إدارة محفظة الأوراق المالية وفقاً لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ
دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

أ.م.د. عبدالعزيز شويش عبدالحميد
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة تكريت

آسو بهاءالدين قادرعمر
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة تكريت

Securities portfolio management in accordance with buy and hold strategy
An empirical study in the Iraqi stock exchange

Aso Bahaulddin Qader
Administration & Economics
Tikrit University

Abdul-Aziz Shwaish Ab- Hameed
Administration & Economics
Tikrit University

تاريخ استلام البحث ٢٠١٣/١١/١٧ تاريخ قبول النشر ٢٠١٣/١٢/١١

المستخلص:

يُعدُّ استقرار العوائد هدفاً يسعى إليه المستثمرون المحافظون لأنَّه يحقق لهم دخلاً جارياً وبمخاطرة محدودة، ومن هنا جاء الهدف الرئيسي لهذا البحث في سعيه لبناء وإدارة محفظة الأ وراق المالية من أسهم الشركات المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام الأساليب والأسس العلمية في بناء المحفظة وتعيين إستراتيجية الشراء والاحتفاظ في إدارتها ، كما تم اختيار عينة من واقع المشاهدات الشهرية لـ (14) شركة في قطاعات مختلفة للفترة من كانون الثاني 2008 ولغاية كانون الأول 2012. وقد خرج البحث بجملة من الاستنتاجات من أهمها الاحتفاظ بالأوراق المالية لفترة طويلة، وتحقيق عائد يجاري عائد محفظة السوق، ومخاطرة أقل من مخاطرة محفظة السوق.

Abstract :

The stability of the revenue is an important goal for conservatives investors because they make their income under way with limited risk, hence the main objective of this research in the quest to build and manage the portfolio from shares of listed companies in the Iraqi stock exchange using scientific approaches in building a portfolio and set strategic procurement and retention in management, a sample has been selected and based upon the reality of Views monthly (14) companies in different sectors for the period from January 2008 until December 2012 . The research came out a set of conclusions . the most important is to keep securities for a long time , and to achieve a return similar to the market portfolio return , and the risk is less than the risk of the market portfolio.

المقدمة:

يؤدي الاستثمار في الأوراق المالية دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي خاصةً مع ازدياد دور الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي وازدياد مخاطر النشاط الاقتصادي وقد تعددت وسائل وأساليب هذا الاستثمار وتعقدت فأصبح لزاماً على المستثمرين ومدراء المحافظ الاستثمارية والمدراء الماليين مجاراة هذه التطورات واعتماد أساليب علمية متعددة، وقد تبلورت هذه الأساليب

على أيدي المدراء الماليين ومحللي الأسواق المالية والخبراء الاقتصاديين في شكل استراتيجيات مدروسة علمياً لكيفية إدارة محفظة الأوراق المالية، وإنَّ هذه الإستراتيجيات والطرق والمداخل تعمل كلها على الوصول الى أفضل طريقة لإدارة المحافظ الاستثمارية لتحقيق الأهداف التي بنيت من أجلها من خلال التنويع الكفوء وتقليل المخاطر وزيادة العوائد.

ومع تزايد الاهتمام بهذا النشاط برزت أشكال من الإستراتيجيات منها إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي نبحث فيها، إذ يستخدمها المستثمر من أجل الحصول على عائد مقبول بمستوى معين من المخاطرة. وعليه فإنَّ اختيار هكذا إستراتيجية لا يحتاج الى الكثير من الوقت والجهد لإدارتها، كما إنَّها لا تتطلب إمكانيات مادية وخبرة ودراسة مستفيضة لمتابعة الأسواق المالية وأسعار الأسهم لأنَّها تؤمن بكفاءة السوق، ونظراً لأهميتها فقد جاء هذا البحث للتعرف على آلية عملها . ومن ثم تطبيق ذلك على مجموعة من الأسهم لبعض الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وذلك من أ جل مساعدة المستثمر في اتخاذ القرار المناسب بشأن إدارة محفظته المكونة من مجموعة من الأوراق المالية بنجاح .

المحور الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث الرئيسة في غياب المنهج العلمي السليم في إدارة محفظة الأوراق المالية واقتصاره على الأساليب التقليدية في تنفيذ طرق وسياسات الاستثمار ، وكذلك بسبب طبيعة المتغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية السائدة في العراق والتي تنعكس بشكل كبير في التقلبات السعرية للأوراق المالية المتداولة في السوق، بالإضافة الى ضعف عمليات الإفصاح المالي وعدم قدرة المستثمر في الحصول على المعلومات، وإنَّ كل ذلك يؤدي الى ارتفاع مستوى المخاطرة .

ثانياً: أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في أنَّه يحاول أن يشخص أفضل طريقة لإدارة المحفظة الاستثمارية من خلال إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وتوائم النظرية مع التطبيق من خلال تأطير منهج يمكن أن يسترشد به المستثمرون ومدراء المحافظ ومحللو الأوراق المالية لإدارة المحافظ الاستثمارية من الأوراق المالية، كما يحاول أن يسلط الضوء على واقع سوق العراق للأوراق المالية من خلال تبني إستراتيجية تسهل على المستثمرين المحافظين و المتجنبين للمخاطرة عملية اختيار الأسهم الملائمة لمحافظهم .

ثالثاً: أهداف البحث

يهدف البحث الى تحقيق النقاط التالية:

١. المساهمة الفكرية والنظرية في موضوع نظرية المحفظة الاستثمارية وإستراتيجية الشراء والاحتفاظ في السوق وطرق تقويم أدائها.
٢. بناء وتحليل محفظة الأ وراق المالية لبعض الشركات عينة البحث وتقويمها من خلال تحليل عوائد ومخاطر الشركات والسوق.
٣. تقديم منهج علمي للمستثمر العراقي يجم ع بين النظرية والتطبيق لإدارة محفظة الأوراق المالية.

رابعاً: فرضيات البحث

١. ينجم عن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ عائد يماثل عائد محفظة السوق ، او يمثل اقل من عائد محفظة السوق.
٢. ينجم عن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ مخاطر أقل من مخاطر محفظة السوق .
٣. تحقق إستراتيجية الشراء والاحتفاظ أداءً أفضل من أداء محفظة السوق في إطار المبادلة بين العائد والمخاطرة.

خامساً: حدود البحث

الحدود المكانية: تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية بوصفه السوق المالي الوحيد في العراق وقد أدرجت فيه غالبية الشركات المساهمة.

الحدود الزمانية : تم اعتماد البيانات الشهرية لسعر الإغلاق لأسهم الشركات عينة الدراسة من كانون الثاني 2008 ولغاية نهاية كانون الأول 201 .

سادساً: عينة البحث

يشمل مجتمع ا لبحث عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في القطاعات الاقتصادية السبعة وهي (المصارف، التأمين، الاستثمار، الخدمات، الصناعة، الفنادق والسياحة ، الزراعة) وذلك حسب الشركات الأكثر حضوراً في الجلسات الشهرية للسوق وفق تصنيف السوق لهذه القطاعات وكما يوضحه الجدول (1):

الجدول (1)

الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة أو المصرف	القطاع	ت	اسم الشركة أو المصرف	القطاع
1	مصرف بغداد	المصارف	8	العراقية للنقل البري	الخدمات
2	المصرف العراقي الإسلامي	المصارف	9	العراقية للسجاد والمفروشات	الصناعة
3	الأمين للتأمين	التأمين	10	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعة
4	دار السلام للتأمين	التأمين	11	فندق بغداد	الفنادق و السياحة
5	الخير للاستثمار المالي	الاستثمار	12	فندق بابل	الفنادق و السياحة
6	الوئام للاستثمار المالي	الاستثمار	13	الشرق الأوسط لإنتاج الأسماك	الزراعة
7	المعمورة للاستثمارات العقارية	الخدمات	14	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	الزراعة

المصدر : موقع سوق العراق للأوراق المالية (www.isx-iq.net) .

سابعاً: الأساليب الإحصائية والمالية المستخدمة في البحث

١ -العائد على السهم : تم حسابه وفق المعادلة التالية :

$$R_i(t) = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}}$$

إذ إنَّ:

R_i : العائد المتحقق للسهم

P_t : سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع)

P_{t-1} : سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء)

D : مقسوم الأرباح

٢ -عائد المحفظة : تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$R_p = \sum_{i=1}^{n} W_i R_i$$

W_i : وزن السهم في المحفظة

R_i : العائد المتحقق للسهم في المحفظة

n : عدد الأسهم في المحفظة

٣ -البيتا : تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$\text{Beta}\ (\beta) = \frac{\sigma_{Ri}}{\sigma_{Rm}}\ r(i),(Rm)$$

σ_{Ri} : الانحراف المعياري لعائد السهم

σ_{Rm} : الانحراف المعياري لعائد السوق

rR_iR_m : معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق

٤ -المخاطرة الكلية: تم حسابها وفق المعادلة التالية:

$$\text{Total Risk} = \beta^2 \sigma^2_{Rm} + \sigma^2_{ei}$$

β^2 : مربع معامل البيتا

σ^2_{Rm} : التباين عائد محفظة السوق

σ^2_{ei} : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع محفظة السوق (المخاطرة غير النظامية)

٥ -الانحراف المعياري: تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)^2}{N-1}}$$

R_i : العائد المتحقق

$\bar{R}_i$: الوسط الحسابي للعائد المتحقق

N : عدد المشاهدات (السنوات)

٦ -معامل الاختلاف: تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$C.V = \frac{\sigma}{\bar{R}_i}$$

σ : الانحراف المعياري

$\bar{R}_i$: متوسط العائد المتوقع

٧ -معادلة حد القطع: تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$C_i = \frac{\sigma^2_{Rm} \sum \frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ei}}}{1 + \sigma^2_{Rm} \sum \left[\frac{\beta^2}{\sigma^2_{ei}}\right]}$$

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة[1]

β : البيتا

σ^2_{Rm} : التباين عائد محفظة السوق

σ^2_{ei} : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع مؤشر السوق (المخاطرة غير النظامية)

٨ -مقياس شارب: تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

R_p : عائد المحفظة

[1] تم حساب معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_F) الشهري بقسمة متوسط سعر الفائدة على حوالات الخزينة لمدة 5 سنوات والبالغة 10.5% على (12) شهراً لنحصل على (0.0088) .

R_f : العائد الخالي من المخاطرة

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة

٩ -مقياس ترينور: تم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

R_p : عائد المحفظة

R_f : العائد الخالي من المخاطرة

β_p : بيتا المحفظة

المحور الثاني: الجانب النظري

أولاً: مفهوم نظرية المحفظة الاستثمارية وأهدافها:

وردت مفاهيم متعددة للمحفظة الاستثمارية للعديد من الباحثين والكتاب في الإدارة المالية فعرفت بأنَّها " مجموعة من الموجودات التي يحتفظ بها المستثمر مثل الأسهم والسندات " (Ross et.al,2008,408) (Jordan&Miller,2008,360)، وإشارة الى المحفظة بأنَّ ها مجموعة من الأوراق المالية للاستثمار، فإذا كنت تمتلك بعضاً من أسهم General Motors وأسهم Exxon Mobil وأسهم IBM فتكون لديك محفظة مكونة من ثلاثة أسهم (Brigham &Daves,2004,26) . وكان الاعتقاد الشائع قبل أن ينشر Markowitz مقالته الرائدة عام 1952 والدراسات اللاحقة، إنَّ توزيع المخاطر بالاعتماد على التنويع هو من خلال شراء عدد كبير من الأسهم والتي تختار من قطاعات اقتصادية مختلفة ، ولعل المقولة القديمة " لا تضع كل ما تملكه من البيض في سله واحدة " تعبر عما كان شائعاً في تلك الفترة (العلي، 4،1997). إمَّا نظرية المحفظة من المنظور الحديث فهي نظرية معيارية Normative Theory تُعنى بإرشاد المستثمر الى الأفعال الواجب القيام بها للوصول الى التنويع الأمثل (Jones،2000،512)، والتي تنطوي على القرارات المالية الرشيدة للمستثمرين من حيث كيفية الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار ، وتصف المستثمر بالرشد في ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات . فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة فيقوده ذلك الى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة، أو أوطأ احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد (العامري،1990،56) .

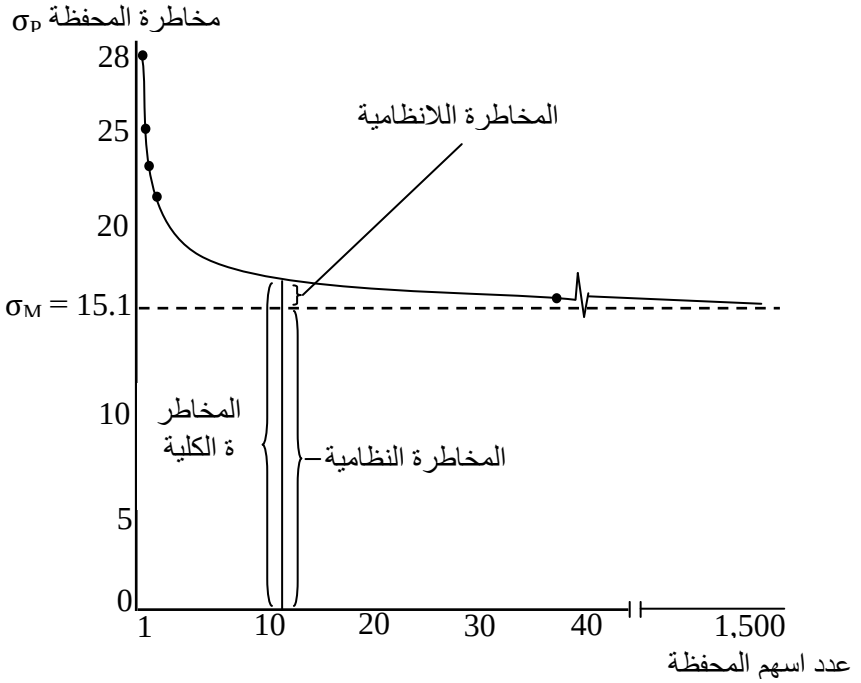
إنَّ المحفظة المثلى تهدف الى (1) المحافظة على رأس المال (2) الحصول على دخل مستقر (3) تحقيق النمو في تدفقات الدخل (4) تعظيم رأس المال الأصلي (Strong, 2003،60).

ثانياً: بناء المحفظة الاستثمارية

١ التنويع الساذج Naive Diversification

إنَّ بناء واختيار مكونات المحفظة من الاستثمار في قطاعات مختلفة بأسلوب عشوائي يسمى التنويع الساذج أو البسيط Simple Or Naive Diversification، فالمستثمر يوزع أمواله المخصصة للاستثمار بشكل م تساوٍ أو غير م تساوٍ بين عدد كبير من الأوراق المالية المتداولة في السوق ومن قطاعات اقتصادية مختلفة والذي يسمى (تنويع قطاعي) أو باستخدام مدد زمنية مختلفة (تنويع زمني) أو من أسواق دولية مختلفة (تنويع دولي) (الخفاجي، 2006، 84). وإنَّ المحفظة التي تشتمل على ثلاثة أوراق مالية تصدرها ثلاث شركات مختلفة هي أكثر تنويعاً من محفظة تشتمل على ورقتين ماليتين ، والمحفظة التي تشتمل على أربع أوراق مالية لأربع شركات مختلفة هي أكثر تنويعاً من محفظة تحتوي على ثلاث أوراق مالية (ال شبيب،2010،51)، وتشير نتائج هذا التنويع الى إن المخاطر ا للانظامية[٢] هي التي يمكن تجنبها (هندي،2010،78) ويمكن توضيح ذلك في الشكل (1) :

شكل (1) تخفيض المخاطر من خلال التنويع



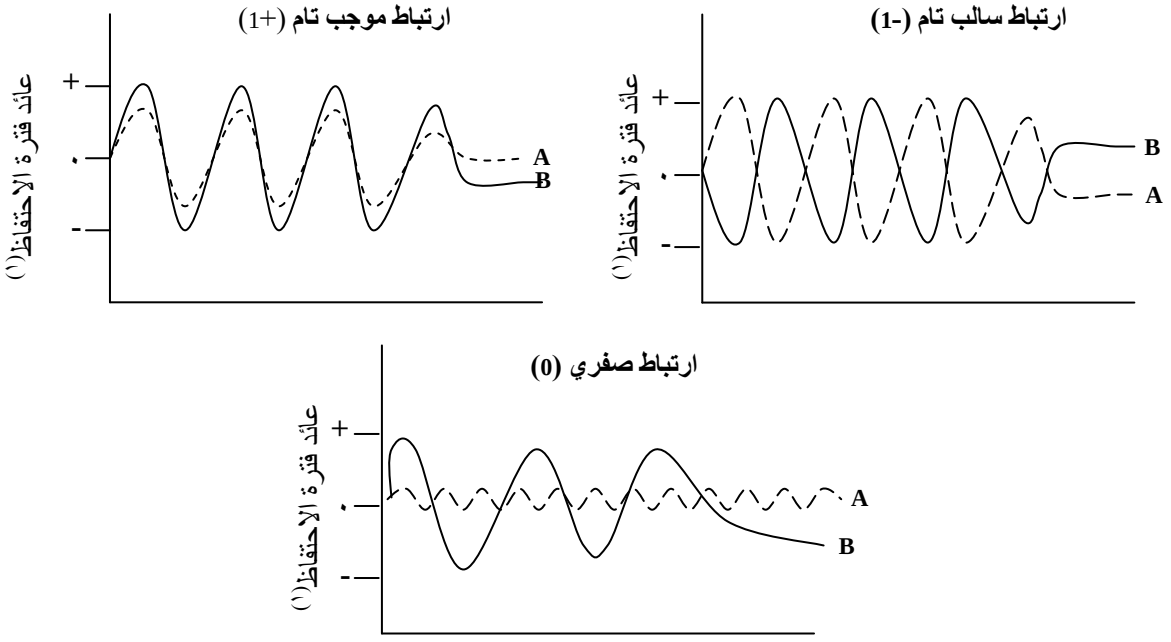
Source : Weston, J. Fred & Besley, Scott & Brigham, Eugene F. (1996), Essentials Of Managerial Finance , 11Th ed. The Dryden Press, United States Of America, P200 .

[٢] **المخاطرة اللانظامية** وهي المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع (Eun&Resnick,2007,356)، وتوثر على الشركة دون غيرها لأسباب مرتبطة بالشركة نفسها (Bodie,et.al,2001,186) وتقاس بالتباين . اما **المخاطرة النظامية** فهي المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع (Brigham&Daves،2004،66) وتسمى أيضا مخاطر السوق (Bodie et.al،2001،186) وهي المخاطر العامة الناشئة عن عوامل السوق التي تؤثر على جميع الشركات من أمثلتها مخاطر الحروب والتضخم وأسعار الفائدة (Gitman,2000,256)، وتقاس بالبيتا . و**المخاطرة الكلية** وهي حاصل جمع المخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية .

٢ نموذج ماركويتز Markowitz Model

يقوم تنويع ماركوتز على فكرة أساسية مفادها أنَّ مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين الع وائد المتولدة عنها (الحكيم،2009،11). فأشكال الارتباط موضحة في شكل (2):

شكل (2) أشكال الارتباط



Source : Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W. (2008), Fundamentals Of Investments, 4Th ed. , McGraw-Hill Irwin, P368 .

٣ المحفظة الاستثمارية الكفوءة:

تُعَّرف المحفظة الكفوءة على أنَّها المحفظة التي توفر أعلى عا ئد متوقع لأي درجة من المخاطرة وأقل درجة مخاطرة لأي عائد متوقع (Birgham&Daves,2004,78)، وتتضمن فكرة الوصول الى المحفظة الاستثمارية الكفوءة الآتي:

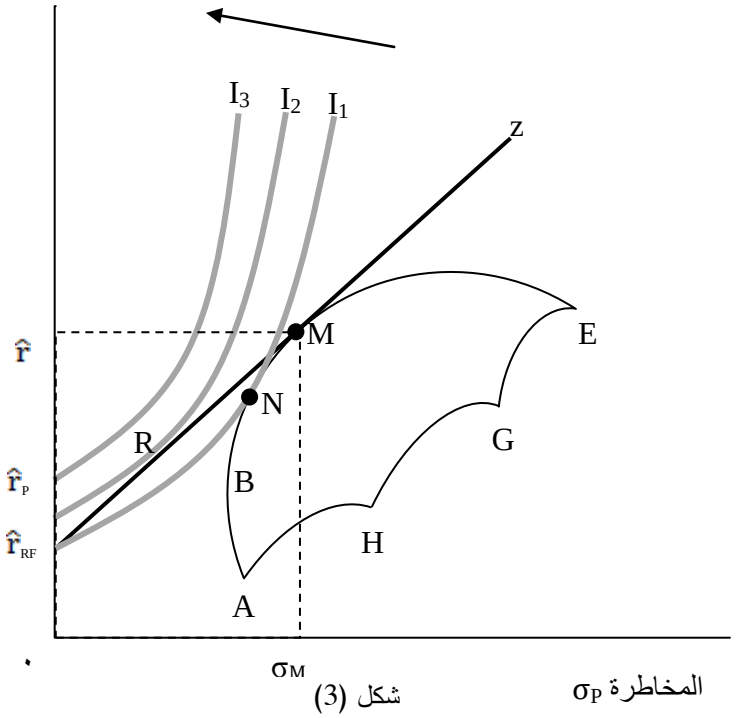
أ – **المجموعة الممكنة (المتاحة):** عند دمج عدد من الأور اق المالية في المحفظة وبنسب استثمارية مختلفة يتكون ما يسمى (بالمجموعة المتاحة)، حيث تمثل جميع المحافظ التي من الممكن بنا ؤها من مجموعة الأوراق المالية وتتخذ غالباً المجموعة المتاحة شكل المظلة في فضاء العائد والمخاطرة (العلي،1997،11) والذي يمثله المنحنى المغلق (ABNMEGH) في الشكل (3).

ب -**الحد الكفوء:** يُعَّرف الحد الكفوء بأنَّه أفضل مجموعة محافظ متاحة للمستثمرين من مجموعة المحافظ الممكنة حيث تعطي للمستثمر عائداً أعلى لمقدار معين من المخاطرة (الدوري،2010،226) والذي يمثله المنحنى (BNME) في الشكل (3).

ت -**منحنيات السواء Indifference Curves:** وهي عبارة عن أداة تستخدم لتحديد سلوك المستهلك (ال شبيب،2009،353) والذي يمثله المنحنيات (I_1,I_2,I_3) في الشكل (3) وهي تمثل تفضيلات المستثمرين للمحافظ من حيث العائد والمخاطرة، إذ إنَّ كل منحنى يمثل البدائل التي يقبل بها المستثمر (I_1) من حيث العائد والمخاطرة ولا يقبل بها المستثمر (I_2) والذي له التفضيلات الخاصة به من حيث العائد والمخاطرة والتي تتمثل على منحنى (I_2) وكذلك الحال للمستثمر (I_3) الذي يفضل المحافظ الواقعة على منحنى (I_3) وهكذا.

ث -**توازن المستثمر Investor Equilibrium:**

يتبين من الشكل (3) كلاً من المجموعة الممكنة للمحافظ المحفوفة بالمخاطر (المنطقة المظللة) ومجموعة منحنيات السواء (I_1,I_2,I_3) لمستثمر معين . تمثل النقطة N والواقعة عند تماس المنحني (I_1) مع الحد الكفوء وتعتبر اختياراً ممكناً للمحفظة . وهي النقطة الواقعة على محافظ الحد الكفوءة حيث يحصل المستثمر على أعلى عائد ممكن لكمية مخاطرة معينة وأقل درجة مخاطرة لعائد متوقع معين. إلَّا أنَّ المستثمر يستطيع أن يشكل محفظة أفضل من محفظة N فيمكن أن يصل الى منحنى سواء أعلى . إضافة الى المجموعة الممكنة للمحافظ الكفوءة ، هناك موجود خالي من المخاطرة يوفر عائداً قدره r_{RF}. بمعرفة الموجود الخالي من المخاطرة يستطيع المستثمرون أن يدمجوا الموجود الخالي من المخاطرة مع محفظة الموجودات على الحد الكفوء BNME (Brigham &Daves,2004,82). لتحقيق ذلك الخليط للمخاطرة والعائد نرسم الخط المستقيم الذي يبدأ من r_{RF} ويلامس مجموعة المحافظ الكفوءة عند النقطة M وأنَّ محفظة الاستثمار الواقعة على الحد r_{RF}RMZ تتفوق على مثيلاتها على الحد الكفوء BNME باستثناء M لأنَّها مشتركة بينهما عند نقطة التماس ، أنَّها تعطي عائد اً متوقعاً اكبر لمستوى مخاطر متساوية أو لأنَّ لها مخاطرة أقل لنفس المستوى من العائد (ال شبيب،2009،375).



شكل (3)

توازن المستثمر : دمج الموجود الخالي من المخاطرة مع محفظة السوق

Source : Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2004), Intermediate Financial Management, 8Th ed. , Thomson South-Western, United States Of America, P85 .

ثالثاً : إستراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy and Hold Strategy:

تتضمن هذه الإستراتيجية قيام المستثمر أو الإدارة باختيار تشكيلة من الأوراق المالية في المحفظة لفترة زمنية معينة ، وانَّ تتناسب هذه التشكيلة م ع أهداف المستثمر أو الإدارة (الأعرجي،2003،57) . وتعتمد هذه الإ ستراتيجية على شراء المستثمر للأسهم والاحتفاظ بها لفترة من الزمن. وانَّ الميزة الأهم لهذه الإستراتيجية هي عدم الاضطرار لقضاء الساعات الطويلة لإجراء الأبحاث المتعلقة بالأسهم ومتابعة تطور الاستثمارات الأخرى (ساينز،2002،157-158) .

تستند هذه الإستراتيجية الى افتراض أساسي مفاده إنَّ قيمة الأوراق المالية سوف ترتفع على المدى الطويل الى مستوى يمكن أن يحقق معه المستثمرون عوائد مجزية، والحجة النظرية وراء هذا الافتراض هي أنَّ الاقتصاديات تميل للنمو بمعدلات متزايدة على المدى المتوسط والطويل، ومن شأن ذلك أن يؤدي بالضرورة الى تحقيق فوائض مالية تنعكس بشكل إيجابي على أرباح الشركات بالتالي تتنا مى توزيعاتها وأسعار أسهمها تبعاً لذلك وعلى الرغم من أمكانية أن تكون التذبذبات في عوائد الأوراق المالية على المدى القصير متأثرة بالدورات الاقتصادية أو العوامل الخارجية كمعدل التضخم وتقلبات أسعار الفائدة إلا إنَّ نتائج الشركات في نهاية المطاف تميل للاستقرار حول قيمتها الموضوعية على نحو يعزز عوامل النمو

والثقة في المؤشرات الكلية لأداء السوق (الكراسنة،2005،36). على الرغم من ذلك فان هذه الإستراتيجية لا تعني وقوف المستثمر ساكناً إزاء أملاءات واقع السوق ، بل تقضي بأن يعمل المستثمر على اختيار التشكيلة المثلى المكونة للمحفظة و بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر الذي يبدي استعداده لتحمله ومن ذلك إحداث تغييرات من حين لآخر على مكونات المحفظة إذا ما تغيرت الظروف المحيطة على نحو يسمح له بتحمل مخاطر اكبر أو يدعوه لتحمل مخاطر اقل (مطر,44,2004) .

المحور الثالث: الجانب التطبيقي:

أولاً: تحليل العوائد والمخاطر:

على وفق الأساليب الإحصائية والمالية المشار إليه ا في المنهجية تم الحصول على معدلات العائد والمخاطرة المتحققة للشركات عينة البحث وكما موضح في الجدول (2) :

الجدول (2)

معدل العائد والمخاطرة لأسهم الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة أو المصرف	متوسط R_i	الانحراف المعياري σ	ألبيتا β	المخاطرة النظامية	المخاطرة اللانظامية	المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف C.V	معامل التحديد R^2
1	مصرف بغداد	0.012	0.047	0.039	0.000004	0.00224	0.002244	3.944	0.002
2	مصرف العراقي الاسلامي	0.032	0.040	0.661	0.00130	0.001635	0.002935	1.256	0.795
3	الأمين للتأمين	0.017	0.019	0.003	0.000000	0.000358	0.000358	1.139	0.00007
4	دار السلام للتأمين	0.015	0.036	0.278	0.00023	0.001265	0.001495	2.371	0.181
5	الخير للاستثمار المالي	0.020	0.046	-0.142	0.00006	0.002084	0.002144	2.238	0.029
6	الوئام للاستثمار المالي	0.022	0.108	0.866	0.00223	0.011717	0.013947	4.832	0.190
7	المعمورة العقارية	0.028	0.021	0.038	0.000004	0.000425	0.000429	0.731	0.010
8	العراقية للنقل البري	0.106	0.111	-0.209	0.00013	0.012393	0.012523	1.048	0.011
9	العراقية للسجاد والمفروشات	0.032	0.049	0.462	0.00064	0.002363	0.003003	1.500	0.269
10	بغداد للمشروبات الغازية	0.030	0.045	0.182	0.000099	0.001985	0.002084	1.475	0.050
11	فندق بغداد	0.002	0.044	0.596	0.00106	0.001971	0.003031	24.663	0.536
12	فندق بابل	0.035	0.062	1.063	0.00336	0.003817	0.007177	1.773	0.880
13	الشرق الأوسط للاسماك	0.061	0.069	0.077	0.000018	0.004733	0.004751	1.124	0.004
14	العراقية لإنتاج اللحوم	0.038	0.101	1.167	0.00405	0.010198	0.014248	2.687	0.397

الجدول : من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسبة .

ثانياً: بناء المحفظة الكفوءة لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ

تم ترشيح جميع الأسهم العادية لعينة الدراسة لبناء المحفظة الكفوءة لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ ، وكما مبين في الجدول (3):

الجدول (3)

المحفظة الكفوءة وأوزانها وفق معيار حد القطع لأسهم الشركات عينة البحث

الخطوات	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
اسم الشركة أو المصرف	$\frac{R_i - R_f}{\beta}$	$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2_{ei}}$	$\sum_{i=1}^{n}[2]$	$\frac{[3]^*}{\sigma^2_m}$	$\frac{\beta^2}{\sigma 2_{ei}}$	$\sum_{i=1}^{n}[5]$	$\sigma^2_m{}^{[6]^*}+1$	$C_i\frac{[4]}{[7]}$	z_i	w_i
الأمين للتأمين	2.651	0.0644	0.0641	0.00019	0.024	0.024	1.000072	0.000019	21.843	0.222
الشرق الأوسط للاسماك	0.679	0.8542	0.9186	0.00273	1.258	1.282	1.003813	0.00272	11.027	0.112
المعمورة العقارية	0.516	1.7178	2.6364	0.00784	3.327	4.609	1.01371	0.00773	45.01	0.458
بغداد للمشروبات الغازية	0.117	1.9587	4.5951	0.01367	16.630	21.239	1.06319	0.012858	9.603	0.098
مصرف بغداد	0.082	0.0551	4.6502	0.01383	0.664	21.903	1.06516	0.012984	1.205	0.012
العراقية للسجاد والمفروشات	0.051	4.6156	9.2658	0.02757	90.395	112.30	1.33408	0.02066	5.946	0.060
المصرف العراقي الإسلامي	0.035	9.4610	18.7268	0.05571	276.31	379.61	2.12933	0.02616	3.734	0.038
العراقية لإنتاج اللحوم	0.024	3.2935	22.0204	0.06551	133.52	400.83	2.19246	0.02989	—	—

الجدول : من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسبة .

تم بناء المحفظة من الأسهم العادية بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي في الجدول السابق، ووفقاً لنموذج التدريج البسيط في استخراج الأوزان المثلى التي تتضمن كفاءة المحفظة وباستخدام نموذج شارب (Sharpe) في حساب معدلات عائد ومخاطرة المحافظ وفق الخطوات[٣] الآتية :

الخطوة الأولى: حسبت النسبة $\frac{R_i - R_f}{\beta}$ لكل سهم ثم درجت تنازليا ووضعت في العمود (1) من الجدول (3) .

الخطوة الثانية: بعد ترتيب الأسهم وفق النسبة المذكورة حسبت الصيغة $\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2 ei}$ ووضعت في العمود (2) .

الخطوة الثالثة : جمعت قيم العمود (2) تراكمياً ووضعت النتائج بالعمود (3) وفق الصيغة $\sum \frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2 ei}$.

الخطوة الرابعة : ضربت قيم العمود (3) لكل سهم في الجدول بقيم ة تباين محفظة السوق (0.002975) ووضعت النتائج في العمود (4).

[٣] إنَّ هذه الخطوات ما هي إلا تبسيط لمعادلة حد القطع .

الخطوة الخامسة: حسبت الصيغة $\frac{\beta^2}{\sigma^2_{ei}}$ لكل سهم ووضعت النتائج في العمود (5)

الخطوة السادسة : جمعت قيم العمود (5) تراكمياً ووضعت النتائج بالعمود (6) وفق الصيغة $\sum \frac{\beta 2}{\sigma^2_{ei}}$.

الخطوة السابعة : ضربت قيم العمود (6) بقيمة تباين عوائد محفظة السوق (0.002975) ثم أضيف واحد صحيح لكل ناتج ووضعت النتائج في العمود (7).

الخطوة الثامنة: اختصت هذه الخطوة باحتساب حد القطع (Cut – off Rate) من خلال قسمة قيم العمود (4) على قيم العمود (7) إزاء كل سهم ، ووضعت النتائج في العمود (8) لغرض مقارنتها مع قيم العمود (1) فإذا كانت قيمة حد القطع (C_i) في العمود (8) لسهم ما اقل من قيمته في العمود (1) فإنَّ ذلك السهم سيكون ضمن مكونات المحفظة ويلاحظ من الجدول (3) أنَّ قيمة Ci لشركة الأمين للتأمين (0.000019) وهي أقل من قيمة العمود (1) (2.651) وعليه تُعدُّ أسهم شركة الأمين للتأمين احد مكونات المحفظة الكفوءة، في حين أنَّ قيمة Ci للشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم (0.02989) وهي أكبر من قيمة العمود (1) والتي هي (0.024) وعليه فأنَّ آلية نموذج التدرج البسيط لا تضمن الشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم بالمحفظة الكفوءة، فقد تم إ دراجها في الجدول (3) لغرض المقارنة فقط . وأن (7) أسهم فقط حققت الشرط ، وأنَّ باقي أسهم عينة الدراسة لم تحقق الشرط لذا تم استبعاده ا من المحفظة الكفوءة .

الخطوة التاسعة:- يقع حد القطع الأمثل (Optimal Cut – off Rate, CO) في العمود (8) أمام السهم الذي يكون أخر ما تضمنته المحفظة الساكنة الكفوءة ومن الجدول (3) يقع حد القطع الأمثل على سهم المصرف العراقي الإسلامي (0.02616)، وفي ضوء حد القطع حسبت قيمة (Z) لكل سهم وفق الصيغة $Z_i = \frac{\left[\frac{R_i - R_f}{\beta} - C_i\right]\beta}{\sigma^2_{ej}}$

الخطوة العاشرة : حسب الوزن (W_i) أو نسبة الاستثمار لكل سهم وتكون ذلك من خلال جمع قيم (Z) للأسهم المرشحة أولاً ثم إيجاد الأهمية النسبية لكل سهم من خلال قسمة قيمته من (Z) على مجموع قيم (Z) للمحفظة وفق الصيغة $W_i = \frac{Z_i}{\sum Z_i}$

تأسيساً على ما تقدم تُعدُّ المحفظة المثلى لعينة الدراسة مكونة من أسهم شركة الأمين للتأمين، الشرق الأوسط للأسماك، المعمورة العقارية، بغداد للمشروبات الغازية، مصرف بغداد، العراقية للسجاد والمفروشات، المصرف العراقي الإسلامي، وبأوزانها المثلى. أمَّا بالنسبة لعائدها ومخاطرها فهي كالآتي:

العائد المتوقع للمحفظة Rp = 0.02965

الانحراف المعياري للمحفظة σp = 0.004

بيتا المحفظة βp = 0.098

المخاطرة النظامية للمحفظة = 0.000029

المخاطرة اللانظامية للمحفظة = 0.000018

المخاطرة الكلية للمحفظة = 0.000047

معامل الاختلاف للمحفظة C.V = 0.135

معامل التحديد R^2 = 0.586

F محسوبة = 4.252 (Sig. 0.131)

وكما هو واضح من النتائج أعلاه، وعند مقارنة نتائج المحفظة الكفوءة حسب إستراتيجية الشراء والاحتفاظ مع محفظة السوق (المرجعية)[٤] يتبين الفرق النسبي بين نتائج المحفظتين ويتضح أنَّ المحفظة الكفوءة لا تتفوق على محفظة السوق من حيث العائد وإنَّما تجاريها وبذلك تم قبول الفرضية الأولى والتي تشير الى أنَّه " ينجم عن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ عائد يماثل أو أقل من عائد محفظة السوق " . في حين خفضت مخاطر المحفظة (الانحراف المعياري) بنسبة كبيرة جداً حيث كانت مخاطرة السوق (0.05454)، ومخاطرة المحفظة (0.004) وعليه تم قبول الفرضية الثانية والتي تنص على أنَّه " ينجم عن ستراتيجية الشراء والاحتفاظ مخاطر أقل من مخاطر محفظة السوق " . وبالنتيجة فانَّ المحفظة الكفوءة حققت مبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة مقارنةً مع محفظة السوق، وبذلك تم قبول الفرضية الثالثة والتي تنص على أنَّه " تحقق إستراتيجية الشراء والاحتفاظ أداء أفضل من أداء محفظة السوق في إطار المبادلة بين العائد والمخاطرة " .

ثالثاً: بناء محفظة Markowitz لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ :

تم ترشيح الأسهم العادية للشركات عينة البحث لبناء محفظة Markowitz لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ بالاعتماد على معيار معامل الارتباط، وعليه يمكن للمستثمر تشكيل محفظته بناءً على نتائج الارتباط بين تلك الشركات وذلك لأنَّ عوائد الأسهم لا تتحرك بالاتجاه نفسه وإنَّما تتحرك باتجاه معاكس أو الارتباط الضعيف (الصفري) بين عوائد الأسهم . وأنَّه يمكن بناء محفظة افتراضية وبأوزان متساوية من الارتباط بين المصرف العراقي الإسلامي والأمين للتأمين (0.015-)، والخير للاستثمار المالي (0.412-)، وبغداد للمشروبات الغازية (0.225-). أمَّا بالنسبة لعائد ومخاطرة هذه المحفظة فهي كالآتي :

[٤] عائد محفظة السوق (0.04024) .

العائد المتوقع للمحفظة Rp = 0.024855

الانحراف المعياري للمحفظة σp = 0.0019

بيتا المحفظة βp = 0.246

المخاطرة النظامية للمحفظة = 0.000180

المخاطرة اللانظامية للمحفظة = 0.000004

المخاطرة الكلية للمحفظة = 0.000184

معامل الاختلاف للمحفظة C.V = 0.076

معامل التحديد R^2 = 0.146

F محسوبة = 0.513 (Sig. 0.525)

وكما هو واضح من النتائج أعلاه، وعند مقارنة نتائج محفظة Markowitz لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ بالاعتماد على معيار الارتباط ، مع محفظة السوق ، يتبين الفرق النسبي بين نتائج المحفظتين ويتضح أنَّ المحفظة Markowitz لا تتفوق على محفظة السوق من حيث العائد وهي ما تؤكد صحة الفرضية الأولى . في حين خفضت مخاطر المحفظة (0.0019) بنسبة جيدة حيث كانت مخاطرة السوق (0.05454) وهي ما تؤكد صحة الفرضية الثانية . وأن هذه المحفظة حققت مبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة مقارنةً مع محفظة السوق وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

رابعاً: تقويم أداء المحفظة

قيم أداء محفظة الأوراق المالية وفقاً لمقياس Sharpe ومقياس Treynor فقط ، ولم يجرِ تقويم المحفظة وفقاً لمقياس Jensen لأنَّه لم ينصرف إلى قياس قدرة المدراء على توقيت السوق أو حساب العائد الإضافي (الالفا) الذي يتمكن المدراء من تحقيقه من خلال عملية اختيار الأسهم وتوقيت شرائها . وذلك وفق الصيغ الآتية :

الجدول (4)

تقويم أداء المحفظة وفق مقياس Sharpe ومقياس Treynor

المحافظ	مقياس Sharpe	مقياس Treynor
المحفظة الكفوءة	5.20675	0.21252
محفظة Markowitz	8.43789	0.06517

الجدول : من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الحاسبة.

يبين الجدول (4) نتائج قياس أداء المحفظة ويحوي الجدول ثلاثة أقسام، يتضمن القسم الأول المحفظة الكفوءة ومحفظة Markowitz والقسم الثاني نتائج قياس أداء المحفظة وفقاً

لمقياس Sharpe، أمَّا القسم الأخير يتضمن نتائج قياس أداء المحفظة وفقا لمقياس Treynor وإذا تساءلنا عن أي المحافظ أفضل أداءً ، فإنَّ التحليل أظهر أنَّ محفظة Markowitz المكون على أساس الارتباط هي الأفضل (8.43789) مقارنةً بالمحفظة الكفوءة حسب مقياس Sharpe . علماً أنَّ قاعدة القرار في هذه المقاييس هي النسبة الأكبر ، أي كلما كانت النتائج أعلى دل ذلك على الأداء الأفضل للمحفظة . ولكن المحفظة الكفوءة هي الأفضل أداءً مقارنةً بمحفظة Markowitz وفقاً لمقياس Treynor .

المحور الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات:

١. لا يمكن الركون الى الأرقام المجردة لأسعار الأسهم أو لعوائدها لغرض اتخاذ القرار بالاستثمار بل ينبغي اعتماد المعطيات النظريات العلمية المتداولة ولعل بناء المحفظة وفق آلية علمية سليمة يساعد المستثمر بشكل أكبر على تحقيق أهدافه مقارنةً ببنائها بشكل اعتباطي وعشوائي لاسيما أنَّ الاستثمار في سوق العراق يفتقر لهذه الأسس ، كما أن الاستثمار بشكل اعتباطي وعشوائي لا يكفل المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة .

٢. توصلت نتائج التحليل الى أنَّ محفظة إستراتيجية الشراء والاحتفاظ والمبنية وفق معيار حد القطع حققت أدنى مخاطرة ممكن أن يتحملها المستثمر بحدود (0.004) مقابل عائد مقداره (0.02965) وتقترب هذه النتيجة من المستثمرين الذين يبحثون عن الأمان في المقام الأول، وأنَّ المحفظة المكونة على أساس الارتباط تميزت بانخفاض المخاطرة النظامية لها عند مستوى (0.000004) .

٣. تتميز إستراتيجية الشراء والاحتفاظ بالاستقرار في مكونات المحفظة و تتجاهل الاستثمارات القصيرة والمتوسطة الأجل ، إذ تحتفظ هذه المحفظة بالأوراق المالية طويلة الأجل وتحقق عوائد تتجاوز معدل عائد محفظة السوق وبالمخاطرة المحددة.

٤. على الرغم من الآلية العلمية السليمة في اختيار مكونات المحفظة إلَّا أنَّها لم تستطع التغلب على محفظة السوق من حيث العائد ، لاسيَّما أنَّها حققت مبادلة أفضل بين العائد والمخاطرة مقارنةً بمحفظة السوق.

ثانياً: التوصيات:

١. الاستفادة من إستراتيجيةِ الشراء والاحتفاظ والأسس المستخدمة في هذ ا البحث في تشكيل المحافظ وعدم التنويع بشكل عشوائي لانَّ ذلك يستدعي عدم ضمان تحقق مزايا المحفظة من الاستثمار في أقل مخاطرة ممكنة .

٢. ضرورة تثقيف المجتمع الاستثماري بالطرق والأ سس العلمية والاستراتيجيات المتبعة لإدارة محفظة الأوراق المالية وتعميق الاطلاع والمعرفة بالقضايا ذات العلاقة بالاستثمار عبر عقد المؤتمرات والندوات واللقاءات العلمية لما لذلك من أثر بالغ في رفع مستوى الوعي الاستثماري .

٣. يوصي الباحثان بأجراء دراسات مماثلة على إستراتيجيات أخرى، كإستراتيجية الربط بالمؤشر، والإستراتيجية شبة الفعالة ، ولأسهم شركات أخرى مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولكل القطاعات ولمدد زمنية مختلفة .

٤. ويوصي الباحثان بأجراء دراسات مقارنة في أكثر من سوق مالي لغرض اختبار مدى كفاءة وسلامة هذه الاستراتيجية .

أولاً: المصادر العربية:

- النشرات الرسمية:

١. البنك المركزي العراقي، النشرة الإحصائية السنوية، (2008)، (www.cbi.iq) .
٢. البنك المركزي العراقي، النشرة الإحصائية السنوية، (2009)، (www.cbi.iq) .
٣. البنك المركزي العراقي، النشرة الإحصائية السنوية، (2010)، (www.cbi.iq) .
٤. البنك المركزي العراقي، النشرة الإحصائية السنوية، (2011)، (www.cbi.iq) .

- التقارير السنوية:

١. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، (2008)، (www.isx-iq.net) .
٢. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، (2009)، (www.isx-iq.net) .
٣. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، (2010)، (www.isx-iq.net) .
٤. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، (2011)، (www.isx-iq.net) .
٥. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، (2012)، (www.isx-iq.net) .

- **الرسائل والاطاريح:**

١. الأعرجي ، عدنان سالم قاسم غازي (2003)، أدارة محفظة صناديق الاستثمار وإمكانية التطبيق في المصارف العراقية – دراسة تطبيقية ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة الموصل .

٢. الحكيم، ليلى محسن حسن ، (2009)، إدارة المحفظة الاستثمارية لبعض شركات القطاع الخاص العراقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء .

٣. الخفاجي، علي جيران عبد علي(2006)، تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفوءة في أسواق الأسهم الناشئة– دراسة تطبيقية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد .

٤. العامري، محمد علي إبراهيم ، (1990)، أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإ طار نظرية المحفظة ، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية العراقية، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد .

٥. العلي، اسعد حميد عبيد ، (1997)، بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية ، دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد .

- **الكتب العربية :**

١. آل شبيب ، دريد كامل (2010)، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن .

٢. آل شبيب، دريد كامل (2009)، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن .

٣. الدوري، مؤيد عبد الرحمن، (2010)، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية ، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن .

٤. ساينز، الكسندر (2002)، الاستثمار في الأسواق المالية ترجمة ريما عاد، أكاديميا للنشر ، بيروت ، لبنان .

٥. مطر ، محمد (2004)، إدارة الاستثمارات : الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، الأردن، ط3 .

٦. هندي، منير إبراهيم، (2010)، الفكر الحديث في الاستثمار ، دار المعرفة الجامعية للتوزيع، إسكندرية، ط3 .

-الانترنيت :

١. الكراسنة، إبراهيم (2005)، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات ، صندوق النقد العربي ، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الإمارات . http://www.amf.org.ae

ثانيا: المصادر الأجنبية :

1. Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus , Alan J. (2001), Essentials Of Investments, 4th.ed, McGraw–Hill Companies, New York, N.Y. , America .
2. Brigham, Eugene F. & Daves, Phillip R. (2004), Intermediate Financial Management, 8th ed. THOMSON, United States Of America .
3. Eun, Cheol S. & Resnick, Bruce G. (2007), International Financial Management, 4th ed. , McGraw-Hill Irwin, USA .
4. Gitman, Lowrence J. (2000), Principles Of Managerial Finance, 9th ed. World Student Series Edition, USA .
5. Jones, Charles P. (2000), Investments, 7th ed. , John Wiley and Sons, Inc, New York .
6. Jordan, Bradford D. & Miller, Thomas W. (2008) Fundamentals Of Investment, Valuation and Management, 4th ed, McGraw-Hill, United States Of America .
7. Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D. (2008) Fundamentals Of Corporate Finance, 8th ed. McGraw-Hill, United States Of America .
8. Strong, Robert A. (2003), Portfolio Construction Management and Protection , 3rd ed. , Thomson by south-westorn ,Printed in the United States Of America .
9. Weston, J. Fred & Besley, Scott & Brigham, Eugene F. (1996), Essentials Of Managerial Finance , 11Th ed. The Dryden Press, United States Of America .