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

بحث مقدم من قبل الطالبة

الأستاذ المساعد الدكتور
صابرين جمال جلال الزلزلي علي جيران عبد علي الخفاجي

1438 هـ 2016م

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، 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) سهم وزعت على قطاعات السوق الرئيسية الـــــــ (6) وبواقع (2880) مشاهدة. لقد قدم التحليل العملي رفضاً لكل فرضيات العدم وأفضى إلى العديد من الاستنتاجات كان من أهمها هو أن 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 هو أن تعظيم أرباح المستثمرين وتخفيض مخاطر الاستثمارات المالية يمكن أن تتحقق أذا ما تم التركيز على أسهم النمو عند تركيب محافظ الأسهم العادية ، فضلاً على 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 .

Abstract

This study amis to build a portfolio of common stocks by using 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. The main hypothesis of this study is construction a portfolio of growth stocks will not improve purse characteristics in terms of return and risk by using a different measurement indicators. For the purpose of testing hypotheses were selected three key indicators to measure growth stockand a sample of (30) stocks **covered** the key six sectors of the market; 2880 observations.

Apractical analysis presented rejected of all null hypothesis and it is reach to many of conclusion, the most important of them is to choose growth stocks in the construction of the portfolio lead to improve the characteristics of the portfolio in terms of return and risk and then reducting the coefficient of variation as a measure combines the two dimensions of risk and return in the same time. Based on this basis, it was the most important of the recommendations adopted by the study is that to maximize the profits of investors and reduce the risk could be achieved if what has been a focus on growth stocks in the 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 of other indexes wich gives prefernes to use this indicator in the construction of the common stock portfolios.

المقدمة

حظى موضوع الأسهم العادية ولم يزل باهتمام كبير في الأدبيات المالية، ربما كرد فعل للصعوبات 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 طبقاً لافتراضات نظرية المحفظة الحديثة. فقد حاولت هذه الدراسة –كما هو شأن العديد من الدراسات السابقة –تحقيق هذه الغاية عن طريق استخدام عدد من مناهج التحليل الكمي ولكن المشكلة الأساسية هي أن تحقيق هذه الغاية يبدو متعارض في ظل المنطلقات الأساسية لنظريات الاستثمار التقليدية التي تفترض أن هنالك علاقة طردية بين مستوى العائد والمخاطرة . ولأن أسهم النمو تحتل أهمية كبيرة في الأسواق المالية العالمية جرى الربط بين أسهم النمو وبناء المحفظة الاستثمارية على أساسها، لكن الدراسة تناولت في جانبها النظري –كما تقتضي أصول البحث العلمي– مفاهيم النمو واسهم النمو والمحفظة الاستثمارية وتقييم أداء تلك المحفظة من حيث العائد والمخاطرة .لقد جرى تصنيف الأسهم بحسب درجة النمو إلى عالية ومنخفضة باستخدام (3) من مؤشرات القياس الرئيسية وهي نسبة السعر على الإيراد (P/E) أو كما تسمى في أدبيات الإدارة المالية بـــ (المضاعف) ومؤشر القيمة الحالية لفرص النمو المستقبلية (PVGO) وأخيراً مؤشر احتجاز الأرباح كمقياس لشركات النمو بافتراض أن من المنطق استخدام تراكم الأرباح كمصدر لتمويل التوسعات والنمو في منظمات الأعمال الهادفة للربح ، لانجاز هذا الجهد المتواضع قسمت الدراسة إلى (4) محاور أختص الأول منها– كما أشرنا آنفاً – إلى تناول الأطر النظرية لمتغيرات الدراسة وخاصة فيما يتعلق بمفهوم أسهم النمو الذي لازال محل اهتمام الباحثين والمختصين في الحقل المالي (Open to Debate)بسبب عدم وجود تعريف مقبول ومتفق عليه لهذا الاسم وفيما إذا كان المقصود به اتجاه نمو وتزايد الأرباح ام اتجاه معدلات العائد العالية ام نمو مبيعات السهم بأعلى من المعدل ام معدل نمو الشركة ام نمو مقسوم الارباح ؟ فيما أنصرف الثاني إلى استعراض أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة فضلاً عن منهجيتها أما التحليل التطبيقي واختبار فرضيات الدراسة فقد تكفل به المحور الثالث منها وخصص المحور الرابع والأخير لأهم استنتاجاتها وتوصياتها .

ومن الله التوفيق

المحور الأول :- الإطار النظري للدراسة

أولاً:- مفهوم وطبيعة أسهم النمو

يتم 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 هي الزيادة الحاصلة في المبيعات لفترة زمنية معينة كان تكون سنة (Ahmed &Mehmood, 2010 : 6) 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 تراكم 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، ببساطةلأن اهتمامات حملة الأسهم والمستثمرين لا تقتصر على مقسوم الأرباح الحالية أو المستقبلية طالما هم يعرفون أن الشركات التي تدفع حصص أرباح حالية مرتفعة تحتجز بالضرورة موارد مالية أقل وتكون عرضة لـــــ فرص توسع أقل (Ehrhat& Brigham, 2009 : 406-405).

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 اصطلاحاً بين مفهوم النمو للشركات مع نمو الأسهم أو نمو سعر السهم و بعض الأدبيات تستخدم هذا المصطلح باعتباره ذو دلالة واحدة بالرغم من وجود شبه أجماع على أن النمو بالنسبة للشركات يتجسد بفرص دخولها بمشاريع الاستثمار التي يرتفع فيها معدل العائد غير الطبيعي في ظل تماثل مستويات المخاطرة ، 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).

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 وغالباً ما تنصرف دلالة أسهم النمو إلى أسهم الشركات التي تكون القيمة الاسمية لرأسمالها أعلى من متوسط السوق (Hoekian , 2011 : 14) 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 (Yesica,2014:16) أنه غالباً ما توجد هذه الأسهم في شركات الصناعات المتقدمة، وإضافة لأسهم النمو هنالك أنواع عديدة من الأســهم لابد من التعريف بها تمشياً مع منطلقات البحث العلمي.

ثانياً:- أنواع الأسهم

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 في توليد الدخل وغالباً ما يشار لها بأسهم (الفقراء) الباحثين عن دخل المعيشة وهي مناسبة لاستكمال الإيرادات الأخرى، ومن الأمثلة على أسهم الدخل أسهم المرافق العامة مثل الاتصالات السلكية واللاسلكية للشركات وشركات الكهرباء وغيرها (Levisauskaite , 2010 : 83)

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 شركات البنوك والتأمين والتي من المرجح أن يزيد سعرها في المستقبل ولكن ليس بسرعة زيادة أسعار الأسهم الأخرى. (Sindell, 2004:162)

3-الأسهم الدورية Cyclical stocks

هي تلك الأسهم التي تتغير صعوداً وهبوطاً مع اتجاه الأعمال والاقتصاد حيث ترتفع بصورة سريعة في فترات تحسين الأعمال وتعاني هبوطاً ملحوظاً عند تدهور الظروف الاقتصادية إذتتأثر إيراداتها المستقبلية تأثراً كبيراً بالتقلبات الدورية المصاحبة لحالة الانكماش والانتعاش الاقتصادي وهو الأساس الذي اكتسبت منه اسمها(القرشي ،10:2002)

4-أسهم المضاربة Speculative stocks

هي أسهم الشركات التي يشتريها المضاربون لتوفر أمكانية تنامي سعرها وتحمل درجة عالية من المخاطرة. وعادة ما يتم إصدارها من قبل الشركات الجديدة والمعمورة التي لديها أفكار وتطلعات مستقبلية طموحة. ويمكن أن تتلاشى هذه الأسهم لأنها تتوسع بسرعة وتقدم للمستثمر عوائد كبيرة أو أنها يمكن أن تتضاعف بنفس السرعة (Piccolomini et al, 2007:16)

5- الأسهم الدفاعية Defensive stocks

هي أسهم الشركات التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة بل وحتى متزايدة خلال الركود الاقتصادي ، ولا ترتفع أسعارها بسرعة بالمقارنة مع الأسهم الأخرى عندما يزدهر الاقتصاد (Piccolomini el at , 2007 :15) وتحافظ هذه الأسهم أجمالاً على أسعارها عند تباطؤ حركة الاقتصاد لذا توصف بأنها مقاومة للركود (Faerber , 2000 : 28).

ثالثاً:- خصائص أسهم النمو

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

1- تحصل على زيادة ملموسة في القيمة السوقية مع الوقت، ويكون معدل تلك الزيادة أعلى بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الأسهم كأسهم الدخل.

2- سعرها أعلى من متوسط سعر السوق نسبة إلى التدفقات النقدية ومقسوم الأرباح والقيمة الاسمية.

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 .

رابعاً:- بعض المؤشرات الأساسية لقياس أسهم النمو

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

1- مؤشر مضاعف الأرباح P/E,Price /Earning

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)وفق الصيغة الآتية : (Strahel,2011:33)

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

2-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، يتضح مما تقدم أن طريقة هذا النموذج طريقة في تقدير القيمة الحقيقية للسهم هي تقدير القيمة الحالية للأرباح المستقبلية المتوقعة من الفرص الاستثمارية

ويحسب بالمعادلة أدناه : (Hoekian,2011:44)

$$PVGO = \frac{NPV_1}{K - g} \quad \text{.....(1——2)}$$

إذ أن :

NPV1= صافي القيمة الحالية للاستثمارات في أول مدة

K= معدل الخصم

g= معدل نمو الأرباح

3- 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:- (العامري ، 2010:496-497)

$$\frac{EPS}{r} = \frac{Div}{r} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1-3)$$

إذ أن:

EPS= أرباح السهم الواحد

Div= مقسوم أرباح السهم الواحد

ثانياً:- مفهوم المحفظة الاستثمارية ونظرية المحفظة الاستثمارية

عرفت المحفظة الاستثمارية ومصطلحها (Portfolio) في حقل الاستثمارات المالية بأنها مجموعة من الموجودات المالية والمادية التي يمتلكها المستثمر مثل الأسهم والسندات والعقارات وغيرها (Mayo, 2008: 8) أما المحفظة المالية فقد عرفها(Jordan &Jr, 2008: 360) بأنها مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر ،حيث تقوم المحفظة الاستثمارية بوصفها مدخلاً للاستثمار بتخفيض مخاطر الاستثمار من خلال نظريات التنويع.

***نظريات المحفظة الأستثمارية**

1-نظرية المحفظة التقليدية Traditional ProtfolioTheory

قبل أن يضع ماركويتز مقالته الرائدة سنة 1952حول 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 (Aleemkhanm, 2011:19)،لكن هذا التنويع لم يهتم بالعلاقات بين مكونات المحفظة بل يختارها بشكل عشوائي لذا سمي بالتنويع البسيط أو الساذج (Naïve Diversification)

2- المحفظة الكفوءة Efficient Portfolio

قد ذهب (ماركويتز) في مقالته الرائدة سنة 1952 ومن ثم كتابه اللاحق سنة 1959 أبعد في تفسيره للكيفية التي تخفض بها مخاطرة المحفظة من خلال التنويع المدروس، حيث قدم مفهوم

المحفظة الكفوءة، باعتبارها المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة أو التي تحقق أدنى مخاطرة عند مستوى معين من العائد ،ولقد أوضح (ماركويتز) أنه بعدد محدد من الأوراق المالية يمكن بناء عدد كبير من المحافظ الاستثمارية وأن اهتمام المستثمرين ينص على مجموعة محددة من المحافظ المثلى 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) ويستخدم في بناء المحافظ الكفوءة عدد من النماذج :

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)

$$Rp = \sum w_i r_i \qquad \text{.....(1-4)}$$

إذ إن:

عائد المحفظة R_P=

نسبة الاستثمار في الورقة المالية (I) W_i=

عائد الورقة المالية (i) R_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:

مخاطرة المحفظة. σp=

تباين عائد الورقة(i) σ_i^2=

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

2- نموذج توبن Tobin Model

ساهم (Tobin) بإضافة افتراض أخر لنماذج بناء المحفظة ألا وهو أمكانية المستثمر لإقراض Lendوالاقتراض Borrow 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،41:2011) 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) كالأتي : (Paudel&Kairala, 2006 : 22)

$$Rp=w_1r_1 + w_2r_2 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(1-5)$$

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 يؤثر 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)

$$R(p)=\alpha(p) +\beta(p)R(m)\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(1-6)$$

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 القيمة المتوقعة لمحفظة السوق صفراً .

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

$$\sigma^2(p)=\beta^2p\sigma^2(Rm)+\sigma^2(ep) \quad \ldots\ldots(1-7)$$

إذ إن :

المخاطرة النظامية للمحفظة β^2p

$\sigma^2(Rm)=$

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 الضريبية 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 المثلى 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: 160-161) وتبنى المحفظة حسب هذا النموذج باستخدام العلاقة الآتية : (Elton & Gruber, 1995 :188-187) (Paudel&Koirala, 2006 : 22) (Bason , 2004 : 85)

$$C_i = \frac{\sigma_m[^2 \sum_{i=1}^{i} \frac{(R_i - R_F)\beta_i}{\sigma^2_{ei}}}{1 + \sigma^2_m \sum_{i=1}^{i} \frac{\beta^2_i}{\sigma^2_{ei}}} \quad \text{.....(1-8)}$$

إذ إن :

C_i= معدل القطع

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 وهي مقياس المخاطرة النظامية.

وبعد الحصول على معدل القطع الأمثل (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 أختيار الورقة المالية ذات القيمة الأكبر من (C) لتدرج في المحفظة المثلى والتي تكون فيها نسبة ($R_i - R_F/\beta_i$) أكبر من نسبة حد قطع أخر سهم يتم ضمه الى المحفظة المثلى ويتم استخراج نسبة الاستثمار كالأتي :

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

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:

$$Zi = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2}\left[\frac{R_{i-}\,R_F}{\beta_i} - C^*\right] \quad \text{.....(1-9)}$$

C= معدل القطع الأمثل.

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

المحور الثاني:- منهجية البحث والدراسات السابقة

أولًا:- منهجية البحث

2-1مشكلة البحث

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 مخاطرة في أن واحد. لذا فأن التساؤل الرئيسي الذي تثيره المشكلة هو (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- 2أهمية البحث

تناول هذا البحث موضوع مهم وحيوي وهو أسهم النمو وقياس تأثيرها على كفاءة أداء المحافظ الاستثمارية حيث يفضل المستثمرون في الغالب ـــــــــــ بل يسعون ـــــ 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 حل هذا التعارض بالتجريب ومن خلال الاستفادة من التمايز في خصائص الأسهم بشكل خاص ومحاولة ربط خاصية السهم بأداء المحفظة من حيث زيادة العائد وتخفيض المخاطرة ، وهو ما يوفر بالنتيجة تبريراً موضوعياً ومنطقياً لوجود هذه الدراسة التي تحاول اختراق تلك العلاقة واثبات أن بالإمكان الربط بين العائد الأعلى والمخاطرة الأدنى أذا تم اختيار مكونات المحافظ الاستثمارية بالتركيز على خاصية نمو السهم .

2-3 أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث في الآتي :-

1- قياس تأثير التنامي الرأسمالي لسعر السهم على بناء المحافظ الاستثمارية المكونة لها في سوق العراق للأوراق المالية وأياً من 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 أسهم النمو وربطها بأداء المحافظ الاستثمارية.

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

2-4 فرضيات البحث

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

(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 عن 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 المرجعية.

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

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

2-5 حدود البحث الزمانية والمكانية

الحدود المكانية:-سوق العراق للأوراق المالية

الحدود الزمانية:-شمل البحث بيانات السوق للفترة من (1 /1/2005 - 12/2012 /1)

2-6 مجتمع وعينة البحث

لقد شملت عينة البحث أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لـــــلقطاعات الستة 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 حددت العينة بما يحقق الحد الأدنى من المشاهدة الشهرية (96 مشاهدة) لكل سهم وبالتالي فقد شملت العينة (30) سهماً أي بواقع (2880) مشاهدة شهرية للعينة ككل (96×30) وللفترة أعلاه.

الجدول (1-2)

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**
13	**مصرف الشرق الأوسط**	44	**الأمين العقارية**
14	**مصرف الاستثمار**	**5**	**القطاع الصناعي**
15	**مصرف بابل**	51	**المنصور الدوائية**
16	**مصرف الخليج**	52	**العراقية للسجاد والكاربت**
17	**مصرف الوركاء**	53	**بغداد لصناعة مواد التغليف**
18	**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**

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.

2-7أساليب جمع البيانات:-

1-الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق المالية.

2- الموقع الالكتروني للشركات عينة البحث.

3- الزيارات الميدانية.

2-8 إجراءات وأساليب الدراسة

1-حساب عوائد الأسهم للفترة (2005-2012) باعتماد طريقة عوائد فترة الاحتفاظ وحسب المعادلة الآتية:(Gitman,2009:230)

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{(t-1)}}{P_{(t-1)}}$$

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

3- استخراج خصائص محفظة السوق وفقاً للمشاهدات الشهرية.

4- استخدام مجموعة من الأساليب والوسائل الإحصائية في تحليل البيانات وتبويبها وجدولتها بمساعدة البرمجيات الجاهزة لنظام (SPSS,v20) وهي كالأتي:-

أ- الانحدار الخطي البسيط.

ب-اختبار الارتباط الذاتي (D-W).

ت-اختبار التباين (ANOVA).

5- عائد ومخاطرة السوق Market Risk & Return

حسب عائد محفظة السوق من خلال قسمة العائد الحالي لمحفظة السوق خلال الفترة الزمنية على عدد الشركات التي تداول أسهمها خلال تلك الفترة كما في الصيغة الآتية:(العلي، 220:2010)

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

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:(Fabazzi et al,2003:147)

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

إذ أن:

$Cov(i, j) =$ 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 والبالغ (0254.)

6- متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة (Rf)

يحسب ($\overline{R}_f$) من خلال قسمة مجموع معدلات العوائد الشهرية الخالية من المخاطرة خلال فترة الدراسة على عددها(n)وحسب الصيغة الآتية :

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

وقد أستخدم متوسط العائد على حوالات الخزينة لـــــ (96) شهر الذي يبيعها البنك المركزي في

السوق المفتوحة خلال مدة الدراسة مقياساً في تقدير معدل العائد الخالي من المخاطرة والذي كان

بنسبة (3%).

7- حساب النمو للأسهم

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

2- مؤشر(PVGO) حسب المعادلة (1-2)

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

8- اختبار الفرضيات من خلال المقارنة (من حيث العائد والمخاطرة) بين المحافظ الكفوءة التي تم بنائها على أساس معايير أسهم النمو والمحفظة المرجعية 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.

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 ثم استخدام النموذج الأخير (التدريج) لبساطته وعدم حاجته إلى بناء نماذج رياضية معقدة حيث يستند هذا النموذج في قبوله لسهم معين على مقارنة ناتج R_i – (RF/β_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 (1-8).

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 أن :

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

11- نسبة 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 من خلال قسمة معدل العائد المتوقع للمحفظة على مخاطرتها الكلية فإذا كان الناتج مرتفعاً فهو يدل على مبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة . (الخفاجي، 142:2006) .

12- معامل الاختلاف C.V, Cofficient of Variation

يعتبر معامل الاختلاف من مقاييس المخاطرة ويستخدم للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية التي تختلف من حيث (العائد والمخاطرة) وهو عكس النموذج في(11) أعلاه ويحسب بقسمة المخاطرة على العائد أي :

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

13- قياس أداء المحافظ الكفوءة التي تم بنائها على أساس نمو الأسهم وذلك باستخدام عدد من مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية وهي (Paudel&Koirala,2006:22) (Bason,2004:85) (الخفاجي ، 19:2008)

13-1 مقياس شارب Sharp's Measure حسب المعادلة:-

$$Si = \frac{\overline{Ri} - Rf}{\sigma i}$$

13-2 مقياس جنسنMeasures Jensen's حسب المعادلة :-

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

13-3 مقياس ترينورTrenyor's Measure حسب المعادلة:-

$$Tp = \frac{E(Rp - Rf)}{\beta p}$$

13-4 مقياس أم تربيع Measure M^2 حسب المعادلة :-

$$M^2 = \overline{R}p - Rm$$

ثانياً:- الدراسات السابقة

أولاً:- الدراسات العربية

1-دراسة (العلي ، 1997: 1-120)

تعد هذه الدراسة من الدراسات الرائدة على الصعيد المحلي التي بحثت في " بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية " حيث اختبرت مدى أمكانية الاعتماد على عدد من المؤشرات في تجميع الأسهم العادية لبناء المحفظة الكفوءة . بافتراض انه بالإمكان تخفيض عدد أسهم المحفظة الكفوءة دون التأثير في خصائصها باستخدام عدد من المعايير وقد توصل الباحث إلى نتائج تدعم الفرضيات الرئيسية والفرعية للدراسة.

2- دراسة (الشيخ ،2002: 1-182)

بالرغم من تركيز الدراسة واعتمادها على فرضية واحدة في قياس أسهم النمو واعتمادها قطاع أنتاجي واحد دون القطاعات الأخرى فقد أسهمت بإبراز أهمية موضوع مهم وحيوي هو تقييم الأسهم العادية باعتبارها واحدة من أكثر الأدوات الاستثمارية قبولاً لدى المستثمرين، ولقد اعتمدت الدراسة على فرضية مؤداها أن احتجاز نسب عالية من الأرباح يؤدي إلى زيادة مساهمة فرص النمو في القيم السوقية للأسهم وقد أعتمد الباحث على الكشوفات المالية الخاصة بالشركات عينة البحث وأستنتج أن أسهم نمو القطاع الصناعي تؤثر في المحفظة .

ثانياً:- الدراسات الأجنبية

1-دراسة (Yazdi & Ardekani , 2004:149-174)

"An examination of stock categories; growth stocks and value stocks in Tehran stock Exchange approved companies"

تناولت الدراسة الموسومة (تفحص أصناف أسهم النمو وأسهم القيمة في الشركات المسجلة في سوق طهران للأوراق المالية) موضوع تصنيف الأسهم إلى أسهم النمو واسهم القيمة في السوق المذكورة للفترة (2006-2010) واستنتجت أن هنالك فروق ذات دلالة إحصائية في الحجم والإيرادات ومخاطر الاستثمار يمكن ملاحظتها بين أسهم النمو وأسهم القيمة عند استخدام مقياس القيمة الدفترية والقيمة السوقية لتصنيف الشركات.

2- دراسة (Breuer &Gurtler , 2006:649-669)

"Performance Evaluation and portfolio selection"

هدفت الدراسة الموسومة (تقييم الأداء واختيار المحفظة) إلى تقصي أسلوب الباحثين لتقييم أداء الصناديق حيث بدأت الدراسة في تحديد مشكلة اختيار المحفظة للمستثمر الذي يواجه قيود البيع القصير عندما يختار صناديق الاستثمار المختلفة ويفترض تحقيق دالة منفعة . وقد استندت الدراسة إلى قاعدة بيانات العوائد الشهرية لسوق الأوراق المالية الفرنسية لـــــــ(24) صندوق للفترة (1994-1999) واستنتجت بأن معظم المصاعب التي تواجهها المحافظ الاستثمارية ناتجة عن مشكلة البيع القصير كما أشارت إلى أن مقاييس (Sharpe)، (Treynor)، (Jonsen) هي الأفضل في قياس أداء المحفظة نسبياً .

3-دراسة (Shahid , 2007:1-40)

"Measuring portfolio Performance"

هدفت الدراسة الموسومة (قياس أداء المحفظة) إلى قياس وتقييم مجموعة من المحافظ الاستثمارية المنوعة المشكلة في سوق ماليزيا للأوراق المالية للفترة (2004-2007) واستنتجت بأن أداء المحفظة الاستثمارية يتغير ويختلف باختلاف نوع المؤشر المستخدم وهذا يعني أنه لا يوجد مؤشر واحد لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية يمكن أن يشكل لوحده معياراً مفضلاً لقياس أداء المحافظ الاستثمارية من بين مؤشرات شارب وترينور وجينسن.

4- دراسة (Strahle , 2011:1-79)

"Value and growth stocks on the Swedish stock market"

بحثت هذه الدراسة المعنونة (أسهم القيمة والنمو في سوق الأسهم السويدية) إمكانية المستثمر بالحصول على عوائد عالية عند الاستثمار في أسهم القيمة مقارنة بالاستثمار في أسهم النمو وبأجراء تحليل تجريبي بين النوعين واستنتجت أن المستثمر يستطيع الحصول على عوائد أعلى من خلال الاستثمار في أسهم القيمة مقارنة مع أسهم النمو حتى عندما تكون العوائد معدلة بالمخاطرة .

5- دراسة (Hoekian , 2011:1-78)

"The Performance of Value VS. Growth Stocks During the Financial Crisis"

هدفت هذه الدراسة المعنونة (أداء أسهم القيمة مقابل أسهم النمو خلال الأزمة المالية) إلى تقييم أداء أسهم النمو والقيمة خلال الأزمة 2007-2010 ضمن الأسواق الخمسة الأكثر تأثيراً على النطاق العالمي ، وقد أوضحت الدراسة بأن أسهم القيمة تتداول بأسعار منخفضة مقارنة مع أسهم النمو في البلدان الأكثر نفوذاً في جميع أنحاء العالم (الولايات المتحدة ، وألمانيا ، وفرنسا ، والصين والمملكة المتحدة) بعد الجمع بين هذه البلدان الخمسة واستخدام مقاييس تدفق السعر إلى الأرباح والسعر إلى القيمة الدفترية والسعر إلى التدفق النقدي

6- دراسة (Hilsted , 2012:1-117)

"Active portfolio managment and portfolio construction – Implementing an Investment Strategy"

هدفت الدراسة الموسومة (أدارة المحفظة النشطة وبناء المحفظة- تطبيق ستراتيجية الاستثمار) إلى خلق إستراتيجية استثمارية لإدارة محفظة نشطة والتفوق على أداء مؤشر MSCI خلال المدة 1992-2011 والتحقق فيما إذا كانت أدارة المحفظة النشطة تشكل إستراتيجية ناجحة، لقد أشارت الدراسة إلى أن متوسط العائد الشهري لـــــMSCI الدنمارك 0.65% في حين أن المحافظ النشطة تنتج متوسط عائد شهري من 0.34%و0.37% على التوالي ما يعني أن أدارة المحافظ النشطة لم تتفوق على أداء محفظة المؤشر.

7-دراسة (Yesica & Elma , 2014:1-77)

"Value Vs Growth stocks Returns on the Indonesia stock Exchange"

هدفت الدراسة المعنونة (عوائد أسهم القيمة مقابل أسهم النمو في سوق اندونيسيا للأوراق المالية) إلى تحديد الفرق في العائد بين أسهم النمو وأسهم القيمة،وباستخدام عينة من (30) سهمً مدرج في البورصة في الاندونيسية للفترة (2003-2013) استنتجت عدم وجود فروقات معنوية في العوائد بين نوعي الأسهم المذكورين.

المحور الثالث:-الجانب العملي

أولاً:- بناء المحفظة الكفوءة واختبار الفرضيات

لغرض اختبار فرضيات الدراسة تطبيقياً باستخدام مؤشرات فرز أسهم النمو ونماذج القياس الكمي المقارن للمحفظة الكفوءة مع المحفظة المرجعية ثم تصنيف الأسهم على وفق مؤشرات القياس التي أشارت أليها فرضيات الدراسة وعلى وفق التسلسل وكالآتي :

1- مؤشر P/E

تم تطبيق هذا المؤشر على كل أسهم العينة والجدول 1-3 يبين ماهية الأسهم التي حصلت على مضاعف أرباح عالي ومقدار ذلك المضاعف استناداً إلى مقياس (P/E) جرى فحص عينة البحث وقد أظهر هذا المقياس أن أسهم النمو الأعلى من (P/E) ضمت الشركات الآتية:-

الجدول1-3

تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وفقاً لمؤشر مضاعف الأرباح *

ت	رمز الأسهم ذات مضاعف الأرباح العالي	مضاعف الأرباح العالي*
1	56	165
2	11	126
3	13	106
4	44	86
5	31	79
6	41	54
7	12	44
8	54	44

*مقربة إلى الأعداد الصحيحة

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

وباستخدام نموذج التدريج البسيط المشار إليه بالفقرة (9) من منهجية البحث فقد أجتاز (6) من الأسهم حد القطع وبلغت نسبة استثمار كل منهم كما في العمود (11) من الجدول 2-3 ومجموعهما 100% من مبلغ الأستثمار .

الجدول 2-3

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 كالأتي

معدل العائد المتوقع	0.309	$R_{(P)}$
المخاطرة الكلية	1.0795	$\sigma_{2\,(P)}$
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) العالي مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ بان 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)، ورفعت نسبة العائد إلى المخاطرة من (0.2791) مرة إلى (0.2912) مرة .مما يعني رفض فرضية العدم وقبول فرضية الوجود

بتفوق أداء محفظة الأسهم التي يتم اختيار مكوناتها باستخدام مؤشر P/Eعلى محفظة السوق المرجعية من حيث زيادة العائد وانخفاض المخاطرة .

2. بناء المحفظة الكفوءة وفقاً لمؤشرPVGO

لغرض اختبار الفرضية الثانية التي تشير إلى عدم تفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها باستخدام قيم مؤشر (PVGO) الأعلى على أداء محفظة السوق المرجعية جرى فحص أسهم النمو باستخدام قيم المؤشر الأعلى والمبينة في الجدول 3-3.

الجدول 3-3

تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين وفقاً لمؤشر(PVGO)*

ت	رمز الأسهم التي تتميز بنسبة (PVGO) العالية	نسبة (PVGO) العالية
1	12	33.520
2	11	30.441
3	31	27.310
4	13	25.992
5	42	22.441
6	62	20.240
7	61	17.330

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

الجدول 3-4

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم لنسبة(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 عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة كانت النتائج كالأتي :ـــــ

معدل العائد المتوقع	0.47465	$R_{(P)}$
المخاطرة الكلية	1.04402	$\sigma^2_{(P)}$
المخاطرة النظامية	0.01327	SR
المخاطرة اللانظامية	1.03075	IR
معامل الاختلاف	2.1527	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	0.4645	R/R

وعند مقارنة نتائج المحفظة الكفوءة لمقياس (PVGO) العالي مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ بان هنالك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية حيث 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 ،مما يعني رفض فرضية العدم الثانية وقبول فرضية الوجود بتفوق أداء المحفظة الكفوءة من حيث العائد والمخاطرة على أداء محفظة السوق إذ تم تركيب تلك المحفظة باستخدام الأسهم التي تتميز بتقييم أعلى لمؤشر (PVGO).

3:ـــــــ 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 . فقد تم فحص عينة الدراسة التي تتكون من مجموعة الشركات التي تحتجز أرباحها أو نسب كبيرة منها وكما يلي:-

الجدول 5-3

الشركات التي تحتجز الأرباح بنسبة عالية

ت	رمز الأسهم التي تحتجز الأرباح بنسبة عالية	نسبة احتجاز الأرباح العالية
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 : (دليل الشركات لسوق العراق للأوراق المالي)

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

الجدول 3-6

أوزان المحفظة الكفوءة لمجموعة الأسهم ذات نسبة احتجاز الأرباح العالية

مكونات المحفظة	$R_i - RF/\beta_i$	$(R_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3*\sigma^2_{(M)}$	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 كالأتي :ـــــ

معدل العائد المتوقع	0.3765	$R_{(P)}$
المخاطرة الكلية	1.0974	$\sigma_{2\,(P)}$
المخاطرة النظامية	0.0342	SR
المخاطرة اللانظامية	1.0632	IR
معامل الاختلاف	2.7824	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	0.3594	R/R

وعند مقارنة نتائج المحفظة الكفوءة لمؤشر نسبة احتجاز الأرباح العالي مع نتائج المحفظة المرجعية للأسهم يلاحظ بان هنالك تفوقاً واضحاً للمحفظة الكفوءة على المحفظة المرجعية حيث 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، لذا ترفض فرضية العدم وتقبل فرضية الوجود بتفوق محفظة أسهم النمو التي تم اختيار مكوناتها على وفق مؤشر نسبة احتجاز الأرباح الأعلى على أداء محفظة السوق المرجعية .

ثانياً: – تقييم أداء المحافظ الكفوءة للأسهم العادية

1–تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس Sharp

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس مؤشرات أسهم النمو التي تم تناولها 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 أطار المقارنة تبين أن المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية هي الأفضل (0.4621) .يليها المحافظ التي تم تشكيلها على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية بنسبة (0.3570)، أما المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي فكانت (0.2951). مما ورد أنفاً 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 بالجدول 7–3 .

الجدول3-7

تقييم أداء المحفظة الكفوءة وفقاً لمقياسSharpe

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالتكاليف	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة النشطة		الانحراف المعياري للمحفظة	نسبة Sharpe	تسلسل الأداء
معيار التركيب	الخيارات			Rf	Rp-Rf			
مضاعف الأرباح	العالي	6	.309	.0025	.3065	1.0388	.2951	4
(PVGO)	العالي	4	.4746	.0025	.4721	1.0217	.4621	1
نسبة أحتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	.0025	.374	1.0476	.3570	2

2-تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس Treynor

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس المؤشرات أسهم النمو ذاتها لتكوين المحفظة ولكن باستخدام مقياس ترينور وفي أطار المقارنة تبين أن المحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية هي الأفضل (1.0118) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية (0.4939) يليها المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي هي بنسبة (0.2210. مما ورد أنفاً 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 بالجدول3-8 .

الجدول 3-8

تقييم أداء المحفظة الكفوءة لمقياس Treynor

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالتكاليف	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة النشطة		بيتا المحفظة	نسبة Treynor	تسلسل الأداء
معيار التركيب	الخيارات			Rf	Rp-Rf			
مضاعف الأرباح	العالي	6	.309	.0025	.3065	1.3868	0.2210	5
(PVGO)	العالي	4	.4746	.0025	.4721	0.9559	0.4939	4
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	.0025	.374	0.3699	1.0118	1

3-تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس Jenson

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس المؤشرات أسهم النمو ذاتها لتكوين المحفظة وفي أطار المقارنة تبين أن المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO) العالية هي الأفضل (0.38559) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس نسبة احتجاز الأرباح العالية (0.34052) واظهر القياس أيضاً أن المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي كانت بنسبة (0.18099) . مما ورد أنفاً 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 بالجدول 9-3 .

الجدول 9-3

تقييم أداء المحفظة الكفوءة لمقياس Jonsen

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالتكاليف	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
(PVGO)	العالي	4	.4746	.0025	.4721	0.093	0.9559	0.38559	1
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	.0025	.374	0.093	0.3699	0.34052	2

4-تقييم أداء المحافظ الكفوءة وفقاً لمقياس M^2

تم قياس أداء المحفظة الكفوءة على أساس المؤشرات أسهم النمو ذاتها لتكوين المحفظة ومن خلال النتائج وجد أن المحفظة المكونة على أساس نسبة نسبة احتجاز الأرباح العالية هي الأفضل (0.09991) مقارنة مع المحفظة المكونة على أساس مضاعف الأرباح العالي (0.00748) أما المحفظة المكونة على أساس نسبة (PVGO)العالية فكانت بنسبة

(0.00087) . مما ورد أنفاً 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 بالجدول (10-3).

الجدول (10-3)

تقييم أداء المحفظة الكفوءة لمقياس M^2

نوع المحفظة		عدد الأسهم	معدل العائد المعدل بالتكاليف	المحفظة المعدلة		عائد 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	4
(PVGO)	العالي	4	.4746	0.07389	0.92611	0.093	0.00087	1
نسبة احتجاز الأرباح	العالية	19	.3765	0.07207	0.92793	0.093	0.09991	2

المحور الرابع :- الاستنتاجات والتوصيات

أولاً:- الاستنتاجات

من خلال دراستنا التطبيقية تم استنتاج ما يأتي :-

1- تفاوت معدلات عوائد أسهم الشركات عينة الدراسة بمدى يتراوح بين (- 0.001- 0.216) حيث بلغ مصرف الاستثمار معدل عالي مقارنة مع المعدل الذي حققته الشركة العراقية للمنتجات الزراعية، قد يعود السبب في هذا التفاوت إلى حساسية عائد كل سهم أو إلى الظروف الخاصة بكل شركة أو إلى هذه الأسباب مجتمعة .

2- تميز قطاع التأمين بارتفاع متوسط معدلات العائد المتوقع متفوقاً 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 إن ارتفاع معدلات العائد صاحبه ارتفاع في مستويات المخاطرة الكلية لهذه القطاعات وهذه العلاقة الطردية قد تفضي 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 وكالأتي :

* تفوق إداء 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 إلى 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 أذا تم تركيب محافظهم الاستثمارية على وفق خاصية النمو وباستخدام مختلف مقاييس هذا المتغير.

* أن 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).

* أن 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).

* أن 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 الأرباح العالية بمقياس M^2(0.09991) بالمقارنة مع المحفظة المكونة على وفق مؤشر نسبة احتجاز الأرباح المنخفضة (0.00761).

ثانياً:- 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 يلي :-

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 شرائها باستخدام واحدة من مؤشرات قياس هذه الأسهم حيث 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 أمكانية 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 الإلكتروني 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 تسيب 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

١. الاعرجي ، عدنان سالم قاسم غازي ، (2003) ، ***ادارة محفظة صناديق الاستثمار وامكانية التطبيق في المصارف العراقية : دراسة تطبيقية***، اطروحة دكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الموصل .

٢. الشماع ، ، **خليل محمود حسن ، (1992)** ***" الادارة المالية"*** ، ط٤ ، مطبعة الخلود ، بغداد ، العراق .

٣. 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 .

٤. العامري ، محمد علي ابراهيم ، (2010) ، ***الادارة المالية المتقدمة*** ، أثراء للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى ، جامعة بغداد ، العراق .

٥. العلي ، اسعد حميد عبيد،(1997) ***" بناء المحفظة الكفوءة من الاسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية"*** ، رسالة ماجستير ، جامعة بغداد.

٦. **العلي ،اسعد حميد ، (2010)"الادارة المالية :الاسس العلمية والتطبيقية"،ط١ ، دار وائل للنشر، عمان ، الاردن.**

٧. **الخفاجي، علي جيران عبد علي، (2006)"تحليل الإستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفوءة في أسواق الاسهم الناشئة:دراسة تطبيقية"،اطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.**

٨. 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

٩. قاسم، منى، (2007) ***"دليل الأستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية"*** ، الدار المصرية اللبنانية ،ط 1 .

١٠. القرشي ، عبد الله علي احمد ، (2002) ، ***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 .

١١. المشهداني وهرمز ، محمد حسن وأمير حنا ، (١٩٨٩) ، **الإحصاء** ، جامعة بغداد ، بيت الحكمة.

12. 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.

13. 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.

14. Bacon R. Carl , (2004) ,**Practical Portfolio Performance Measurment and Attibution**, Jone Wiey & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester

15. Breuer, Wolfgang & Gurtler, Marc,(2006)"**Performance Evaluation, Portfolio Selection**" The European journal of Finance.Vol.12, No.8, December

16.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)
17.Faerber,Esme , (2000) , ***All about Stocks*** , Mc Grow-Hill , New york .
18. Fobzzi, Frank .Modigliani, France &Jones, Frank,(2003) "**Capital Markets-institutions & instruments**"3rd ed paentice-Hall
19.Friend , Irain& Puckett , Marshall , (1964) , ***Dividends and Stock prices*** , The American Economic Review , Vol.LIV , No.5 , pp : 656-682 .
20. Gitman, lawence j (2009) " **Pringles of Managerial finance**" 12th ed Pearson prentice hall.
21.Graber , Dean E. , (1969) , ***Real and Illusory Earnings Growth*** , Financial Analysts Journal , Vol.25 , No.2 , pp : 52-54 .
22.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
23.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
24. Jorden, Brad Ford .D &Jr, Thomas W.Miller,2008 ***"Fundament of investment: Valuation and Management"*** 4th ed McGraw-Hill /Irwin,.
25.Levisauskaita , Kristina , (2010) , **Investment Analysis and Portfolio Management** .
26. Jones, Charles.P (2000) "**Investment"** 5th ed, John Wiley &Son's Company.
27. Mayo, Herbert ,(2008),***" Investment: an introduction"*** 9th ed Thomson-south western**.**
28. 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
29.Piccolomini , Jan P. & Wade , Levi C. & Thomas , Jan C. &Lafalam R. &Thomann , Ryan , (2007) , ***Stock Market Simulation***
30. Shahid , Muhammad, (2007),"**Measuring Portfolio Performance**", U.U.D.M. Project Report 2007: 19, Department of Mathematics Uppsala University
31.Strahle , Mikael , (2011) , ***Value and growth stocks on the Swedish stock market*** , Master thesis , Copenhagen Business School .

32.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 .

Ministry of Higher Education and Scientific Research
University of Qadisiya
Administration and economics college

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

Empirical study in Iraqi stock Exchange

Search Introduction by :

Sabreen Jamal Jalal Al Zalzaly

Assistant Professor Dr.
Ali jeeran Abid Ali al-Khafaji

2016 A.D. 1438 A.H.