بعدي العائد والمخاطرة ومن هذه المقاييس :

1- مقياس شارب للأداء

قدم شارب مقياساً لأداء المحفظة الاستثمارية بقسمة متوسط العائد الإضافي (عائد المحفظة- العائد الخالي من المخاطرة) على الانحراف المعياري للعائد خلال تلك الفترة (Vaari, 2008:16) حيث ركز على قياس المخاطر الكلية، للمحفظة بما في ذلك الانحراف المعياري وبذلك يحدد عائد المحفظة المعدل بالمخاطرة الكلية، ويقوم نموذج شارب على اساس قياس المخاطرة الكلية للمحفظة وعلى ذلك فأن نموذج شارب يحدد في الواقع العائد الاضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نضير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة حيث كلما زاد العائد الاضافي الذي تحققه محفظة الاوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية يكون أداء المحفظة أفضل (Wei,2013:18). ويعاب على نموذج شارب الآتي:

1ـ لا يمكن استخدامه إلا في المحافظ ذات الاهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من الأسهم والسندات.

2ـ يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة حيث أن المحفظة اساساً تقوم على فكرة التنويع وإذا توفر التنويع الجيد داخل المحفظة فأن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطرة المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا.

ويحسب وفقآ للصيغة الآتية : (Jordan & Jr, 2008:226) (Bodie et at,2011:850)

$$Si = \frac{\overline{Ri} - Rf}{\sigma i} \quad \text{.....(1-38)}$$

إذ إن:

Si= مؤشر Sharpe

$\overline{Ri}$ = متوسط العائد على المحفظة(i)

Rf= معدل العائد لخالي من المخاطرة

σi= الانحراف المعياري لمعدل عوائد المحفظة(i)

2- مقياس جنسن Jensen

قدم (جنسن) هذا المقياس سنة 1968 حيث عرف بمعامل الفا، وهو يستخدم على نطاق واسع لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وتعديل علاوة المخاطرة الخاصة بنموذج (CAPM) (Wei, 2013: 18) ويشار أليه بقيمة ألفا (Alpha) (α) إذ يقيس متوسط العائد على المحفظة ويتنبأ بـ CAPM، أي يتضمن تعديل علاوة المخاطرة الخاصة بنموذج (CAPM) للحصول على عائد أضافي ليكون دالة المخاطرة النظامية للمحفظة الاستثمارية، وتشير زيادته إلى أن عائد المحفظة أفضل من عائد السوق، أما انخفاضه فهو يدل على ضعف الأداء أي أن عائد المحفظة أقل من عائد السوق (Vaari, 2008 : 16) ويحسب وفقاً الصيغة التالية : (Jordan & Jr, 2008 : 427)

$$\alpha p = (Rp - Rf) - (Rm - Rf)\beta p \quad \text{.....(1-39)}$$

إذ إن :

معدل العائد على المحفظة $R_p=$

معدل العائد على محفظة السوق $Rm=$

معامل بيتا المحفظة مقياساً للمخاطرة $\beta p=$

3- مقياس ترينور للأداء Treynor

قدم Treynor مؤشراً للأداء وطوره سنة 1965 كمقياس لأداء المحفظة يشتمل على المخاطر المتحققة للمحفظة (Wei, 2013:2) إذ يقيم العائد الإضافي لكل وحدة واحدة من المخاطر ولكن بدلاً المخاطر الكلية يستعمل المخاطرة النظامية ويحسب وفقاً للصيغة الآتية : (NCFM , 2012 : 82) (Jones, 2000 : 584)

$$Tp = \frac{E(Rp - Rf)}{\beta p} \quad \text{.....(1-40)}$$

إذ إن :

مؤشر ترينور $T_p=$

معدل العائد على المحفظة $R_p=$

العائد الخالي من المخاطرة $Rf=$

معامل بيتا(p) $\beta_p=$

حيث كلما زاد العائد الاضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل ويعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال طريقة التنويع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء المخاطرة غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها.

4-مقياس M^2

اقترح هذا المقياس من قبل الباحثين (Graham & Harvey) في سنة 1994 إلا انه اكتسب شهرته بعد ذلك من قبل باحثين قاما بتطويره هما (Leah Modigliani) وجدها (Franco Modigliani) الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد وسمي (M^2)، لأن الحرف (M) تكرر في اسميهما (الخفاجي،111:2006) ويشابه هذا المقياس مقياس شارب من حيث تركيزه على التقلب الكلي كمقياس للمخاطرة لكن قياسه المعدل بالمخاطرة بالنسبة لأداء المحفظة الاستثمارية يتميز بسهولته بالنسبة لتفاوت واختلاف وتغير العائد قياساً بمؤشر شارب، لأنه يقوم بتحديد الفرق مع عائد المؤشر المرجعي (محفظة السوق)، وليس مجرد رقم مطلق كما هو الحال في مؤشر شارب .(Bodie et al , 2008 : 855) ويحب وفقاً للصيغة الآتية :

(Bodie et al, 2007:57)

$$M^2 = \overline{R}p - Rm \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (1-41)$$

إذ إن :

معدل عائد المحفظة المعدلة بالمخاطرة = $\overline{R}p$ فعلى سبيل المثال ليكن تقلب المحفظة (σp) مساوياً(42%) ومتوسط العائد على المحفظة (35%) ومعدل السوق في مؤشر مرجعي معين مثل مؤشر (Sharpe) أو(IFC)%28 مقابل تقلب(30%σ_{AP}) فان (M^2) يحسب كالآتي:

الوزن مستثمر في محفظة(موجودات خطرة) 30/42=0.714

الوزن المستثمر في موجودات عديمة المخاطرة 1-0.714=0.286

بعائد افتراضي 6%

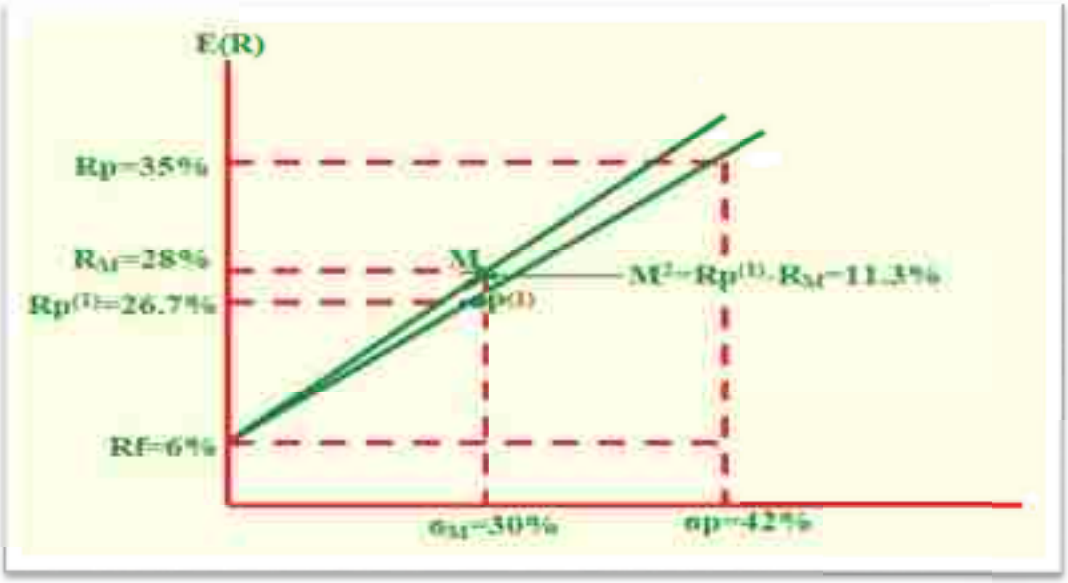
وبالتالي فأن عائد المحفظة يساوي :

(0.286*6%) + (0.714*35%) =26.7%

وعندما نطبق المعادلة (41-1) نحصل على M^2 :

$M^2=26.7\% - 28\%=-1.3\%$

يعني هذا أن أداء المحفظة المعدل بالمخاطرة هو أقل من أداء محفظة السوق بمقدار(1.3%-) وبهذه الطريقة يتم المفاضلة بين المحافظ على أساس قيم (M^2) الموجبة الأكبر. أما توضيحها بيانياً فيكون حسب الشكل الآتي :



شكل (3-1) مقياس M^2 لقياس أداء المحفظة

Source/Bodie ,Zvi , Alex Cane , Alan J , Marcus , Essential of Investment ", (2011) 9thed MC. Graw – Hill Companies, Ins .

الفصل الثاني

مراجعة بعض الدراسات السابقة منهجية الدراسة

المبحث الأول: مراجعة بعض الدراسات السابقة

المبحث الثاني : منهجية الدراسة

المبحث الثاني :منهجية الدراسة

بعد الانتهاء من الإحاطة بالمفاهيم النظرية التي أطرها الأدب النظري والدراسات السابقة أصبح هناك تصور واضح لهذه المنهجية حيث تعد أحدى الركائز الأساسية التي تربط بين المعرفة النظرية والمعرفة التطبيقية وتحاول تجسير العلاقة بينهما في أطار تكاملي وتتناول منهجية دراستنا ما يلي :-

2-1مشكلة الدراسة

يدخل الموضوع في أطار المحاولات البحثية الرامية إلى حل واحدة من أعقد الإشكاليات التي تواجه بناء المحافظ الاستثمارية ألا وهي محاولة الجمع بين زيادة عائد المحفظة وتقليل مخاطرها في أن واحد. حيث تناولت الدراسة قياس تأثير أسهم النمو وهي أسهم لها خصائص و(ملامح) معينة تميزها عن بقية الأسهم المدرجة في الأسواق المالية على كفاءة أداء المحافظ الاستثمارية لذا فأن الموضوع هو محاولة جديدة (لاختبار تجريبي) لواحدة من معايير بناء المحافظ الاستثمارية بهدف الإجابة على التساؤل الآتي :

(هل يؤدي التركيز على خاصية النمو للأسهم العادية في بناء المحافظ الاستثمارية إلى رفع أو زيادة كفاءة أداء تلك المحافظ من حيث زيادة العائد وتخفيض المخاطرة ؟)

2-2 أهمية الدراسة

تناولت هذه الدراسة موضوع مهم وحيوي وهو أسهم النمو وقياس تأثيرها على كفاءة أداء المحافظ الاستثمارية حيث يفضل المستثمرون في الغالب ـ بل يسعون ـ لزيادة كفاءة وفاعلية محافظهم الاستثمارية ، ولكنهم يصطدمون بأهداف متعارضة بل ومتقاطعة؛ لأن زيادة العائد يرتبط عادة بمخاطر أعلى تحد من جاذبية ذلك العائد لذا تتجلى أهمية الدراسة بمحاولتها لإيجاد حل لهذا التعارض بالتجريب ومن خلال الاستفادة من التمايز في خصائص أسهم النمو بشكل خاص ومحاولة ربط خاصية السهم بأداء المحافظ الاستثمارية من حيث زيادة العائد وتخفيض المخاطرة وعلى الرغم من أن موضوع أسهم النمو قد شغل حيزاً مهماً في أدبيات

الإدارة المالية فأن هناك قلة من البحوث التي حاولت الربط بين خاصية السهم، وأداء المحافظ الاستثمارية ، وخاصة في الأسواق الناشئة بما يساهم في إزالة التعارض في الأطر المفاهيمية لنظرية المحفظة الحديثة التي تفترض وجود علاقة طردية بين بعدي العائد والمخاطرة وهو ما يوفر بالنتيجة تبريراً موضوعياً ومنطقياً

لوجود هذه الدراسة التي تحاول اختراق تلك العلاقة وإثبات أن بالإمكان الربط بين العائد الأعلى، والمخاطرة الأدنى إذا تم اختيار مكونات المحافظ الاستثمارية بالتركيز على خاصية نمو السهم .

2-3 أهداف الدراسة

تتمثل أهداف هذه الدراسة في الآتي :

1- قياس تأثير التنامي الرأسمالي لسعر السهم على بناء المحافظ الاستثمارية المكونة لها في سوق العراق للأوراق المالية، وأي مقاييس النمو السعري أكثر قدرة في التأثير على المحافظ من حيث زيادة العائد وتخفيض المخاطرة .

2-استخدام عدد من النماذج الخاصة بقياس أسهم النمو للتوصل إلى بناء التشكيلة الأفضل لمحافظ الأسهم العادية على وفق تلك النماذج واختيار نموذج القياس الأفضل لبيئة الدراسة .

3- المساهمة الفكرية والنظرية بتسليط الضوء على خصائص الأسهم وربطها بأداء المحافظ الاستثمارية مع التركيز على خاصية النمو في تلك الأسهم، وإمكانية استثمارها في تطوير خصائص المحافظ الاستثمارية .

4-استنباط أهم الحقائق والنتائج التجريبية التي يمكن أن تدعم المعرفة النظرية، والتطبيقية في مجال الاستثمار بأسهم النمو السعري .

2-4 فرضيات الدراسة

تماشياً مع اشتراطات المنهج الإحصائي بوضع فرضيات العدم (النفي) لقبولها أو أثبات فرضيات الوجود افترضت الدراسة ما يأتي:

(لا يؤدي تركيب محفظة الأسهم العادية من أسهم النمو إلى تحسين خصائص محفظتها بالمقارنة مع محفظة السوق من حيث العائد والمخاطرة باستخدام مختلف مؤشرات القياس ، ويمكن أن تتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الآتية :

1- لا تتفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها على وفق مؤشر مضاعف الأرباح (P/E) الأعلى على أداء محفظة السوق أو أسهم المضاعفات الأدنى .

2-لا تتفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها على وفق قيم مؤشر (PVGO) الأعلى على أداء محفظة السوق أو قيم المؤشر الأدنى .

3- لا تتفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها على وفق مؤشر نسبة احتجاز الأرباح الأعلى على أداء محفظة السوق ونسبة الاحتجاز الأدنى .

4-كيف يمكن اختيار وفرز أسهم النمو عن غيرها من الأسهم وما هي الأساليب الكمية والاختبارية التي تساعد في تحقيق ذلك ؟

5- هل يؤدي استخدام نماذج مختلفة في فرز وقياس أسهم النمو إلى نتائج مختلفة على صعيد كفاءة أداء محفظة الأسهم العادية وأي النماذج أفضل في أطار زيادة عائد وتخفيض مخاطرة تلك المحفظة ؟

2-5 مجتمع وعينة الدراسة

اتخذت الدراسة من سوق العراق للأوراق المالية مجتمعاً لها وهو مؤسسة منظمة تنظيماً ذاتياً مستقل إدارياً ومالياً لا يستهدف الربح تعود ملكيته للأعضاء .حيث تأسس بموجب القانون المرقم (74) الصادر في 18 نيسان 2004 ، كان نشاط الاستثمار المالي في الأوراق المالية يقوم على مرحلتين مهمتين في العراق الأولى امتدت منذ عام (1992) ولغاية عام (2003) بموجب القانون المرقم (24) باسم سوق بغداد للأوراق المالية أما الثانية امتدت منذ عام (2004) بموجب القانون المرقم (74) الصادر من قبل سلطة الائتلاف المؤقتة حتى الوقت الحالي وسمي بـ (سوق العراق للأوراق المالية) إذ يقوم السوق على الأسس والتعليمات والأساليب المستخدمة في سوق بغداد وبنفس كوادره .ولغرض معرفة تطور سوق العراق للأوراق المالية باستخدام مؤشر عدد الشركات والجدول (2-2) يبين تطور الشركات في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2012) .

الجدول (2-2)

تطور عدد الشركات في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2012)

السنوات	الشركات المدرجة	التغير %	الشركات المتداولة	التغير %	الشركات المتوقفة
2005	85	6,25	80	35,5	5
2006	93	9,41	84	5	9
2007	94	1,07	85	-	9
2008	94	0,1	87	2,4	7
2009	95	0,3	89	1,3	7
2010	85	6,59	83	6,74	20
2011	87	2	83	-	22
2012	85	2,3	80	3,6	14

المصدر : بيانات سوق العراق للأوراق المالية .

يوضح الجدول (2-2) إن هناك تبايناً في عدد الشركات المدرجة في السوق فبعد إن كان عدد الشركات المدرجة في السوق (85) شركة في سنة 2005 ارتفع هذا العدد في سنة 2006 ليبلغ (93) شركة بنسبة زيادة مقدارها (9,41%) وأرتفع هذا العدد في سنة 2007 ليبلغ (94) شركة بنسبة (1,07%) وحققت نفس

مقدار الزيادة في سنة 2008 الذي بلغ (94)، ولكن بنسبة (0,1%) وأستمر هذا العدد بالزيادة ولكن بنسبة قلية حتى بلغ عدد الشركات المدرجة في سنة 2009 (95) شركة وبنسبة زيادة مقدارها (0,3%) ولكن السنوات (2010,2011,2012) شهدت انخفاضاً في عدد الشركات المدرجة بالمقارنة مع سنة 2009

وبنفس الحالة تنطبق على الشركات المتداولة أيضاً وقد قسمت الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية إلى ست قطاعات حسب دليل الشركات بعض المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وهذه القطاعات هي :

1- شركات القطاع المصرفي .
2- شركات قطاع التأمين .
3- شركات قطاع الخدمات .
4- شركات قطاع الاستثمار المالي .
5- شركات قطاع الصناعة .
6- شركات قطاع الزراعة .

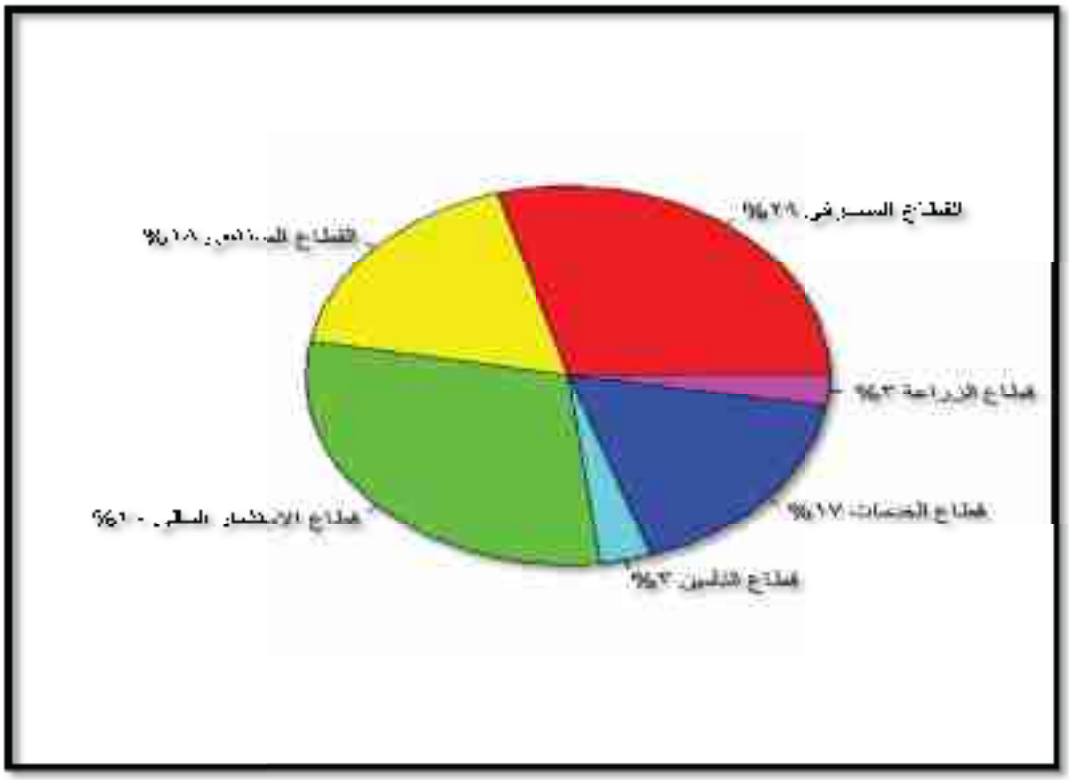
تمثل عينة البحث بعض أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لـ (6) قطاعات المدرجة في السوق عدا من استثناءات ليست كبيرة فرضها واقع أحجام بعض الأسهم عن التداول، أو بسبب حدوث انقطاعات متكررة في عمليات تداولها، فبعد إجراء المسح الدراسي للبيانات الشهرية لعينة الدراسة المتكون بالمتوسط (80) سهماً التي تم الحصول عليها من التقارير السنوية والشهرية الصادرة من سوق العراق للأوراق المالية، فقد حددت عينة الدراسة في اختيار الأسهم التي تحقق الحد الأدنى من المشاهدة الشهرية (96 مشاهدة) لكل سهم ومن ثم شملت العينة (30) سهماً أي بواقع (2880) مشاهدة شهرية للعينة ككل (30×96) خلال مدة الدراسة ويوضح الجدول (3-2) الشركات عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية حسب القطاعات الاقتصادية .

الجدول (3-2)

الشركات عينة الدراسة حسب القطاعات الأقتصادية

ت	القطاعات	ت	القطاعات
1	**القطاع المصرفي**	**4**	**قطاع الخدمات**
11	**المصرف التجاري**	41	**المعمورة العقارية**
12	**مصرف بغداد**	42	**العراقية للنقل البري**
13	**المصرف الإسلامي**	43	**البادية للنقل البري**
14	**مصرف الشرق الأوسط**	44	**الأمين العقارية**
15	**مصرف الاستثمار**	**5**	**القطاع الصناعي**
16	**مصرف بابل**	51	**المنصور الدوائية**
17	**مصرف الخليج**	52	**العراقية للسجاد والكاربت**
18	**مصرف الوركاء**	53	**بغداد لصناعة مواد التغليف**
19	**مصرف الموصل**	54	**الصناعات الكيمياوية**
2	**قطاع التأمين**	55	**الكندي للقاحات البيطرية**
21	**الأمين للتأمين**	56	**صناعات الأصباغ الحديثة**
22	**دار السلام للتأمين**	57	**العراقية لصناعة الكارتون**
23	**الأهلية للتأمين**	58	**الصناعات المعدنية والدراجات**
3	**قطاع الاستثمار المالي**	**6**	**قطاع الزراعة**
31	**الوئام للاستثمار المالي**	61	**الشرق الأوسط للأسماك**
32	**الباتك للاستثمارات**	62	**العراقية لإنتاج البذور**
33	**القمة للاستثمار المالي**	63	**العراقية للمنتجات الزراعية**

يلاحظ أن العينة شملت اختيار ستة قطاعات اقتصادية وكان عدد الأسهم لكل قطاع كالآتي : (9) أسهم لشركات القطاع المصرفي والتي شكلت (29%) من العينة، و(8) أسهم القطاع الصناعي شكلت (18%) من العينة و(4) أسهم لشركات قطاع الاستثمار المالي شكلت نسبة(30%)، من العينة وشكل قطاع التأمين نسبة (3%) من العينة، وأخيراً (3) أسهم لكل من شركات قطاع الخدمات، والقطاع الزراعي حيث شكل القطاع الأول نسبة (17%) من العينة والقطاع الثاني نسبة (3%) من العينة الشكل (2-2) يوضح بيانياً حجم مساهمة هذه القطاعات الاقتصادية في العينة .



الشكل(1-2)

القطاعات الاقتصادية الممثلة لعينة الدراسة

المصدر: من إعداد الباحثة

اعتمدت هذه الدراسة على صيغة الترميز للقطاعات (المصرفي ، التأمين ، الاستثمار المالي ، الخدمات ، الصناعة ، الزراعة) لسهولة الإشارة إلى أسماء الشركات عند تفسير نتائج التحليل، حيث يرمز لها بالرمز (1، 2 ، 3، 4، 5، 6) على التوالي ويكتب دائماً على اليسار رمز الشركة فيكون مثلاً (18) رقماً واحداً من اليسار رمز القطاع المصرفي، والأرقام التي بعدها تمثل تسلسل الشركة ضمن أسهم القطاع ويعني هذا الرقم مصرف الموصل وهكذا لبقية القطاعات وجاء الاعتماد على هذا الأسلوب من التصنيف الدولي الحديث للأنشطة الاقتصادية المعتمدة، والموضحة بشكل مفصل في دراستي (الأعرجي،112:2003) و(العامري، 1990: 100) .

2-6 مدة وبيانات الدراسة

اعتمد الجزء النظري للدراسة على مجموعة من الكتب العربية والأجنبية فضلاً عن الدراسات، والبحوث والمقالات المتوفرة في المكتبات والانترنيت، أما الجزء التحليلي من الدراسة فقد استقت الدراسة بياناتها من البيانات الرقمية التي تم الحصول عليها من موقع السوق الالكتروني، ودليل الشركات لسوق العراق للأوراق

المالية والمقابلات مع المسؤولين في السوق، والتقارير الشهرية، والسنوية التي يصدرها سوق العراق للأوراق المالية للمدة بين (2005-2012) فضلاً عن إسهام شبكة المعلومات الدولية (الانترنيت) في إثراء دراستنا الحالية بجزأيها النظري والتطبيقي .

2-7 إجراءات وأساليب الدراسة

1-حساب عوائد الأسهم للفترة (2005-2012) باعتماد طريقة عوائد فترة الاحتفاظ وحسب المعادلة رقم (1-22).

2- فحص الارتباطات بين معدلات سلسلة عوائد الأسهم العادية للسلسلة باستخدام الارتباط الذاتي (دربن-واتسون،D-W).

3- استخراج خصائص محفظة السوق والتي تتكون من جميع الأسهم المتداولة وفقاً للمشاهدات الشهرية واستخدامها في انحدار متوسطات العائد الشهرية للأسهم على المتوسطات الشهرية لمحفظة السوق، ومن ثم حساب معدلات العائد والمخاطرة النظامية واللانظامية لجميع الأسهم عينة الدراسة.

4- الأساليب والوسائل الإحصائية والبرامج الحاسوبية.

أ- اختبار الارتباط الذاتي (D-W).

ت-اختبار التباين (ANOVA).

ح-نموذج التدرج البسيط

5- عائد ومخاطرة السوق Market Risk & Return

أ- حسب عائد محفظة السوق من خلال قسمة العائد المتوقع لمحفظة السوق خلال الفترة الزمنية على عدد الشركات التي تداول أسهمها خلال تلك المدة كما في الصيغة الآتية:

$$\overline{R}_{mt} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_{it}}{\sum_{i=1}^{n} i}$$

ب . إما حساب مخاطرة السوق فأنه يتم من خلال حساب كل من :

1- التباين المشترك لكل زوج من الأسهم العادية وفقاً لأنموذج المؤشر الواحد من خلال الصيغة الآتية:

$$Cov(i,j) = \beta_i \beta_j \sigma_m$$

إذ إن:

$Cov(i,j)$ = التباين المشترك بين السهم(i) والسهم (j)

2- متوسط التباينات المشتركة بقسمة مجموع التباينات المشتركة بين كل زوج من الأسهم العادية على عددها ، والناتج يمثل تباين السوق البالغ (.0254)

6- متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة

يحتسب ($\overline{R_f}$) من خلال قسمة مجموع معدلات العوائد الشهرية الخالية من المخاطرة خلال فترة الدراسة على عددها وحسب الصيغة الآتية :-

$$\overline{R_f} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_f}{n}$$

إذ إن :

$\overline{R_f}$ = متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة

R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة الشهري

n= عدد الفترات

7- حساب النمو للأسهم

1- مؤشر مضاعف الأرباح حسب المعادلة (9-1)

2- مؤشر (PVGO) حسب المعادلة (12-1)

3- مؤشر نسبة احتجاز الأرباح حسب المعادلة (13-1)

8- اختبار الفرضيات من خلال المقارنة (من حيث العائد والمخاطرة) بين المحافظ الكفوءة التي تم بنائها على أساس معايير أسهم النمو والمحفظة المرجعية ومحفظة معاكس المعيار وبالنظر لتطابق بيانات الدراسة مع نموذج (شارب- لنتر) الذي يقيس استجابة تحركات عوائد السوق المالية لأحد مؤشرات السوق (The Market Index) باعتبار أن هذه التحركات يجسدها وفق افتراض النموذج الواحد مؤشر عام واحد فقد تم استخدام هذا النموذج لحساب عائد ومخاطرة المحفظة البسيطة والكفوءة مع الإشارة إلى أن حساب عائد ومخاطرة المحفظة سواء كانت بسيطة أو كفوءة يأخذ نفس الصيغة إلا أنها تختلف من حيث النسب المستثمرة وكما في المعادلة رقم (32-1) و(33-1).

9- هنالك العديد من الأساليب الرياضية التي تستخدم لاستخراج أوزان الأسهم العادية المكونة للمحفظة الكفوءة مثل البرمجة الرباعية، أو مضاعف لاكرانج، أو نموذج التدريج البسيط الذي تم توظيفه لبساطته وعدم حاجته إلى بناء نماذج رياضية معقدة حيث يستند هذا النموذج في قبوله لسهم معين على مقارنة ناتج $(R_i - RF/\beta_i)$ والذي يمثل العمود الأول من جدول بناء أوزان المحفظة الكفوءة مع حد القطع (Ci) الخاص بكل ورقة مالية والذي يمثل العمود الثامن من الجدول ويحسب وفق المعادلة (32-1).

10- معامل التحديد R^2 , Determination Coefficient

يوضح معامل التحديد مقدار ما يفسره المتغير المستقل من تذبذب أو اضطراب في المتغير التابع أي درجة مساهمة المتغير الأول (المستقل) في التغير الحاصل في المتغير الثاني (التابع) ويستخرج من تحليل جدول التباين (ANOVA) أو باستخدام الصيغة الآتية :(المشهداني وهرمز،340: 1989) (Jones , 2000 : 585)

$$R^2 = (R_{im})^2$$

إذ إن :

$(R_{im})^2$ = مربع معامل الارتباط بين عائد السهم (i) وعائد السوق(m)

حيث يمثل (i) المتغير المستقل و(m) المتغير التابع

11- مؤشر العائد إلى المخاطرة Return/ Risk Ratio

يمثل مؤشر العائد إلى المخاطرة النسبة المئوية للعوائد الكلية المتوقعة مقابل النسبة المئوية للمخاطرة الكلية مقاسه بالانحراف المعياري لكل محفظة، ويستخرج هذا المؤشر الذي يمثل معكوس معامل الاختلاف بقسمة معدل العائد المتوقع للمحفظة على مخاطرتها الكلية فإذا كان الناتج مرتفعاً فهو يدل على مبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة وهذا يعني زيادة وحدات العائد المتوقع مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة والعكس صحيح (الخفاجي، 142:2006) .

12- معامل الاختلاف C.V, Cofficient of Variation

يعد معامل الاختلاف من مقاييس المخاطرة ويستخدم للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية التي تختلف من حيث (العائد والمخاطرة) ويحسب كالآتي:

$$C.V = \frac{\sigma_{Ri}}{\overline{R}_i}$$

إذ إن :

الانحراف المعياري σ_{Ri} =

العائد المتوقع $\overline{R_i}$ =

13- قياس أداء المحافظ الكفوءة التي تم بناؤها على أساس نمو الأسهم وذلك باستخدام عدد من مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية وهي :

1-13 مقياس شارب Sharp's Measure حسب المعادلة (1-38)

2-13 مقياس جنسن Jensen's Measures حسب المعادلة (1-39)

3-13 مقياس ترينور Trenyor's Measure حسب المعادلة (1-40)

4-13 مقياس أم تربيع M^2 Measure حسب المعادلة (1-41)

الفصل الثالث

الجانب العملي للدراسة

المبحث الأول: فحص وتحليل الأسهم العادية

المبحث الثاني: بناء المحفظة الكفوءة واختبار الفرضيات

المبحث الثالث: تقييم أداء المحفظة الكفوءة للأسهم العادية

المبحث الأول : فحص وتحليل الأسهم العادية

١.اختبار الارتباط الذاتي

البيانات المستخدمة في هذه الدراسة هي بيانات اقتصادية تم جمعها على شكل سلسلة زمنية للفترة (2005 2012). وعند تحليل هذا النوع من البيانات عادة تواجه مشكلة تتمثل في خرق احد الفروض اللازمة لتطبيق المربعات الصغرى العادية على السلاسل الزمنية نتيجة لعدم استقلالية الأخطاء العشوائية، ومعنى الاستقلالية هنا أن الخطأ العشوائي في الفترة الزمنية (t) يجب أن يكون غير مرتبط بالخطأ العشوائي في الفترة الزمنية السابقة (t-1) وغير مرتبط أيضاً بالخطأ العشوائي في الفترة الزمنية اللاحقة (t+1).

أن وجود هذه المشكلة تؤثر على كفاءة بيانات السلاسل الزمنية وبالتالي يجب الكشف عنها ومعالجتها في حالة وجودها قبل تحليل القيم رياضياً أو إحصائياً من اجل الحصول على تقديرات كفوءة لا تشوبها الأخطاء الزمنية ولأن أكثر الاختبارات المستخدمة للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي هو اختبار ديربن واتسون واختبار مضاعف لاجرانج سوف نستخدم اختبار إحصائية ديربن – واتسون لغرض معرفة فيما إذا كانت البيانات تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي أم لا، وتنحصر قيمة اختبار ديربن واتسون بين (0)و(4) فإذا كانت قيمة الاختبار قريبة من (0) دل ذلك على وجود ارتباط ذاتي موجب في قيم السلسلة الزمنية وإذا كانت قيمة الاختبار قريبة من (4) دل ذلك على وجود ارتباط ذاتي سالب في قيم السلسلة الزمنية وفي كلا الحالتين يجب معالجة البيانات قبل إجراء عملية تحليل الانحدار، أما إذا كانت قيمة الاختبار قريبة من (2) دل ذلك على عدم وجود ارتباط ذاتي في قيم السلسلة الزمنية وبالتالي عدم الحاجة إلى معالجة البيانات.

قيم (ديربن واتسون) لعوائد الأسهم المستخدمة في هذه الدراسة تم حسابها وعرضها في الجدول (1-3)، ومن الجدول يلاحظ إن قيم ديربن واتسون محصورة بين (1.23) لمصرف الخليج و(2.61) للشركة العصرية الثانية وجميعها اقرب إلى الرقم (2) منه إلى الرقمين (0) أو(4) وهذا يعني أن بيانات الدراسة لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وبالتالي لا توجد حاجة إلى معالجة البيانات إحصائيا .

جدول (3-1)

قيمة إحصائية (ديربن– واتسون)

رمز الشركة	D-W	رمز الشركة	D-W
11	1.45	41	2.38
12	1.98	42	2.29
13	1.88	43	2.47
14	1.77	44	2.01
15	1.77	51	1.62
16	**1.23**	52	2.18
17	1.95	53	2.24
18	1.69	54	1.86
19	1.41	55	2.04
21	2.36	56	1.92
22	1.6	57	2.07
23	1.97	58	2.06
31	2.17	61	1.77
32	1.78	62	**2.61**
33	1.47	63	1.94

المصدر : الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS

2:- تحليل عائد ومخاطرة المحفظة

2-1:- تحليل عائد ومخاطرة محفظة السوق:

يتضح من جدول(2-3) أن معدل العائد السنوي لمحفظة السوق الذي حسب باستخدام المعادلة (18-1) كان متذبذبا بين الصعود والنزول خلال فترة الدراسة حيث حققت أسهم محفظة السوق أعلى مستوى لها بنسبة(22.6%) في سنة(2011) وبنسبة(18.5%) في سنة (2009) أما السنوات المتبقية فقد تراوح فيها العائد بين 00.7% في سنة 2006 و 12.0% في سنة 2012 في حين شهدت سنة 2005 خسارة بمقدار (-0.1%).

الجدول (2- 3)

معدل العائد السنوي لمحفظة السوق للفترة من (2005-2012)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	معدل عائد محفظة سوق	مخاطرة محفظة سوق
محفظة	-0.001	0.007	0.025	0.042	0.185	0.109	0.226	0.120	0.089	0.0057

3:ـــــتحليل العوائد على مستوى قطاعات السوق

3-1: عينة قطاع المصارف

جدير بالإشارة ابتداءً أن عائد السهم تم حسابه باستخدام المعادلة (1-16) علماً أن العائد الذي تم استخدامه هو العائد الرأسمالي دون التجزي للأسباب الآتية :

1-صعوبة الحصول على توزيعات الأرباح لكل الشركات المدرجة بالعينة حيث أن معظمها تحتجز الأرباح .

2- تأكيد الدراسات التجريبية على اهتمام أغلب المستثمرين بالعائد الرأسمالي أكثر من اهتمامهم بالتوزيعات أو العائد الإيرادي (Ritter &Silber , 1996 : 58) .

3- تأكيد (Sharp &Alexander) على أن إضافة العائد الإيرادي في التحليل، أو عدمه لا ينعكس بفروقات مهمة على دقة النتائج (Sharp & Alexander , 1990: 421) .

يبين الجدول (3-3) سلسلة متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع المصارف خلال المدة (2005-2012) ويلاحظ من متوسطات العوائد في العمود الأخير من الجدول أن مصرف الاستثمار(رمز 15) قد حقق أعلى معدل وقد بلغ (0.216) بالمقارنة مع متوسط عائد القطاع ككل والذي بلغ (0.147) يليه مصرف بغداد والمصرف الإسلامي إذ حققت أسهمهما متوسط العائد ذاته البالغ (0.158) على الرغم من تعرض المصرف الإسلامي للخسائر للفترة (2005-2007) ثم مصرفي الخليج والوركاء حيث حققت أسهمها نفس متوسط العائد أيضاً والذي بلغ (0.155) ثم مصرف الموصل (0.153) وقد حقق كل من مصرف بابل ومصرف الشرق الأوسط والمصرف التجاري أدنى معدل عائد بلغ على التوالي (0.132) (0.117) (0.082) مقارنة مع متوسط عائد القطاع، وأجمالاً يؤشر متوسط عائد القطاع المصرفي البالغ (0.147) نشاطاً ملحوظاً للصناعة المصرفية في العراق .

جدول (3-3)

متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع المصارف

رمز الشركة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
11	0.013	0.007	0.012	0.010	0.174	0.008	0.257	0.175	0.082
12	0.006	0.006	0.003	0.014	0.522	0.351	0.177	0.188	0.158
13	-0.003	-0.008	-0.014	0.156	0.247	0.158	0.577	0.152	0.158
14	0.002	0.000	-0.004	0.008	0.293	0.252	0.087	0.298	0.117
15	0.008	0.007	0.006	0.012	0.342	0.424	0.672	0.261	0.216
16	0.087	0.085	0.082	0.042	0.088	0.043	0.538	0.092	0.132
17	0.014	0.098	0.182	0.110	0.184	0.107	0.434	0.109	0.155
18	0.023	0.014	0.009	0.100	0.276	0.280	0.350	0.186	0.155
19	0.009	0.009	-0.002	0.005	0.512	0.016	0.338	0.337	0.153

المتوسط	0.018	0.024	0.030	0.051	0.293	0.182	0.381	0.200	0.147

المصدر : سوق العراق للأوراق المالية – تقارير سنوية مختلفة لسوق العراق للأوراق المالية – الإحصاءات الشهرية والسنوية وهكذا في الجداول اللاحقة .

3-2 عينة قطاع التأمين

يبين الجدول (3-4) سلسلة متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع التأمين خلال المدة (2005-2012)حيث يلاحظ من الجدول أن أسهم شركة دار السلام للتأمين حققت أعلى معدل عائد إذ بلغ (0.215) على الرغم من أن أسهمها قد تعرضت لخسائر للفترة (2005-2007) ويعود سبب زيادة متوسط سعر أسهمها إلى الزيادة المضطردة في سعر السهم خلال المدة (2008-2012) تليها شركة الأمين للتأمين حيث حققت أسهمها متوسط عائد بلغ (0.181)، أما أدنى عائد فقد حققته الشركة الأهلية للتأمين والذي بلغ (0.177) .

الجدول(3-4)

متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع التأمين

رمز الشركة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
21	0.025	0.022	0.022	0.031	0.445	0.108	0.513	0.282	0.181
22	-0.001	-0.039	-0.048	0.067	0.534	0.203	0.483	0.518	0.215
23	0.011	0.012	0.006	0.254	0.010	0.002	0.505	0.268	0.134
المتوسط	0.012	-0.002	-0.007	0.117	0.330	0.104	0.500	0.356	0.177

3-3عينة قطاع الاستثمار المالي

يبين الجدول (3-5) سلسلة متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الاستثمار المالي خلال المدة المبحوثة حيث يلاحظ من الجدول أن أسهم شركة القمة للاستثمار المالي (الرمز 33) حققت أعلى معدل عائد بلغ (0.187) بالمقارنة مع متوسط عائد القطاع البالغ (0.152) تليها شركة الوطنية للاستثمارات المالية: إذ حققت أسهمها متوسط عوائد بلغ (0.183) على الرغم من تعرض هذه الشركة للخسارة في سنة (2005)، أما أدنى مستوى عائد فقد حققته شركة المنصور للاستثمارات والذي بلغ (0.085) مقارنة مع متوسط عائد القطاع وتشير النتائج أجمالاً إلى تقارب تحركات أسعار أسهم هذا القطاع مع القطاع المصرفي لكن التحركات الموجبة لمتوسط سعر السهم في هذا القطاع كانت أقل مما هي عليه في قطاع التأمين .

الجدول (3-5)

متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الاستثمار المالي

رمز الشركة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
31	-0.005	0.003	0.091	0.006	0.498	0.191	0.509	0.173	0.183
32	0.030	0.028	0.032	0.038	0.197	0.036	0.196	0.120	0.085
33	0.008	0.005	0.003	0.096	0.181	0.265	0.675	0.262	0.187
المتوسط	0.011	0.012	0.042	0.047	0.292	0.164	0.46	0.185	0.152

3-4عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول(3-6) سلسلة متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الخدمات خلال مدة البحث حيث يلاحظ من الجدول أن أسهم شركة البابلية للنقل العام (الرمز 43) حققت أعلى معدل عائد (0.056) بالمقارنة مع متوسط عائد القطاع ككل و الذي بلغ (0.044) على الرغم من تعرض الشركة للخسائر للفترة (2006-2005) تليها شركة المعمورة العقارية، إذ حققت أسهمها متوسط عوائد بلغ (0.050) تليها شركة الأمين العقارية إذ حققت أسهمها متوسط عوائد بلغ (0.044) أما أدنى مستوى عائد فقد حققته الشركة العراقية للنقل البري، وقد كان (0.028) وهو دون متوسط القطاع المذكور.

الجدول(3-6)

متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الخدمات

رمز الشركة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
41	0.049	0.028	0.014	0.013	0.162	0.043	0.060	0.027	0.050
42	0.008	0.019	-0.008	0.074	0.116	0.022	-0.011	0.008	0.028
43	-0.003	-0.001	0.078	0.022	0.124	0.188	0.038	0.000	0.056
44	0.067	0.047	0.108	-0.027	0.057	0.048	0.043	0.005	0.044
المتوسط	0.030	0.023	0.048	0.020	0.115	0.075	0.032	0.010	0.044

3-5عينة قطاع الصناعة

يبين الجدول (3-7) سلسلة متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الصناعة خلال المدة المبحوثة حيث يلاحظ من الجدول أن أسهم شركة بغداد لصناعة مواد التغليف حققت أعلى معدل عائد حيث بلغ (0.030) بالمقارنة مع متوسط عائد القطاع ككل والذي بلغ (0.015) على الرغم من تعرض الشركة للخسائر في سنة2006 تليها شركة الكندي للقاحات البيطرية حيث حققت أسهمها متوسط عوائد بلغ (0.021)على الرغم من تعرض الشركة للخسائر خلال الفترة (2005-2007) تليها شركة الصناعات المعدنية والدراجات إذ حققت أسهمها متوسط عوائد بلغ (0.019)، أما أدنى مستوى عائد فقد حققته كل من شركة المنصور الدوائية والصناعات الكيمياوية وصناعات الأصباغ الحديثة والعراقية لصناعة الكارتون، والعراقية لتسجاد وانكاريت، حيث بلغ على التوالي (0.004)، (0.009)، (0.011)، (0.012) ، (0.013) مقارنة مع متوسط عائد القطاع الذي عرض أدنى متوسط عائد بالمقارنة مع

القطاعات الأخرى، وربما يعود السبب في ذلك إلى سياسة إغراق السوق وعدم قدرة المنتج المحلي على منافسة المنتجات المستوردة.

الجدول(3-7)

متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الصناعة

رمز الشركة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
51	-0.110	0.009	0.010	0.000	0.076	0.022	0.039	-0.014	0.004
52	0.000	0.022	0.008	0.009	0.037	0.011	0.015	0.002	0.013
53	0.023	-0.011	0.034	0.028	0.072	0.012	0.082	0.001	0.030
54	-0.074	-0.023	0.038	0.029	0.061	0.051	0.004	-0.011	0.009
55	-0.028	-0.002	-0.004	0.032	0.035	0.042	0.044	0.049	0.021
56	-0.046	-0.012	0.021	0.010	0.030	0.061	0.013	0.009	0.011
57	-0.030	-0.002	-0.032	0.000	0.129	0.005	0.001	0.026	0.012
58	-0.004	-0.062	0.061	0.042	0.063	0.016	0.008	0.025	0.019
المتوسط	-0.034	-0.010	0.017	0.019	0.063	0.028	0.026	0.011	0.015

3-6عينة قطاع الزراعة

يبين الجدول(3-8) سلسلة متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الخدمات خلال المدة (2005-2012) حيث يلاحظ من الجدول أن أسهم الشركة العراقية لإنتاج البذور حققت أعلى معدل عائد بلغ (0.034) بالمقارنة مع متوسط عائد القطاع ككل والذي بلغ (0.022) على الرغم من تعرض الشركة للخسارة في سنة 2006 تليها شركة الشرق الأوسط للأسماك حيث حققت أسهمها متوسط عوائد بلغ (0.032) على الرغم من تعرض الشركة للخسارة في السنوات (2012,2006,2005) :أما أدنى مستوى فقد كان من نصيب الشركة العراقية للمنتجات الزراعية حيث سجلت خسارة بمعدل (-0.001) مقارنة مع متوسط عائد القطاع، وتعكس ضعف أسعار أسهم هذا القطاع ومن ثم تدني عوائده أي ضعف الاهتمام بالقطاع الزراعي الذي يعاني من منافسة شديدة من المنتجات الزراعية للبلدان المجاورة وانفتاح السوق العراقية كلياً أمام هذه المنتجات .

الجدول (3-8)

متوسطات عوائد الأسهم المتحققة لقطاع الزراعة

رمز الشركة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	المتوسط
61	-0.048	-0.012	0.009	0.048	0.059	0.170	0.037	-0.005	0.032
62	0.022	-0.014	0.031	0.019	0.038	0.092	0.058	0.023	0.034
63	-0.093	-0.014	0.000	0.000	-0.009	0.049	0.028	0.034	-0.001
المتوسط	-0.040	-0.013	0.013	0.022	0.029	0.104	0.041	0.017	0.022

4- تحليل مؤشرات مخاطرة أسهم الشركات المبحوثة

أولاً ـــ نتائج تحليل أسهم قطاع المصارف

يبين الجدول (9-3) نتائج تحليل المخاطرة للأسهم الخاضعة للدراسة لقطاع المصارف وابتداءاً بالحد الثابت الذي تشير الألفا الموجبة منه إلى القدرة على تحقيق قيمة مضافة بينما تشير الألفا السالبة إلى عدم القدرة على تحقيق عوائد اضافية، ومن التحليل يلاحظ أن أعلى قيمة للحد الثابت حققها مصرف بغداد إذ بلغت (0.067) وهذا يعني أن معدل عائد المصرف اللانظامي يبلغ (0.067) حتى عندما يكون معدل عائد محفظة السوق مساوياً للصفر، أما أدنى قيمة لهذا الحد فقد كانت من نصيب مصرف بابل إذ بلغت (0.039)، أما بخصوص المصارف الأكثر تقلباً قياساً بمحفظة السوق فهي مصرف الاستثمار حيث بلغت البيتا الخاصة به (2.584) يليه كل من مصرف الموصل والمصرف الإسلامي اللذان يتقلبان بالاتجاه نفسه بمقدار(2.147) مرة (2.020) يليه مصرف بابل (1.922)، أما أدنى قيمة للبيتا فقد حققها كل من مصرف الوركاء ومصرف الخليج والمصرف التجاري ومصرف بغداد ومصرف الشرق الأوسط حيث بلغت على التوالي (1.593) (1.435) (1.314) (1.026) (0.997) مقارنة بمتوسط بيتا القطاع (1.671) ولأن بيتا هو مقياس تقلب شرطي تعتد السهم بالمقارنة مع عائد السوق فأن بيتا موجب 2 يعني أن ارتفاع سعر السهم بمقدار (10%) في السوق سيؤدي إلى ارتفاع أسهم هذه المصارف بمقدار (20%)، وبخصوص معامل الاختلاف (C.V) إحصائياً يمثل مقياس تشتت القيم عن وسطها الحسابي أو نسبة حصة كل وحدة من وحدات الوسط الحسابي من الانحراف المعياري (الشهداني وهرمز ، 254:1989) ،أما مالياً فانه يعبر عن نصيب وحدة العائد الواحدة من المخاطرة الكلية مقاسه بالانحراف المعياري (الخفاجي : 2006 :144) ، فقد بلغ أعلى مستوياته في المصرف التجاري (3.161) مرة وهذا يعني أن كل وحدة من العائد تتحمل مخاطرة مقاسه بالانحراف المعياري بمقدار (3.161) وحدة وبلغت أدنى قيمة لهذا المعامل في مصرف الوركاء(2.378) مقارنة بمتوسط معامل الاختلاف للقطاع (2.801)، وقد فسر نموذج الانحدار البسيط لأسهم الشركات موضوعة البحث على مؤشر محفظة السوق(0.620) من التقلبات في عوائد المصرف التجاري مقاسه بمعامل التحديد (R^2) الذي يوضح قوة تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع بينما كان معامل التحديد في أدنى مستوياته في مصرف بغداد (0.122) مقارنة بمتوسط معامل التحديد للقطاع(0.430)، وهي نسبة مقبولة بالنسبة إلى مؤشر واحد وهو محفظة السوق، أما بخصوص المخاطرة الكلية فكانت أعلى نسبة لها في مصرف الاستثمار إذ بلغ

التباين(0.301) وقد تبين أن (46.5%) من مخاطرتها الكلية مرجعها مخاطرة لانظامية يمكن إزالتها بالتنويع وان (53.5%) هي مخاطرة نظامية لا يمكن إزالتها بالتنويع يليها في المستوى المرتفع للمخاطرة الكلية أيضاً المصرف الإسلامي (0.228) لكن المخاطرة النظامية تمثل حوالي (42.9%) من مجمل المخاطرة الكلية بينما تمثل المخاطرة اللانظامية (57.7%) من مجمل المخاطرة الكلية وبالمقابل كانت أدنى مخاطرة كلية للمصرف التجاري والبائعة

(0.067) شكلت المخاطرة النظامية نسبة (62.7%) من مجمل مخاطرتها الكلية بينما شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة (37.3%) من مجمل تلك المخاطرة .

الجدول (9-3)

معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع المصارف

رمز الشركة	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
11	0.067	3.161	0.620	1.314	0.042	0.025	-0.035
12	0.208	2.878	0.122	1.026	0.025	0.183	0.067
13	0.228	3.027	0.430	2.020	0.098	0.130	-0.022
14	0.119	2.953	0.201	0.997	0.024	0.095	0.028
15	0.301	2.533	0.535	2.584	0.161	0.140	-0.014
16	0.147	2.899	0.605	1.922	0.089	0.058	-0.039
17	0.156	2.547	0.318	1.435	0.050	0.106	0.027
18	0.135	2.378	0.451	1.593	0.061	0.074	0.013
19	0.188	2.833	0.590	2.147	0.111	0.077	-0.038
المتوسط	0.172	2.801	0.430	1.671	0.073	0.099	-0.001

ثانياً :ـ نتائج تحليل مخاطرة أسهم قطاع التامين

يبين الجدول (10ـــــــ3) نتائج تحليل مخاطرة الأسهم العادية التابعة لقطاع التأمين حيث أظهرت النتائج أن أكثر الشركات كفئاً قياساً بمحفظة السوق هي شركة دار السلام للتأمين إذ بلغت (البيتا) الخاصة بها (2.694) يليها شركة الأمين للتأمين إذ بلغت البيتا الخاصة بهذه الشركة (2.520)، وهذا يعني عندما تتقلب عوائد محفظة السوق (2.399) بالارتفاع أو الانخفاض بمقدار(1%)، فإن عوائد هاتين الشركتين تتقلبان بالاتجاه نفسه بمقدار(2.694) مرة (2.520) مرة أما أدنى قيمة للبيتا فقد حققتها الشركة الأهلية للتأمين إذ بلغت (1.802) مقارنة بمتوسط بيتا القطاع (2.339) ،وبخصوص معامل الاختلاف (C.V) فقد بلغ أعلى مستوياته في الشركة الأهلية للتأمين (3.477) مرة وهذا يعني أن كل وحدة من العائد تتحمل مخاطرة مقاسه بالانحراف المعياري بمقدار (3.477) وحدة وبلغت أدنى قيمة لهذا المعامل في شركة دار السلام للتأمين (2.424) مقارنة بمتوسط معامل الاختلاف للقطاع (2.855). وقد فسر نموذج الانحدار البسيط (0.658) من التقلبات في عوائد شركة الأمين للتأمين مقاسه بمعامل التحديد

(R^2) بينما كان معامل التحديد في أدنى مستوياته في الشركة الأهلية للتأمين (0.364) مقارنة بمتوسط معامل التحديد للقطاع (0.556)، وهي نسبة مقبولة بالنسبة إلى مؤشر واحد وهي محفظة السوق . أما المخاطرة الكلية فكانت أعلى نسبة لها في شركة دار السلام للتأمين إذ بلغ التباين (0.271)، وقد تبين إن (35.4%) من مخاطرتها الكلية مرجعها مخاطرة لانظامية يمكن إزالتها بالتنويع و أن (64.6%) هي مخاطرة نظامية لا يمكن إزالتها بالتنويع (57.7%) من مجمل تلك المخاطرة. أما أدنى مستوى للمخاطرة كلية فقد كانت للشركة

الأهلية للتأمين، والبالغة (0.251) مقاسه بتباين عوائدها إذ بلغت مخاطرتها النظامية نسبة (36.3%) من مجمل مخاطرتها الكلية بينما شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة (63.7%) من مجمل تلك المخاطرة، وبالنسبة إلى الحد الثابت فقد بلغ أعلى قيمة له في شركة دار السلام للتأمين إذ بلغت (0.025-)، وهذا يعني أن معدل عائد الشركة اللانظامي يبلغ (0.025-) عندما يكون معدل عائد محفظة السوق يساوي صفراً أما أدنى قيمة للحد الثابت فكانت في شركة الأمين للتأمين إذ بلغت (0.044-).

الجدول (3-10)

معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع التأمين

رمز الشركة	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
21	0.232	2.665	0.658	2.520	0.153	0.079	-0.044
22	0.271	2.424	0.645	2.694	0.175	0.096	-0.025
23	0.215	3.477	0.364	1.802	0.078	0.137	-0.027
المتوسط	0.239	2.855	0.556	2.339	0.135	0.104	-0.032

ثالثاً :ـ نتائج تحليل مخاطرة أسهم قطاع الاستثمار المالي

يبين الجدول (3-11) نتائج تحليل معدلات المخاطرة لأسهم قطاع الاستثمار المالي حيث أظهرت النتائج أن أكثر الشركات تقلباً قياساً بمحفظة السوق هي شركة الوئام للاستثمار المالي حيث بلغت (البيتا) الخاصة بها (2.394)، أما أدنى قيمة للبيتا فقد حققتها شركة البنك للاستثمارات إذ بلغت (1.026) مقارنة بمتوسط بيتا القطاع (1.920) ،أما معامل الاختلاف (C.V) فقد بلغ أعلى مستوياته في أعلى في شركة الوئام للاستثمار المالي (2.743) مرة وهذا يعني أن كل وحدة من العائد تتحمل مخاطرة مقاسه بالانحراف المعياري بمقدار (2.743) وحدة وبلغت أدنى قيمة لهذا المعامل في شركة البنك للاستثمارات (2.567) مقارنة بمتوسط معامل الاختلاف للقطاع (2.662)، وقد فسر نموذج الاتحدار البسيط (0.546) من التقلبات في عوائد شركة الأمين للتأمين مقاسه بمعامل التحديد (R^2) بينما كان معامل التحديد في أدنى مستوياته في شركة القمة للاستثمار المالي(0.529) السوق ، أما بخصوص

المخاطرة الكلية فكانت أعلى نسبة لها في شركة الوئام للاستثمار المالي للتأمين إذ بلغ التباين (0.253)، وقد تبين أن (45.5%) من مخاطرتها الكلية مرجعها مخاطرة لا نظامية يمكن تجنبها بالتنويع وان (54.5%) هي مخاطرة نظامية لا يمكن إزالتها بالتنويع أما أدنى مستوى للمخاطرة كلية فقد كانت لشركة اتيانك للاستثمارات والبالغة (0.047) مقاسه بتباين عوائدها إذ بلغت مخاطرتها النظامية نسبة (53.2%) من مجمل مخاطرتها الكلية لا يمكن إزالتها بالتنويع بينما شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة (46.8%) من مجمل تلك المخاطرة ويمكن تجنبها بالتنويع أي باختيار تشكيلة متنوعة من أسهم الشركات أما بالنسبة إلى الحد الثابت، فقد بلغ أعلى قيمة له في شركة

اتيانك للاستثمارات إذ بلغت (0.007-) وهذا يعني أن معدل عائد الشركة اللانظامي يبلغ (0.007-) عندما يكون معدل عائد محفظة السوق يساوي صفر، أما أدنى قيمة للحد الثابت فكانت في شركة الوئام للاستثمار المالي إذ بلغت (0.030-).

الجدول (3-11)

معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الاستثمار المالي

رمز الشركة	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
31	0.253	2.743	0.546	2.394	0.138	0.115	-0.030
32	0.047	2.567	0.538	1.026	0.025	0.022	-0.007
33	0.250	2.675	0.529	2.341	0.132	0.118	-0.022
المتوسط	0.183	2.662	0.538	1.920	0.098	0.085	-0.020

رابعاً :- نتائج تحليل مخاطرة أسهم قطاع الخدمات

يبين الجدول (3-12) نتائج تحليل معدلات المخاطرة للأسهم العادية الخاصة بقطاع الخدمات حيث أظهرت النتائج إن أكثر الشركات تقلباً قياساً بمحفظة السوق هي شركة المعمورة العقارية حيث بلغت البيتا الخاصة بها (0.402)، أما أدنى قيمة لبيتا فقد حققتها شركة الأمين العقارية إذ بلغت (0.022-) مقارنة بمتوسط بيتا القطاع (0.183)، أما معامل الاختلاف (C.V) فقد بلغ أعلى مستوياته في شركة المعمورة العقارية(4.767) مرة ، أما أدنى قيمة لهذا المعامل في شركة الأمين العقارية (3.630) مقارنة بمتوسط معامل الاختلاف للقطاع (4.215)، وقد فسر نموذج الانحدار البسيط (0.546) من التقلبات في عوائد شركة الأمين للتأمين مقاسه بمعامل التحديد (R^2) بينما كان معامل التحديد في أدنى مستوياته في شركة القمة للاستثمار المالي (0.529) ، أما المخاطرة الكلية فقد كانت في أعلى مستوياته لدى شركة الوئام للاستثمار المالي للتأمين إذ بلغ التباين (0.056)، وقد شكلت المخاطرة اللانظامية النسبة الأكبر (92.8%) من مخاطرتها الكلية يمكن تجنبها بالتنويع مقابل مخاطرة نظامية شكلت نسبة (71.4%) من مجمل مخاطرتها الكلية لا يمكن إزالتها بالتنويع أما أدنى مستوى للمخاطرة كلية فقد كانت لشركة الأمين

العقارية والبالغة (0.034) مقاسه بتباين عوائدها إذ بلغت مخاطرتها اللانظامية النسبة الأكبر (74%) من مجمل مخاطرتها الكلية في حين شكلت المخاطرة النظامية نسبة (26%) من مجمل تلك المخاطرة أما بالنسبة إلى "الحد الثابت فقد بلغ أعلى قيمة له في شركة الأمين العقارية إذ بلغت (0.045) وهذا يعني أن الشركة قادرة على إن تحقق عوائد اضافية بنفس ، أما أدنى قيمة للحد "الثابت فكانت في شركة المنصور العقارية إذ بلغت (0.014).

الجدول (12-3)

معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الخدمات

رمز الشركة	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
41	0.056	4.767	0.070	0.402	0.004	0.052	0.014
42	0.036	4.490	0.003	0.042	0.020	0.016	0.025
43	0.049	3.971	0.047	0.309	0.002	0.047	0.028
44	0.034	15.610	0.000	-0.022	0.009	0.025	0.045
المتوسط	0.044	7.210	0.030	0.183	0.009	0.035	0.028

خامساً ـ نتائج تحليل أسهم القطاع الصناعي

الجدول (13-3) يبين نتائج تحليل معدلات المخاطرة لأسهم القطاع الصناعي حيث تظهر نتائج التحليل أن الشركات الأكثر تقلبا قياساً بمحفظة السوق هي شركة بغداد لصناعة مواد التغليف إذ بلغت (البيتا) الخاصة بها (0.357) يليها شركة الصناعات الكيميوية إذ كانت قيمة البيتا (0.172) ثم الشركة العراقية لصناعة الكارتون (0.155)، أما أدنى قيمة للبيتا فقد حققتها الشركة العراقية للسجاد والكاربت إذ بلغت (0.063) شركة الكندي للقاحات البيطرية (0.064) مقارنة بمتوسط بيتا القطاع (0.146)، أما معامل الاختلاف (C.V) فقد بلغ أعلى مستوياته في شركة "المنصور الدوائية(30.830) مرة وبلغت أدنى قيمة لهذا المعامل في شركة بغداد لصناعة مواد التغليف (4.209) مقارنة بمتوسط معامل الاختلاف للقطاع (11.320)، وقد فسر نموذج الانحدار البسيط (0.190) من التقلبات في عوائد شركة بغداد لصناعة مواد التغليف مقاسه بمعامل التحديد (R^2) بينما كان معامل التحديد في أدنى مستوياته في شركة الكندي للقاحات البيطرية (0.010) مقارنة بمتوسط معامل التحديد للقطاع (11.320)، أما بخصوص المخاطرة الكلية فكانت أعلى نسبة لها في شركة الصناعات المعدنية والدرجات إذ بلغ التباين (0.035)، وقد شكلت المخاطرة النظامية نسبة (43%) من مخاطرتها الكلية يمكن تجنبها بالتنويع مقابل مخاطرة نظامية شكلت نسبة (57%) من مجمل مخاطرتها الكلية لا يمكن إزالتها بالتنويع، أما أدنى مستوى للمخاطرة كلية

فقد كانت للشركة العراقية للسجاد والكاربت البالغة (0.007) مقاسه ببقية عوائدها إذ بلغت مخاطرتها النظامية النسبة الأكبر (71%) من مجمل مخاطرتها الكلية في حين شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة (28%) من مجمل تلك المخاطرة أما الحد الثابت فقد بلغ أعلى قيمة له في شركة الكندي للقحات البيطرية إذ بلغت (0.015) يليها شركة الصناعات المعدنية والدراجات (0.009) أما أدنى حد ثابت فقد كان لكل من شركة المنصور الدوائية وشركة الصناعات الكيميائية والشركة العراقية لصناعة الكارتون وشركة صناعة الأصباغ الحديثة إذ بلغت على التوالي (-0.008) (- 0.006) (-0.002) (0.001) مقارنة بمتوسط الحد الثابت للقطاع البالغ (0.002) .

الجدول (3-13)

معدلات المخاطرة للأسهم العادية للقطاع الصناعي

رمز الشركة	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
51	0.019	30.830	0.028	0.137	0.003	0.016	-0.008
52	0.007	5.659	0.017	0.063	0.002	0.005	0.007
53	0.016	4.209	0.190	0.357	0.003	0.013	-0.002
54	0.014	12.631	0.051	0.172	0.001	0.013	-0.006
55	0.011	4.781	0.010	0.064	0.001	0.010	0.015
56	0.023	12.943	0.015	0.108	0.004	0.019	0.001
57	0.025	12.963	0.023	0.155	0.001	0.024	-0.002
58	0.035	6.547	0.020	0.110	0.020	0.015	0.009
المتوسط	0.019	11.320	0.044	0.146	0.001	0.004	0.002

سادساً :ـ نتائج تحليل أسهم القطاع الزراعي

يبين الجدول (3-14) نتائج تحليل معدلات المخاطرة للأسهم العادية التابعة للقطاع الزراعي إذ أظهرت النتائج إن أكثر الشركات تقلباً قياساً بمحفظة السوق هي شركة الشرق الأوسط للأسماك حيث بلغت البيتا الخاصة بها (0.128)، أما أدنى قيمة لبيتا فقد حققتها الشركة العراقية لإنتاج البذور إذ بلغت (0.071) مقارنة بمتوسط بيتا القطاع (0.096)، أما معامل الاختلاف (C.V) فقد بلغ أعلى مستوياته في الشركة العراقية لإنتاج البذور (4.585) مرة ، أما أدنى مستوياته في الشركة العراقية للمنتجات الزراعية(-165.500) مقارنة بمتوسط معامل الاختلاف للقطاع (-51.951)، وقد فسر نموذج الانحدار البسيط (0.016) من التقلبات في عوائد شركة الشرق الأوسط للأسماك مقاسه بمعامل التحديد (R^2) بينما كان معامل التحديد في أدنى مستوياته في الشركة العراقية لإنتاج البذور(0.004) ، أما المخاطرة الكلية فقد كانت في أعلى مستوياتها لدى شركة الشرق الأوسط للأسماك إذ بلغ التباين(0.074) وقد شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة (32%) من مخاطرتها الكلية يمكن تجنبها بالتنويع مقابل مخاطرة نظامية شكلت نسبة (76%) من مجمل مخاطرتها الكلية أما أدنى مستوى للمخاطرة كلية فقد كانت الشركة

العراقية للمنتجات الزراعية (0.013) مقاسه ببين عوائدها إذ بلغت مخاطرتها اللانظامية النسبة الأكبر (68%) من مجمل مخاطرتها الكلية في حين شكلت المخاطرة النظامية نسبة (31%) من مجمل تلك المخاطرة، أما الحد الثابت فقد بلغ أعلى قيمة له في الشركة العراقية لإنتاج البذور إذ بلغت (0.027)، أما أدنى قيمة للحد الثابت فكانت في الشركة العراقية للمنتجات الزراعية إذ بلغت (0.009-) .

الجدول (3-14)

معدلات المخاطرة للأسهم العادية لقطاع الزراعة

رمز الشركة	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
61	0.074	4.787	0.016	0.128	0.050	0.024	0.021
62	0.028	4.858	0.004	0.071	0.001	0.027	0.027
63	0.019	-165.500	0.014	0.088	0.006	0.013	-0.009
المتوسط	0.040	-51.951	0.011	0.096	0.019	0.021	0.013

5- تحليل معدلات العائد والمخاطرة وفقاً للقطاعات الاقتصادية

يبين الجدول (3-15) خصائص كل من العائد والمخاطرة وفقاً للقطاعات الاقتصادية بالمقارنة مع عائد ومخاطرة محفظة السوق ككل وتخدم هذا الجدول لتحقيق الأغراض الآتية:

1ـــــ معرفة خصائص كل قطاع .

2ـــــ تحقيق الفائدة من عملية اختيار الأوراق المالية .

3ـــــ وضع أسس تكوين المحفظة التي تنسجم مع الأهداف المراد تحقيقها للمستثمر .

4ـــــ دراسة علاقة مؤشرات التحليل مع نشاط وخصوصيات القطاع .

أولاً : معدل العائد

استناداً إلى البيانات التاريخية والعلاقات الرياضية الخاصة بحساب العائد المتوقع والمخاطرة التي تم التعرض لها في منهجية الدراسة يلاحظ تميز قطاع التأمين بارتفاع متوسط معدلات العائد المتوقع بمقدار (0.176) متفوقاً على متوسط معدلات عائد السوق ككل(0.093)، وبلغت عوائده الإضافية (0.024) يليه قطاع الاستثمار المالي (0.152) يليه قطاع المصارف (0.147) بينما قطاع الخدمات والصناعة فقد كان متوسط عوائد أسهمها أدنى من متوسط عوائد السوق بمقدار (0.015) لقطاع الصناعة وبمقدار (0.022) لقطاع الزراعة وبمقدار (0.044) لقطاع الخدمات .

ثانياً : الحد الثابت

يبين الجدول (15-3) تحليل مؤشرات الأسهم للقطاعات المبحوثة أن الحد الثابت لأسهم قطاع الخدمات كان (0.028)، وهو أعلى من قيمة متوسط الحد الثابت للسوق يليه قطاع الزراعة (0.013) ويليه قطاع الصناعة (0.002) بينما كانت متوسطات الحد الثابت لقطاعات التأمين ، الاستثمار المالي (-0.032) ،(-0.020) على التوالي منخفضة، أي إن معظمها حققت معدلات عائد ثابت اقل بسبب ضعف أو محدودية التحرك بالاتجاه نفسه .

ثالثاً :معامل بيتا

من النتائج المبينة في الجدول(15-3) يلاحظ تجاوز متوسط بيتا في قطاع التأمين (2.339) متوسط بيتا السوق بنسبة (22%) وهذا يعني إن عوائد الأسهم العادية في قطاع التأمين هي الأكثر حساسية للتقلبات في عوائد محفظة السوق بينما كان متوسط البيتا في قطاع الاستثمار المالي وقطاع المصارف (1.920)،(1.671) على التوالي، وهي تبدو مقاربة لمتوسط بيتا القطاع (1.059) ، أما قطاع الخدمات (0.183) ، وقطاع الصناعة (0.146) ، وقطاع الزراعة (0.096) فقد كان منخفضاً عن متوسط بيتا السوق .

رابعاً :معامل الاختلاف

يبين الجدول (15-3) إن قطاع الصناعة كان الأعلى في مقدار معامل الاختلاف إذ بلغ (11.320) مرة بالمقارنة مع متوسط معامل الاختلاف للسوق (4.150) مرة ويليه قطاع الخدمات (7.210) مرة بينما كان معامل الاختلاف في القطاعات الأخرى أقل من متوسط معامل الاختلاف في السوق إذ بلغ متوسط قطاع المصارف (2.801) وقطاع التأمين ، الاستثمار المالي ، الزراعة إذ بلغ (2.855)،(2.662)، (-1.951) على التوالي .

خامساً :معامل التحديد

يعبر معامل التحديد (R^2) عن قدرة تغير المتغير المستقل (معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق) على تفسير التباينات الحاصلة بالمتغير التابع (العائد المتوقع لكل سهم)، ويرتبط معامل التحديد من الناحية العلمية مع نسبة المخاطرة النظامية إلى المخاطرة الكلية للأسهم ، أي كلما كانت النسبة عالية كلما زادت قدرة المتغير المستقل على تفسير تقلبات معدل العائد المتوقع لكل سهم على انفراد باعتبار أن ما يحرك ذلك السهم هو تحركات أسهم السوق الذي يعبر عنها بالمخاطرة النظامية (الأعرجي ، 2003 : 141). ويبين الجدول (15-3) إن متوسط معامل التحديد في السوق (26.8%) وهو يفسر نسبة تقلبات العائد

بالعوامل الخارجية وغير "المتغير المستقل (محفظة السوق) إن (55.6%) من تقلبات عائد قطاع التأمين، وهي أعلى نسبة مقارنة بالقطاعات الأخرى مما يعني أكثر العوائد بالعوامل "الخارجية بينما غير المتغير المستقل (11%) من تقلبات عائد قطاع الزراعة هي أدنى نسبة مقارنة مع القطاعات الأخرى .

سادساً :المخاطرة الكلية

يبين الجدول(15-3) إن المخاطرة "الكلية لقطاع التامين(0.239) كانت أعلى من مخاطرة السوق (0.116) حيث شكلت المخاطرة النظامية نسبة (56.4%) من مجمل المخاطرة "الكلية ، وشكلت المخاطرة اللانظامية

(43.5%) من مجمل تلك "المخاطرة يليه قطاع الاستثمار المالي إذ بلغ متوسط مخاطرته الكلية (0.183) وكانت المخاطرة النظامية (0.098%) وشكلت المخاطرة اللانظامية (0.085%) أما قطاع المصارف فقد بلغت نسبة المخاطرة الكلية له (0.172) ، وكانت المخاطرة اللانظامية (0.099%) بينما المخاطرة النظامية (0.073%) ، أما أدنى مستوى لمخاطرة الكلية فقد تمثلت في كل من قطاع الخدمات (0.044) إذ شكلت المخاطرة اللانظامية نسبة (0.035%) مقابل مخاطرة نظامية شكلت نسبة (0.009%)، وقطاع الصناعة (0.019)، وتمثل المخاطرة النظامية نسبة (0.009%) والمخاطرة اللانظامية نسبة (0.014%) وأخيراً قطاع الزراعة فقد بلغت المخاطرة الكلية (0.040) شكلت المخاطرة النظامية نسبة (0.019%) والمخاطرة اللانظامية نسبة (0.021%). أما متوسط تباينات عوائد الأسهم (0.116) فقد مثلت المخاطرة اللانظامية (52%) من مجمل "المخاطرة الكلية والنظامية (48%) من مجمل تلك المخاطرة وهذا يعني أن أمكانية تخفيض نسبة (52%) من المخاطرة الكلية في سوق "العراق لأوراق المالية لأن المخاطرة اللانظامية يمكن تجنبها بالتنويع .

الجدول (15-3)

متوسط معدلات العائد المتوقع والمخاطرة وفقاً للقطاعات الاقتصادية

القطاع	العائد المتوقع	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	الحد الثابت
قطاع المصارف	0.147	0.172	2.801	0.430	1.671	0.073	0.099	-0.001
قطاع التأمين	0.176	0.239	2.855	0.556	2.339	0.135	0.104	-0.032
قطاع الاستثمار المالي	0.152	0.183	2.662	0.538	1.920	0.098	0.085	-0.020
قطاع الخدمات	0.044	0.044	7.210	0.030	0.183	0.009	0.035	0.028
قطاع الصناعة	0.015	0.019	11.320	0.044	0.146	0.004	0.014	0.002
قطاع الزراعة	0.022	0.040	-1.951	0.011	0.096	0.019	0.021	0.013
المتوسط	0.093	0.116	4.150	0.268	1.059	0.056	0.060	-0.002

المبحث الثاني : بناء المحفظة الكفوءة واختبار الفرضيات

1. بناء المحفظة الكفوءة وفقاً لمؤشر مضاعف الأرباح

لغرض اختبار الفرضية الأولى التي تشير إلى عدم تفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها باستخدام مؤشر مضاعف الأرباح (P/E) الأعلى على أداء محفظة السوق أو أسهم المضاعفات الأدنى، فقد جرى أولاً تصنيف العينة على أساس متوسط السلسلة خلال الفترة (2005-2012) إلى مجموعتين ، هما مجموعة الأسهم ذات مضاعف الأرباح العالي التي تزداد عن متوسط مضاعف الأرباح لأسهم العينة البالغ (37.653) وعددها (8) أسهم ومجموعة الأسهم ذات مضاعف الأرباح المنخفض التي تقل عن متوسط مضاعف الأرباح لأسهم العينة وشملت (22) سهم وهي الأسهم المتبقية من عينة الدراسة وكما هو مبين بالجدول (16-3).

الجدول (3-16)

تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وفقا لمؤشر مضاعف الأرباح *

ت	رمز الأسهم ذات مضاعف الأرباح العالي	مضاعف الأرباح العالي*	ت	رمز الأسهم ذات مضاعف الأرباح المنخفض	مضاعف الأرباح المنخفض *
1	56	165	1	53	34
2	11	126	2	58	33
3	13	106	3	15	32
4	44	86	4	14	31
5	31	79	5	18	30
6	41	54	6	55	30
7	12	44	7	22	28
8	54	44	8	16	27
9			9	23	25
10			10	51	19
11			11	32	19
12			12	43	18
13			13	19	17
14			14	61	15
15			15	42	14
16			16	21	13
17			17	17	12
18			18	63	8

19			19	62	5
20			20	52	3
21			22	33	3
22			22	57	0

*مقربة إلى الأعداد الصحيحة

المصدر : دليل الشركات لسوق العراق للأوراق المالي – التقارير السنوية للفترة (2005–2012)

1–1:– خطوات بناء المحفظة الكفوءة لمؤشر مضاعف الأرباح العالي

تم بناء المحفظة الكفوءة للأسهم العادية بالاعتماد على (نموذج التدريج البسيط) في استخراج الأوزان المثلى لجعلها ضمن مكونات المحفظة ، وباستخدام نموذج شارب (Sharpe) في حساب معدلات العائد المعدل بالتكاليف والمخاطرة للمحفظة الكفوءة وبموجب المعادلة (34–1) وحسب تتابع الخطوات أدناه:

الخطوة الأولى: حسبت النسبة ($R_i - RF / \beta_i$) لمتوسط العائد في كل سهم ثم درجت تنازليا ووضعت في العمود (1) من الجدول (17–3) الذي يمثل نتائج بناء المحفظة الكفوءة ، وقد استندت القيم على نتائج التحليل الإحصائي في جداول المبحث السابق.

الخطوة الثانية : بعد ترتيب الأسهم وفق النسبة المذكورة حسبت الصيغة $((R_i - RF)\ \beta_i / \overline{IR}_i)$ ووضعت في العمود (2).

الخطوة الثالثة : جمعت قيم العمود (2) تراكميا ووضعت النتائج بالعمود (3) الخاص بها .

الخطوة الرابعة : ضربت قيم العمود (3) من كل جدول بقيم مخاطرة محفظة السوق (0.0057) ووضعت النتائج في العمود (4).

الخطوة الخامسة : حسبت لكل سهم الصيغة (β^2_i / IR) ووضعت النتائج في العمود (5)

الخطوة السادسة : جمعت قيم العمود (5) تراكميا ووضعت النتائج بالعمود (6).

الخطوة السابعة : ضربت قيم العمود (6) بقيمة تباين عوائد محفظة السوق (0.0057) ثم أضيف واحد صحيح لكل نتائج ووضعت النتائج في العمود (7).

الخطوة الثامنة: اختصت هذه الفقرة باحتساب حد القطع (Cut – off Rate) من خلال قسمة قيم العمود (4) على قيم العمود (7) إزاء كل سهم ووضعت النتائج في العمود (8) لغرض مقارنتها مع قيم العمود (1) فإذا كانت قيمة حد القطع (C_i) لسهم ما اقل من قيمته في العمود (1) فان سهم سيكون ضمن

مكونات المحفظة النشطة ويلاحظ من الجدول (17-3) أن (6) أسهم فقط حققت الشرط و(2) من الأسهم لم تحقق الشرط لذا تم استبعادهم من المحفظة الكفوءة .

الخطوة التاسعة: يقع حد القطع الأمثل (Optimal Cut – off Rate) في العمود (8) أمام السهم الذي يكون آخر من تضمنته المحفظة الكفوءة ، ومن الجدول (17-3) يقع حد القطع الأمثل المصرف التجاري (.0335)، وفي ضوء حد القطع حسبت قيمة (Z) لكل سهم .

الخطوة العاشرة : حسب الوزن (W) أو نسبة الاستثمار لكل سهم رشح إلى المحفظة الكفوءة من خلال جمع قيم (Z) للأسهم المرشحة أو لاً ثم إيجاد الأهمية النسبية لكل سهم من خلال قسمة قيمته من (Z) على مجموع قيم (Z) للمحفظة .

الخطوة الحادي عشر : يتم حساب (بيتا) المحفظة الكفوءة من خلال ناتج جمع حاصل الضرب بين (بيتا) كل سهم والوزن المخصص له في المحفظة.

الخطوة الثاني عشر : يتم حساب المخاطرة اللانظامية من خلال ناتج جمع حاصل الضرب بين مربع وزن كل سهم ومخاطرته اللانظامية).

الخطوة الثالثة عشر : يتم حساب (ألفا) المحفظة وهي ناتج جمع حاصل الضرب بين (ألفا) كل سهم و الوزن المخصص له في المحفظة .

الجدول (17-3)

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات مضاعف الأرباح العالي

مكونات المحفظة	$\bar{R}_i - RF/\beta_i$	$(\bar{R}_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3^* \sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6^* \sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
12	.1515	0.854	0.854	0.004	5.752	5.752	1.033	.0039	.662	.147
41	.1181	0.342	1.196	0.006	3.108	8.86	1.051	.0057	.654	.144
56	.0787	0.030	1.221	0.007	0.614	9.474	1.054	.0066	.257	.057
13	.0769	2.367	3.593	0.020	31.39	40.86	1.233	.0162	.674	.149
31	.0753	3.691	7.284	0.042	49.84	90.70	1.517	.0277	.870	.192
11	.0605	4.010	11.294	0.064	69.06	159.8	1.911	.0335	1.419	.313

وعند استخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج على النحو الآتي :

معدل العائد المتوقع	0.309	R(P)
المخاطرة الكلية	1.0795	σ2 (P)
المخاطرة النظامية	0.0673	SR
المخاطرة اللانظامية	1.0122	IR
معامل الاختلاف	3.362	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	0.298	R/R

وعند مقارنة نتائج المحفظة الكفوءة لمؤشر مضاعف الأرباح (P/E) العائي مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ بأن هنالك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية حيث استطاعت المحفظة الكفوءة زيادة العائد من (0.093) إلى (0.303)، وكذلك خفضت معامل الاختلاف من (4.150) إلى (3.429) وارتفعت نسبة العائد إلى المخاطرة من (0.2791) مرة إلى (0.2912) مرة .

2-1:- المحفظة الكفوءة لمؤشر مضاعف الأرباح المنخفض

يشكل مماثل لمحفظة مجموعة مضاعف الأرباح العائي ربيع لهذه المحفظة (22) سهم تميزت بمضاعف أرباح منخفض بعد إن تم ترتيبها تنازلياً بموجب مؤشر $(R_i - RF/\beta_i)$ ، وبعد أجراء خطوات التدريج البسيط أجتاز حد القطع 5 أسهم فقط ، وبهذا ستتكون المحفظة من (5) أسهم ، والجدول (3-18) يعرض الأوزان النسبية للأسهم المرشحة لهذه المحفظة .

الجدول (3-18)

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات مضاعف الأرباح المنخفض

مكونات المحفظة	$\bar{R}_i - RF/\beta_i$	$(\bar{R}_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3*\sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6*\sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
32	.0804	3.848	3.848	0.0219	47.85	47.85	1.273	.0172	1.609	.329
21	.0708	5.694	9.542	0.0544	80.38	128.2	1.731	.0314	0.794	.162
16	.0674	4.291	13.833	0.0788	63.63	191.9	2.094	.0376	0.712	.145
22	.0789	5.963	19.769	0.1127	75.60	267.5	2.525	.0446	0.926	.189
53	.0770	0.755	20.551	0.1171	9.803	277.3	2.581	.0459	0.854	.174

وعند استخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج كالآتي :-

معدل العائد المتوقع	0.298	R(P)
المخاطرة الكلية	1.0802	σ2 (P)
المخاطرة النظامية	0.0266	SR
المخاطرة اللانظامية	1.0536	IR
معامل الاختلاف	3.488	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	0.287	R/R

وعند المقارنة بين نتائج المحفظة الكفوءة لمقياس مضاعف الأرباح (P/E) المنخفض مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ أن هنالك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية حيث استطاعت المحفظة الكفوءة زيادة العائد من (0.093) إلى (0.250) وكذلك خفضت معامل الاختلاف من (4.150) إلى (3.559)، ورفعت نسبة العائد إلى المخاطرة من (0.2791) مرة إلى (0.2809) مرة ، ويلاحظ عند المقارنة بين المحفظة الكفوءة لمؤشر مضاعف الأرباح العالي والمحفظة الكفوءة لمقياس مضاعف الأرباح المنخفض أن هنالك اختلافاً (جوهرياً) في نتائجهما حيث زاد العائد للمحفظة الأولى وانخفض معامل الاختلاف (3.559) إلى (3.429) وارتفع مؤشر العائد إلى المخاطرة من (0.2809) إلى (0.2916) . لذا تتفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها باستخدام مؤشر مضاعف الأرباح (P/E) الأعلى على أداء محفظة السوق وأسهم المضاعفات الأدنى ؛ لذا ترفض فرضية العدم وتقبل فرضية الوجود .

الجدول (3-19)

ملخص بنتائج المحفظة الكفوءة باستخدام مضاعف الأرباح

نوع المحفظة	R(P)	σ2 (P)	SR	IR	C.V	R/R
مضاعف الارباح العالي	0.309	1.0795	0.0673	1.0122	3.362	0.298
مضاعف الأرباح المنخفض	0.298	1.0208	0.0266	1.0536	3.488	0.287
المرجعية	0.093	0.116	0.056	0.060	4.150	0.2791

2. بناء المحفظة الكفوءة وفقاً لمؤشر PVGO

مثلما أشير في الجانب النظري ، يفترض هذا النموذج أن أسهم شركة النمو هو دالة لمصدرين أحدهما ربحية السهم الواحد المخصومة (EPS/K) ، وثانيهما القيمة الحالية للأرباح المتوقعة من الفرص الاستثمارية (PVGO) ولأن البيانات الخاصة بحصة السهم الواحد من الأرباح متوفرة ، وقد تم استخدامها كبسط في المؤشر السابق فضلاً عن سهولة الحصول على سعر الخصم (أو معدل العائد المطلوب) باستخدام نموذج (CAPM) لتوفير كل بياناته وهي (Rm, Rf) وانبيا الخاصة بكل سهم كانت الصعوبة التي واجهت الباحثة عدم قيام كل الشركات باستثمار أرباحها في فرص استثمارية ذات قيمة حالية موجبة (القيمة الحالية لتدفقات الاستثمار المخصومة أكبر من كلفته الأصلية) عدا الشركات المدرجة أدناه :

الجدول(20-3)

نسبة (PVGO) لعينة الدراسة %

ت	رمز الأسهم التي حصلت على (PVGO)	(PVGO)*
1	11	33.520
2	12	30.441
3	31	27.310
4	42	22.441
5	13	25.332
6	54	15.501
7	41	12.433
8	22	11.660
9	52	9.442
10	53	7.550
11	14	3.170
12	62	20.240
13	61	17.330
14	44	5.345
15	56	2.992

*مقربة إلى أعداد صحيحة

ولغرض اختبار الفرضية الثانية التي تشير إلى عدم تفوق محفظة أسهم الشركات التي تم اختيار مكوناتها باستخدام قيم مؤشر (PVGO) الأعلى على أداء محفظة السوق أو قيم المؤشر الأدنى ، إذ تم تصنيف العينة إلى مجموعة الأسهم التي تتميز بارتفاع نسبة (PVGO)، ومجموعة الأسهم التي تتميز بانخفاض هذه النسبة عن متوسطها، والمبينة في الجدول (21-3) .

(1)حصلت على تراخيص مختلفة من أجهزة التوسعات أو إضافة مكائن إنتاجية جديدة أو صالات تسويقية جديدة أو استبدال مكائن بأخرى ذات طاقة أكبر أو حملات ترويج .

(2)استخرج (PVGO) بطرح الكلفة الاسمية من الأرباح المخصومة للاستثمار ومن ثم استخدام خصم خطي لفترة واحدة لإيجاد القيمة عند الزمن صفر.

الجدول (21-3)

تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وفقاً لمؤشر(PVGO)*

ت	رمز الأسهم التي تتميز بنسبة (PVGO) عالية	نسبة (PVGO) العالية	ت	رمز الأسهم التي تتميز بنسبة (PVGO)المنخفضة	نسبة (PVGO) المنخفضة
1	12	33.520	1	54	15.501
2	11	30.441	2	41	12.433
3	31	27.310	3	22	11.660
4	13	25.992	4	52	9.442
5	42	22.441	5	53	7.550
6	62	20.240	6	14	3.170
7	61	17.330	7	44	5.345
8			8	56	2.992

1-2:- المحفظة الكفوءة لمؤشر(PVGO) العالي

بالاعتماد على النموذج نفسه المذكور سابقاً في استخراج الأوزان المثلى رشح لهذه المحفظة (7) أسهماً احتفظت (4) منها فقط حد القطع فيما أخفقت الأسهم المتبقية من تجاوز هذا الحد والجدول (22-3) يعرض هذه الأوزان المخصصة بهذه الأسهم .

الجدول (22-3)

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم تنسبة(PVGO)العالية

مكونات المحفظة	$\bar{R}_i - RF/\beta_i$	$(\bar{R}_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3^* \sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6^* \sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
62	.4437	0.168	0.168	0.001	0.187	0.187	1.001	.0009	1.144	.105
61	.2305	0.157	0.325	0.002	0.042	0.23	1.001	.0002	1.183	.108
43	.1731	0.352	0.677	0.004	2.032	2.262	1.013	.0039	1.082	.099
11	.1516	0.872	1.549	0.009	5.752	8.014	1.046	.0086	7.516	.688

وباستخدام نموذج شارب لحساب معدل العائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج كالآتي:

معدل العائد المتوقع	0.47465
المخاطرة الكلية	1.04402
المخاطرة النظامية	0.01327
المخاطرة اللانظامية	1.03075
معامل الاختلاف	2.1527
مؤشر العائد على المخاطرة	0.4645

وعند مقارنة نتائج المحفظة الكفوءة لمقياس (PVGO) العالي مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ بأن هنالك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية إذ استطاعت المحفظة الكفوءة زيادة العائد من (0.093) إلى (0.47465) ، وكذلك خفضت معامل الاختلاف من (4.150) إلى (2.1527) ، ورفعت نسبة العائد إلى المخاطرة من (0.2791) مرة إلى (0.4645) مرة .

2-2:- المحفظة الكفوءة لمؤشر(PVGO) المنخفض

ويشكل ممثل لمحفظة مجموعة (PVGO) العالي رشح لهذه المحفظة (8) أسهم تميزت بانخفاض نسبة (PVGO) بعد أن تم ترتيبها تنازلياً بموجب مؤشر $(R_i - RF/\beta_i)$، وبعد إجراء خطوات التدريج

"بسيط ظهر أن حد القطع (0.0308)، وبهذا ستتكون "محفظة من (7) أسهم ، والجدول (3-23) يعرض الأوزان النسبية للأسهم المرشحة لهذه المحفظة .

الجدول (3-23)

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم لنسبة(PVGO)المنخفضة

مكونات المحفظة	$\bar{R}_i - RF/\beta_i$	$(\bar{R}_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3*\sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6*\sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
52	.1667	0.1323	0.132	0.0008	0.7938	0.794	1.0045	0.0008	1.7123	.341
41	.1182	0.3672	0.499	0.0028	3.1078	3.902	1.0222	0.0027	0.6756	.134
14	.1148	1.2016	1.701	0.0096	10.463	14.37	1.0819	0.0089	0.8816	.175
22	.0789	5.9632	7.664	0.0209	75.600	89.97	1.5128	0.0138	0.1296	.003
56	.0787	0.0483	7.713	0.0439	0.6318	90.58	1.5163	0.0289	0.2626	.052
53	.0770	0.7552	8.468	0.0483	9.8038	100.4	1.5722	0.0307	1.2715	.253
54	.0378	0.086	8.554	0.0488	2.2757	102.7	1.5852	0.0308	0.0926	.018

وباستخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج كالآتي :

معدل العائد المتوقع	0.296	**$R_{(P)}$**
المخاطرة الكلية	1.1029	**$\sigma 2_{(P)}$**
المخاطرة النظامية	0.0296	**SR**
المخاطرة اللانظامية	1.0733	**IR**
معامل الاختلاف	3.5479	**C.V**
مؤشر العائد على المخاطرة	0.2818	**R/R**

وعند المقارنة بين نتائج المحفظة الكفوءة لمقياس(PVGO) المنخفض مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ أن هنالك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية حيث استطاعت المحفظة الكفوءة زيادة العائد من (0.093) إلى (0.296) وقد خفضت معامل الاختلاف من (4.150) إلى (3.5479) ورفعت نسبة العائد إلى المخاطرة من (0.2791) مرة إلى (0.2818) مرة. ويلاحظ عند المقارنة بين المحفظة الكفوءة لمؤشر(PVGO) العالي والمحفظة الكفوءة لمقياس (PVGO) المنخفض أن هنالك اختلافاً جوهرياً في نتائجهما حيث زاد العائد للمحفظة الأولى وانخفض معامل الاختلاف (3.5479) إلى (2.1527)، وارتفع مؤشر العائد إلى المخاطرة من (0.2818) إلى (0.4645) . لذا تتفوق محفظة

أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها باستخدام مؤشر (PVGO) العالي على أداء محفظة السوق وأسهم النمو نسبة (PVGO) المنخفضة وترفض فرضية العدم ويقبل فرضية الوجود.

الجدول (3-24)

ملخص بنتائج المحفظة الكفوءة باستخدام مؤشر (PVGO)

نوع المحفظة	R(P)	σ2 (P)	SR	IR	C.V	R/R
محفظة (PVGO) العالية	0.47465	1.04402	0.01327	1.03075	2.1527	0.4645
محفظة(PVGO)المنخفضة	0.296	1.1029	0.0296	1.0733	3.5479	0.2818
السوق	0.093	0.116	0.056	0.060	4.150	0.2791

3ـــــــ بناء المحفظة الكفوءة وفقاً لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح

استناداً إلى فرضية الدراسة الفرعية التي تشير إلى عدم تفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها على وفق نسبة احتجاز الأرباح الأعلى على محفظة السوق ونسبة الاحتجاز الأدنى ،فقد تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وهما مجموعة الشركات التي تحتجز أرباحها أو نسب كبيرة منها ومجموعة الشركات التي توزع مقسوم أرباح بنسب عالية وبحسب يلي :

الجدول (3-25)

الشركات التي تحتجز الأرباح بنسبة عالية

ت	رمز الأسهم التي تحتجز الأرباح بنسبة عالية	نسبة احتجاز الارباح الحالية
1	11	99%
2	14	100%
3	16	100%
4	17	100%
5	23	100%
6	21	70%
7	41	100%
8	44	100%
9	53	100%
10	55	100%

11	18	100%
12	62	100%
13	13	100%
14	12	57%
15	15	85%
16	19	90%
17	57	100%
18	22	80%
19	31	90%
20	32	72%
21	51	90%
22	56	85%
23	58	67%

المصدر : (تلبيل الشركات لسوق العراق للأوراق المالي)

الجدول (3-26)

الشركات التي تحتجز الأرباح بنسبة منخفضة

ت	رمز الأسهم التي تحتجز الأرباح بنسبة منخفضة	نسبة احتجاز الارباح المنخفضة
1	33	20%
2	43	22%
3	52	15%
4	54	10%
5	61	10%
6	63	15%
7	42	20%

المصدر : (تلبيل الشركات لسوق العراق للأوراق المالية).

3-1:- المحفظة الكفوءة وفقاً لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح العالي

سيتم في هذا الجزء من الدراسة بناء المحفظة الكفوءة للأسهم العادية بالاعتماد على ذات النموذج الذي تم استخدامه في اختبار فرضيات البحث السابقة. لذا رشح لهذه المحفظة (23) سهم أجتاز منها حد القطع (19) سهم فقط وحققت الشرط بتجاوز هذا الحد البالغ (0.0614)، أما الأسهم المتبقية لم تحقق الشرط لذا تم استبعادها من تركيبة المحفظة، وكما مبين في الجدول (3-27) .

الجدول (3-27)

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات نسبة احتجاز الأرباح العالية

مكونات المحفظة	$\bar{R}_i - RF/\beta_i$	$(\bar{R}_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3*\sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6*\sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
62	.4437	0.0828	0.0828	0.001	0.1867	0.1867	1.001	0.0015	16.27	.664
55	.2891	0.1184	0.2012	0.001	0.4096	0.5963	1.003	0.0009	1.457	.059
12	.1516	0.8718	1.073	0.006	5.7523	6.3486	1.036	0.0058	0.506	.027
58	.1409	0.1137	1.1867	0.007	0.8067	7.1553	1.041	0.0067	0.583	.024
41	.1182	0.3672	1.5539	0.009	3.1078	10.263	1.058	0.0085	0.439	.018
14	.1148	1.202	2.7559	0.016	10.463	20.726	1.118	0.0143	0.560	.023
17	.1063	2.065	4.8209	0.027	19.427	40.153	1.229	0.0219	0.295	.012
18	.0957	3.283	8.1039	0.046	34.293	74.446	1.424	0.0323	0.738	.030
15	.0826	3.941	12.045	0.068	122.14	122.14	1.696	0.0406	0.391	.002
32	.0804	3.848	15.893	0.0906	47.849	170.03	1.969	0.0460	0.886	.036
22	.0789	5.963	21.856	0.1246	75.600	245.63	2.4001	0.0519	0.491	.020
56	.0787	0.4832	22.339	0.1273	0.1614	245.79	2.4010	0.0530	0.098	.004
53	.0770	0.7552	23.094	0.1316	9.8083	255.59	2.4569	0.0536	0.428	.014
13	.0769	2.416	25.510	0.1454	31.388	286.99	2.6358	0.0552	0.241	.009
31	.0754	3.758	29.268	0.1668	49.837	336.82	2.9199	0.0571	0.291	.012

23	.0729	1729	30.997	0.1767	23.702	360.53	3.0550	0.0578	0.151	.004
21	.0708	5.963	36.69	0.2107	80.385	440.92	3.5132	0.0599	0.299	.012
19	.0701	4.196	41.16	0.2346	59.865	500.79	3.8545	0.0609	0.243	.009
16	.0674	4.291	45.45	0.2591	63.691	564.48	4.2175	0.0614	0.199	.008

وباستخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج كالآتي :

$R_{(P)}$	0.3765
$\sigma^2_{(P)}$	1.0974
SR	0.0342
IR	1.0632
C.V	2.7824
R/R	0.3594

معدل العائد المتوقع
المخاطرة الكلية
المخاطرة النظامية
المخاطرة اللانظامية
معامل الاختلاف
مؤشر العائد على المخاطرة

وعند مقارنة نتائج المحفظة الكفوءة لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح العالي مع نتائج المحفظة المرجعية للسهم يلاحظ بأن هناك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية إذ استطاعت المحفظة الكفوءة زيادة العائد من (0.093) إلى (0.3765)، وكذلك خفضت معامل الاختلاف من (4.150) إلى (2.7824) ورفعت نسبة العائد إلى المخاطرة من (0.2791) مرة إلى (0.3594) مرة.

3-2: المحفظة الكفوءة وفقاً لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح المنخفض

ويتكون عينة لمحفظة مجموعة نسبة الأرباح المحتجزة العالية رتبة لهذه المحفظة (7) أسهم تميزت بنسبة احتجاز أرباح منخفضة بعد أن تم ترتيبها تنازلياً بموجب مؤشر $(R_i - RF/\beta_i)$، وبعد إجراء خطوات التدريج البسيط ظهر حد القطع (0.0196) وبهذا ستتكون المحفظة من (6) أسهم حققت الشرط ، أما السهم الذي تم استبعاده من المحفظة الكفوءة فأنه لم يحقق الشرط والجدول (3-28) يعرض الأوزان النسبية للأسهم المرشحة لهذه المحفظة .

الجدول (3-28)

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة

مكونات المحفظة	$\bar{R}_i - RF/\beta_i$	$(\bar{R}_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3*\sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6*\sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
42	.6071	0.067	0.067	0.0004	0.1103	0.1103	1.001	0.0004	1.542	.222
61	.2305	0.157	0.224	0.0013	0.6827	0.793	1.005	0.0013	1.125	.162

43	.1731	0.352	0.576	0.0033	2.0315	2.825	1.016	0.0032	1.009	.145
52	.1667	0.132	0.708	0.0040	0.7938	3.618	1.021	0.0039	1.853	.267
33	.0788	3.660	4.368	3.0249	46.443	50.06	1.285	3.0194	1.174	.169
54	.0378	0.086	4.454	0.0254	2.2757	52.34	1.298	0.0196	0.241	.035

وعند استخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج كالآتي :

معدل العائد المتوقع	0.3124
المخاطرة الكلية	1.0757
المخاطرة النظامية	0.0332
المخاطرة اللانظامية	1.0425
معامل الاختلاف	3.3199
مؤشر العائد على المخاطرة	0.3012

$R(P)$

$\sigma^2(P)$

SR

IR

C.V

R/R

ويلاحظ عند المقارنة بين مؤشرات المحفظة الكفوءة لمؤشر نسبة الاحتجاز العالي والمحفظة الكفوءة لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح المنخفض وجد فرق جوهري في نتائجهما حيث زاد العائد للمحفظة الأولى وانخفض معامل الاختلاف من(3.3199) إلى (2.7824) مع اقتران ذلك بارتفاع مؤشر العائد إلى المخاطرة من (0.3012) إلى (0.3594) ، لذا تتفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها باستخدام مؤشر نسبة احتجاز الأرباح العالي على أداء محفظة السوق والأسهم ذات نسبة الاحتجاز المنخفضة ، وهذا ما يؤكد رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة (فرضية الوجود) .

الجدول (3-29)

ملخص بنتائج المحفظة الكفوءة باستخدام نسبة احتجاز الأرباح

نوع المحفظة	$R(P)$	$\sigma^2(P)$	SR	IR	C.V	R/R
نسبة احتجاز الأرباح العالية	0.3765	1.0974	0.0342	1.0632	2.7824	0.3594
نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة	0.3124	1.0757	0.0332	1.0425	3.3199	0.3012
المرجعية	0.093	0.116	0.056	0.060	4.150	0.2791

الجدول (30-3)

ملخص بنتائج بناء المحافظ وفقاً لمؤشرات القياس

ت	مؤشر القياس	عائد المحفظة	مخاطرة المحفظة	معامل الاختلاف	التسلسل
1	P/E	0.309	1.0795	3.362	3
2	PVGO	0.47465	1.04402	2.1527	1
3	Retained earning	0.3765	1.0974	2.7824	2

المصدر : الباحثة في ضوء نتائج بناء المحفظة .

يبين الجدول أعلاه أن بناء المحفظة باستخدام مؤشر القيمة الحالية لفرص النمو (PVGO) هو الأفضل حيث عرضت المحفظة التي تم اختيار مكوناتها من الأسهم وفقاً لهذا المؤشر عائد بمقدار (0.47465) ومخاطرة بنسبة (1.04402)، وقد أنعكس ذلك على معامل الاختلاف (C.V) إذ بلغ (2.1527) فقط.

المبحث الثالث : تقييم أداء المحافظ الكفوءة للأسهم العادية

إن تقييم أداء المحفظة الاستثمارية يعتمد على عنصري العائد والمخاطرة، لأن ترتيب المحافظ وفقاً لمعدلات العوائد سيهمل دور المهارة الإدارية في المساعدة على التقليل من مخاطرة المحفظة الاستثمارية، ويتطلب تقييم أداء المحفظة وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ وفقاً لأدائها مثل (مقياس Sharp، مقياس Treynor، مقياس Jonson، مقياس M^2) .

1-تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس Sharp

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس المؤشرات أسهم النمو لتكوين المحفظة التي تم طرحها في الجانب النظري ، ومن خلال تلك النتائج يمكن تحديد المحافظ التي تحقق أفضل أداء من خلال النسبة المئوية باعتبارها قاعدة القرار وفق هذا المقياس فكلما كانت النسبة أكبر كلما كانت المحفظة أفضل وفي إطار المقارنة تبين أن المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية هي الأفضل

(0.4621) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) المنخفضة (0.2795)، أما المحافظ التي تم تشكيلها على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية هي الأفضل (0.3570) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة (0.2988)، وتبين أن المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي هي الأفضل (0.2951) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح المنخفض (0.2843) ، مما يرد القول يمكن التأكيد على أن تكوين المحفظة الاستثمارية على أساس نسبة (PVGO) العالية يمكن أن يعطي أداء أفضل بالمقارنة مع بقية المعايير وفقاً لمقياس (Sharp) ، وكما مبين في الجدول (31-3) .

الجدول (31-3)

تقييم أداء المحفظة المكونة وفقاً لمقياس Sharpe

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالمخاطر	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة النشطة		الانحراف المعياري للمحفظة	نسبة Sharpe	تسلسل الأداء
معيار الترتيب	الخيارات			Rf	Rp-Rf			
مضاعف الأرباح	العالي	6	.309	.0025	.3065	1.0388	.2951	4
	المنخفض	5	.298	.0025	.2955	1.0394	.2843	5
(PVGO)	العالي	4	.4746	.0025	.4721	1.0217	.4621	1
	المنخفض	7	.296	.0025	.2935	1.0501	.2795	6
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	.0025	.374	1.0476	.3570	2
	المنخفضة	6	.3124	.0025	.3099	1.0371	.2988	3

2-تقييم أداء المحافظ المكونة وفقاً لمقياس Treynor

تم قياس أداء المحفظة المكونة على أساس المؤشرات أهم النمو ذاتها لتكوين المحفظة ولكن باستخدام مقياس تريلور وفي أطار المقارنة تبين أن المحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية هي الأفضل (1.0118) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة (0.6282)، إذ كلما كانت النسبة المئوية أكبر كلما كانت المحفظة أفضل أما بالنسبة للمحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) المنخفضة هي الأفضل (0.8224) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية (0.4939)، وأظهر القياس أيضاً أن المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي هي الأفضل (0.2210) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح المنخفض (0.1852) مما ورد آنفاً يمكن التأكيد على أن تكوين المحفظة الاستثمارية على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية يمكن أن يعطي أداء أفضل للمحفظة بالمقارنة مع بقية المعايير وفقاً لمقياس(Treynor) وكما مبين في الجدول (32-3) .

الجدول (32-3)

تقييم أداء المحفظة الكفوءة لمقياس Treynor

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالمخاطر	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة النشطة		بيتا المحفظة	نسبة Treynor	تسلسل الأداء
معيار الترتيب	المميزات			Rf	Rp-Rf			
مضاعف الأرباح (PVGO)	العالي	6	.309	.0025	.3065	1.3868	0.2210	5
	المنخفض	5	.298	.0025	.2955	1.5958	0.1852	6
	العالي	4	.4746	.0025	.4721	0.9559	0.4939	4
	المنخفض	7	.296	.0025	.2935	0.3569	0.8224	2
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	.0025	.374	0.3699	1.0118	1
	المنخفضة	6	.3124	.0025	.3099	0.4933	0.6282	3

3-تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس Jenson

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس المؤشرات أسهم التي دخلت لتكوين المحفظة، وفي إطار المقارنة تبين أن المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية (0.38559) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) المنخفضة (0.26120)، أما بالنسبة للمحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية هي الأفضل (0.34052) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة (0.26526) واظهر القياس أيضاً أن المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي هي الأفضل (0.18099) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح المنخفض (0.15108) ، مما ورد آنفاً يمكن التأكيد على أن تكوين المحفظة الاستثمارية على أساس نسبة (PVGO) العالية يمكن أن يعطي أداء أفضل للمحفظة بالمقارنة مع بقية المعايير استناداً لمقياس Jonsen وكما مبين في الجدول (3-33) .

الجدول (3-33)

تقييم اداء المحفظة الكفوءة لمقياس Jonsen

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالمخاطرة	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة النشطة		عائد محفظة السوق	بيتا المحفظة	نسبة Jonsen	تسلسل الأداء
معيار التركيب	الخيارات			Rf	Rp-Rf				
مضاعف الأرباح	العالي	6	.309	.0025	.3065	0.093	1.3868	0.18099	5
	المنخفض	5	.298	.0025	.2955	0.093	1.5958	0.15108	6
(PVGO)	العالي	4	.4746	.0025	.4721	0.093	0.9559	0.38559	1
	المنخفض	7	.296	.0025	.2935	0.093	0.3569	0.26120	4
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	.0025	.374	0.093	0.3699	0.34052	2
	المنخفضة	6	.3124	.0025	.3099	0.093	0.4933	0.26526	3

4-تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس M^2

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس المؤشرات أسهم التي دخلت لتكوين المحفظة ومن خلال النتائج وجد أن المحفظة المكونة على أساس نسبة تحتجاز الأرباح العالية هي الأفضل (0.09991) مقارنة مع المحفظة "مكونة على أساس نسبة تحتجاز الأرباح المنخفضة (0.00761) ، أما بالنسبة للمحفظة "مكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي هي الأفضل (0.00748) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس مضاعف "الأرباح المنخفض (0.00746)، واظهر القياس أيضاً أن المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) المنخفضة هي الأفضل (0.00673) مقارنة مع المحفظة "مكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية (0.00087) ، وبذا أيضاً يمكن التأكيد على أن تكوين المحفظة الاستثمارية على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية يمكن أن يعطي أداء أفضل للمحفظة بالمقارنة مع بقية المعايير استناداً لمقياس (M^2) وكما مبين في الجدول (34-3).

الجدول (34-3)

تقييم أداء المحفظة الكفوءة لمقياس M^2

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالمخاطر	المحفظة المعدلة		عند محفظة السوق المرجعية	نسبة M2	تسلسل الأداء
معيار التركيب	الخيارات			P*	1-P*			
مضاعف الأرباح	العالي	6	.309	0.07267	0.92733	0.093	0.00748	3
	المنخفض	5	.298	0.07264	0.92736	0.093	0.00746	4
(PVGO)	العالي	4	.4746	0.07389	0.92611	0.093	0.00087	6
	المنخفض	7	.296	0.07189	0.92811	0.093	0.00673	5
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	0.07207	0.92793	0.093	0.09991	1
	المنخفضة	6	.3124	0.07279	0.92721	0.093	0.00761	2

الفصل الرابع

الاستنتاجات والتوصيات

المبحث الأول: الاستنتاجات

المبحث الثاني: التوصيات

المبحث الاول : الاستنتاجات

من خلال دراستنا التطبيقية تم استنتاج ما يأتي :-

1- تفاوت معدلات عوائد أسهم الشركات عينة الدراسة بمدى يتراوح بين (0.216 - 0.001-) إذ يبلغ مصرف الاستثمار معدلاً عالياً مقارنة مع المعدل الذي حققته الشركة العراقية للمنتجات الزراعية، يعود السبب في هذا التفاوت الكبير الى حساسية عائد كل سهم ، أو إلى تقلبات السوق ، أو طبيعة النشاط للشركة، أو إلى هذه الأسباب مجتمعة .

2- تميز قطاع التأمين بارتفاع متوسط معدلات العائد المتوقع متوقاً بهذه النسبة على متوسط معدلات عائد السوق ككل وبلغت عوائده الإضافية (9.3%) يليه قطاع الاستثمار المالي (0.152) ثم قطاع المصارف (0.147) ، أما قطاعات الخدمات والصناعة والزراعة فقد كانت متوسط عوائد أسهمها أدنى من متوسط عوائد السوق .

3- تتباين مستويات المخاطرة بين القطاعات بشكل واضح إذ كانت أعلى المخاطر في قطاعات التأمين والاستثمار المالي وقطاع المصارف وهذا يدل على أن ارتفاع معدلات العائد صاحبه ارتفاع في مستويات المخاطرة الكلية لهذه القطاعات ، وهذه العلاقة الطردية قد تقضي الى الحد من جاذبية هذه القطاعات بتحقيق معدلات فوق المعدل .

4- يستنتج إمكانية استخدام أسهم النمو في بناء المحافظ للحصول على أفضل محافظ من الأسهم العادية عندما تقاس باستخدام مؤشر (PVGO) ومن ثم نسبة احتجاز الأرباح ومضاعف الأرباح على التوالي وكالآتي :

* تفوق أداء المحفظة التي رشحت على أساس نسبة (PVGO) العالية على محفظة انخفاض نسبة (PVGO) إذ بلغت قيمة معامل الاختلاف (2.1527) مرة، وأعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد إلى المخاطرة (0.4645) مرة .

* تفوق أداء المحفظة التي رشحت على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية على محفظة نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة إذ بلغت فيها قيمة معامل الاختلاف (2.7824) مرة ، وأعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد الى المخاطرة (0.3594) مرة.

* تفوق أداء المحفظة التي رشحت على أساس مضاعف الأرباح العالي على محفظة مضاعف الأرباح المنخفض إذ بلغت فيها قيمة معامل الاختلاف (3.362) مرة ، وأعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد إلى المخاطرة (0.298) مرة، وتوحي هذه النتائج أن بإمكان المستثمرين في الأوراق المالية تحقيق عوائد أضافية

على محفظة السوق إذا تم تركيب محافظهم الاستثمارية على وفق خاصية التميز وباستخدام مختلف مقاييس هذا المتغير.

* إن قيم الأداء على وفق مقياس (Sharpe) الأعلى كانت للمحفظة الكفوءة المكونة باستخدام مؤشر(PVGO) العالية (.4621) بينما كانت القيمة الأقل للمحفظة المكونة على أساس مؤشر (PVGO) المنخفضة (.2795).

* إن قيم الأداء على وفق مقياس (Treynor) الأعلى كانت للمحفظة الكفوءة المكونة باستخدام مؤشر نسب احتجاز الأرباح العالية (1.0118)، بينما كانت القيمة الأقل للمحفظة المكونة على وفق مؤشر مضاعف الأرباح (P/E) المنخفض (0.1852).

* إن قيم الأداء على وفق مقياس (Jonsen) الأعلى كانت من نصيب المحفظة الكفوءة المكونة باستخدام مؤشر نسبة (PVGO) العالية (0.38559) بالمقارنة مع المحفظة المكونة على وفق مضاعف الأرباح المنخفض (0.15108).

* حصلت المحفظة الكفوءة المكونة على وفق مقياس نسبة احتجاز الارباح العالية بمقياس M^2 (0.09991) بالمقارنة مع المحفظة المكونة على وفق نسبة (PVGO) المنخفضة (0.00087).

المبحث الثاني : التوصيات

تأسيساً على الاستنتاجات المبينة بالمبحث الأول والتي قد تتفق أو تفترق جزئياً ، أو كلياً مع التراكم المعرفي الخاص بخيارات بناء المحافظ الاستثمارية وإعادة النظر بها يمكن تحديد بعض التوصيات ليسترشد بها المستثمر سواء كان فرد أو مؤسسات وكما يأتي :

1- يجب على المستثمر أن يوازن بين أدواته الاستثمارية المختارة من حيث العائد والمخاطرة وفق أسس سليمة وبموجب قواعد صحيحة .

2- ضرورة الاستفادة من نتائج هذه الدراسة لجهة بناء المحافظ الاستثمارية من أسهم النمو التي يريد المستثمر شراءها باستخدام واحدة من مؤشرات فيلر هذه الأسهم، فقد أثبتت النتائج التطبيقية تفوق أداء المحافظ المستندة على خاصية النمو على محفظة السوق .

3- استخدام معايير التركيب التي استخدمتها دراستنا الحالية والتي حصلت على نتائج جيدة مثل معيار مضاعف الأرباح ومعيار (PVGO) ومعيار نسبة احتجاز الأرباح مع إمكانية استخدام مؤشرات أخرى تدعم هذه المؤشرات المستخدمة في هذه الدراسة .

4- نشر الدراسة الحالية والدراسات المماثلة التي طبقت في سوق العراق للأوراق المالية على الموقع الالكتروني للسوق من أجل زيادة وعي المستثمرين وجذب الاستثمارات الداخلية والخارجية.

5- الاستفادة من الدراسة الحالية لما تقدمه من معلومات لأغلب الشركات العاملة في القطاعات الاقتصادية.

6- إلزام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للإعلان عن سياسة توزيع الأرباح السنوية ، أو احتجازها مع سبب قرارها بخصوص الاحتجاز الكلي للأرباح من عدمه لتسهيل عمل الباحثين في أطار تقييم سياسات الشركات في هذا الجانب وتأثير الاحتجاز على فرص النمو .

7- إلزام الشركات لتضمين فرص التوسع والنمو في تقاريرها السنوية ومن الضروري قيام السوق بتثبيت المشروعات الاستثمارية الجديدة أو مشروعات التوسع والاستبدال لهذه الشركات ضمن تقاريره الدورية السنوية لأن مثل هذه الأنشطة تشجع المستثمرين على تداول الأوراق المالية وتبدد مخاوفهم من الخسائر لأن فرص التوسع هي انعكاس لربحية الشركات ونموها.

8- تشجيع الباحثين على استخدام معايير اختيار أخرى في مجال تركيب محافظ من الأسهم العادية، وأجراء مقارنات كمية في مجال أداء هذه المحافظ باستخدام مختلف أسس التركيب .

المصادر

المصادر

أولاً : القرآن الكريم

ثانياً : المصادر العربية

أ- الكتب

ت	المصادر
١	بريجهام ، أوجين ، و ميشيل ايرهاردت ، تعريب : سرور علي ابراهيم سرور ، (٢٠٠٩) ،**الادارة المالية (النظرية والتطبيق العملي)** ،دار المريخ للنشر ، الرياض – السعودية .
٢	جابر، محمد صالح، (١٩٨٩) "**الأستثمارات بالأوراق المالية :مدخل في التحليل الأساسي والفني للأستثمارات**" ط ٢ ،عمان :شركة المطابع النموذجية.
٣	سترو ، علي ابراهيم سرور ، (٢٠٠٩) ، **الادارة المالية** ، دار المريخ للنشر ، السعودية ، الرياض .
٤	الشماع ، ، خليل محمود حسن ، (١٩٩٢) " **الادارة المالية" ، ط٤ ، مطبعة الخلود ، بغداد ، العراق**
٥	العامري ، محمد علي ابراهيم ، (٢٠١٠) ، **الادارة المالية المتقدمة** ، أثراء للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، جامعة بغداد ، العراق .
٦	العامري، محمد علي أبراهيم،(٢٠١٢) "**أدارة محافظ الأستثمار**" ط١ ،أثراء للنشر والتوزيع ،الأردن .
٧	قاسم، منى، (٢٠٠٧) "**دليل الأستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية**" ، الدار المصرية اللبنانية ،ط ١ .
٨	المشهداني وهرمز ، محمد حسن وأمير حنا ، (١٩٨٩) ، **الإحصاء** ، جامعة بغداد ، بيت الحكمة .
٩	مطر ، محمد " **ادارة الاستثمارات : الاطار النظري والتطبيقات العلمية** "،(٢٠٠٩) ، ط٥ ، دار وائل للطباعة والنشر ،عمان ،الاردن.
١٠	هندي ، منير ابراهيم ، (٢٠١٠) ، **اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية** ، دار المعرفة الجامعية ، الاسكندرية ، مصر .

ب : الرسائل والاطاريح	
١	الأعرجي ، عدنان سالم قاسم غازي ، (2003) ، **ادارة محفظة صناديق الاستثمار وامكانية التطبيق في المصارف العراقية : دراسة تطبيقية** ، اطروحة دكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الموصل .
٢	الجدوعي ،علي نوري عبيد، (2014) "**تأثير سيولة الأسهم في أداء محافظها العادية- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية**" ،رسالة ماجستير، كلية الأدارة و الأقتصاد، جامعة القادسية.
٣	الحكيم ، ليلى محسن حسن، (2009) "**أدارة المحفظة الأستثمارية لبعض شركات القطاع الخاص** رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء.
٤	خماط ، صلاح عبد الحسن ، (2014) ، **تحليل اتجاه اسعار الاسهم العادية باستخدام بعض أدوات التحليل ..... : دراسة تطبيقية** ، رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة القادسية .
٥	الخفاجي، علي جيران عبد علي، (2006) "**تحليل الإستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفوءة في أسواق الاسهم الناشئة:دراسة تطبيقية**"،اطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.
٦	الزبيدي ، شيماء محمد حسن ، (2008) ، **كفاءة سوق العراق للأوراق المالية : دراسة تطبيقية على اسهم شركات القطاع المصرفي** ، رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة القادسية .
٧	الساعدي ، مروة عبد الستار جبار ، (2012) ، **القيمة العادلة للاسهم في اطار فرضية السوق الكفوءه : دراسة مقارنة بين اسواق العراق وعمان وقطر للأوراق المالية للمدة (2006-2009)** ، رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء .
٨	الشيخ ، بابكر مبارك عثمان ، (2002) ، **اختبار وتقييم اسهم النمو وبناء محفظتها – دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية** ، اطروحة دكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد .
٨	العامري ، محمد علي أبراهيم ،(1990) ، " **أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة : في سوق بغداد للأوراق المالية** ، أطروحة دكتوراه بإدارة الأعمال ، جامعة بغداد .
٩	عبد الرسول ، هند ضياء ، (2011) ، **"بناء محفظة الأسهم العادية باستخدام الإدارة النشطة : دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية "** رسالة ماجستير ، كلية الأداة والأقتصاد ،جامعة القادسية .
١٠	**العلي ،اسعد حميد ، (2010) "الادارة المالية :الاسس العلمية والتطبيقية"، ط١ ، دار وائل للنشر، عمان ، الاردن.**
١١	العلي ، اسعد حميد عبيد،**(2002) "تحويط المحفظة الكفوءة باطار نظرية الخيارات –دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية"** ، أطروحة دكتوراه في ادارة الاعمال ، جامعة بغداد .

١٢	العلي ، اسعد حميد عبيد ، (1997) ، **بناء المحفظة الكفوءه من الاسهم العادية : دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية** ، رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد .
١٣	القرشي ، عبد الله علي احمد ، (٢٠٠٢) ، **تقييم الاستثمار بالأسهم العادية باستخدام اسلوبي صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي : دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية** ، رسالة ماجستير ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد .

ج- المجلات والدوريات والمؤتمرات

ت	المصادر
١	الخفاجي، علي جيران عبد علي،(2008)**"تحديد اتجاه بأستخدام التحليل الفني (نظرية الداو – جونز) – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية** – مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية - جامعة القادسية ، المجلد ١٠، العدد ٣.
٢	عبد الزهرة كرار سليم ، عوجة ،حسنين كاظم ، طلب ،حسنين راغب ،(2013) **"قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية ـ دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية** ـ مجلة الغري للعلوم الأقتصادية والأدارية ـ جامعة الكوفة ، المجلد ٢٩، العدد ٩.

ثانياً :المصادر الاجنبية :

A- Books

No	
1	Bodie, Zvi, , Alex Cane , Alan J, Marcus , (2007)**" Investment**" 7th ed MC. Graw – Hill Companies, Inc
2	----------, (2005) "**Investment**" 6th ed MC. Graw – Hill Companies, Inc.
3	**----------,** (2008) **" Investment** " 8th ed MC. Graw – Hill Companies, Inc.
4	----------, (2009) "**Investment**" 9th ed MC. Graw – Hill Companies, Inc.
5	----------, (2011) "**Investment**" 9th ed MC. Graw – Hill Companies, Inc.
6	Bacon R. Carl , (2004) ,**Practical Portfolio Performance Measurment and Attibution**, Jone Wiey & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester.
7	Bestey, scott & Brighan, Engene F. ,(2008) "**Essentials of Management Finance**" 14th ed Thomson-south western **.**
8	Brealey,Richard A,Myers,Stewart C,&Allen, Franklin,(2007) ,PRINCIPLE OF CORPORATE FINANCE, 8th ed,McGraw-Hill Irwin.

9	Breavy R. , Myers . C. S. & Allen F. , (2006) , **Corporate Finance** , MC Graw-Hill , Irwin .u.s .
10	Brigham ,Eugcne F. &Gapenski C. , (1986) , **Financial Management – Theory and Practice** , 4th ed , Chicago : The Dryden Press Co.
11	Brown , Keith C. & Frank , Rielly , (2009) , **"Analyses is of Investment and Management of Portfolios"** , 9th ed , South – Western .
12	Elton, Edwin & Gruder, Martin , (1995) "**Modern Portfolio theory & investment analysis**" 5th ed john Wiley &sons, INC, 1995.
13	Faerber ,Esme , (2000) , **All about Stocks** , Mc Grow-Hill , New york .
14	Fobzzi, Frank .Modigliani, France &Jones, Frank,(2003) "**Capital Markets-institutions & instruments**"3rd ed paentice-Hall .
15	Gangadhar& Bahu, Ramesh , 2006 "**Investment Management**" Anomol publication pvt.
16	Hiriyappa B. , (2008) , **"Investment Management"** , Published by New Age International , Daryaganj, New Delhi .
17	Jones , Charles.P , Tuttle , Donald ,L . and Heaton Cherrill P., (2000) "**Investment**", 5th ed ., Johnwilley and Sons Company.
18	Jorden, Brad Ford .D &Jr, Thomas W.Miller,(2008) **"Fundament of investment: Valuation and Management"** 4th ed McGraw-Hill /Irwin .
19	Khan & Jain,(2004**) "Financial Management**" 4th Edition Tata MC Graw - Hill,publishing Company Limited New Delhi.
20	Levisauskaita , Kristina , (2010) , **"Investment Analysis and Portfolio Management" .**
21	Levy ,Haim , (1998) , "**Principles of Coporate Finance**" , Ohio : South – Western College Publishing .
22	Levy, Haim.Post, Thierry, (2005)"**Investment**" Prentice Hall .
23	Loll , Leo M. & Buckley , Julian G. , (1973) , **"The Over – The Counter Securi ties Market" ,** 3rded , N.J. : Prentice – Hall , Inc .
24	Mathur ,Labal , (1979) , **"Introduction to Financial Management"** , MacmillaPublishing , Inc , New york .
25	Mathur ,Lgbal , (1974) , **"Introduction to Financial Management"**, 8thed , N.y : Collier Macmillon , Inc .
26	Mayo, Herbert ,(2008) " **Investment: an introduction**" 9th ed Thomson-south western.
27	Mcmenamin, j.m , (1999)"**Financial Management**" Rontied gepudine, London & M.Y.
28	Megginson, William, Scott B .,Smart&John R.Graham,(2010), "**FiNANCIAL MANAGEMENT**" , 3rd ed, South – Western

29	Reilly , Frank K. & Keith C. , Brown , (2003) , "**Investment Analysis and Portfolio Management**" , 7thed , Thomson , South-Weston .
30	Reilly, K., Frank & Brown, (2000) C., Keith , "**Investment Analysis and portfolio Management**" 6th ed., the Dryden press.
31	Ritter, L.& Silber W., (1996) , **"Principles of Money and banking in Financial Markets"**, 5th ed., Basic book, Inc. New York.
32	Samuleson,PaulA.,&WilliamD.,Nordhaus,(2005),"**ECONOMICS**",8th ed ,Mc Graw–Hill.
33	Sharpe , William F . and Alexander , Gordon j .,(1990) , "**Investment**" 4th ed , printice- Hall , Inc .
34	Sincere , Michael , (2004) , **"Understanding Stocks**" , McGraw-Hill , New York .
35	Solnik,Bruno ,(2000) "**International Investment** " 4th ed .,Addison Wesley Longman,Inc , 2000 .
36	Weaver , Samuel C. & Weston J. , Fred , (2008), **"Strategic Financial Management" ,**

B- Thesis and dissertation

No	
1	Aleemkhan , Badulkhan M. , (2011) , **Evaluating the effectiveness of Portfolio Management for pension funds in Suriname** , This thesis was submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Business Administration (MBA) at Maastricht School of Management (MsM), Maastricht the Netherlands .
3	Beltran, Hector, (2008) **,Modern Portfolio Theory Applied To Electricity Generation Planning** ,A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Mastar in Science Electricial and Computer Engineering in the Graduate College of the University of Illinois at Urbana – Champaign,2009.
4	Fedotova , Maria , (2014) , **Diamonds as the Alternative Assets on Financial Markets** , Thesis Master of Science in Business, University of Norrland .
5	HILSTED ,JOHAN C. , (2012) , **ACTIVE PORTFOLIO MANAGEMENT AND PORTFOLIO CONSTRUCTION - IMPLEMENTING AN INVESTMENT STRATEGY** , MASTER THESIS , CAND.MERC. APPLIED ECONOMICS AND FINANCE ,COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL .

6	HOEKiAN R.M. , (2011) , **THE PERFORMANCE OF VALUE VS. GROWTH STOCKS DURING THE FINANCIAL CRISIS** , MASTER THESIS , SCHOOL OF MANAGEMENT & GOVERNANCE , MSC, BUSINESS ADMINISTRATION – FINANCIAL MANAGEMENT .
7	Kierkegaard , Kristian&Lejon , Carl& Persson , Jakob , (2006) , **Practical application of the Modern Portfolio Theory** , Bachelor Thesis within Business Administration , Jonkoping University .
8	Lind , Anna V. &Nystrom , Marcus , (2012) , **Within Real Estate Diversification and Investment Strategies ,** Thesis Master , Department of Real Estate and Construction Management .
9	Lund , Jesper , (2014) , **Modern Portfolio Theory : a way to bridge the gap between strategy and risk?** , Master's thesis , Copenhagen Business School .
10	Strahle , Mikael , (2011) , **Value and growth stocks on the Swedish stock market** , Master thesis , Copenhagen Business School .
11	Vaari ,Riku , (2008) , **Value versus growth during the financial crisis of 2008: Evidence from Finland** , Bachelor's Thesis , Lappeenranta University of Technology , School of Business .
12	Wei , Yani , (2013) , **A comparative analysis of investment returns on hotels and casino hotels through the recession** , A thesis submitted to the graduate faculty in partial fulfillment of the requirements for the degree of MASTER OF SCIENCE , Iowa State University

C- Journals & Periodicals

No	
1	Ahmed , Kamran , (2012) , **The Impact of Promotional on Sales Growth** , Journal Vol.4 , No.6 , pp : 6 .
2	Ahmed , Kamran&Mehmood , Nasir&Irum , Sobia&Sultana , Afshan, (2012) , **THE IMPACT OF PROMOTIONAL TOOLS ON SALES GROWTH : EVIDENCE FROM NORTHERN RURAL AREAS IN PAKISTAN** , INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS , VOL. 4, NO.6 .
3	Aragon ,George O.&Ferson , Wayne E. , (2007) , **Portfolio Performance Evaluation , Foundations and Trends in Finance** , Vol. 2, No. 2 ,pp.83-190 .
4	Barberis , Nicholas &Shleifer , Andrei , (2003) , **Style investing , Journal of Financial Economic** , Vol.68 , pp.161-199 .
5	Breuer, Wolfgang&Gurtler, Marc,(2006)"**Performance Evaluation, Portfolio Selection**" The European journal of Finance.Vol.12, No.8, December.

6	Carvalhal ,Andre&Meireles , Ana , (2015) , **DOES THE DOG OF THE DOW STRATEGY OUTPERFOM THE MARKET IN LATIN AMERICA?**, Business and Management Review , Vol.5 , No.4 , (pp.531-542) .
7	Cave,Roy,C .(1964) "**Equity Yield, Growth and the Structure of Share prices-Comment, The American Economic Review**, Vol.Liv, No.6, December,(pp.1033-1-42)
8	Dileep S. &Rao , G.V. Kesava , (2013) , **A STUDY ON SUITABILITY OF WILLIAM SHARPE'S SINGLE INDEX MODEL IN SENSEX IN THE INDIAN CONTEXT** , IJAMBU , Vol.1 , No.1 .
8	Friend , Irain& Puckett , Marshall , (1964) **, Dividends and Stock prices** , The American Economic Review , Vol.LIV , No.5 , pp : 656-682 .
9	Graber , Dean E. , (1969) , **Real and Illusory Earnings Growth** , Financial Analysts Journal , Vol.25 , No.2 , pp : 52-54 .
10	Gupta ,Nandini& Yuan , Kathy , (2009) **, On the Growth Effect of Stock Market Liberalizations** , RES Advance Access Published 20 , pp: 3 .
11	Hamzaogulari , Azizv& Briggs , Holliec , (2014) , **Larg Cap Growth alpha The sis : Seeking Risk- Adgusted Excess Returns** , Journal , pp : 5 .
12	Mackintosh , George , (1945) , **A Method of Valuing Growth Stocks** , The Analysts Journal .
13	Meireles , Ana & Andre , Carralhal , (2015) , **Does the dog of the Strategy outaer from the Market in Americaz** , Business and Management Review , Vol.4 , No.5 , pp: 531-542
14	Omisore , Iyiola&Yusuf , Munirat&Christopher .I. , Nwufo , (2012) , **The modern portfolio theory as an investment decision tool** , Journal of Accounting and Taxation , Vol. 4(2), (pp.19-28) .
15	Parkes , David C. , (2001) , **Multiagent Cooperative Search for Portfolio Selection** , Games and Economic Behavior , Vol.35, pp.124-165 .
16	Paudel ,Rajan B. &Koirala , Sujan , (2006) , **Application of Markowitz and Sharpe Models in Nepalese Stock Market** , The Journal of Nepalese Business Studies Vol.III, No.1 .
17	Shahid , Muhammad, (2007),"**Measuring Portfolio Performance**", U.U.D.M. Project Report 2007: 19, Department of Mathematics Uppsala University .
18	Statman ,Mier , (1984) , **Growth Apportunities vs. Growth Stocks , The Journal of portfolio Management** , Vol.21 , No.3 , pp:71 .
19	Solt, Michael E.&Statman, Meir, (1989) **"Good Companiees Bad stocks, The Journal of Portfolio Management**, VOL.15,NO.4,PP.39-44.

20	Yahyazadehfar , Mahmood&Aghajani , Hassanali&Shababi , Hooman , (2010) , **A Comparison between Growth and Value Stocks of Listed Companies in Tehran Stock Exchange** , Iranian Economic Review , Vol.14 , No.25 .
21	Yazdi , Ali F. &Ardekani , Ali S. , (2014) , **An examination of stock categories ; growth stocks and value stocks in Tehran Stock Exchange approved companies** , International Samanm Journal of Finance and Accounting , Vol.2 , No.1 .

D- Internet

No	
1	سماقية ، بشرى، **ادارة المحافظ الاستثمارية باستخدام البرمجة التربيعية، البحث منشور** على الموقع الالكتروني لمركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية – الإدارة، وعلى الرابط الاتي ::http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Finance/223.doc
2	Marling, Hannes & Emanuelsson, Sara,(2012),**The Markowitz Portfolio Theory** .
3	Basu ,Kaushik (2011) , **Understanding Inflation and Controlling It .**
4	Basu ,Kaushik , (2011) , **Understanding Inflation and Controlling it , Chief Economic Adviser** , 5th , pp: 15-16 .
5	Blazenko , George W. &Fu , Yufen , (2009) , **Value Versus Growth in Dynamic Equity Investing.**
6	Gupta ,Nandini& Yuan , Kathy , (2011) , **On the Growth Effect of Stock Market Liberalizations .**
7	Larson ,David M. , (2009) , **Growth and Value Stocks: Risks Associated With Value's Outperformance of Growth .**
8	Nelson, Jon , (2007) " **Fair Value Measurements**", working Paper, International Accounting Standard Board.
9	Piccolomini , Jan P. & Wade , Levi C. & Thomas , Jan C. &Lafalam R. &Thomann , Ryan , (2007) , **Stock Market Simulation** .
10	Wagman ,Liad , (بدون سنة) , **Stock Portfolio Evaluation: An Application of Genetic - Programming-Based Technical Analysis** , Computer Science Department , Stanford University .
11	www.csinvesting .org
12	www.nseindia.com

الملاحق

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

	14	15	16	17	18	19	21	22	23	31	32	33	41	42
1	0	0	0.52	0	0	0	0	0	0	0.02	0	-0	-0.06	0.08
2	-0.1	-0	-0	-0	0.02	0	-0	0.02	0.01	-0.1	0	0	0.4	0
3	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	0.02	-0.07
4	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.03	0.04	0.1	0.01	-0.07	-0.02
5	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	-0	-0.1	0.1	0.02	-0.06	0.04
6	0	0.04	0	0.03	0.01	-0.1	-0	-0.1	0.05	0.09	0.1	0.02	0.75	-0.23
7	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	-0.4	0	0.01	0	-0	-0.33	0.1
8	0	0	0.52	0	0	0	0	0	0	0.02	0	-0	-0.1	0.05
9	-0.1	-0	-0	-0	0.02	0	-0	0.02	0.01	-0.1	0	0	0.03	0.06
10	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	0	0
11	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.03	0.04	0.1	0.01	-0.21	0.18
12	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	-0	-0.1	0.1	0.02	0.22	-0.09
13	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	-0.4	0	0.01	0	-0	-0.1	0
14	0	0	0.52	0	0	0	0	0	0	0.02	0	-0	-0.1	0
15	-0.1	-0	-0	-0	0.02	0	-0	0.02	0.01	-0.1	0	0	-0.07	0
16	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	-0.03	0
17	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.03	0.04	0.1	0.01	-0.09	0
18	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	-0	-0.1	0.1	0.02	0.75	-0.23
19	0	0.04	0	0.03	0.01	-0.1	-0	-0.1	0.05	0.09	0.1	0.02	0	0.57
20	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	-0.4	0	0.01	0	-0	0.38	-0.12
21	0	0	0.52	1	0	0	0	0	0	0.02	0	-0	-0.32	0
22	-0.1	-0	-0	-0	0.02	0	-0	0.02	0.01	-0.1	0	0	0.03	0
23	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	-0.15	-0.08
24	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.03	0.04	0.1	0.01	0.03	0.09

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

25	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	1	0.1	0.02	0.06	0
26	0	0.04	0	0	0.03	0.01	-0.1	-0	-0.1	0.09	0.05	-0.1	-0	0.02	0.1	0.09	0.05	-0.1	-0	0.02	0.1	0.09	-0.05	0
27	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	0	-0.4	0	0.01	0	-0	0	-0	0.01	0	-0.4	0.05	0	-0	0	0.01	0	-0	0	0.09	0.05
28	0	0	0.52	1	0	0	0	0	0	0	0.02	0	-0	0	-0.1	-0.03	-0.1	-0	0	0	0	0	0.02	0	-0	0	-0.1	-0.03
29	-0.1	-0	-0	-0	0.02	-0	0	-0	0.02	0.01	-0.1	0	0	0	-0	0	-0.03	0	0	-0	0.01	0.02	-0.1	0	-0	0	-0.03	0
30	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	0.03	-0.01
31	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.04	0.1	0.01	0.25	0.09
32	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0	0.1	0.02	0	-0.14
33	0	0.04	0	0.03	0.01	-0.1	-0	-0.1	0.09	0.1	0.02	-0.02	-0.16
34	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	0	-0.4	0	0.01	-0	-0	0.01	0	-0	0.08	0.11
35	0	0	0.52	1	0	0	0	0	0	0	0.02	0.07	-0	0	-0.14	-0.01
36	-0.1	-0	-0	-0	0.02	-0	0	0.02	-0	-0	-0.1	-0.1	0	0	0	0	0	0
37	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	0	0	-0.03	0
38	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.04	0.1	0.01	0.39	0
39	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0	0.1	0.02	-0.03	0.056
40	0	0.04	0	0.03	0.01	-0.1	-0	-0.1	0.09	0.1	0.02	-0.05	0.16
41	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	0	-0.4	0	0.01	-0	0	0.01	0	-0	-0.03	0.076
42	0	0	0.52	1	1	0	0	0	0	0	0.02	0.07	-0	0	-0.03	0.25
43	-0.1	-0	-0	-0	0.02	-0	0	0.02	-0	-0	-0.1	-0.1	0	0	0	0.06
44	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	0	0	0	0
45	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.04	0.1	0.01	1	0	0.07	0.01	0.03	-0.03	0
46	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0	0.04	0.1	0.02	2	0	0.09	0	0.04	0.03	0	0	0.02	0.1	0.02	0	0
47	0	0.04	-0	0.03	0.01	-0.1	-0	0.07	0.01	0.1	0.02	0.03	0	-0	-0.1	0.01	0.03	-0	0.04	0	0.1	0.02	0.03	0	-0	-0.1	0.01	0.09	0.03	-0	0.04	0.1	0.09	-0.03	0.34
48	0	-0	-0	0.09	-0.1	0	0.05	0	1	-0	0.01	-0	0	0.05	0	0.09	-0	1	0	0	0	0	0.01	-0	1	0	0.01	-0	1	0.05	0	-0.1	0.09	-0	-0.06
49	0	0	0.52	1	0.04	0	0	0	1	0	0.02	0.07	1	0	0	0.04	0.03	0	0	0.02	0.1	0.02	0.07	1	0	0	0.02	0.07	1	0	0	0.04	0.1	0.02	0.068	0.11
50	-0.1	-0	-0	-0	0.02	-0	0	0	0.02	0.1	-0.1	-0.1	0.02	-0	0	0.02	-0	-0	-0	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.02	-0	0	-0.1	-0.1	0.02	-0	0	0.02	0.1	-0.1	0.066	0.6

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

51	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.03	0.07	0	0.03	0.01	0.05	0	1	0.45	-0.15
52	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.06	0.04	0.1	0.01	0	-0.09
53	0.02	1.5	0.01	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0.04	-0.1	0.1	0.02	-0.04	0.021
54	1	0.04	0.01	0.03	0.01	1	2	1	0.03	0.09	0.1	0.02	0	0.101
55	1.5	-0	-0	0.04	1	1	0.05	1	-0	1	0	-0	0	0.1
56	1	1.5	0.52	0.01	1	2	1	2	0.07	0.02	1	1	1.6	-0.04
57	-0.1	1	-0	1	0.02	1	1	0.02	-0.1	2	1	0	-0.13	0.44
58	0.03	0.01	-0.1	0.02	1	0.07	1	1	0.01	2	0	0.05	-0.1	0.171
59	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	1	0.07	0.08	0	0.04	0.1	0.01	0	0.13
60	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0	-0.1	0.1	0.02	0.03	0
61	1	0.04	0	0.03	0.01	-0.1	-0	0	0.03	0.09	0.1	0.02	-0.07	-0.05
62	1	-0	-0	0.04	1	0.09	0.05	0	-0	0.01	0	0	-0.02	-0.01
63	1	1	0.52	1	2	0.02	1	1	0.07	0.02	0	1	-0.1	-0.03
64	-0.1	-0	-0	0.01	0.02	0.01	-0	0.02	-0.1	0	0	0	0.1	0.03
65	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0.05	0	1	0.03	-0.02
66	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.02	0.01	0.1	0.04	0	0.01
67	0.02	1	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0.01	0.02	0.1	0	0	0.03
68	0	2	0	0.01	0.03	0.09	1	-0	-0.1	0.09	0.1	0.09	0	0.115
69	-0.1	-0	-0	0.01	0.02	-0	0.02	-0.1	0	0	0	0	0	0.178
70	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0.05	0	1	0.03	0.01
71	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.02	0.01	0.1	0.04	0.55	0
72	0.02	1	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0.01	0.02	0.1	0	0	0
73	0	2	0	0.01	0.03	0.09	1	-0	-0.1	0.09	0.1	0.09	0.04	0
74	0	2	0.04	2	2	1	2	1	1	2	0	2	0.23	0
75	0	2	0.04	2	2	2	2	2	1	2	1	2	0.01	0
76	1	2	0.04	2	2	2	2	1	1	2	1	2	0.179	-0.1

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

77	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.03	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	0.08	0.03
78	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0	0.04	0.1	0.04	0.01	0.182	-0.02
79	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0.09	0	0.04	0.1	-0.1	0.02	0.11	-0.03
80	0	0.04	0	0.03	0.01	-0.1	-0	-0.1	0.09	0.03	0.1	0.09	0.02	0.1	-0.04
81	0	-0	-0	0.04	-0.1	0	0.05	-0.4	-0	0.01	0	0.01	-0	0	-0.04
82	0	0	0.52	1	1	0	0	0	0	0.07	0.1	0.02	-0	-0.1	-0.03
83	-0.1	-0	-0	-0	0.02	-0	0	0	-0.1	-0.1	0	-0.1	0	-0.1	0
84	0.03	0.01	-0.1	0.02	0.03	0.08	0.07	0	0.03	0.01	0	0	0.05	-0.01	0.1
85	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0	0.04	1	0.1	0.04	0.01	-0.12	-0.16
86	0.02	0	0	0.03	0.04	0	0.09	0	0.02	2	0.1	-0.1	0.02	0	0.05
87	0	0.04	-0	0.03	0.01	-0.1	-0	0.09	0.02	0.03	0.1	0.09	0.02	-0.04	-0.01
88	0	-0	-0	0.09	0.01	-0.1	0.05	1	0	-0	0	0.01	1	0.184	0.04
89	0	0	0.52	1	0.04	0	0	1	0.02	0.07	0	0.02	1	-0.06	-0.06
90	-0.1	-0	-0	-0	0.02	-0	0	0	0.02	-0.1	-0.1	-0.1	0	0.05	-0.08
91	0.03	0.01	-0.1	0.08	0.07	0	0.03	0.03	0.01	0.06	0.04	1	0.05	0.01	0.04
92	0.04	0.04	0.08	0.03	0.03	0.01	0.07	0.08	0.02	0.07	0.08	0.04	0.01	-0.1	0.02
93	0.02	1.5	0.01	0.03	0.04	0.09	0.09	0	0.04	0.04	0.1	-0.1	0.02	0.04	0
94	1	0.04	0.01	0.03	0.01	2	1	0.09	0.03	0.03	0.1	0.09	0.02	0.04	0
95	1.5	-0	-0	0.04	1	0.05	1	1	-0	1	0	1	-0	0.05	0.145
96	1	1.5	0.52	0.01	1	2	1	2	0.07	0.02	1	1	0.271	0.113	

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

	43	44	51	52	53	54	55	56	57	58	61	62	63
1	0	0.2	0	0	0	0.16	0	0.1	-0.04	0	0	0.05	0
2	0	-0.16	0	0	0.07	-0.01	-0.03	0.02	0.11	0	0.09	0.29	0
3	0	-0.11	0	0	0.04	-0.1	-0.07	-0.11	-0.14	0	0.05	-0.11	0
4	0	0.5	0	+0	0.13	0.01	0	-0.02	0.07	0	0	0.04	-1
5	0	0.05	0	0	0	-0.19	-0.07	-0.16	-0.12	0	-0.05	0	-0.06
6	0	0.05	0	0	0.04	-0.1	-0.17	-0.1	-0.14	0	0	0	0
7	0	0.27	-0.27	0	0	-0.15	-0.06	-0.17	0	0	-0.11	0	0
8	0	0	-0.74	0	0	-0.2	0.07	-0.09	0	0	-0.05	0	-0.06
9	-0.04	0	-0.22	0	0	-0.19	0	-0.02	-0.01	0	-0.25	0	0
10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-0.25	0	0
11	0	0	-0.09	0	0	-0.12	0	0	-0.27	-0.32	0	0	0
12	0	0	0	0	0	0	0	0	0.18	0.27	0	0	0
13	0	0	0.05	0	0.13	0	0	0	0	0.02	0.08	0	0
14	0	0	-0.05	0	-0.18	0	0	0	0	0.03	0	0	0
15	0	0	-0.07	0.09	-0.19	0	-0.17	-0.03	0	-0.04	0	0	0
16	0	0	0.03	0	0.13	0	0	0.08	0	-0.17	0	-0.03	0
17	0.09	0	0.15	0.14	0.07	0	0.03	-0.12	0	-0.2	0	-0.35	0
18	0	0	-0.07	0	0.04	-0.1	-0.17	-0.1	-0.14	-0.04	-0.13	0	-0.17
19	-0.1	-0.07	-0.08	-0.25	-0.08	0	0.27	0.03	0	-0.05	0	-0.05	0
20	0	0	0.15	0.14	-0.05	0	0.02	0	0.13	0	0	0	0
21	0	0	0	0.08	0	0	0	0	0.23	0.03	0	0.2	0
22	0	0	0	0.08	0	0	0	0	0.03	-0.13	-0.06	0.06	0
23	0	-0.04	0	-0.05	0	-0.14	0	0	-0.09	0	-0.03	0	0
24	0	0.67	0	0.03	0	-0.04	0	0	-0.18	-0.2	0	0	0
25	0	-0.13	0	0.05	0	0.17	0	-0.29	0	0.25	0	0.13	0
26	0	0.13	0	0.02	0.14	-0.03	0	0	0.04	0.09	0	0	0
27	0.16	0.92	0.04	0.18	0.1	0.26	0.25	0.22	0.16	0.08	0	0.38	0
28	-0.07	0.15	0.04	-0.01	0	-0.09	-0.08	-0.07	-0.7	-0.04	-0.04	-0.09	0
29	0.07	0.02	0	-0.01	0	0.07	-0.13	0	0.1	-0.04	0	-0.05	0
30	-0.09	0	0	0	0.07	0.09	0	0.16	-0.15	0	0	0	0
31	0.61	0.12	0.08	0	0	0.38	0.03	0.48	0.26	0.32	0	0	0
32	0.08	-0.03	0	0	0.02	-0.19	-0.07	-0.11	-0.06	0.16	0	0	0
33	0.17	0	-0.04	-0.11	0.08	-0.05	-0.05	-0.1	-0.06	-0.03	0.15	0	0
34	0	0.11	0	-0.31	0	-0.1	0	-0.05	0.03	-0.06	0	0	0
35	0.09	0	0	0.26	0	-0.09	0	0.06	0	0	0	0	0
36	-0.08	0	0	0.03	0	0.03	0	-0.05	0	0	0	0	0
37	0	0	0	0.033	0	0.034	-0.03	-0.06	-0.03	0	0	0	0
38	0.018	0	0	-0.05	0	0.1	-0.03	0.062	0.034	0	0	0	0
39	0.034	0	0	0.033	0.06	0	0.06	0.028	0.129	0.2	0	0	0
40	-0.03	-0.16	0	0.047	0.076	-0.03	0.028	0.027	-0.03	-0.03	0.093	0	0

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

41	0.034	0	0.041	0	0	0.156	0	0	-0.03	0.08	-0.03	-0.05	0	0	0
42	0.13	0	0.041	-0.03	0	0.243	0	-0.03	0	0.1	-0.07	0	0	0	0
43	0.044	0	0.063	0	0	0.235	0.043	0	0	0	0	0.06	0	0	0
44	-0.13	-0.08	0.014	-0.08	0	0.11	-0.04	0	0	0	0	0	0	0	0
45	0	0	0.015	0.14	0.04	0.041	0.045	0	-0.14	0.28	-0.06	0	0	0	0
46	0	0	-0.04	0	-0.29	0	-0.26	0	0	0	0.125	0	0	0	0
47	0.13	-0.09	0.03	0.063	0.142	0	0.09	0	0.357	0.2	0.157	0	0	0	0
48	0.033	0	0	0	-0.05	0	0	0	0.108	0	0	0	0	0	0
49	0.081	0.066	-0.04	-0.01	0.157	0	0.264	0	-0.12	0.05	0	0	0	0	0
50	0.417	0.15	0.045	0.042	0.209	0	0	0.285	0.05	0.11	-0.04	0	0	0	0
51	0.052	0.1	0.261	0.121	0.11	-0.03	0.1	1.037	0.428	0	-0.04	0	0	0	0
52	0.02	-0.2	0.032	-0.05	0.3	-0.08	0.11	-0.12	-0.05	0.14	0	0	0	0	0
53	0.17	0.112	0	-0.02	0.11	-0.02	-0.2	-0.04	-0.07	0.13	0	0.1	-0.03	0	0
54	0	0	0	0	0.04	0.03	0.021	-0.09	0	0	0	0	0	0	0
55	0	0	0.112	-0.02	0	0	0	0	0.1	0	0	0	0	0	0
56	0	0	-0.22	0.13	0.2	0.02	0	0.2	0.06	0	0.1	0	0	0	0
57	0.2	0.101	-0.01	0.3	0.3	0.12	0	0	0.03	0.01	0	0	0	0	0
58	0.52	0.16	0.23	-0.05	0.02	-0.02	-0.21	0.03	0.04	0	0.1	-0.14	0	0	0
59	0.09	0.46	0.56	0.16	0.05	-0.1	0.4	0.27	0.14	0	-0.06	0.06	0	0	0
60	-0.07	0	-0.1	-0.01	0.05	-0.1	-0.01	0.2	-0.06	0.4	0.3	0	0	0	0
61	0.44	0.02	-0.05	-0.04	0.1	-0.04	-0.01	-0.04	0.112	0.286	0	0.01	0	0	0
62	0.1	-0.11	0.02	0.117	-0.03	-0.04	-0.03	-0.04	-0.06	0.31	0.1	0.3	0	0	0
63	0.475	-0.04	-0.1	-0.03	0.03	-0.1	0	-0.1	-0.05	0	-0.04	-0.04	0	0	0
64	0	0.103	0.141	-0.1	-0.06	0.02	0.02	0	-0.1	-0.2	0.07	0.11	0	0	0
65	-0.2	-0.1	0	-0.02	0.01	0.08	0	0.03	-0.03	0.23	0.08	0	0	0	0
66	-0.1	0.03	0	0.04	0.04	0.1	-0.1	-0.06	-0.04	-0.01	-0.09	-0.03	0	0	0
67	1.6	0.058	0	0.07	0.01	-0.03	0.04	-0.05	-0.02	-0.07	0.389	0.03	0	0	0
68	-0.5	0.03	0	-0.03	-0.01	-0.04	-0.1	-0.03	-0.1	0.1	-0.1	0	0	0	0
69	0	0	0	0.03	0.04	0	0.02	-0.02	0	0.02	0.03	0.03	0	0	0
70	0.497	0.112	0.197	0.1	-0.1	0.387	0.2	0.854	0.08	0.08	0.11	0.04	0.1	0	0
71	0.04	0.289	0.02	-0.04	0.14	-0.04	0.3	-0.02	-0.05	0.385	1.22	1	-0.02	0	0
72	-0.1	0.187	0.04	0.03	-0.03	0.287	0.1	0.376	-0.01	0.04	0	-0.37	0.1	0	0
73	0	0.112	0.371	0	0.04	0.04	0.01	0.185	0	0.02	0.01	0.381	0.07	0	0
74	0.371	0.04	0.03	-0.01	0.197	0.04	0.02	0.114	0.04	0.1	0.112	-0.04	0.1	0	0
75	0.01	-0.03	0.1	-0.01	-0.08	-0.06	0	0	0	0	0.04	0	0	0	0
76	0.03	-0.01	0	0.1	0	1	0	0.02	0	0	0.1	0	0.03	0	0
77	0.04	-0.1	0	0	-0.01	0	0.08	-0.02	-0.01	-0.04	-0.1	0	-0.06	0	0
78	-0.02	0.05	0	0	0	0	0.05	0	0.05	0.183	0.04	0.1	0	0	0
79	0.03	-0.1	0	-0.04	-0.06	0	0.372	-0.04	0	0.05	0.03	0.03	0.03	0	0
80	-0.08	0	0	-0.06	0.05	0	-0.02	-0.1	0.01	-0.02	0	0	0.01	0	0
81	-0.1	-0.01	0	0.03	-0.07	0	0	0.04	0	0.01	0.3	0.08	0	0	0
82	0.192	0.382	0.03	0.03	-0.02	0	0	-0.1	0	0.02	-0.04	-0.01	0	0	0

الملحق الاول

معدل عائد فترة الاحتفاظ الشهري للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية (1/2005 – 12/2012)

83	-0.1	0	-0.11	0.1	0	0.02	0	-0.04	0	0.01	0.01	-0.06
84	0.08	0.179	0.05	0.04	-0.04	0	0.04	0	0.11	-0.01	0.01	0.02	0.04
85	-0.13	0	-0.1	-0.06	-0.122	0	-0.05	-0.16	-0.01	-0.19	-0.02	0	0.08
86	0.04	0	0.1	0.04	-0.01	0	0.211	0.1	0.1	0.401	0.04	0.004	0.05
87	-0.08	0	-0.04	-0.01	0	0	-0.04	0.04	-0.02	0.02	0.01	0.02	0.03
88	-0.02	-0.08	0	0	-0.04	0	-0.01	0	-0.04	0	0	-0.1	0
89	-0.01	0.1	0	-0.01	-0.1	-0.12	0	0.1	-0.04	0.04	-0.04	-0.1	0.03
90	-0.06	0.02	-0.08	0	0.02	-0.04	-0.06	-0.01	0	-0.08	0	-0.09	0.06
91	-0.04	0	-0.01	-0.02	-0.08	0	0.2	0.04	0	0.05	-0.06	0	-0.02
92	0.07	0.002	0.02	0	0.13	-0.01	0	0	0.01	0.05	0	0.661	-0.03
93	0	0	0.04	0.02	0.271	-0.02	0.14	0	0.121	0	0.073	-0.1	0.02
94	0	0.004	-0.04	0.02	-0.06	-0.01	0.05	0	0	0	-0.04	-0.03	0.03
95	-0.05	0	0.04	0.04	-0.03	0.04	0.04	0	0.01	0.07	0.04	0.01	0.02
96	0.284	0.008	-0.09	0.03	0.03	0.03	0.112	0	0.175	-0.06	-0.06	0	0.15

Abstract

This study amis to build a portfolio of common stocks by using growth stocks and then measure the impact of this portfolio on the characteristics of such investment in term of increasing the return and reducing the risk compared with the market portfolio benchmark index mainly and with the less growth portfolio as an additional benchmark indicator. The main hypothesis of this study is construction a portfolio of growth stocks will not improve its characteristics in terms of return and risk by using a different measurement indicators. For the purpose of testing hypotheses it has been selected three key indicators to measure growth stock and a sample of (30) stocks covered the key six sectors of the market ;2880 observations.

A practical analysis presented rejected of all null hypothesis and it reached to many conclusion, the most important of them is that the choose of growth stocks in construction of the portfolio lead to improve the characteristics of it in terms of return and risk and then reducing the coefficient of variation as a measure combines the two dimensions of risk and return in the same time. Based on this basis, the most important recommendations adopted by the study is that to maximize the profits of investors and reduce the risk could be achieved if it has been focus, on growth stocks in building investment portfolio. In addition, the study showed differing levels of return and risk among the market segments and superiority of a portfolio performance that is installed using a pointer of present value of growth opportunities (PVGO) on the portfolios index of other indexes wich gives prefernes to use this indicator in the construction of the common stock portfolios.

Ministry of Higher Education and Scientific Research
University of AL- Qadissiya
Administration and economics college



The effect of selection growth stocks on the performance of a portfolios of common stocks

Analytical study in Iraqi stock Exchange

Study Introduced
To the council of the college of Administration and Economics of Qadissiya A University

In partial of the Fulfillment requirements for the Degree Master of Science in Business Administration

By
Sabreen Jamal Jalal Al Zalzaly

Under the supervision of
Assistant Professor Dr.
Ali jeeran Abid Ali al-Khafaji

2016 A.D. 1438 A.H.