بناء محفظة الاسهم الكفوءة باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ "*"

"دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية "

الأستاذ المساعد الدكتور
على جيران عبد علي
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة القادسية
Assistant Prof. Dr Ali jeeran Abd Ali
College Of Administration And Economics - Al_Qadissiya University
الباحث احمد جبار كعيد
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة القادسية
Ahmed Jabbar Kaaid
College Of Administration And Economics - Al_Qadissiya University

Abstract

The aim of this study is to test the assets of an efficient stock portfolio using a buy and hold strategy that is one of the strategies of static management. The stock test under the buy and hold strategy (as a static management model) Of the (23) companies listed in the Iraqi Stock Exchange for the period (2012-2016) that the selection of efficient portfolio shares in accordance with Liquidity index standard is the best option to reach the actual embodiment of the concept of efficient portfolio.

The approach helps procurement strategy and keep for long periods to get rid of taxes, rising costs and the risk of fluctuations in stock prices of companies and achieve better returns as well as liberalization of private investors, investment restrictions in the stocks of multiple companies.

المستخلص

الهدف من هذه الدراسة هو اختبار موجودات محفظة الاسهم الكفوءة باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي هي واحدة من استراتيجيات الادارة الساكنة وان اختبار الاسهم بموجب استراتيجية الشراء والاحتفاظ (كواحدة من اشكال الادارة الساكنة) وهي (البيتا والسيولة) يتيح افضل مبادلة ين العائد ومخاطرة المحفظة، باستخدام عينة من (23) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (2012–2016) ان اختيار اسهم المحفظة الكفوءة وفقا" لمعيار اسهم السيولة هو افضل خيار للوصول الى تجسيد فعلي لمفهوم المحفظة الكفوءة .

ويساعد نهج استراتيجية الشراء والاحتفاظ ولفترات طويلة على التخلص من الضرائب وارتفاع التكاليف ومخاطر تقلبات اسعار اسهم الشركات وتحقيق عوائد افضل فضلا عن تحرير المستثمرين من القيود الخاصة بالاستثمار في اسهم لشركات متعددة.

* بحث مستل من رسالة الماجستير الموسومة (تأثير استخدام استراتيجية ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الاسهم العادية – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية) للباحث الثاني .

المقدمـــة

يعد موضوع استراتيجية الشراء والاحتفاظ من الموضوعات المهمة في العالم اليوم وخاصة بعد تطورات الاسواق المالية وظهور استراتيجيات عديدة تخص سياسات الاستثمار في الاوراق المالية ومدى تأثر هذه الاستراتيجيات بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تعتبر قيود على الاستثمار في الاوراق المالية وكيفية التغلب على هذه القيود من خلال استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية ولكي يتمكن المستثمر من تنفيذ استراتيجية بعينها عليه ان يكون على دراية معمقة بمقدراته المادية ومهاراته وخبراته في مجال إدارة محفظته الاستثمارية ومنها استراتيجية الشراء والاحتفاظ .

لقد حاولت هذه الدراسة تحديد الخطوات اللازمة لتنفيذ هذه الاستراتيجية فبعد ان قدمت اطاراً نظريا لمفاهيم نظريات المحفظة الاستثمارية والمحفظة الكفوءة واستراتيجية الشراء والاحتفاظ باعتبارها استراتيجية هذه الدراسة التي سنقوم بتطبيقها– في الاطار التطبيقي – واجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطرة ومستويات الكلف التي ترافق هذين المتغيرين ، لتحقيق اهدافها فقد تضمنت هذه الدراسة اربعة مباحث خصص المبحث الاول منها لعرض اطار نظري ناقش نظريات المحفظة الاستثمارية والمحفظة الكفوءة والتركيز على استراتيجية الشراء والاحتفاظ ناقش كذلك نموذجين لبناء المحافظ الاستثمارية اما المبحث الثاني فقد تناول عرض الدراسات التطبيقية السابقة ومنهجية الدراسة فيما انصرف المبحث الثالث لأجراء الاختبارات التطبيقية على فرضيات الدراسة وتكفل المبحث الرابع بعرض اهم استنتاجاتها وتوصياتها.

المبحث الاول: الاطار النظري

اولاً: نظريات المحفظة الاستثمارية

يعود الفضل في نشر مفهوم المحفظة الاستثمارية الى المقالة التي نشرها (Harry Markowitz) في عام 1952 وقامت على تحليل فلسفي لشخصية المستثمر العقلاني في بحثه عن اعلى عائد ممكن في ظل درجة مقبولة من المخاطرة او ادنى مخاطرة ممكنة في ظل مستوى مقبول من العائد (Amence&Sonrd,2003:30)،وعرفها (Ross et al ,2010)على انها توليفة متنوعة (Combination) او مجموعة (Collations) من الاوراق المالية كالأسهم العادية والممتازة و السندات وغيرها، وقد عرفت على انها توليفة من الموجودات ومن النادر ان يستثمر الفرد كل امواله في في موجود واحد (Mcmenamin ,1999:198) اما المحفظة الاستثمارية الكفوءة في " المحفظة التي تحقق للمستثمر اعلى عائد متوقع عند مستوى معين من العائد والمخاطرة ، و تحقق اقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد المتوقع (Brigham & Gapaenski,1996:48) ، وان نظرية المحفظة فهي نظرية معيارية (Normative Theory) تجمع بين خصائص العائد والمخاطرة والاساس الذي تقوم عليه المحفظة باعتبارها مدخلاً للاستثمار المالي هو في قدرتها على تخفيض مخاطرة الاستثمار من خلال التنويع الذي تناوله كل من نظرية المحفظة التقليدية ونظرية المحفظة الحديثة والمحفظة الكفؤة (العامري ، 2010 : 70):-

1- نظرية المحفظة التقليدية (Traditional Portfolio Theory)

لقد كان الاعتقاد الشائع قبل أن نشر (Markowitz) مقالته الرائدة عام 1952 والدراسات اللاحقة ، ان توزيع المخاطر بالاعتماد على التنويع هو من خلال شراء محفظة تحتوي على عدد كبير من الاسهم من قطاعات اقتصادية مختلفة ،ولعل المقولة القديمة " لاتضع جميع البيض في سلة واحدة تعبر عما كان شائعاً في تلك المدة والحكمة من وراء هذا الاعتقاد ان الشركات داخل قطاع اقتصادي معين ستكون عرضة لمؤثرات اقتصادية

متشـابهة ،وبالتـالي تتعـرض كليـاً لـنفس المؤشـرات (العـامري ، 2010: 70-71) ، ولهـذه النظريـة عـدة فرضيات(Babu&Gangadhar,2006: 311):-

1- تفترض أن السوق غير كفوءة .

2- يتوقع منظري هذه النظرية سرعة الارباح .

3- هنالك احتمالية لنمو شركة معينة من خلال التنبؤات المستقبلية لأسعار الأسهم .

2- نظرية المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory)

يعتبر ((Harry Markowitz الاب الروحي لنظرية المحافظ الحديثة التي تفترض بأن المستثمرين يهتمون بالأصول المالية وذلك في ضوء بعدين أساسين هما (العائد والمخاطرة) من خلال تنويع المحفظة من الممكن أن يتم التوازن ،وعليه فأن جوهر نظريته هو أن خطر الموجودات الفردية ليس محل اهتمام المستثمر بقدر اهتمامه بالمخاطر الكلية للمحفظة وهذه النظرية التي جاءت لتطوير لنظرية المحفظة التقليدية ،وتشير الى ان الاستثمار في المحفظة هو المفاضلة بين العائد والمخاطرة (Omisore et al ,2012:20-21) ، كما ان خصائص العائد والمخاطرة للمحفظة الحديثة هي في الحقيقة انعكاس او (صدى) للمعلومات الجيدة او (السيئة) ، ولقد اعتبرت النظرية ان فهم مزايا التنويع مهمة في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية بأعتبار ان الاداء الضعيف لبعض مكونات المخفظة يمكن ان يعوض بألاداء الجيد للمكونات الاخرى ، مما يعني ان عائد المحفظة سيظهر تقلباً اقل عبر الوقت (Reilly & Brown , 2003:211) وتعتمد هذه النظرية على بيتا المحفظة في قياس العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية ، وتستند على الافتراضات الاتية (Gangadhar & Babu , 2006:314):-

1- وجود تدفق حر للمعلومات بين مجموع المستثمرين .

2- الأسواق كفوءة وتستجيب لجميع المعلومات بسرعة .

3-مخاطرة الموجودات المالية داخل المحفظة تكون مرتبطة بمجال الأسواق أو بمخاطرة المحفظة وليس بشكل منفصل (منعزل)

ثانياً: المحفظة الكفوءة (Efficient Portfolio)

المحفظة الكفؤة هي تلك المحفظة التي تحقق اعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة، أو تحقق ادنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد ، ولتشكيل المحفظة هنالك نهجين يجب على المستثمر اتباعهم ، النهج الاول هو اتباع مجموعة من القواعد ، والنهج الثاني هو تحديث مكونات المحفظة الاستثمارية باستمرار من الموجودات المالية (Litterman ,2003: 427-428) .

لقد أشار (Markowitz) أن باستخدام عدد محدود من الاوراق المالية يمكن بناء عدد لانهائي من المحافظ الاستثمارية ، وعليه فأن اهتمام المستثمرين يجب ان يركز حول عدد معين من المحافظ الكفوءة التي تشكل منحنى يسمى الحد الكفوء (Efficient Frontier) ومن خلال هذا المنحنى يمكن للمستثمر ان يختار المحفظة الكفوءة التي تتلائم مع معدل العائد الذي يفضله ومستوى المخاطرة التي يستطيع تحملها (Jones ,2002: 176) ،وحظى هذا النوع من المحافظ بقبول كبير من قبل الاكاديميين المتخصصين قي ادارة المحافظ الاستثمارية من الناحية النظرية الان تطبيقها كان في احسن الاحوال بطيئاً ، ويعزى السبب في ذلك الى الحاجة لاحتساب عدد كبير من الفوائد المتوقعة ومخاطرة جميع الاوراق المالية المرشحة للمحفظة واستخراج التباينات المشتركة لكل زوج من الاوراق المالية لضمان شروط الامثلية (Optimality) او الكفاءة التي تتطلب تطبيق بعض التقنيات الرياضية مثل مضاعف لاكرانج او البرمجة الخطية التربيعية من اجل تحقيق ادنى مخاطرة ممكنة لاي مستوى من

العائد او تحقيق اعلى عائد ممكن لاي مستوى من المخاطرة (سمايقة ،2005: 2) ويعتقد (Weston et al 1996,) ان معظم الاوراق المالية التي تمسك على شكل محفظة وليس موجودات منفردة لان ليس من المهم ارتفاع او انخفاض العائد من سهم معين بل الاهم من ذلك هو العائد من المحفظة الاستثمارية ومخاطرتها ، وهذا يعني ان العائد من الورقة المالية ومخاطرتها لابد ان يحلل على اساس علاقتها بعائد ومخاطرة المحفظة التي تؤلف جزءاً منها (Weston et al ,1996:315)، ولذلك تقوم نظرية المحفظة الاستثمارية على الافتراضات الاتية (هندي،2015: 120):-

أ- تماثل توقعات المستثمرين .

ب- امكانية تجزئة الاستثمارات .

ت- المستثمر رشيد متجنب للمخاطرة .

ث- امانية الاقراض والاقتراض بمعدل خال من المخاطرة .

فضلاً عن ذلك تفترض النظرية ان كل من يتعامل في الاسواق المالية سواء كانت اسواق نقدية او راسمالية يبحث عن(الربحية او العائد) على راس المال المستثمر (من وجهة نظر المستثمرين) وعليه فان جميع هولاء المستثمرين يكونا قد انتهجو منهج (1- Grihaim) الذي نادى بنظرية القيمة والشراء لعدد محدد من الاسهم حيث استندت قناعته على بعض الافتراضات اهمها (العتيبي،2005: 52):-

1- ان السوق في كثير من الاحوال يضع اسعار مغلوطة ويعود ذلك الى عادو العواطف البشرية كالخوف والجشع) فالجشع في اقصى درجات التفاؤل يدفع الاسهم الى ابعد من قيمتها الذاتية ويؤدي الى المغالة في قيمتها (Overvalued) والخوف يدفع بالاسهم في احوال اخرى الى اقل من قيمتها الحقيقية او العادلة (Undervalue) .

2- اما الافتراض الثاني فقد استند على الظاهرة الاحصائية المعروفة ب(العودة الى الوسط الحسابي) حيث السوق ينهض من كبوته غداً، لذلك كان العامل الرئيسي للمستثمرين الذين حققوا تلك الارباح وتفوقوا على العالم باسره في ادائهم هو انتقاء شركة او اثنين تكون مقيمه بقيمه اقل من قيمتها الحقيقية بسبب تلك العوامل وشراءها في اسوء الظروف الاقتصادية والمالية ثم الاحتفاظ بها (Hold) حتى ينهض السوق من كبوته ويتحسن لاقتصاد مما ينعكس بدوره على تحسن اداء الشركات وربحيتها وبيعها باضعاف مضاعفة قياساً بالاسعار التي تم شراءها او الاحتفاظ بها .

ثالثاً :- استراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy and Hold Strategy)

تعتبر هذه الاستراتيجية من ابسط استراتيجيات ادارة المحفظة الاستثمارية الساكنة لأنها تضمن دخل ثابت وتوفر ضمانات ذات مستويات مرغوبة من الجودة الائتمانية وسعر مقبول للأوراق المالية واجال مناسبة للمستثمر ، ولا تضطر هذه الاستراتيجية المستثمرين لقبول كل ما معروض من الاوراق المالية في السوق المالي ولا تعني ان الانتقائية غير مهمه ، فالبحث يجري على قدم وساق للحصول على الاوراق المالية ذات الارباح العالية، وعليه فأن المستثمر الناجح يستخدم خبرته السوقية في اختيار الاوراق المالية الرابحة من خلال هذه الاستراتيجية(Reilly&Brown,2012:694)، تستند هذه الاستراتيجية على افتراض ان قيمة الاوراق المالية سوف ترتفع في المستقبل وعليه يقوم المستثمر بشراء تلك الاوراق المالية ويحتفظ بها لمدة طويلة من الزمن، بغض النظر عن التقلبات في اسعارها في السوق ، وأن الأساس المنطقي وراء الشراء والاحتفاظ هو لكسب عائدات معقولة في المدى الطويل على الرغم من تقلبات الأسعار على مدى فترات قصيرة الأجل فضلاً عن ذلك

فإن هذه الاستراتيجية هي الاقل تداولاً للاسهم من الاستراتيجيات الأخرى وتنطوي على تخفيض تكاليف التداول المفرط للأوراق المالية(Sindell , 2005: 107).

مما يؤدي بدوره إلى زيادة الارباح الصافية الإجمالية للمحفظة الاستثمارية (Li –shen ,2013: 12-13) يقوم المستثمر بموجب هذه الاستراتيجية بتقييم الفرص الاستثمارية المتاحة في الاوراق المالية ويستخدم معلومات السوق ومزايا جميع الاوراق المالية من اجل تقييمها واتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار فيها (رمضان ،2002: 71)، اذ لا تعني الاستراتيجية الساكنة وبالضرورة الوقوف السلبي او الانقياد التام لتقليد محفظة السوق او استنساخ المؤشر بل يختار المستثمر التشكيلة التي تتكون منها محفظته بما يحقق اهدافه في اطار المبادلة بين العائد والمخاطرة (Bodie etal,2008:658) الامر الذي يتطلب من المستثمر على وفق هذه الاستراتيجية انتقاء الاسهم بعناية من اجل الحصول على ارباح مستقبلية مستقرة ،مع مراعاة الاعتبارات الاتية عند اختيار الاسهم(Reinganum, 1983, 31) (الاعرجي ،2003: 57):-

1- تحقيق مستوى ملائم من التنويع.

2- تحديد مستوى المخاطرة المرغوب (وغالباً ما يتجسد هذا المستوى باختيار السهم بالمقارنة الشرطية مع بيتا السوق).

3- تحقيق عامل السيولة بالموجودات من خلال انتقاء اسهم السيولة الاعلى والاحتفاظ بها .

4- توقيت الاستثمار من خلال تحديد متى يدخل المستثمرون او مدراء المحافظ ومتى يخرجون منه .

أي ان المستثمر يقوم باختيار مجموعة من الاوراق المالية في ضوء الاعتبارات المذكورة اعلاه ليتم شرائها والاحتفاظ بها معتمداً على ما توفره من ارباح في القيم السوقية مع التركيز على الاسهم التي حققت نمواً سعرياً .

ان استراتيجية الشراء والاحتفاظ لا تنظر لكثرة تداولات الاسهم المربحة كبديل عملي لتحقيق عائدات غير عادية ولكنها تهتم بنوعية الاسهم المصدرة من الشركات الاستثمارية وكذلك بتاريخ استحقاق الاوراق المالية التي تؤثر في عائد ومخاطرة الاستثمار(السندات) ، الامر الذي يتطلب من المستثمر التحديث المنتظم للمعلومات التي يحصل عليها من السوق ومن ثم الحصول على الاوراق المالية المربحة على المدى الطويل(Tengler,2003:118)، ان تحديث المعلومات يرتبط بالأسهم بصورة اكبر من ارتباطها بالسندات ، ولا يتطلب من المستثمر اموالاً كبيرة في تحديث محافظهم الاستثمارية (Jones,2010:283).

وان لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ اربع ميزات هي (http://www.wallco.com) :-

أ- عندما يكون هنالك توازن متناسق في مكونات المحفظة الاستثمارية تكون ادارة تلك المحافظ مهمه غير معقدة وليس هنالك قلق في مراقبة اداء السوق او اداء المستثمرين الاخرين.

ب-تكون التكاليف الاستثمارية في حدها الادنى عند استخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

ت-استراتيجية الشراء والاحتفاظ تمنح المستثمر قدر كبير من الكفاءة الضريبية.

ث-الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر تعكس ارباح وخسائر المستثمرين الاخرين في السوق وعندما تهبط اسعار الاسهم في محفظة المستثمر فان ذلك مقترن بهبوط اسعار الاسهم المشابهة الاخرى التي يملكها المستثمرون الاخرون في السوق لان محفظة الادارة الساكنة تظهر في الغالب على شكل

مؤشر مرجعي قابل للاستثمار (Investable Benchmark)"* " ويقاس اداء المحافظ الاستثمارية بالمقارنة مع ذلك المؤشر (Solnik,2000:664)،ويستطيع المستثمر من خلال هذه الاستراتيجية تصميم محفظة تحاكي مكوناتها لمؤشر افتراضي عن طريق اتباع احدى التقنيات وهي اما المحاكاة التامة (Full replication) او العينة الطبقية (Stratified sampling) ، ومن المتعارف عليه عند بناء المحفظة على وفق هذه الطريقة لجوء المستثمر الى المحاكاة التامة للمؤشر المعني، الا انه غالباً ما يتبع مدراء المحافظ الاستثمارية طريقة العينات الانتقائية حيث يتم الاحتفاظ بعدد اصغر من الاوراق المالية في المحفظة الاستثمارية في ضوء معايير معينة وذلك لان مؤشرات الاوراق المالية تحوي على عدد كبير من الاصدارات الخاصة ويتم تحديثها باستمرار مما يجعل اتباع المؤشرات على وفق حقيقتها محاكاة لمؤشر معين يعبر عن كافة الاسهم المتداولة في السوق(Reilly & Brown ,2012:695) .

رابعاً:- النماذج الاساسية لبناء المحفظة الاستثمارية

تفترض نظرية المحفظة الرشد المطلق لقرار المستثمر، وبسبب العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة فأن المستثمر سيسعى لتحقيق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة من الفرص الاستثمارية المتاحة وباستخدام واحدا من نماذج بناء المحفظة الاستثمارية التالية (الخفاجي ،2006: 97) (Bodie et al ,2013:150-167):-

أ- نموذج Markowitz

يعتبر هدف المستثمر تعظيم العائد المتوقع للمحفظة هدف غير رشيد ما لم يقترن بتخفيض مخاطرة المحفظة من خلال التنويع الكفوء (Efficient Diversification) الذي ياخذ بنظر الاعتبار – بخلاف التنويع البسيط – الارتباط او التباين المشترك بين كل زوج من الاوراق المالية، وأظهر (Markowitz) أن التباين في معدل العائد يمثل مقياسا ذا مغزى لمخاطر المحفظة الاستثمارية في إطار مجموعة مقبولة من الافتراضات ، وتستند على عدة افتراضات تتعلق بسلوك المستثمرين.

وهذه الافتراضات هي (Reilly & Brown , 2012:207-219) :-

1- يعتبر المستثمرون أن كل بديل استثماري يمثله توزيع احتمالي للعائدات المتوقعة خلال فترة احتجاز معينة.
2- يقوم المستثمرون بتعظيم الاستفادة القصوى من الاصول ، وتدل منحنيات منافع المستثمرين على تناقص الفائدة الحديه للثروة.
3- يقدر المستثمرون مخاطر المحفظة على أساس تباين العائدات المتوقعة.
4- قرارات المستثمرين الاساسية تستند على العوائد والمخاطر المتوقعة فقط بالنسبة لمستوى معين من المخاطر يفضل المستثمرون عوائد أعلى، وبالمثل بالنسبة لمستوى معين من العائد يفضل المستثمرون مخاطر أقل، ويمكن حساب عائد ومخاطرة المحفظة بموجب هذه الفرضية كما في الصيغة الاتية (Bodie,et.al,2009:201):-

$$Rp = \sum_{i=1}^{n} \alpha_i ri \qquad \text{.....(1)}$$

* قابل للاستثمار يعني ان الاسهم التي يتضمنها المؤشر قابلة للتداول من عامة المستثمرين بدون قيود ويحسب عائد ومخاطرة المؤشر بنفس طريقة حساب عائد ومخاطرة المحفظة ، ولان عائد المحفظة المنوعة مثلا يساوي بالضبط متوسط العائد على موجودات المحفظة فأن العائد على مؤشر عالمي هو متوسط عائد كل الاسواق الوطنية التي يتضمنها المؤشر مرجحة باوزانها من حجم الرسملة الاجمالي له (Solnik,2000:133).

اذ ان :-

معدل العائد المتوقع للمحفظة المكونة من (n) من الاوراق المالية Rp=

نسبة او (وزن) المحفظة بالورقة (i) $\alpha_i =$

معدل العائد المتوقع على الورقة (i) $r_i=$

اما مخاطرة المحفظة فتحسب على وفق المعادلة (26-1) ادناه (الخفاجي ، 2006: 98):-

$$\sigma p = \left(\sum_{i=1} a_i{}^2 \sigma_i{}^2 + 2\sum_{i=1} a_i a_i \sigma_{ij}\right)^{\frac{1}{2}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

اذ ان :-

مخاطرة المحفظة (الانحراف المعياري لمعدلات العائد) $\sigma_p =$

تباين عائد الورقة (i) $\sigma_i{}^2 =$

التباين المشترك بين معادلات العائد المتوقع لـ (i^{th}) من الأوراق المالية و(j^{th}) من الأوراق الأخرى . $\sigma_{ij} =$

ب-نموذج التدريج البسيط Simple Ranking Model

يعبر هذا المقياس عن نسبة استعملت اساساً لمقياس لمقارنة اداء الاسهم الفردية ومحافظ الاستثمار في تلك الاسهم ، فالمحفظة التي ترفع هذه النسبة($\frac{R_p - R_f}{B_p}$) تحقق مستوى اداء اعلى من محفظة اخرى تخفض فيها النسبة المذكورة ، وتجري بعدئذ ترتيب محافظ الاستثمار تنازلياً بحسب مستوى الاداء المتحقق وما يلاحظ على مقياس (ترينور) انه يرتب المحافظ بحسب افضليتها في ضوء المبادلة (Trade – off) ما بين العائد والمخاطرة النظامية (العامري ، 2010 : 104-106) وقد استند نموذج التدرج البسيط الى افتراضات نموذج (Sharpe 1963) ذاتها والية قياسه ومعادلاته الرياضية في استخراج قيم العائد والمخاطرة ضمن مرحلة الاولى من بناء المحفظة الكفؤة لجميع المستثمرين ام الاختلاف يحدث في المرحلة الثانية اي مرحلة بناء التي يستند فيها النموذج الى ابسط الطرق الحسابية دون اللجوء الى اجراء العمليات رياضية معقدة(Eales,1995:157-161) وتبنى المحفظة حسب هذا النموذج باستخدام المعادلة(23-1)(الخفاجي ، 2006 :142) :-

$$C_{(i)} = \frac{\sigma^{2}_{(RM)}\left(\sum_{i=1}^{n}\left[\frac{(R_{(i)} - RF)\beta_i}{\sigma^{2}_{(ei)}}\right]\right)}{(1 + \sigma^{2}_{(RM)}\sum_{i=1}^{n}\frac{\beta^{2}_{(i)}}{\sigma^{2}_{(ei)}})} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

اذ ان :-

خصائص الورقة المالية (i) . $C_i =$

معدل العائد الخالي من المخاطرة $R_f =$

ال (Beta) مقياس المخاطرة النظامية . $\beta_i =$

تباين مؤشر السوق $\sigma_{m=}^2$

المخاطرة غير النظامية. $\sigma_{ei=}^2$

المبحث الثاني : منهجية الدراسة

اولاً :اهداف الدراسة Study Objectives

تهدف الدراسة الى الاهداف الاتية :-

1- التوصل الى الية تدعم او تساعد على كيفية نقل حيثيات هذا الموضوع وتجسيده في بيئة الدارسة وبما يسهم في تعزيز حركة الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية .

2- المساهمة بتقديم اطار فكري ونظري لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ الساكنة .

3- تحديد مدى مساهمة استراتيجية الشراء والاحتفاظ في تحقيق اداء افضل في ظل الظروف والفترة الزمنية للدراسة وامكانية اعتمادها مستقبلا .

4- تحقيق عوائد مستقرة للمستثمرين من خلال تسليط الضوء على استراتيجية الشراء والاحتفاظ الساكنة.

ثانياً: اهمية الدراسة Study Importance

يساهم هذا البحث في مساعدة المستثمرين على الاستثمار في الاوراق المالية دون تحمل تكاليف اضافيه (تكاليف الخبرة والتحليل الفني) فضلاً انها تحاول تسليط الضوء على واقع السوق العراقية من خلال تبني استراتيجية الشراء والاحتفاظ لاختيار افضل تشكيله من اسهم الشركات التي تتيح للمستثمرين تحقيق افضل عائد بمستوى مقبول من المخاطرة وهو جهد قد يساعدهم على التداول في اسهم السوق العراقية وتنشيط الاستثمارات في هذا الجانب فضلا" عن أنه يقدم في الاطار المعرفي تطبيقا" عمليا" لأحدى استراتيجيات الاستثمار الساكنة (استراتيجية الشراء والاحتفاظ) في الاوراق المالية والمساهمة بدليل تجريبي يتعلق بتطبيق احدى استراتيجيات الاستثمار في السوق العراقية بأسلوب كمي مقارن .

ثالثاً :مشكلة الدراسة Study Problem

تعد استراتيجية الاستثمار الساكنة للمحافظ الاستثمارية من المواضيع التي اثارت –ولم تزل– جدلاً واسعاً بين الاكاديميين والممارسين ، وان الافتراضات الاساسية لنظرية المحفظة الحديثة بتحقيق اعلى عائد بدرجة مقبولة من المخاطرة تشكل معضلة بحد ذاتها ومحاولة للجمع بين المتناقضات لان العوائد العالية ترتبط بالضرورة بمخاطرة عالية ، ومن هنا تنطلق مشكلة هذه الدراسة التي تحاول استكشاف فرص نجاح استراتيجية الشراء والاحتفاظ في مجال اختيار الاسهم وتحديد مدى انعكاس نتائج هذه الاستراتيجية على اداء محفظة الاسهم العادية ببعدي العائد والمخاطرة ومن خلال ترشيح جميع الأسهم العادية المتداولة والمفاضلة فيما بينها في ضوء استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، ومن ثم فان هذا الاختيار من الممكن ان يثير التساؤلات الاتية :-

1- هل يمكن لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ ان تتيح للمستثمر الفرد او الشركة الحصول على أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة؟

2- هل يمكن للمحافظ الاستثمارية المشكلة على اساس معيار الشراء والاحتفاظ ان تتفوق على اداء محفظة السوق المرجعية ؟

رابعاً : فرضيات الدراسة Study Hypotheses

الفرضية الرئيسية :-

H_1 : تحقق استراتيجية الشراء والاحتفاظ اداء افضل من اداء محفظة السوق المرجعية في اطار المبادلة بين العائد والمخاطرة

ويمكن ان تتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الاتية :-

H11: يتيح تحليل وانتقاء اسهم البيتا العالية والاحتفاظ بها تفوقاً على خصائص محفظة السوق المرجعية من حيث العائد والمخاطرة .

H12 : يتيح تحليل وانتقاء اسهم السيولة الاعلى والاحتفاظ بها تفوقاً على خصائص محفظة السوق المرجعية من حيث العائد والمخاطرة.

خامساً :افتراضات الدراسة

1- أن التقلبات في عائد المحفظة يفسرها مؤشر عام واحد هو مؤشر السوق.

2- تتبع سياسة الاستثمار استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

3- ان محفظة السوق (المؤشر) هي كفؤة وطالما هي كذلك فهي تدار بالإدارة الساكنة

سادساً: حدود الدراسة Study Limited

لابد ان تتسم الدراسات والبحوث بنطاق افقي محدد وعمق عمودي واذا كان العمق العمودي يتكفل به الجانب الفكري والفلسفي من البحث فإن النطاق الأفقي يبقى مهمة حدود البحث إذ لابد من تحديد توجهاته من ضمن حدود واضحة ومعلومة تحصر الجهد في إطار نقطة بذاتها وليس في عدد من النقاط مهما كانت صلاتها قوية بالنقطة الأساس (الساعدي و زعلان ، 2015: 5) وقد تمثلت حدود البحث بالاتي :-

1- الحدود العلمية: حددت الدراسة علمياً بما جاء بتساؤلات مشكلتها وأهدافها.

2- الحدود المكانية : أجريت الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية.

3- الحدود الزمانية : جرت عملية جمع البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات للمدة(2012-2016).

ثامناً :مجتمع وعينة الدراسة Society and Study Sample

شمل البحث مجتمع البحث الاصلي بأكمله وهو اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عدا من استثناءات ليست كبيرة فرضها واقع احجام بعض الاسهم عن التداول او حدوث انقطاعات متكررة في عمليات تداولها فضلاً حذف اسهم للشركات الاقل تداولاً بالسوق لتتماشي مع الاستنساخ التام لمؤشر وبما يؤفر اساساً منطقياً للمقارنة المرجعية ، ويبين الجدول (**1-2**) الشركات عينة الدراسة لمجموعة من القطاعات الاقتصادية .

الجدول (1-2)

الشركات عينة الدراسة لمجموعة مختارة من القطاعات

ت	القطاعات المختارة	ت	القطاعات المختارة
1	القطاع المصرفي	33	العراقية للسجاد والمفروشات
11	مصرف بغداد	34	بغداد لصناعة مواد التغليف
12	المصرف الاسلامي العراقي	35	بغداد للمشروبات الغازية
13	مصرف الاهلي العراقي	36	انتاج الالبسة الجاهزة
14	مصرف الائتمان العراقي	37	العراقية لصناعة الكارتون
15	مصرف بابل	4	قطاع السياحة

16	مصرف الخليج	41	فندق بابل
17	مصرف كوردستان الدولي	42	الاستثمارات السياحية
2	قطاع الخدمات	43	فنادق كربلاء
21	العاب الكرخ السياحية	5	قطاع الزراعة
22	المعمورة العقارية	51	الحديثة للإنتاج الحيواني
3	قطاع الصناعة	52	الشرق الاوسط للأسماك
31	المنصور للصناعة الدوائية	53	انتاج وتسويق اللحوم
32	الخياطة الحديثة	54	تسويق المنتجات الزراعية

ويلاحظ ان العينة شملت اختيار خمسة قطاعات اقتصادية وكان عدد الاسهم لكل قطاع كالآتي: ان (7) اسهم لشركات القطاع المصرفي شكلت (30%)من العينة و(2) اسهم للقطاع الخدمي شكلت(9%)من العينة و (7) اسهم لكل من شركات القطاع الصناعي يمثل نسبة (30%)من العينة (3) اسهم لشركات القطاع السياحي والفندقي أي بنسبة (13%) من العينة و(4) اسهم لشركات القطاع الزراعي يمثل نسبة (18%) من العينة ، ولسهولة الاشارة الى اسماء الشركات عند تفسير نتائج التحليل اعتمدت في هذه الدراسة على صيغة الترميز للقطاعات (المصرفي ،الخدمي ، الصناعي ، السياحة والفندقة ، الزراعي) يرمز لها (1، 2، 3، 4، 5) على التوالي ويكتب دائما" على اليسار رمز الشركة فيكون مثلا" (17) رقما" واحدا" من اليسار رمز القطاع المصرفي والارقام التي بعدها تمثل تسلسل الشركة ضمن اسهم القطاع ويعني هذا الرقم مصرف كردستان الدولي وهكذا لبقية القطاعات وجاء الاعتماد على هذا الاسلوب من التصنيف الدولي الحديث للأنشطة الاقتصادية المعتمدة والموضحة بشكل مفصل ومسهب في الدراسة (الاعرجي،2003: 112).

تاسعاً: مؤشرات التحليل والاختبار Indicators of analysis and testing

1- عوائد الأسهم العادية Stocks Returns

تم احتساب عوائد الاسهم خلال المدة (2012-2016) من خلال حساب عائد فترة الاحتفاظ لكل سهم (R_i) على وفق الصيغة الاتية :-

$$R_i(t) = \frac{P(t) - P(t-1)}{P(t-1)} \quad \ldots\ldots(1)$$

اذ ان:-

معدل عائد فترة الاحتفاظ للسهم (i) للمدة (t) $Ri_t =$

متوسط سعر السهم (i) في المدة (t) $P_t =$

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

وقد اعتمد السعر المعدل للسهم بدلا من سعر الاغلاق لان السعر المعدل يأخذ بنظر الاعتبارات الكمية المتداولة والسعر في ان واحد (Sharpe&Alexander,1990:421).

2-معدل عائد السهم المتوقع ($\bar{R}_i$)

$$\bar{R}_i = a_i + B_i \bar{R}_m \quad \ldots\ldots(2)$$

اذ أن :-

معدل عائد السهم المتوقع

$\bar{R}_i =$

احصائياً هو حد التقاطع لسهم اما مالياً فيمثل معدل عائد الغير نظامي $a_i =$

الناتج من عوامل خاصة بالشركة المصدرة للسهم بكلام أخر.

هو متوسط عائد السوق (Market) ومقياس لحساسية معدل عائد سهم معين $\bar{R}_m =$

عند مقارنته بتحركات معدلات عائد محفظة السوق واذا سبقته علامة الضرب في ($\bar{R}_m$) سيكون جزء من معدل عائد السهم المتوقع المرتبطة بتحركات السوق .

3- تباين عوائد السهم $\sigma^2_{(i)}$

ويتكون من مجموع المخاطرة النظامية والمخاطرة وغير النظامية ويحسب وفق المعادلة المرقمة (40-1) الاتية:

$$\sigma^2_{(i)} = \beta^2_{(i)}\sigma^2_m + \sigma^2_{(ei)} \quad \ldots\ldots(3)$$

تباين عوائد السهم (i) $\sigma^2{}_i =$

المخاطرة النظامية للسهم (i) $\beta^2(i)\sigma^2(R_m) =$

المخاطرة الغير نظامية للسهم(i) $\sigma^2_{(ei)} =$

تمثل احصائياً حد الخطأ العشوائي ويطلق على هذا الجزء من المخاطرة مالياً بالمخاطرة القابلة للتنويع (Diversifiable Risk).

4-معدل العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية ($\bar{R}_p$)

$$\bar{R}_p = a_{(p)} + \beta_{(p)}\bar{R}_m \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

اذ ان :

معدل العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية $\bar{R}_p =$

هو احصائياً حد تقاطع المحفظة الاستثمارية $a_p =$

اما مالياً فيمثل معدل عائد المتوقع للمحفظة عندما تكون قيمة محفظة السوق صفراً

معامل (Beta) المحفظة الاستثمارية $\beta_P =$

5- مجموع مخاطر المحفظة الاستثمارية المقاسة بالتباين ($\sigma^2{}_P$)

$$\sigma^2{}_{(P)} = \beta^2{}_{(p)}\sigma^2{}_{(Rm)} + \sigma^2(ep) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

اذ ان :-

المخاطرة الكلية للمحفظة المقاسة بالتباين $\sigma^2{}_{(p)} =$

المخاطر النظامية للمحفظة $\beta^2{}_{(p)}\sigma^2{}_{(Rm)} =$

يعرف احصائياً تباين حد الخطأ العشوائي للمحفظة

اما مالياً فيعني المخاطر غير النظامية للمحفظة اي ذلك الجزء من المخاطر الكلية للمحفظة المرتبط بظروف الشركات وتكون غير مرتبطة بتحركات محفظة السوق المرجعية ويطلق عليها احياناً بالمخاطر القابلة للتنويع (Diversifiable Risk).

6-عائد ومخاطرة محفظة السوق Return and Risk Portfolio Market

أ- يحسب معدل عائد($\bar{R}_{mt}$) فترة الاحتفاظ الشهري لمحفظة السوق وفق الصيغة الاتية:-

$$\bar{R}_{mt} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_{(it)}}{\sum_{i=1}^{n} i} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (6)$$

اذ ان :-

$\bar{R}_{(it)}$= العائد المتوقع لمحفظة السوق في المدة (t)

$\sum_{i=1}^{n} i$ = مجموع الشركات المتداولة اسهمها في المدة (t)

ب- مخاطرة محفظة السوق يمكن حسابها عن طريق الاتي :-

اولاً- حساب التباين المشترك لكل زوج من الاسهم العادية وفقاً لنموذج المؤشر الواحد ل (Sharp) وفقاً لصيغة الاتية :-

$$Cov(i,j) = \beta_i \beta_j \sigma_m \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (7)$$

اذ ان :-

$Cov(i,j)$ = التباين المشترك بين زوج الاسهم العادية لكل من السهم (i) و(j) ،

ثانياً- يتم ايجاد متوسط التباينات المشتركة بين كل زوج من الاسهم العادية والناتج يمثل تباين محفظة السوق الذي يمكن استخراجه وفق المعادلة (20) ادناه :

$$\overline{Cov}(i,j) = \frac{Cov(i,j)}{\sum n} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (8)$$

اذ ان :-

$\sum n$ = مجموع الاسهم العادية

7-حساب عائد ومخاطرة المحفظة الكفوءة

بالنظر لتطابق بيانات الدراسة مع نموذج شارب – لنتر الذي يقيس استجابة تحركات عوائد الاوراق المالية لاحد مؤشرات السوق (The Market Index) باعتبار ان هذه التحركات يجسدها على وفق افتراض النموذج مؤشر عام واحد فقد تم استخدام هذا النموذج لحساب عائد ومخاطرة المحفظة الاسهم العادية :-

اولاً:-عائد المحفظة الكفوءة ($\bar{R}_p$)

ان العائد المتوقع للمحفظة ($\bar{R}_P$) سيتم حسابه من خلال نموذج (شارب – لنتر) هو متوسط (Alpha) للاسهم العادية المرشحة في المحفظة (α_i) مضافاً اليها متوسط (Beta) لتلك الاسهم العادية مضروباً في متوسط عائد محفظة السوق المرجعي ($\bar{R}_m$):-

$$"*"\bar{R}_p = 1/N \sum_{i=1}^{n} \alpha_i + 1/N \sum_{i=1}^{n} \beta \bar{R}_m \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (9)$$

ثانياً :- مخاطرة المحفظة الكفوءة ($\sigma^2{}_P$)

تتمثل مخاطرتها بمربع متوسط (Beta) للاسهم العادية المكونة للمحفظة مضروبه في تباين السوق المشترك ($\sigma^2 m$) ويجمع مع (واحد مقسوم على عدد الاسهم العادية المرشحة مرفوع الى الاس (2)) في المحفظة الاسهم العادية مضروب في مجموع المخاطرة غير النظامية للاسهم العادية المرشحة ($\sigma^2 e$)"*" ويمكن التعبير عنها وفق الصيغة الاتية :-

---

* بالامكان ايضا استخدام الاوزان المرجحة بالعائد المتوقع والاوزان المرجحه بالمخاطرة في كل سوق للحصول على عائد ومخاطرة المحفظة على التوالي للمزيد حول هذه الطريقة يراجع (Mcmenamin, 1999:198-206) (الخفاجي ، 2006: 141).

* σ2(e) إحصائياً هو تباين حد الخطأ العشوائي للمحفظة ، اما ماليا فيعبر عن المخاطرة الغير نظامية لها ويستخرج من جدول تحليل التباين (ANOVA) او الجزء المتبقي من المخاطرة الكلية بعد طرح المخاطرة النظامية.(الخفاجي ، 2006: 141) .

$$\sigma^2 p = [1/N \sum_{i=1}^{n} \beta_i]\sigma^2 m + (1/N)^2 \sum_{i=1}^{n} \sigma^2 e \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (10)$$

8-تخصيص اوزان المحفظة الكفوءة

تتوفر العديد من الأساليب الرياضية التي تستخدم في استخراج أوزان الأسهم العادية المكونة للمحفظة الاسهم العادية مثل البرمجة الرباعية او مضاعف لا غرانج او نموذج التدريج البسيط ولأغراض هذه الدراسة سيستخدم النموذج الأخير (Simple Ranking Model) لبساطته وعدم حاجته الى بناء نماذج رياضية اكثر تعقيداً ويستند هذا النموذج في قبوله لسهم معين على مقارنة ناتج ($R_i - R_f/\beta_i$) مع حد القطع (C_i)الخاص بكل ورقه مالية الذي يستخرج عن طريق المعادلة رقم (12) .

ومن ثم ترشح لمحفظة الاسهم العادية جميع الأسهم العادية التي تكون فيها نسبة ($R_i - R_f/\beta_i$) اكبر من نسبة حد القطع ومن ثم يتم تحديد حد القطع الامثل (Optimal cut – off rate) على وفق حد قطع أخر ($C_{(i)}$) لسهم عادي يتم ضمه الى المحفظة الاسهم العادية ثم يستخرج نسبة الاستثمار (الوزن) وفق الصيغة التالية :-

$$W_{(i)} = Z_{(i)} / \sum_{i=1}^{n} Z_{(i)} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (11)$$

تمثل ($Z_{(i)}$)القيمه العددية الصحيحة لوزن الموجودات التي يتقرر ضمها الى المحفظة الاسهم الكفوءة وبقسمة هذه القيمة على مجموع قيم (Z) نحصل على الوزن النسبي لأي منها ويستخرج قيمة (Z) على وفق الصيغة الاتية:

$$Z_{(i)} = \bar{R}_{(i)} - \frac{R_{(f)}}{\beta_i} - Co * \beta_i \div IR_{(i)} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (12)$$

اذ ان :

حد القطع الامثل Co=

المخاطرة غير نظامية للورقة (i) $IR_{(I)} =$

9-التباين والانحراف المعياري

أ- التباين (σ^2)

هو مقياس احصائي يقيس متوسط مجموع مربعات انحرافات القيم عن وسطها الحسابي ويعتبر مقياس المخاطرة الكلية للسهم العادي ويمكن حسابه على وفق الصيغة الاتي

$$\sigma_i^2 = \sum_{i=1}^{n} \frac{(R_i - \bar{R}_i)^2}{n-1} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (13)$$

إذ أن:-

تباين العوائد للسهم (i) $\sigma_i^2 =$

العوائد المتحققة للسهم (i) $R_i =$

عدد القيم $n =$

ب-الانحراف المعياري

يقيس متوسط مجموع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي او هو الجذر التربيعي للتباين ويستخرج بموجب الصيغة التالية:-

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \frac{(R_i - \bar{R}_i)^2}{n-1}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (14)$$

عاشراً: معامل التحديد Determination Coefficient (R^2)

احصائيا مقياس يقيس نسبة الانحرافات الكلية الموضحة بواسطة معادلة الانحدار التقديرية ، او بعبارة اخرى مقدار مايفسره المتغير المستقل من تذبذب او اضطراب في المتغير التابع ، أي درجة مساهمة المتغير المستقل في التغير الحاصل في المتغير التابع و يستخرج معامل التحديد (R^2) من جدول تحليل التباين (ANOVA) او باستخدام العلاقة التالية:-

$$R^2 = (R_{im})^2 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (15)$$

اذ ان :-

R^2= معامل التحديد

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

الحادي عشر : معامل الاختلاف Cariation Coefficient

هو مقياس يستخدم للمفاضلة بين خصائص البدائل الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة ويستخرج هذا المعامل بقسمة المخاطرة الكلية (للمحفظة او للسوق) على معدل العائد فأذا كانت النسبة منخفضة فهو مؤشر لمبادلة افضل بين العائد والمخاطرة لانه يعبر في مثل هذه الحالة عن انخفاض نصيب وحدة العائد الواحدة من تلك المخاطرة او من خلال الصيغة الآتية :-

$$C.V = \frac{\sigma_{Ri}}{\bar{R}i} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (16)$$

اذ ان :-

C.V= معامل الاختلاف

$\sigma_{Ri} =$ الانحراف المعياري

$\bar{R}_i =$ العائد المتوقع

الثاني عشر : مؤشر او نسبة العائد الى المخاطرة(R/R) Return / Risk Ratio

يمثل هذا المؤشر النسبة المئوية للعوائد الكلية المتوقعة مقابل النسبة المئوية للمخاطرة الكلية مقاسة بالانحراف المعياري لكل محفظة ويستخرج المؤشر الذي هو معكوس معامل الاختلاف بقسمة معدل العائد المتوقع للمحفظة على مخاطرتها الكلية فأذا كان الناتج مرتفعا فهو دليل على مبادلة افضل بين العائد والمخاطرة اذ ان ذلك يعني زيادة وحدات العائد المتوقع مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة والعكس صحيح(Wilshire , 2002 : 8) (الخفاجي ، 2006 :144).

الثاني عشر : معدل الدوران Stock Turnover

هو مقياس لتحديد سيولة الاسهم العادية ويستخرج من خلال قسمة عدد الاسهم المتداولة على حجم رسملة ويمكن استخراج معدل الدوران على وفق الصيغة الاتية(Dass et al ,2011:7) :-

$$\text{Stock Turnover} = \frac{\text{Shares Traded}}{\text{Capititli Zation}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (17)$$

الثالث عشر : مؤشر السوق (محفظة السوق المرجعية)

تعد محفظة السوق المرجعي من ضروريات عملية حساب عائد ومخاطرة الاسهم والمحافظ المكونة لسوق الاوراق المالية ، اذ يتعذر حساب المؤشرات المالية لكل سهم دون ايجاد خصائص محفظة السوق المرجعية التي على اساسها يكون تقييم القرارات المالية وحساب كلفة التمويل للشركات ، ومن خلال متوسط معامل التحديد يمكن معرفة قدرة عائد محفظة السوق المرجعي (Rm) على تفسير التقلبات في عائد المحفظة ،اذ ان معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق المرجعي يستخدم لحساب معدل العائد المتوقع لاسهم الشركات وفق نموذج المؤشر الواحد وحساب معدل العائد المطلوب وفق نموذج (Sharpe) كما هو موضح في فقرة مؤشرات التحليل والاختبار ، وتستخدم مؤشرات السوق بوصفها معيارا مرجعيا يقارن بها عوائد الاسهم فضلا عن محافظ الاستثمار الساكنة والنشطة ، ويمكن ان تتخذ بديلا عن مؤشر السوق لذلك فقد تم بناء محفظة السوق للدراسة الحالية وفقا للاعتبارات الاتية :

أ- ان تكون الشركة مدرجة بشكل رسمي في سوق العراق للأوراق المالية .

ب- ان تتوفر لكل شركة (60) مشاهدة شهرية على الاقل .

ت- تمتاز الشركة بالافصاح عن بياناتها المالية سنويا.

المبحث الثالث : التحليل التطبيقي

اولاً:- تحليل عائد المتوقع ومخاطرة السوق ككل

نتائج وتحليل معدلات العائد المتوقع وفقاً للقطاعات الاقتصادية :-

1- معدل العائد المتوقع

بالاستناد الى البيانات التاريخية والعلاقات الرياضية الخاصة بحساب العائد المتوقع والمخاطرة التي تم التعرض لها في منهجية البحث سيتناول هذا الجزء من البحث لذا قد تفوق معدل العائد المتوقع لقطاع الخدمات (14.80%) على متوسط محفظة السوق (11.5%) بسنبة (3.3%) وذلك بسبب الحد الثابت التي حققها قطاع الخدمات والتي تشير إلى قدرة شركات قطاع الخدمات على تحقيق عوائد اضافية وكان معدل العائد المتوقع لقطاع الخدمات قد حقق تفوقا" على متوسط معدلات قطاع السياحة والفندقة بنسبة (2.54%)، كما بين الجدول ان معدل العائد المتوقع للقطاع الزراعة (11.95%) اعلى من متوسط معدلات عائدات محفظة السوق بنسبة (0.45%)، اما قطاعات المصارف والصناعة فقد كانت متوسط عوائد اسهمها ادنى من متوسط عوائد السوق بنسبة (1.09%)بالنسبة لقطاع المصارف ونسبة (3.38%) بالنسبة لقطاع الصناعة .

2- الحد الثابت

تعبر الالفا عن الحد الثابت للانحدار وتعد ايضا مقياس للاداء المعدل بالمخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا ، ويفسر هذا المؤشر العائد الاضافي (Extra Return) للصندوق أو المحفظة عند مستوى معين من المخاطر النظامية ، ويعبر عنها ايضا بانها القيمة المضافة التي يحققها المدير (مدير الصندوق او المحفظة) بمعنى آخر هي مقياس لقدرة المدير على تحقيق عوائد اضافية، وبذلك فإن الالفا الموجبة تشير إلى القدرة المتفوقة للسهم في تحقيق عوائد اضافية أو تحقيق قيمة مضافة بينما تشير الالفا السالبة إلى عدم قدرة السهم على تحقيق عوائد اضافية ، ومن نتائج تحليل مؤشرات الاسهم للقطاعات المبحوثة يلاحظ ان متوسط الحد

الثابت كان موجب ويلاحظ من الجدول(1-3) أن الحد الثابت للاسهم لقطاع الخدمات (0.06) وهو اعلى قيمة من متوسط الحد الثابت لمحفظة للسوق (0.0257) وبمقدار (0.0343) ويفسر هذا الارتفاع بان هناك امكانية لتحقيق عائد اضافي في هذا القطاع ينسجم مع ارتفاع معدل العائد المتوقع له ، مما يعني ان العلاقة خطية بين معدل العائد المتوقع للسهم أو القطاع وقيمة الالفا فكلما زادت الاخيرة عن الصفر زاد معدل العائد المتوقع بمقدار القيمة الموجبه يليه قطاع الصناعة (0.0321) بينما كانت متوسطات الحد الثابت لقطاعات المصارف ، السياحة والفندقة ، الزراعة ، (0.0119) ، (0.0151) ، (0.0093)على التوالي وهي منخفضة بالمقارنة مع متوسط الحد الثابت للسوق (0.0257) اي ان معظمها حقق معدلات عائد ثابت اقل بسبب ضعف او محدودية التحرك بالاتجاه ذاته.

3- معامل بيتا

وهو المقياس الاحصائي للمخاطرة النظامية التي تبين التقلبات في عوائد الاسهم مع التغير في معدل عائد محفظة السوق ، ان معامل بيتا السوق هو (1) واحد فاذا كان معامل البيتا(β) اكبر من واحد دل على ان عائد السهم يتقلب بدرجة اكبر من تقلب السوق ، واذا كان معامل البيتا اقل من واحد فإن العائد على السهم يتقلب اقل من تقلب السوق، وتكتسب المخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا اهمتها من الاستقرار النسبي للظروف الاقتصادية ، أي انها ملازمة للظروف الاقتصادية العامة وتقلباتها صعودا وهبوطا والتي توثر في السوق المالي ، فالمخاطرة التي تتسم بكثرة التقلب تعكس عدم الاستقرار في البيئة الاقتصادية العامة ، كما تعبر معامل بيتا عن ميل خط الورقة المالية إذ كلما زاد الميل كانت قيمة معامل بيتا اكبر ويكون ميل خط الورقة المالية اعلى والعكس صحيح عندما يكون الميل اقل فان قيمة المعامل اقل والمخاطرة اقل .

يلاحظ تجاوز متوسط بيتا في قطاع الزراعة (1.4775) متوسط بيتا السوق بنسبة (34.01%) وهذا يعني ان عوائد الاسهم العادية في قطاع الزراعة هي الاكثر حساسية للتقلبات في عوائد محفظة السوق بينما كان متوسط البيتا في قطاع السياحة والفندقة (1.3433) وايضا" كان متوسط قطاع المصارف (1.1520) وهو مقارب لمتوسط بيتا السوق(1.1374) ،بينما كان متوسط قطاع الخدمات (.1001) وقطاع الصناعة (0.6143) منخفضا" عن متوسط بيتا السوق.

4- معامل الاختلاف

يستخدم هذا المعامل احصائيا" لقياس تجانس العينات اما في ادبيات الادارة المالية وتطبيقاتها فهو يعبر عن سعر الخطر لكل وحدة عائد واحدة ويعد هذا المقياس من المقاييس النسبية للمخاطرة وهو يأخذ بنظر الاعتبار بعدي العائد والمخاطرة في عملية القياس، وكلما انخفضت قيمة المؤشر كان دليلا على الاداء الجيد ، وبالتالي فهو يستخرج كما- اشير الى ذلك في الجانب النظري – بقسمة المخاطرة مقاسة بالانحراف المعياري على متوسط العائد ويظهر الجدول (1-3) ان قطاع المصارف كان الاعلى في مقدار معامل الاختلاف اذ بلغ (4.4178) مرة بالمقارنة مع متوسط هذا المعامل البالغ (3.12528) مرة للسوق ويليه قطاع الصناعة (3.8514) مره ثم قطاع الزراعة (3.1445) مرة ، بينما كانت معاملات الاختلاف في القطاعات الاخرى اقل من متوسط معامل الاختلاف السوق اذ بلغت على التوالي في قطاع الخدمات (1.3014) مرة ، قطاع السياحة والفندقة (2.9113)مرة .

5- معامل التحديد R^2

يعبر معامل التحديد (R^2)عن قدرة تفسير المتغير المستقل (معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق $\bar{R}m$) للتقلبات في العائد المتوقع للأسهم ، ويرتبط هذا المعامل من الناحية العملية مع نسبة المخاطرة النظامية إلى

المخاطرة الكلية للاسهم ، إذ كلما كانت النسبة عالية كلما زادت قدرة المتغير المستقل على تفسير تقلبات معدل العائد المتوقع يوضح الجدول (1-3) ان المتغير المستقل (محفظة السوق) قد فسرت اكثر من نصف تقلبات في عوائد الاسهم في قطاع الخدمات حيث بلغ متوسط معامل التحديد (61.1%) بينما بلغ متوسط هذا المعامل في قطاع الزراعة (53.71%) وبلغ متوسط معامل التحديد للقطاعات (47.69%) وهي نسبة مقاربة لمعظم نتائج التحليل للدراسات التي اعتمدت على المؤشر الواحد بينما كان معامل التحديد للقطاع الصناعي (36.51%) وهي نسبة قد تتمتع بمقبولية احصائية خاصة في حالة المؤشر الواحد الا انها ليست عالية لان المتغيرات غير المسيطر عليها قد مثلت اكثر من(63.49%) من تحركات اسعار اسهم هذا القطاع.

6- المخاطرة الكلية

بينت نتائج التحليل الذي اظهره الجدول (1-3) ان اعلى مستوى للمخاطرة الكلية مقاسا" بتباين العوائد كان (0.2115) في قطاع المصارف وتعد هذه النسبة متوافقه مع ارتفاع معدلات العائد وتشكل المخاطرة النظامية نسبة (2.12%) من مجمل المخاطرة الكلية للقطاع ، اما قطاع الزراعة فقد كان متوسط المخاطرة الكلية(0.1412) وقد مثلت المخاطرة النظامية نسبة (4.9%) من مجمل المخاطرة الكلية في هذا القطاع أما في السياحة والفندقة فقد بلغت نسبة المخاطرة الكلية له (0.1274) و تمثل المخاطرة النظامية (4.55%) من مجمل المخاطرة الكلية ويليه قطاع الصناعة بمخاطرة كلية بلغت(0.0978) حيث بلغت المخاطرة النظامية (1.4%)من مجمل المخاطرة الكلية وهي منخفضة عن متوسط المخاطرة الكلية للسوق ويليه قطاع الخدمات بمخاطرة كلية بلغت(0.0371) بلغت المخاطرة النظامية (13.7%) من مجمل المخاطرة الكلية.

بلغ متوسط المخاطرة الكلية (Var(p)=0.1230)وقد مثلت المخاطرة النظامية (3.8 %) من مجمل المخاطرة الكلية والمخاطرة الغير نظامية (96.2%) من تلك المخاطرة وهذا يعني امكانية تخفيض بنسبة (96.2%) من المخاطرة الكلية في سوق العراق للأوراق المالية اذا بينت المحافظ الاستثمارية على اساس التنويع باعتبار ان المخاطرة غير نظامية يمكن تجنبها بالتنويع.

الجدول (1-3)

متوسط معدلات العائد المتوقع والمخاطرة وفقا" للقطاعات الاقتصادية عينة الدراسة

اسم القطاع	العائد المتوقع	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	R^2	معامل بيتا	المخاطرة النظامية	المخاطرة غير نظامية	الحد الثابت
قطاع المصارف	0.1041	0.2115	4.4178	0.445	1.1520	0.0045	0.2070	0.0119
قطاع الخدمات	0.1480	0.0371	1.3014	0.611	1.1000	0.0051	0.0320	0.0600
قطاع الصناعة	0.0812	0.0978	3.8514	0.3652	0.6143	0.0014	0.0964	0.0321
قطاع السياحة والفندقة	0.1226	0.1274	2.9113	0.4260	1.3433	0.0058	0.1217	0.0151
قطاع الزراعة	0.1195	0.1412	3.1445	0.5371	1.4775	0.0069	0.1343	0.0093
المتوسط	0.1150	0.1230	3.12528	0.4769	1.1374	0.0047	0.1183	0.0257

ثانياً:-بناء محفظة السوق المرجعية المركبة على اساس التعقب التام للمؤشر "*"

لغرض اختبار فرضية الدراسة الرئيسية قام الباحث اولاً بتعقب مؤشر سوق العراق للاوراق المالية بالمحاكاة التامة وتشكيل محفظة اسهم بأوزان متساوية من كافة الاسهم التي ضمها المؤشر بما في ذلك اسهم قطاعي التأمين والاستثمار ويظهر الجدول (2-3) نتائج عائد ومخاطرة هذه المحفظة.

الجدول (2-3)

* المقصود هو المحفظة الساكنة المركبة على اساس المحاكاة التامة للمؤشر سوق العراق للأوراق المالية .

نتائج معدل العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة المرجعية المشكلة على اساس استنساخ المؤشر

العائد المتوقع R(p)	المخاطرة الكلية σ2(P)	معامل الاختلاف C.V	مؤشر العائد الى المخاطرة (R(p)/ σ2(P)
0.13225	0.10295	2.4261	1.2846

ثالثاً:-بناء المحافظ الاسهم الكفوءة على وفق استراتيجية الشراء والاحتفاظ

لاغراض المقارنة مع المحفظة المرجعية واختبار الفرضيات الفرعية الموضوعة على اساس الاعتبارات التي تمت مناقشتها في اطار استراتيجية الشراء والاحتفاظ كواحدة من تطبيقات ادارة المحافظ الساكنة تم بناء المحافظ الكفوءة على وفق تسلسل الفرضيات الفرعية وكما يلي :-

1-بناء المحفظة الاسهم الكفوءة على وفق معيار اسهم البيتا

تم ترشيح الاسهم العادية لبناء محفظة من الاسهم الكفوءة والمرجعية بالاعتماد على كل اسهم البيتا العالية كأساس لاختبار الفرضية الفرعية الاولى حيت تم تبويب عينة البحث الى مجموعتين ضمت الاولى منها اسهم البيتا التي تزيد في قيمتها على معدل بيتا العينة وعددها (10) سهم وذلك لتمثيل اسهم البيتا العالية بينما شملت المجموعة الثانية اسهم البيتا المنخفضة التي دون معدل بيتا العينة وعددها (10) سهم كما مبين في الجدول (3-3) الاتي:

الجدول(3-3)

تقسيم عينة البحث الى مجموعتين وفقا" لمعيار البيتا"*"

ت	رمز مجموعة البيتا العالية	البيتا	ت	رمز مجموعة البيتا المنخفضة	البيتا
.1	14	1.8	.1	54	0.98
.2	22	1.8	.2	42	0.9
.3	43	1.8	.3	11	0.67
.4	53	1.78	.4	33	0.67
.5	13	1.6	.5	35	0.6
.6	51	1.6	.6	12	0.4
.7	52	1.55	.7	21	0.4
.8	15	1.4	.8	37	0.34
.9	41	1.33	.9	34	0.33
.10	16	1.2	.10	31	0.3

1-1 بناء المحفظة الكفوءة على اساس معيار اسهم البيتا العالية

لغرض اختبار فرضية البحث الفرعية الاولى سيتم " بناء محفظة للاسهم الكفوءة بالاعتماد على نموذج التدريج البسيط في استخراج الاوزان المثلى لجعلها ضمن مكونات المحفظة وباستخدام نموذج شارب (Sharpe) في حساب معدلات العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة الاسهم العادية التي كان عددها(3) اسهم وكما مبين في الجدول لذا سيتم تفصيل خطوات بناء محفظة الاسهم العادية كالاتي :-

* تم استبعاد بيتا للاسهم (36، 17، 32) التي تبلغ قيمها (1.06، 1، 1) على التوالي من مجموعة بيتا المنخفضة بسبب قيمها اعلى او تساوي بيتا السوق التي قيمتها (1) .

الخطوة الاولى:- حسبت النسبة (Ri – RF / Bi) لمتوسط العائد في كل سهم ثم درجت تنازليا ووضعت في العمود (1) من الجدول (4-3) الذي يمثل نتائج بناء المحفظة الاسهم العادية .

الخطوة الثانية :- بعد ترتيب الاسهم وفق النسبة المذكورة حسبت الصيغه ((Ri – RF) Bi/ IRi) 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 (0.003)ووضعت النتائج في العمود (4).

الخطوة الخامسة :-حسبت لكل سهم الصيغة (β_i^2/ 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 (0.003) ثم اضيف واحد صحيح لكل ناتج 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) ازاء كل سهم ووضعت النتائج في العمود (8) لغرض مقارنتها مع قيم العمود (1) فاذا كانت قيمة حد القطع (Ci) لسهم ما اقل من قيمته في العمود (1) فان سهم سيكون ضمن مكونات المحفظة الاسهم العادية ويلاحظ من الجدول (4-3) ان (9) اسهم فقط حققت الشرط و(4) سهم لم تحقق الشرط لذا تم استبعادهم من محفظة الاسهم الكفوءة .

الخطوة التاسعة:- يقع حد القطع الامثل (Optimal Cut – off Rate, CO) في العمود (9) امام السهم الذي يكون اخر من تضمنته المحفظة الاسهم الكفوءة ومن الجدول (4-3) يقع حد القطع الامثل شركة الشرق الاوسط للأسماك (0.0419)، وفي ضوء حد القطع حسبت قيمة (Z) لكل سهم .

الخطوة العاشرة :- حسب الوزن (W) او نسبة الاستثمار لكل سهم رشح الى المحفظة الاسهم الكفوءة من خلال جمع قيم (Z) للاسهم المرشحه اولا ثم ايجاد الاهمية 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 ضرب بين البيتا كل السهم والوزن المخصص له في المحفظة.

الخطوة الثاني عشر :-يتم حساب المخاطرة الغير نظامية من خلال ناتج جمع حاصل ضرب(بين مربع وزن كل سهم × مخاطرته الغير نظامية).

الخطوة الثالثة عشر :- يتم حساب الفا للمحفظة الاسهم الكفوءة وهي ناتج جمع حاصل ضرب بين الفا كل سهم و الوزن المخصص له في المحفظة .

الجدول (4- 3)

اوزان محفظة الاسهم الكفوءة لمجموعة اسهم البيتا العالية

مكونات المحفظة	$R_i - RF/\bar{\beta}_i$	$(R_i - RF)\beta_i/\bar{IR}_i$	$\sum_{1}^{4}(2)$	$3*\sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6*\sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
22	0.1277	24.3349	24.3349	0.0730	190.5882	190.5882	1.5718	0.0464	8.2041	0.8697

53	0.1150	2.2930	26.6279	0.0799	19.9270	210.5153	1.6315	0.0490	0.7263	0.0770
41	0.1005	1.3363	27.9642	0.0839	13.3000	223.8153	1.6714	0.0502	0.5027	0.0533

وباستخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة محفظة الاسهم الكفوءة كانت النتائج كالاتي :-

معدل العائد المتوقع	0.1256	$R_{(P)}$
المخاطرة الكلية	0. 1165	$\sigma^2_{(P)}$
المخاطرة النظامية	0. 10232	SR
المخاطرة الغير نظامية	0.01418	IR
معامل الاختلاف	2.718	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	1.0781	R/R

وكما هو واضح من النتائج تميز العائد المتوقع لمحفظة السوق المرجعي بالارتفاع الكبير اذ بلغ (0.13225) وهو اكبر من معدل العائد المتوقع للمحفظة الاسهم الكفوءة الذي يبلغ (0.1256) وكانت نسبة الارتفاع تبلغ (0.665%) ومستوى المخاطرة الكلية للمحفظة الاسهم الكفوءة (1.355%) مقارنة" مع المخاطرة الكلية للمحفظة المرجعية (0.10295) بالتالي كان اداء المحفظة المرجعية متفوقا" على محفظة الاسهم الكفوءة التي تتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ حيث كان مؤشر العائد الى المخاطرة يبلغ (1.3797) مره للمحفظة الاسهم العادية ومؤشر العائد الى المخاطرة للمحفظة المرجعية يبلغ (1.0781) مره وفي الوقت ذاته زاد معامل الاختلاف من (2.4261) مره الى (2.718) مره ، وتقود هذه النتائج الى رفض فرضية الدراسة الاولى التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الكفوءة من حيث العائد والمخاطرة اذ تم اختيار اسهمها على اساس البيتا العالية كما هو مبين في الجدول (5-3)

جدول (5-3)

المقارنة بين المحفظة الاسهم الكفوءة وفق معيار اسهم البيتا العالية مع محفظة السوق المرجعية التي تتعقب المؤشر بالمحاكاة التامة

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	$R(p)/\sigma^2_{(P)}$
محفظة الاسهم الكفوءة	0.1256	0. 1165	0. 10232	0.01418	2.718	1.0781
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	——	——	2.4261	1.2846

1-2 بناء المحفظة الاسهم الكفوءة على وفق معيار اسهم البيتا المنخفض

وباستخدام نموذج شارب لحساب معدل العائد والمخاطرة المحفظة الاسهم الكفوءة كانت النتائج كالاتي :-

معدل العائد المتوقع	0. 1933	$R_{(P)}$
المخاطرة الكلية	0. 1011	$\sigma^2_{(P)}$
المخاطرة النظامية	0. 0966	SR
المخاطرة الغير نظامية	0.0045	IR
معامل الاختلاف	1.6449	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	1.9119	R/R

وكما هو واضح من النتائج تميز معدل العائد المتوقع للمحفظة الاسهم الكفوءة لاسهم البيتا المنخفضة بالارتفاع بنسبة (6.105%) مقارنة" بمعدل العائد المتوقع للمحفظة السوق المرجعية للاسهم البيتا المنخفضة والبالغ (0.13225) وتنخفض المخاطرة الكلية للمحفظة الاسهم الكفوءة بنسبة (0.185%) مقارنة" بالمخاطرة الكلية للمحفظة المرجعية ويعزي سبب هذا الى الانخفاض في المخاطرة الغير نظامية (0.0045) التي تسببت بدورها الى انخفاض معامل الاختلاف من (2.4261) الى (1.6449) مما يعني تفوق اداء المحفظة الاسهم

الكفوءة المبنية على اساس اسهم البيتا المنخفضة ويلاحظ ارتفاع مؤشر العائد الى المخاطرة من(1.2846) مرة الى (1.9119)مره وبالتالي كانت المحفظة الاسهم العادية لهذه المجموعة تحقق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة اذ تم اختيار اسهمها على اساس استراتيجية الشراء والاحتفاظ كما هو مبين في الجدول (6-3).

جدول (6 – 3)

المقارنة بين محفظة الاسهم الكفوءة وفق معيار اسهم البيتا المنخفضة مع محفظة السوق المرجعية التي تتعقب المؤشر بالمحاكاة التامة

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
محفظة الاسهم الكفوءة	0. 1933	0. 1011	0. 0966	0.0045	1.6449	1.9119
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	——	——	2.4261	1.2846

3-1 تحليل ومقارنة نتائج بناء المحافظ الاسهم الكفوءة حسب معيار البيتا

بمقارنة نتائج بناء المحافظ الاسهم الكفوءة الموضحة في الجدول (7-3) يتبين الاتي:-

1- تميزت المحفظة الاسهم الكفوءة لمجموعة اسهم البيتا العالية بانخفاض معدل العائد المتوقع بنسبة(6.77%) مقارنة" بمحفظة الاسهم العادية لمجموعة البيتا المنخفضة في حين أن مخاطرة محفظة الاسهم العادية لمجموعة اسهم البيتا العالية مرتفعة اذ بلغت (0.1165) مقارنة" بمخاطرة محفظة الاسهم العادية لمجموعة اسهم البيتا المنخفضة وهو(0.1011) مما انعكس بالتالي على ارتفاع معامل الاختلاف بشكل كبير من (1.6449) مره للمعامل الاختلاف على في اساس معيار بيتا المنخفضة الى (2.718) مره لمجموعة البيتا العالية مما يدل على تفوق اداء المحفظة الكفوءة لمجموعة البيتا المنخفضة .

2- تفوقت المحفظة الاسهم العادية لمجموعة البيتا المنخفضة على اداء المحفظة الاسهم الكفوءة لمجموعة البيتا العالية حيت رفعت مؤشر العائد الى المخاطرة من (1.0781) مره الى (1.9119) مره وبالنتيجة حققت محفظة الاسهم العادية لمجموعة البيتا المنخفضة مبادلة افضل بين العائد والمخاطرة بالمقارنة مع محفظة الاسهم الكفوءة لمجموعة البيتا العالية .

3- من الفقرات السابقة كانت محفظة الاسهم الكفوءة لمجموعة البيتا المنخفضة هي المحفظة التي تحقق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة و هذا يعني تأكيد عدم قبول الفرضية الفرعية الاولى التي تشير الى امكانية تحسين خصائص محفظة الاسهم الكفوءة اذا تم اختيار اسهمها على اساس البيتا العالية وقبول الفرضية البديلة.

جدول(7- 3)

ملخص نتائج بناء محفظة الاسهم الكفوء على اساس معيار البيتا

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
البيتا العالية	0.1256	0. 1165	0. 10232	0.01418	2.718	1.0781
البيتا المنخفضة	0. 1933	0. 1011	0. 0966	0.0045	1.6449	1.9119
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	——	——	2.4261	1.2846

2-بناء محفظة الاسهم الكفوءة على وفق معيار اسهم السيولة "*"

تم ترشيح الاسهم العادية لبناء محفظة الاسهم الكفوءة والمرجعية بالاعتماد على معيار اسهم السيولة الاعلى كأساس لبيان خصائص اختبار فرضية البحث الفرعية الثانية حيت تم تبويب عينة البحث الى مجموعتين ضمت الاولى منها اسهم السيولة الاعلى بالاعتماد على مقياس معدل دوران الاسهم الاعلى التي تزيد في قيمته على متوسط معدل دوران الاسهم وقد بلغ عدد الاسهم في هذه المجموعة (12) سهم بينما شملت المجموعة الثانية اسهم السيولة المنخفضة بالاعتماد على مقياس معدل دوران الاسهم المنخفضة التي دون متوسط معدل دوران الاسهم العينة وعددها (11) سهم و كما مبين في الجدول (8-3) ادناه

جدول (8-3)

تقسيم عينة البحث الى مجموعتين وفقا" لمعيار اسهم السيولة الاعلى

ت	رمز الاسهم السيولة الاعلى	معدل دوران الاسهم العالية	ت	رمز الاسهم السيولة المنخفضة	معدل دوران الاسهم المنخفضة
1	53	43.2557	1	34	17.1040
2	31	31.1846	2	11	13.3468
3	12	30.6904	3	35	12.8684
4	15	29.6817	4	41	10.0945
5	21	29.6054	5	33	9.0783
6	16	25.4984	6	13	6.8410
7	32	24.2086	7	17	4.4392
8	43	24.0728	8	54	3.0739
9	36	22.0580	9	42	2.6905
10	14	20.4763	10	37	2.6335
11	22	19.8921	11	52	1.4729
12	51	19.2546	12		

1- 2 بناء المحفظة الكفوءة على وفق معيار اسهم السيولة الاعلى

وباستخدام نموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة محفظة الاسهم الكفوءة كانت النتائج كالاتي :-

معدل العائد المتوقع	0.1865
المخاطرة الكلية	0.04796
المخاطرة النظامية	0.0069
المخاطرة الغير نظامية	0.04106
معامل الاختلاف	2.2311
مؤشر العائد على المخاطرة	3.889

$R_{(P)}$

$\sigma^2_{(P)}$

SR

IR

C.V

R/R

---

* تم اعتماد على معدل دوران الاسهم (Turnover ratio) لقياس سيولة الاسهم العادية ولقياس دوران متوسط معدلات دوران الاسهم تم الاعتماد على الصيغة الاتية (Andrikopoulos ,2007:21):-

$$Stov_{i,d,t} = \left(\sum_{d=1}^{Dit} Vol_{i,d,t}/no_{i,d,t}\right)/D_{i,t}$$

حيث ان :-

$Stov_{i,d,t}$ = معدل دوران الاسهم للسهم (i) في اليوم (d) في الشهر (t)

$Vol_{i,d,t}$ = عدد الاسهم المتداولة للسهم (i) في اليوم (d) في الشهر (t)

$D_{i,t}$ = عدد المشاهدات او الملاحظات للسهم (i) في الشهر (t)

وتعتمد على الفترة المفحوصة

وبالمقارنة مع محفظة السوق المرجعية يظهر ان المحفظة الكفوءة قد قدمت مبادلة افضل بين العائد والمخاطرة لأن عائدها المتوقع اعلى من عائد المتوقع للمحفظة المرجعية بنسبة (5.425%) و كانت المخاطرة الكلية للمحفظة الكفوءة اقل من المخاطرة الكلية للمحفظة المرجعية بنسبة (5.499%) بالتالي خفضت معامل الاختلاف من (2.4261) مرة الى (1.1743) مرة ورفعت مؤشر العائد الى المخاطرة من (1.2846)مرة الى (3.889) مرة وهذا يعني قبول فرضية الفرعية الثانية التي تشير انه يمكن تحسين خصائص المحفظة الكفوءة من حيث العائد والمخاطرة اذا تم اختيار اسهمها على اساس معيار اسهم السيولة الاعلى و الجدول (9-3) يبين خلاصة نتائج المحفظتين.

الجدول(9-3)

المقارنة بين المحفظة الكفوءة وفق معيار اسهم السيولة الاعلى مع محفظة السوق المرجعية التي تتعقب المؤشر بالمحاكاة التامة

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
محفظة الاسهم الكفوءة	0.1865	0.04796	0.0069	0.04106	1.1743	3.889
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	———	———	2.4261	1.2846

2-2 بناء المحفظة الكفوءة على وفق اسهم السيولة المنخفضة

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

معدل العائد المتوقع	0.1239
المخاطرة الكلية	0.05073
المخاطرة النظامية	0.048105
المخاطرة الغير نظامية	0.00262
معامل الاختلاف	2.3161
مؤشر العائد على المخاطرة	3.0414
$R_{(P)}$	
$\sigma^2_{(P)}$	
SR	
IR	
C.V	
R/R	

في اطار المقارنة بين المحفظتين الكفوءة والمرجعية لنفس المجموعة يلاحظ ان المحفظة الساكنة قد زادت من فاعلية المبادلة بين العائد والمخاطرة ، فبينما رفعت معدل العائد المتوقع بنسبة(1.095%) ولكن بالمقابل خفضت المخاطرة الكلية بنسبة (5.222%) وهو ما ادى الى رفع مؤشر العائد الى المخاطرة من (1.2846)مرة الى (2.8228) مرة وتخفيض معامل الاختلاف من (2.4261) مره الى (1.5729) مره كما هو مبين في الجدول (10-3) الذي يعرض ملخص نتائج بناء المحفظتين .

جدول(10-3)

المقارنة بين المحفظة الكفوءة وفق معيار اسهم السيولة المنخفضة مع محفظة السوق المرجعية التي تتعقب المؤشر بالمحاكاة التامة

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
محفظة الاسهم الكفوءة	0.1432	0.05073	0.04811	0.00262	1.5729	2.8228
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	———	———	2.4261	1.2846

3-2 تحليل ومقارنة نتائج بناء المحافظ الكفوءة حسب معيار اسهم السيولة

بمقارنة نتائج بناء المحافظ الكفوءة الموضحة في الجدول (11-3) يتبين الاتي:

1- تميزت المحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى بارتفاع معدل العائد المتوقع مقارنة" بعائد المتوقع للمحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة المنخفضة بنسبة (4.33%) في حين كانت المخاطرة الكلية للمحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى منخفضة (0.04796) مقارنة" بمخاطرة المحفظة لمجموعة اسهم السيولة المنخفضة (0.05073) وقد أدى ذلك الى انخفاض معامل الاختلاف من (1.5729) مرة الى (1.1743) مرة مما يدل على تفوق اداء المحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى .

2- تفوقت المحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى على اداء المحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة المنخفضة ورفعت مؤشر العائد الى المخاطرة من (2.8228) مره الى(3.889) مره.

3- من النتائج السابقة كانت المحفظة الكفوءة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى هي المحفظة التي تحقق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة هذا يعني تأكيد قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الكفوءة اذا تم اختيار اسهمها على اساس معيار اسهم السيولة الاعلى.

جدول(11-3)

ملخص نتائج بناء المحفظة الكفوءة على اساس معيار اسهم السيولة

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
اسهم السيولة الاعلى	0.1865	0.04796	0.0069	0.04106	1.1743	3.889
اسهم السيولة المنخفضة	0.1432	0.05073	0.04811	0.00262	1.5729	2.8228
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	ـــــ	ـــــ	2.4261	1.2846

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

اولاً: الاستنتاجات

1- امكانية اختزال عدد الاسهم باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ بالاعتماد على عدد من الأسس في عملية ترشيحها من دون ان يؤثر ذلك في خصائصها من حيث (معدلات العائد والمخاطرة) الا بشكل بسيط.

2- امكانية استخدام منهج الشراء والاحتفاظ للحصول على افضل محفظة من الاسهم العادية وقد بينت النتائج:-

أ- تفوق اداء المحفظة الكفوءة التي رشحت على اساس اسهم البيتا المنخفضة على محافظ اسهم البيتا العالية اذ بلغت فيها قيمة معامل الاختلاف (1.6449) مرة واعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد الى المخاطرة (1.9119) مرة ، بينما يلاحظ ارتفاع معامل الاختلاف للمحفظة اسهم البيتا العالية (2.718) وانخفاض مؤشر العائد الى المخاطرة (1.0781).

ب- تفوق اداء المحفظة الكفوءة التي رشحت على اساس اسهم السيولة الاعلى على محافظ اسهم السيولة المنخفضة اذ بلغت فيها قيمة معامل الاختلاف (1.1743) مرة واعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد الى

المخاطرة (3.889) مرة ، بينما يلاحظ ارتفاع معامل الاختلاف للمحفظة اسهم السيولة المنخفضة (1.5729) وانخفاض مؤشر العائد الى المخاطرة (2.8228).

3- ان اختيار اسهم المحفظة الكفوءة وفقا" لمعيار اسهم السيولة هو افضل خيار للوصول الى تجسيد فعلي لمفهوم المحفظة الكفوءة في سوق ناشئة كسوق العراق للأوراق المالية ويلاحظ اختيار الاسهم على اساس اسهم السيولة الاعلى قد عرض افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاسهم العادية .

ثانياً : التوصيات

استرشادا بما تم تحليله من نتائج وما تم استنباطه من استنتاجات تتفق، أو تفترق جزئيا، أو كليا مع التراكم المعرفي في عملية بناء المحفظة الاستثمارية وإعادة النظر بها يمكن تحديد بعض التوصيات التي يستطيع المستثمر الفرد أو المؤسسات الاسترشاد بها والاستفادة منها وعلى النحو الآتي:-

1- الاستثمار في محافظ استثمارية وادارتها من خلال نهج الاستراتيجية الشراء والاحتفاظ ولفترات طويلة للتخلص من الضرائب وارتفاع التكاليف ومخاطر تقلبات اسعار اسهم الشركات وتحقيق عوائد افضل ، فضلا عن تحرير المستثمرين من القيود الخاصة بالاستثمار في اسهم لشركات متعددة.

2- استخدام سياسة الشراء والاحتفاظ ومراقبة المؤشرات الرئيسية للاسهم وتقييمها على النحو الذي أستخدم في هذه الدراسة.

3- عدم الاكتفاء بالمعايير والاسس التي استخدمتها في هذا البحث في مجال اختيار الاسهم والتي رشحت لبناء المحفظة الشراء والاحتفاظ في سوق العراق للأوراق المالية او تلك التي اشارت اليها الدراسات التطبيقية السابقة وحث الباحثين على الاستفادة من المؤشرات الإضافية التي استعرضها الاطار النظري لهذه الدراسة في مجال اختيار موجودات المحفظة الاستثمارية على ان يتم اعتماد المفهوم العلمي للمحفظة الكفوءة كأساس في اختيار تلك المؤشرات عند بناء محفظة الاسهم الكفوءة لتحقيق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة.

4-المجال في الجامعات العراقية بشكل موسع وذلك لتوفير كوادر فنية للعمل وتطوير وتنشيط الاسواق المالية وتنظيم دورات مكثفة لهيئة الاسواق المالية لتدريس اصول و مبادى الاستثمار بالأسهم ، وتشجيع التداول بالأسهم باعتبارها من الادوات ذات التأثير المزدوج في تنشيط السوق المالي وتنوع أدواته وتطوير وتشجيع الاستثمار في المحافظ .

5- يساعد استخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ على اختزال مكونات المحفظة الاستثمارية دون التأثير على خصائصها وهو امر يساهم بالحد من تشتيت جهد المستثمرين وتوزيع أموال على الاستثمار في الاسهم الرابحة ، ويوصي الباحث باستخدام هذه الاستراتيجية.

6- استخدام معيار تكوين المحفظة التي استخدمتها هذه الدراسة والتي حصلت على نتائج جيدة مثل معيار اسهم السيولة ويمكن استحداث معايير أخرى تدعم المؤشرات المستخدمة في هذا البحث.

7- يجب قيام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بتقديم كافة البيانات من التقارير السنوية والكشوفات التحليلية التي تحتاجها جهات عديدة ، ومنها اقسام البحوث والدراسات الفنية في السوق لتتمكن من تقديم نتائج التحليل والتقييم في النشرات اليومية والشهرية والفصلية والسنوية ، أي ان المعلومات التي تتضمنها النشرات الدورية يجب ان لا تقتصر على الاسعار وبعض المؤشرات التقليدية بل لابد من شمول

النشرات الدورية للسوق كافة المعلومات والبيانات عن الادوات المتداولة في السوق وهذه احدى متطلبات هيئة السوق المالي في تقديم الخدمات للمستثمر والشركات على حد سواء .

8- يجب على المستثمرين تحديد مستويات العائد والمخاطرة المرغوبين من خلال استخدام نهج استراتيجية الشراء والاحتفاظ وعدم تنويع مكونات المحفظة بشكل عشوائي لان ذلك لا يضمن تحقيق مزايا المحفظة من حيث الحصول على اعلى عائد ممكن في مقابل مستوى مقبول من المخاطرة .

9- دراسة المتغيرات البيئية وأوضاع الشركات العاملة في السوق المالية من حيث اسعار اسهمها ومكانتها في السوق المالية ومخاطرتها غير نظامية وموقف الشركات التنافسية.

اولاً- المصادر العربية

أ- الكتب

ت	المصادر
1	العامري ، محمد علي ابراهيم ، 2010 ، " **الادارة المالية المتقدمة** " ط1 ، اثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن.
2	هندي : منير ابراهيم، 2015 ،" **سلسلة الفكر الحديث في مجال الادارة المالية– الفكر الحديث في مجال الاستثمار** "، ط 3، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية ، مصر.
3	رمضان ، زياد ، 2002 ،" **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي** "، الطبعة الثانية ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، الاردن

ب – الرسائل الجامعية Thesises

ت	المصادر
1	الخفاجي ، علي جيران عبد علي، 2006، " **تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفؤة في اسواق الاسهم الناشئة : دراسة تطبيقية** "، اطروحة دكتوراه ، جامعة بغداد .
2	الاعرجي ، عدنان سالم ،2003 ،" **أدارة محفظة صناديق الاستثمار وامكانية تطبيقها في المصارف العراقية – دراسة تطبيقية** "، اطروحة دكتوراه في أدارة الاعمال ، جامعة بغداد.

ج- الدوريات والمجلات Puriodicals

ت	المصادر
1	الساعدي ، مؤيد ، وزعلان ، عبد الفتاح جاسم ،2015،" **دور عمليات إدارة المعرفة في البصمة الوراثية التنظيمية(DNA) لمنظمات الأعمال بحث استطلاعي في عينة من المصارف العراقية** "، مجلة الادارة والاقتصاد ، المجلد 3 ، العدد 10 .

ثانياً:- المصادر الانكليزية

أ– الكتب Books

No	References

1	Ross, Stephen , A., Westerfield , Randolph W. & Jaffe , Jeffrey F. ,2010, **"Modern Financial Management**", 9th ed , McGraw-Hill Book Company
2	Mcmenamin,J.m,1999**,"Financial Management,"** Rontied gepudine, London & M.Y
3	Brigham , F. Eugen & Gapenski , C, Louis , Intermediate , "**Financial Management "** , 5th . ed. The Dryden press , 1996
4	Gangadhar V., & Babu, Ramesh **,**2006**, "Investment Management Including Portfolio Management & Security Analysis "** Printed in India**.**
5	Reilly , Frank .,&Brown , Keith.,2003 "**Investment Analysis & Portfolio Management** ", 7th ed, Thomson south – western .
6	Reilly , Frank & Brown , Keith, 2012, **"Investment Analysis & Portfolio Management ", 10th** ed, Thomson south –western **.**
7	Jones , Charles P ., 2002 **," Investment : Analysis & Management"** 8th ed. , John Wiley & Sons , Inc , USA
8	Weston , J.Fred ,1996**," Essential of Managerial Management** " Dryden Press Harcourt Srace College Publisher .
9	Sindell, Kathleen, 2005 ,"**Investing Online For Dummies**", 5th ed, Wiley Publishing, Inc., Indianapolis, Indiana
10	Tengler, Nanacy. ,2003," **NEW ERA VALUE INVESTING - A Disciplined Approach to Buying Value and Growth Stocks ",**John Wiley & Sons, Inc.
11	Jones, Charles P., 2010, "**Investment-principles and concepts**" , **11th *ed*** , John Wiley & Sons, Ins, USA.
12	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J., 2008**,"Essentials of Investment",** 7th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., USA.
13	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J.,2013**," Essentials of investments",** 9th ed, MC GRAW -HILL Companies, INC., USA
14	Solnik,Bruno,2000**, "International Investment ",**4th ed .,Addison Wesley Longman,Inc .
15	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J.,2009," **Investment**" , 8th ed.,McGraw – Hill Companies, INC., USA.
16	Waston , Denzel, & Head , Antony.,2009, "**Corporate Finance – Principles & practice** ",5th ed Financial Times prentice – Hall
17	Eales , Brian Anthony, 1995 **," Financial Risk Management "** , A spreadsheet Approach " McGraw – Hill International (U.K) Limited.
18	Sharpe , William F.,&Gordon J. Alexander, 1990, "**Investments**", 4thed, prentice Hall, International Inc.

Thesises ب – الرسائل الجامعية

NO	References
1	Li –shen , Aileen Gan. **,2013, "A rolling return analysis of the buy –and – hold strategy " ,** Master of Business Administration University Tunku Abdul Rahman Faculty of Accountancy and Management.
2	Andrikopoulos ,v., 2007**,"liquidity and stock price volatility : evidence from the Greek stock market** ", Master thesis : University of Piraeus MSc in Banking and finance Department of Banking financial Management.

ج- الدوريات والمجلات Puriodicals

NO	References
1	Reinganum,Marc R., 1983**, "Portfolio Strategies Based on Market Capitalization**" The Journal of Portfolio Management, vol. Winter**.**
2	Omisore , Iyiola. , Munirat , Yusuf . , Nwufo , Christopher .I. , 2012 , " **The modern portfolio theory as an investment decision tool** " , Journal of Accounting and Taxation , Vol. 4(2), pp: 19-28

و- الانترنت Internet

NO	References
1	**www. isx-iq.net**
2	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**
3	**Dass.n, Nada.v., & Xiao.c., 2011," Dofirm Choose their Stock liauidity , http;//ssrn .com**
4	**http://www.wallco.com**