



استخدام نموذج (Jensen) في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

للفترة 2013-2020

مروه عاشور عويد⁽¹⁾ أ.م. د محمد شهاب احمد⁽²⁾ أ. د عبد الرضا حسن سعود⁽³⁾
كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة سومر كلية الادارة والاقتصاد / جامعة واسط كلية الادارة والاقتصاد / جامعة ذي قار

المستخلص:

يهدف البحث الى تقييم أداء المحفظة الاستثمارية باستخدام اسلوب علمي منظم قادر على حساب العائد والمخاطرة للمحفظة وسيتم الاعتماد على مؤشر جنسن لتقييم أداء المحافظ عينة الدراسة وقد غطى البحث فترة من 2013-2020. ولغرض تحقيق اهداف البحث وفرضياته فقد تم اختيار عينة قصدية من المصارف العراقية التي تملك محفظة استثمارية ضمن انشطتها تمثلت بمحفظة مصرف بغداد ومحفظة مصرف كردستان. استند البحث على فرضية مفادها (يترتب على قياس أداء المحفظة وفقا لمؤشر جنسن نتائج موضوعية حول أداء المحافظ عينة الدراسة)، وقد توصل البحث الى مجموعة من النتائج كان من اهمها: تتسم استثمارات المحافظ الثلاثة عينة الدراسة بالتنوع الساذج وغير المدروس مما سبب لها مخاطر اضافية. كان من المفترض ان التنوع الجيد يقضي عليها كما تشير نتائج متوسط أداء المحافظ عينة الدراسة المقاسة وفقا لجنسن. إن أداء المحافظ كان متدني الأداء والسبب يعود الى ارتفاع بيتا المحفظة وانخفاض عوائدها على مدار فترة الدراسة (2013-2020)، اما ابرز التوصيات فكانت ضرورة الاهتمام بعملية التقييم كونها ضرورة ملحة في العملية الاستثمارية لما تعطيه من رؤيا واضحة حول جدوى استثمارات المحفظة وحجم المخاطر التي تواجهها .

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية، العائد ، المخاطرة ، الخطر النظامي وغير النظامي ، نموذج جنسن .

Abstract:

The research aims to evaluation the performance of the investment portfolio using a systematic scientific method capable of calculating the return and risk of the portfolio. The Jensen Measure will be used to evaluate the performance of the portfolios. The study sample. An investment portfolio within its activities represented by the Bank of Baghdad portfolio and the Kurdistan Bank portfolio. The research has based on the premise that (measuring the performance of the portfolio according to the Jensen Measure results in objective results about the performance of the study sample portfolios). The research concludes to many conclusions including: the most important of which is that the investments of the three portfolios in the study sample are characterized by naive and unstudied diversity, which caused them additional risks that were supposed to be eliminated by good diversity. The reason is due to the high beta of the portfolio and the decrease in its returns over the study period (2013-2020),the most prominent recommendations were the need to pay attention to the evaluation process as it is an urgent necessity in the investment process because it gives a clear vision about the feasibility of the investment. Portfolio investments and the size of the risks it faces.

Keywords: investment portfolio, return, risk, systemic and unsystematic risk, Jensen model .

المقدمة

تسعى الشركات والافراد بصورة مستمرة لتنمية رؤوس اموالها من خلال توظيف هذه الاموال باستثمارات آمنة وترتفع هذه الضرورة كلما كانت الموارد المالية المستثمرة بحجم كبير . قدمت نظرية المحفظة للمستثمرين الاسس العلمية التي تمكن هؤلاء المستثمرين من الموازنة بين ركائز العملية الاستثمارية المتمثلة بالعائد والمخاطرة فالمستثمر الرشيد يبحث دائما عن تعظيم العوائد وتدنية المخاطرة الا ان هذه الهدف غير متاح بسبب طبيعة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، إذ ان الزيادة في المخاطرة غالبا وفي ظل ظروف السوق الطبيعية تقابلها زيادة في العائد، ويختلف تقبل حجم المخاطرة من مستثمر لآخر لذا نجد ان المحافظ الاستثمارية يتم تشكيلها وفقا لأهداف وطموحات المستثمر ودرجة تقبله للمخاطرة . يرغب المستثمرون للتأكد من جدوى استثماراتهم ومدى قدرة المحفظة وكفاءتها في تحقيق اهداف المستثمرين واصحاب المصلحة وللحكم على جودة المحفظة يتطلب الامر مجموعة من الوسائل والادوات التي تم تطويرها لأجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطرة باعتبارهما ركائز العملية الاستثمارية وعناصر مؤشرات تقييم الاداء ، طور الباحثون كثيراً من النماذج لقياس اداء المحفظة ، لذا سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية تطبيق مؤشر جنسن على عينة من المحافظ لشركات القطاع المصرفي المتواجدة في السوق العراقي والوقوف على ادائها.

منهجية البحث

اولاً: مشكلة البحث

تعد عملية الاستثمار عملية ذات مراحل، فتكوين محفظة معينة وإدارة هذه المحفظة لا ينهي الأمر إذ يتطلب من المستثمرين ومدير المحفظة تقييماً مستمراً لأداء المحفظة والسبب يعود إلى طبيعة سوق التداول التي تمتاز بالمخاطر العالية والتقلبات السريعة إضافة إلى ذلك فلا تمتلك الكثير من الإدارات الدراية الكافية بعملية التقييم وقد لا يمتلك المستثمر الامكانات المادية أو المعلوماتية أو كليهما لذا يتجه إلى عملية التنبؤ المعتمد على خبرة بعض الأشخاص مما قد يسبب تدهور أداء المحفظة، ومن هنا تنطلق مشكلة البحث التي يمكن صياغتها بالتساؤلات الآتية:-

- 1- هل تستخدم المصارف عينة الدراسة مؤشراً معيناً في تقييم أداء محافظها الاستثمارية، وهل تعتمد مؤشر جنسن في تقييم أداء محافظها؟
- 2- مدى مساهمة مؤشر جنسن في قياس وتحليل أداء المحافظ عينة الدراسة؟
- 3- هل تهتم المصارف عينة الدراسة بإدارة محفظة متنوعة الموجودات؟

ثانياً : أهمية البحث

تكمن أهمية البحث بتعريف المستثمرين بأهمية عملية التقييم كونها تعتبر من المحطات المهمة في العملية الاستثمارية واختيار الموجودات التي تساعد على بقاء المحفظة عند مستوى معين من المخاطرة، تعريف المصارف عينة الدراسة بأهمية المحفظة الاستثمارية كونها أداة استثمارية حديثة قادرة على تلبية متطلبات المستثمرين.

ثالثاً: هدف البحث

يهدف البحث من خلال الجانب النظري إلى التعرف على مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهدافها وأبعاد المحفظة المتمثلة بالعائد والمخاطرة وأهم الأدوات والأساليب المستخدمة في قياسها. أما جانبه العملي فقد ركز البحث على مؤشر جنسن ومدى مساهمته في قياس وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية عينة الدراسة من قبل الجهات القائمة على المحفظة الأمر الذي يساهم في الوقوف على واقع أداء المحافظ عينة الدراسة.

ثالثاً :فرضية البحث

يمكن صياغة فرضية البحث في ظل تساؤلات وأهمية وأهداف البحث بما يأتي:-

- 1- تستخدم المصارف عينة الدراسة مؤشرات التقييم للوقوف على أداء محافظها؛ كما أنها تعتمد مؤشر جنسن في تقييم أدائها.
- 2- يترتب عن استخدام مؤشر جنسن في قياس وتحليل أداء المحافظ نتائج موضوعية عن حجم العائد والمخاطرة التي تواجه المحافظ عينة الدراسة.
- 3- تهتم المصارف عينة الدراسة بإدارة محافظها الاستثمارية متنوعة كونها تعكس كفاءة المصرف في إدارة مواردها المالية المتاحة.

رابعاً: عينة البحث

لغرض تحقيق اهداف الدراسة تم التركيز على القطاع المصرفي المتمثل بالمصارف العراقية المدرجة في سوق الاوراق المالية و سيتم التركيز على اثنين من اكبر المصارف في القطاع المصرفي من حيث حجم موجودات المحفظة اضافة الى توفر بياناتها وافصاحها بالكامل عن هذه البيانات خلال الفترة المدروسة المتمثلة (مصرف بغداد ، مصرف كردستان) فضلاً عن اعتبار سوق العراق للأوراق المالية محفظة فعلية تم احتسابها وفقاً لمؤشر السوق (ISX 60) اذا تم اختيار هذه العينة بشكل قصدي بالنظر لمحددات الدراسة المهمة من توافر البيانات واستمرارية الافصاح عنها كذلك بعض الشركات لا تملك محافظة استثمارية، سيتم دراستها للفترة 2013 – 2020.

خامساً: الاساليب والمقاييس المعتمدة في البحث

من اجل اختبار فرضيات الدراسة وتحقيق اهدافها فقد تبلورت اجراءات واساليب الدراسة بجملة من الاساليب الاحصائية والمالية، إذ تم استخدام مؤشرات مالية ورياضية لقياس متغيرات الدراسة والتي تمثلت بالاتي :-

- 1- حساب معدلات العوائد الشهرية لجميع اسهم المحفظة عينة الدراسة وذلك من خلال المعادلة التالية (المنصوري والحسناوي:100) :-

$$R_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \dots \dots \dots (1)$$

- 2- لحساب عائد ومخاطرة المحفظة تم الاعتماد على :-

لحساب عائد المحفظة (Brigham & Ehrhardt, 2011: 231-232) :-

$$R_p = \sum_{i=1}^n w_i * R_i \dots \dots \dots (2)$$

لحساب معدل عائد محفظة السوق (مؤشر السوق) بالاعتماد على (الجنابي، 2019 : 28) :-

$$RM = \frac{PRM - PRM_{-1}}{PRM_{-1}} \dots \dots \dots (3)$$

لحساب مخاطرة المحفظة (هاشم واسماعيل، 2013 : 68) :-

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n W_i * \beta_i \dots \dots \dots (4)$$

لحساب الوزن النسبي لكل موجود من موجودات المحفظة (Abdel Hamid, 2008: 9) :-

$$X_i = \frac{X_i}{\sum X_i} \dots \dots \dots (5)$$

- 3- تقييم اداء المحفظة وفقاً لمؤشر جنسون وفقاً للمعادلة التالية (Usha, 2014: 104) :-

$$\alpha = [E(rp) - rf] - [E(rm) - rf] * \beta \dots \dots (6)$$

سادساً: هيكل البحث

تناغماً مع سياق البحث العملي فقد قسم البحث الى ثلاثة مباحث يتناول المبحث الاول منهجية الدراسة اما المبحث الثاني فقد تناول الجانب النظري للبحث الذي سيناقش بعض ادبيات المحفظة الاستثمارية واخيرا المبحث الثالث الذي يتضمن الجانب التطبيقي للبحث من خلال تطبيق مؤشر جنسن في تقييم اداء المحافظ عينة الدراسة .

المبحث الثاني

الجانب النظري

اولا : مفهوم المحفظة الاستثمارية

في كثير من الاحيان ومنذ القدم نسمع بالمثل الشائع (لا تضع البيض في سلة واحدة) وهو مثل ساد بين الناس يتجلى مفهومه بتنوع خيار اتك في الحياة ولا تركز على شئ معين، كذلك الامر بالنسبة لمنظمات الاعمال يجب ان لاتضع ما تملكه في سلة واحدة والمقصود هنا بالسلة هو استثمار معين لذلك قد برزه مفهوم المحفظة الاستثمارية الذي يشكل بالنسبة للمستثمر السلة اما البيض فهو ما يملك من اصول سواء أكانت ملموسة ام غير ملموسة وكذلك الامر بالنسبة للنقود.

من بين القرارات المهمة التي يجب ان تتخذها الشركة خلال دورة حياتها هي مسألة الاستثمار الا ان هذا القرار يتطلب دراسة مستفيضة وعلى الشركة ان تطرح سؤالاً قبل اي قرار استثماري والسؤال هو ماهي الاستثمارات التي ستدخل بها الشركة والتي يجب ان تحققها وماهي المعايير التي تتبعها في اختيار نوع الاستثمار الذي ستدخل فيها او ستتخلى عنها؟ (Hadjeb, 2017:4) اذ يعتبر الاستثمار عملية ادارية تهدف بالدرجة الاولى الى تحقيق اعظم ربح او عائد لذا يتم وضع الخطط المستقبلية التي يتم على اساسها اختيار الاستثمار المناسب، ولكي يتجنب المستثمر الخسائر في عملية الاستثمار يجب ان يكون الاستثمار موزعاً على مجموعة من الأصول ولا يتركز في أصل واحد، لان هذا التنوع يجنب المستثمر الخسائر الناتجة عن تقلب الاسعار وعدم تحقيق العائد المتوقع(الشعراني ، 20:2015).

لذا سيناقش هذا المحور مفهوم المحفظة الاستثمارية من وجهة نظر بعض الباحثين اذ يعرفها (Lethman, 2009: 21)" بأنها نهج جديد في إدارة الأموال من خلال شركة متخصصة تقدم بدائل متنوعة للمستثمرين ، دون أن تقتصر على مجال نشاطها الرئيسي"، اما (كرسون،2012:62) هي مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها من قبل المستثمرين او من يدير المحفظة بدقة وعناية لتحقيق اهداف استثمارية يرغب بها المستثمرون ولتحقيق هذه الاهداف يجب تكوين تشكيلة مناسبة من حيث النوعية والعدد قد تتكون من (اسهم ،صكوك ، وسندات) وهي متباينة من حيث قيمتها ومعدل العائد والمخاطرة وكذلك تاريخ او مدة الاستحقاق؛ ويضيف على ذلك (فاضل،2021:226) هي خليط او مزيج من الادوات الاستثمارية التي تحقق عائدا افضل بالمقارنة مع مثيلاتها وباقل درجة مخاطرة وبما يتلاءم مع رؤية واهداف المستثمر ويحقق فاعلية المحفظة الاستثمارية ، وتعتمد فاعلية المحفظة الاستثمارية على حجم التنوع في الاوراق المالية والاهمية النسبية لهذه الاوراق من الناحية الاقتصادية ،يضاف اليها كفاءة الادارة ،ولتحقيق هذه الفاعلية يجب ان يكون هناك مناخ استثماري يتضمن العديد من فرص الاستثمار .

ثانيا : اهداف المحفظة الاستثمارية

تنقسم اهداف المحفظة الى اهداف رئيسية تسعى اي محفظة لتحقيقها واخرى ثانوية تختلف حسب وجهة نظر المستثمر وسيتم التطرق لها تباعاً والاهداف الرئيسية كآلاتي:

1- التنوع: يستند مفهوم المحفظة على قاعدة أساسية هو التنوع لتقليل المخاطر التي من الممكن ان تتعرض لها المحفظة، اذ يقع على عاتق مدير المحفظة مهمة تنوع اصول المحفظة بما يحافظ على عملية التنوع المتوازن وذلك للحصول على عائد أكبر ودرجات مخاطرة الا ان التنوع ليس بالإمر السهل اذ يتطلب جهوداً كبيرة للمتابعة و الحصول على المعلومات المطلوبة لعدد أكبر من الشركات ومن ثم ترتفع كلف إدارة المحفظة بزيادة عدد الاصول التي تتضمنها (Johnson; 2006: 119)

2- السيولة: اي محفظة استثمارية يجب ان تتضمن اصولاً يمكن تحويلها الى نقد بأسرع وقت وبأقل كلفة دون ان تتحمل خسائر وهذا الامر يقع على عاتق مدير المحفظة لان الامر متعلق برأس مالها، والغرض من ذلك هو تجنب مشاكل العسر المالي اثناء تسديد التزاماتها المالية (العارضى، 2016:265).

3- الحفاظ على رأس المال الاصيل: يعتبر مجال الاستثمار مجالاً محفوفاً بالمخاطر بالإضافة الى حالة عدم التأكد التي تسود البيئة الاستثمارية وهذه يعرض الشركة الى خسائر قد تتجاوز العائد باتجاه تآكل راس المال. لذا فان الاستثمار عن طريق المحفظة يوفر اماناً لراس المال عن طريق تنوع الاصول التي تتباين في مستوى مخاطرها والعوائد المرجوة (ابراهيم، 2020:30).

وهناك بعض الاهداف التي يرمي لها مالك المحافظ الاستثمارية وتختلف من مستثمر لآخر حسب تفضيلاتهم (Bird & Whitaker,2003:49).

1- تحقيق دخل مستقر وبصورة مستمرة: بالإضافة الى هدف الحفاظ على راس المال يطمح كل مستثمر الى تحقيق دخل مستمر كمردود لحجم المخاطرة التي يتعرض لها نتيجة المخاطرة برأس ماله خلال فترة الاستثمار لذا يتطلب من مدير المحفظة الموازنة بين حجم المخاطرة والتدفقات النقدية للمحافظ الاستثمارية باعتبار الدخل مصدراً مهماً للمساهمين في أصول المحفظة.

2- نمو رأس المال المستثمر: الهدف الاخر للمستثمر هو ان ينمو رأس المال ويتضاعف لان تحقيق هذه الهدف يشعر المستثمر بتدني حجم المخاطر، لذا يهدف مدير المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنوع واختيار أوراق المؤسسات ذات النمو المحتمل مستقبلاً.

3- التوجه الاستراتيجي: يجب ان تعكس المحفظة توجهات الشركة الاستراتيجية على المدى البعيد في المجال الاستثماري.

4- تعظيم القيمة: هنا الهدف هو تخصيص الموارد بطريقة تزيد من قيمة المحفظة. نحدد هنا المشاريع لتعظيم مجموع القيم أو القيمة التجارية لجميع المشاريع النشطة في خط البدائل الخاصة من حيث هدف تجاري معين (مثل الربحية طويلة الأجل، والعائد على الاستثمار، والتوقعات

5- استقرار التدفقات النقدية (عوائد منتظمة): يضمن هذا الهدف استقرار العوائد من خلال إعادة استثمار العوائد في محافظ مربحة وذات تنوع جيد، والتي تقدم عوائد ثابتة تعوض تكلفة الفرصة البديلة (Saed & Mohmmmed, 2014: 7)

ثالثاً: شروط تكوين المحفظة الاستثمارية :-

لضمان نجاح بناء محفظة استثمارية ، يجب استيفاء عدد من الشروط المهمة يلتزم بها مدير المحفظة عند إجراء أي تغييرات على أصولها ، وفقاً (هوشيار، 2003:222) بما في ذلك:

1. اختيار الأصول التي تتكون منها المحفظة بناءً على فحص جميع المعلومات المتوفرة حول حالة السوق والأصول المختارة ودراسة مناخ الاستثمار.
2. محاولة الحفاظ على الربحية والقيمة السوقية للمحفظة من خلال إعداد خطط محددة لاختيار أفضل البدائل لتحقيق أهداف المستثمر.
3. تأمين المحفظة الاستثمارية من خلال الرشد والتحوط وتحديد هامش معين لقبول المخاطر من خلال التنويع العلمي للأصول التي تتكون منها المحفظة والعمل بشفافية.
4. التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية بالطرق العلمية ومقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة من أجل الحصول على أفضل النتائج في المستقبل وخاصة للمستثمرين المؤسسيين.
5. فحص حساسية الأصول التي تتكون منها المحفظة للمتغيرات الاقتصادية مثل مؤشرات السوق.
6. اتباع سياسة ومنهجية محددة سلفاً في اتخاذ قرارات الاستثمار وتكييف هذه السياسة مع تغير الظروف البيئية واحتياجات المستثمر وفي الاقتصاد ككل.
7. الحفاظ على مستوى معين من السيولة للاستجابة لظروف السوق المتغيرة والاستفادة من فرص الاستثمار الحالية.

رابعاً: عائد ومخاطرة المحفظة

طبيعة البيئة الاستثمارية الخطرة وحالة عدم التأكد التي تسودها تجعل المستثمر يواجه هدفين متناقضين هما العوائد التي يرغب بالحصول عليها مقابل تضحيتها برأس المال خلال فترة معينة وما يقابله من مخاطر، والمستثمر الرشيد هو الذي يحاول الموازنة بين هذين الهدفين، ومن الجدير بالذكر ان بعض المستثمرين مستعدين لتحمل حجم المخاطرة التي تفوق المستوى المتوسط والسبب وراء ذلك هو العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة اي ان الزيادة المضطردة بحجم المخاطرة يرافقها زيادة بحجم العائد وفي الاطار التالي سيتم مناقشة مفهوم العائد والمخاطرة للمحفظة:-

أ- **العائد**: يعرف على انه نسبة الارباح أو المكافئة التي من المفترض ان يحصل عليها المستثمر بعد كل عملية استثمار والتي تعتبر محفزاً لكل عملية استثمارية مما يسهم بتحريك رؤوس الاموال وانتقالها اذ ان رأس المال يتحرك دائماً باتجاه الربح (العارضي، 2016:249) ويمكن التمييز بين نوعين من العائد:

1- **العائد الفعلي**: هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون من العوائد الايرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً بينهما وقد يكون أكبر أو أقل من العائد المتوقع أو العائد المطلوب ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية :-

$$R=(P1-P0)+Dt/P \quad \dots\dots\dots(7)$$

2- **معدل العائد المتوقع:** هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين، ويسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل ويتطلب من المستثمر اختيار البدائل الاستثمارية المناسبة من بين مجموعة البدائل المتاحة إذ أن عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية :-

$$RP = \sum_{i=1}^n W_i R_i \quad \dots\dots\dots (8)$$

ب - **المخاطرة** "التوقع السلبي المتنبئ به في انتهاء اي استثمار أي أن العائد المتحقق الفعلي يكون أقل من العائد المتوقع والمخطط له في اهداف المستثمر " (Malz Allan,2011:50) اضافة الى ما سبق نجد ان العديد من الباحثين والكتاب ابدو اهتماما واضحا لتصنيف المخاطر يمكن تصنيفها كالآتي :-

1- **المخاطرة النظامية (مخاطرة السوق):** - او ما تسمى بمخاطر السوق اي ان هذه المخاطر نشأت جراء عوامل السوق ، وليس هناك سبيل الى تجنب هذه النوع من المخاطر لأنها عامة و لا يستطيع المستثمر السيطرة عليها ولا يمكن التنبؤ بها او توقع حدوثها ومن ثم لا يمكن تفاديها او تجنبها من خلال التنوع في الاستثمارات ،ومن امثلتها مخاطر الحرب، و الأزمات المالية ،التضخم، وارتفاع اسعار الفائدة، وغيرها (عبدالحميد وآخرون،2015: 6-7).

2- **المخاطرة غير النظامية (الخاصة):** - تسمى ايضا بالمخاطر الخاصة او مخاطر الشركة اي انها تخص جهة معينة كمخاطر الافلاس وسوء الادارة، مخاطر التخلف التكنولوجي في مجال العمل او حتى اضراب الموظفين ويطلق عليها ايضا بمخاطر الشركة كذلك المخاطر الفردية يمكن تجنبها بالتنوع، أي باقتناء عدد كبير من الأوراق المالية، لان هذه المخاطر لا تؤثر على الاقتصاد او المجالات الاستثمارية الاخرى (Jordan et al.;2009 :283).

3- **المخاطرة الكلية:** - هي جميع المخاطر التي تؤثر على الشركة والمخاطر الكلية تشمل المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية ،اذ تمثل التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية او في مجال استثماري آخر (عبدالحميد وآخرون، 2015:6-7) وهناك الكثير من التصنيفات اذ ان الباحثين والكتابين يصنفوها كلاً حسب اهتمامه وتفضيلاته الاستثمارية .

خامساً : قياس وتقييم اداء المحفظة الاستثمارية :-

يتطلب قياس المحفظة الاستثمارية ادواتاً ومقاييس علمية قادرة على احتساب العائد والمخاطرة وتصنيف المحافظ حسب ادائها الاستثماري ، لذا عمل الكثير من الباحثين والخبراء على تطوير مؤشرات ومقاييس رياضية ، تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري فعملية التقييم تقوم على ركيزتين هما العائد والمخاطرة وقدرة المستثمر على الموازنة بينهما ، تتم عملية التقييم وفقاً لأسلوبين وكما يلي :-

أ- **الأسلوب البسيط :-** هي طريقة تعتمد على حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة كأساس لتحديد كفاءة أداء الشركة والتي تعتمد على المعلومات المنشورة عن صافي قيمة الأصول للسهم ودخل رأس المال الموزع ، دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات تعبر المعادلة التالية طريقة الحساب (Lyiola et al., 2012: 24)

$$R_t = \frac{Dt+bt+(Vt-Vt-1)}{Vt-1} \quad \dots\dots\dots (9)$$

ب الاسلوب المزدوج (العلمي): - حاول الكثير من الباحثين توحيد المقياس المستخدم للمقارنة وتقييم اداء المحفظة من اجل الوصول لتقييم يتسم بالدقة والموضوعية في الحساب، لذا استخدام مفهوم العائد المعدل بالمخاطرة كوسيلة جديدة لتقييم اداء المحفظة عن طريق العائد والمخاطرة ، "ويقصد بالعائد المعدل بالمخاطرة Risk Adjusted Return او ما يسمى بالاسلوب المزدوج بأنه ذلك العائد المحسوب ليعكس نسبته إلى المخاطرة" ويتم حسابه من خلال قسمة عائد المحفظة على الانحراف المعياري لها. (Bacon،2004:69)؛ ويتضمن مجموعة من المؤشرات :-

1- مؤشر شارب او نسبة شارب Sharpe Measure or Sharpe ratio

هو مقياس او نسبة تعبر عن العائد الاضافي الذي تحققه الاوراق المالية لكل وحدة من المخاطر الكلية التي يتضمنها الاستثمار في المحفظة ، ينسب الى (وليم شارب) عام 1966 وقد سمي على اسمه يعتمد لقياس اداء المحفظة الاستثمارية ويعتبر من المقاييس المركبة التي تقوم على اساس قياس العائد والمخاطرة ، ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية (Richard&Landsberg,2013:13) (المنصور والحسناوي،2018:102):-

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \dots\dots\dots(10)$$

2- مقياس او نسبة ترينور Treynor Measure or Treynor ratio

هو مقياس او نسبة لقياس اداء المحافظ الاستثمارية يعمل من خلال الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، يعتمد على معامل بيتا كمقياس للمخاطر بدلا من الانحراف المعياري ويعتبر هذه جوهر الاختلاف بينه وبين نسبة شارب (48 : Brentani , 2004) ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية(عبو عمر،2017:104):-

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \dots\dots\dots(11)$$

3- مقياس او مؤشر جنسن Jensen Measure

مقياس او نسبة لقياس اداء المحفظة الاستثمارية يعتمد هذا المؤشر على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) اذ يفترض ان العائد المتوقع لمحفظة المستثمر يحتمل ان يتجاوز ما توقعه النموذج . يتم تطبيق المؤشر من خلال ايجاد الفرق بين مقدارين من العائد يمثل (الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر) ويسمى هذ المقدار بالعائد الاضافي أما المقدار الاخر (يمكن الحصول عليه من ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر) ويطلق عليه علاوة السوق، قدمه جنسن في عام 1968 وقد سمي المؤشر على اسمه ويطلق عليه ايضا Jensen alpha جنسن الفا او العائد التفاضلي لجنسن

Jensen differential return

(Usha, 2014: 104) (Brentani, 2004: 44).ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية (Usha, 2014: 104)(جواد والشمرى،2020:42):-

$$\alpha_p = [E(r_p) - r_f] - [E(r_m) - r_f] \times \beta \dots\dots(12)$$

المبحث الثالث

الجانب التطبيقي

تقييم اداء المحافظ الاستثمارية باستخدام نموذج جنسن

اولاً : نبذة تعريفية عن مجتمع وعينة الدراسة

1- سوق العراق للأوراق المالية

تأسس سوق العراق للأوراق المالية عام 1991 وفق القانون المرقم (24) الا انه كان يسمى بسوق بغداد او بورصة بغداد حتى عام 2003 تم اغلاقه بقرار من مجلس ادارته ليتم في عام 2004 تأسيس ما يسمى الان بسوق العراق للأوراق المالية والذي يضم اكثر من 100 شركة مدرجة فيه وتسعة قطاعات متنوعة ، المقر الرئيسي له في العاصمة بغداد الا ان الشركات المدرجة فيه تتلأ في الافصح عن بياناتها لإدارة السوق <http://www.isx-iq.net>.

2- مصرف بغداد (BBOB)

احد المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية يعتبر من المصارف الاعلى تداولاً في السوق تأسس عام 1992 وقد كان من اوائل الشركات المدرجة في السوق منذ تأسيسه عام 2004 بلغ رأس ماله التأسيسي 100,000,000 مليون دينار؛ زاد راس ماله بمقدار 5,180,000,000 ليصبح راس ماله 5,280,000,000 مليار دينار وقد استمر راس ماله بالزيادة حتى بلغ بالوقت الحالي 250,000,000,000 مليار دينار.

3- تحليل محفظة مصرف كردستان الدولي (BKUI) :-

هو واحد من المصارف العراقية الرائدة في العراق كذلك يعتبر البنك الرائد في إقليم كردستان ايضاً تم تأسيس بنك كردستان الدولي في عام 2005 م برأس تأسيسي 50,000,000,000 مليار دينار عراقي كشركة قطاع خاص من قبل مجموعة من رجال الأعمال العراقيين البارزين بما في ذلك المصرفيين والممولين و بمشاركة خمسة مصارف خاصة عراقية رئيسية معروفة جيداً ؛ تم ادراجه في السوق عام 2006م يبلغ راس ماله الحالي 400,000,000,000 مليار دينار عراقي بلغت اسهمه المتداولة حتى عام 2020 16,000,000 مليون سهم بقيمه اسمية 1 دينار للسهم الواحد .

ثانياً :تقييم اداء المحافظ عينة الدراسة باستخدام انموذج جنسن

1- محفظة السوق :-

الجدول رقم (1) يوضح اداء محفظة السوق وفق مؤشر جنسن للفترة 2013-2020 ويمكن ملاحظة ان اداء المحفظة خلال فترة الدراسة لم يصل الى مستوى الجيد بل كان يتراوح اداؤها بين المقبول وغير المقبول وهذا واضح من خلال قيم المؤشر التي تتراوح بين (0 - 0) يتضح من خلال تطبيق نموذج جنسن على محفظة السوق ان افضل اداء للمحفظة كان خلال عام 2020 وبمقدار (0.96) عائداً اضافياً والذي يعد افضل من اداء مؤشر السوق ويعكس ذلك عائد المحفظة الذي كان موجب وبمقدار (98172%) اما حد الامان (RF) فقد انخفض مقداره عن الاعوام السابقة اما Bp المحفظة كانت بنسبة (0.56) اي ان مقدار التغيير في عوائد اسهم المحفظة يزيد بمقدار 56% بنفس الاتجاه مع عوائد مؤشر السوق .

0.018797

المتوسط

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد : على تقارير القوائم المالية لمصرف بغداد

يتضح من خلال الجدول ان عام 2014 كان الافضل في الاداء إذ حققت المحفظة عائداً اضافياً بمقدار (0.129873) ويمكن القول عن اداء المحفظة انه كان جيداً اذ تقدر بيتا Bp المحفظة بـ(16.8%) وهذا يعني ان عوائد اسهم المحفظة تتغير باتجاه عوائد مؤشر السوق وبالتالي نجد ان عائد المحفظة اكبر من عائد مؤشر السوق وهذا يعني ان اسهم المحفظة تتحمل مخاطرة اكبر من مخاطرة اسهم مؤشر السوق .

اما اداء المحفظة في عام 2020 فيمكن وصفه وفقاً للمؤشر انه غير مقبول اذ حققت المحفظة عائداً اضافياً بمقدار سالب (-0.03228) ويعود سبب ذلك الى ارتفاع بيتا المحفظة Bp والتي تقدر بـ(-38.7%) من اجمالي مخاطرة السوق وهذه يعني ان عوائد اسهم المحفظة تتغير باتجاه عكسي مع التغيير في عوائد اسهم مؤشر السوق الذي كان موجبا بمقدار (0.240)، وهذا يعني ان قرار الاستثمار في ظل هذه المقدار من المخاطرة لم يكن صائباً والدليل على ذلك هو ان المحفظة حققت عائداً دون مقدار العائد الخالي من المخاطرة اذ كان من المفترض ان تولد عائداً اضافياً لقاء هذه الدرجة من المخاطرة.

يتضح من خلال متوسط اداء المحفظة ان اداء محفظة مصرف بغداد كان اداء مقبولاً باعتبار ان متوسط اداء المحفظة كان موجبا بمقدار (0.018797) والسبب في انخفاض اداء المحفظة هي الخسارة التي تعرضت لها المحفظة في عامي 2019 و2020 بسبب ازمة كوفيد19.

ثالثاً : قياس اداء محفظة مصرف كردستان للفترة 2013-2020

الجدول (3) يوضح اداء محفظة مصرف كردستان وفق مؤشر جنسن للفترة 2013-2020 ويمكن ملاحظة ان اداء المحفظة خلال فترة الدراسة كان متبايناً بين المقبول ودون المقبول كما ان المحفظة تتضمن اسهماً ذات مخاطر عالية وعوائد منخفضة طوال فترة الدراسة وغالباً ما يعود السبب الى تشكيلة المحفظة غير المدروسة.

الجدول (3) مؤشر اداء محفظة مصرف كردستان وفق مؤشر (α) للفترة 2013-2020

السنة	RP%	RF%	RP-RF%	RM%	RM-RF%	$\beta P\%$	α
2013	-1.6522	5.31	-6.9622	-0.800	-6.11	-2.54308	-0.07118
2014	-0.4559	4.96	-5.4159	-1.700	-6.66	29.0356	-0.03482
2015	1.9932	4.73	-2.7368	17.300	12.57	22.47586	-0.05562
2016	9.1229	2.5	6.6229	-1.000	-3.5	145.4471	0.117136

-0.24474	88.30107	-3.4	-0.900	-	2.5	-24.9760	2017
0.05304	29.04355	-3.6	-1.100	4.2584	2.5	6.7584	2018
0.167328	-1.94062	-2.85164	-0.272	16.7882	2.58	19.3682	2019
-0.04487	-17.9891	-2.26258	0.237	-4.0802	2.5	-1.5802	2020
-0.01422				المتوسط			

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير القوائم المالية لمصرف كردستان.

يتضح من خلال الجدول ان عام 2019 كان الافضل في الاداء اذا حققت المحفظة عائداً اضافياً بمقدار (0.167328) عن مخاطرة قدرة بـ(1.94062-%) اذ حققت المحفظة عائداً اعلى من عائد مؤشر السوق والسبب يعود الى طبيعة العلاقة العكسية بين اسهم بعض موجودات المحفظة ومؤشر السوق التي جعلت من بيتا المحفظة سالب من ابرزها اسهم (المصرف التجاري، شركة الهلال الصناعية، مدينة العباب الكرخ) اما عام 2017 حققت المحفظة عائداً اضافياً سالباً بمقدار (-0.24474) وهذا يعني ان اداء المحفظة وفقاً لجنس كان دون المستوى المقبول وقد كان ادنى اداء للمحفظة خلال فترة الدراسة وقد واجهت المحفظة مخاطر تقدر بـ(88%) وهذا يعني ان عوائد المحفظة تتغير اقل بـ 20% مع تغيير عوائد مؤشر السوق وبنفس الاتجاه اي ان المحفظة اقل عرضة للمخاطرة من مؤشر السوق .

يتضح من خلال متوسط اداء المحفظة ان اداء محفظة مصرف كردستان دون المستوى المقبول فقد حققت متوسط اداء سالب بمقدار (-0.01422) والسبب في ذلك هي الخسارة المتكررة التي تعرضت لها محفظة مصرف كردستان وعدم قدرة ادارة المحفظة على انعاش المحفظة باستثمارات جديدة تعود بعوائد تساهم في امتصاص الخسارة المتكررة للمحفظة.

الاستنتاجات والتوصيات

اولاً : الاستنتاجات

- 1- يشير متوسط اداء المحافظ عينة الدراسة المقاسة وفقاً لجنس ان اداء محفظة السوق ومحفظة مصرف بغداد افضل من اداء محفظة مصرف كردستان والسبب يعود الى ارتفاع بيتا المحفظة وانخفاض عوائدها .
- 2- كان اداء المحافظ عينة الدراسة مقارب او أقل من اداء محفظة السوق والسبب يعود الى عدم كفاءة السوق .
- 3- بعد الاطلاع على التقارير الخاصة بالمصارف عينة الدراسة لم نجد ما يشير إلى اعتماد المصرف على اي من المؤشرات في تقييم اداء المحفظة ومن ضمنها مؤشر جنس المعتمد في الدراسة الحالية .
- 4- تظهر النتائج ان اداء محفظة مصرف كردستان كان متدنياً جداً الى حد غير مقبول والسبب يعود الى سوء ادارة المحفظة وعدم قدرتها على توظيف مواردها .
- 5- تتسم استثمارات المحافظ الثلاثة عينة الدراسة بالتنوع الساذج وغير المدروس مما سبب لها مخاطر اضافية كان من المفترض ان التنوع الجيد يقضي عليها .

ثانياً : التوصيات

- 1- ينبغي على المحافظ عينة الدراسة الاهتمام اكثر بحافظها من خلال البحث عن استثمارات في اسهم الشركات او القطاعات ذات العوائد المستقرة .
- 2- ضرورة اهتمام ادارة السوق والشركات المدرجة فيه بعملية الافصاح عن البيانات كونها تزيد من كفاءة السوق وتساعد المستثمرين عن دراسة استثماراتها بشكل مسبق .
- 3- من المهم ان تعمل المصارف عينة الدراسة على تقييم اداء محافظها بشكل دوري على اقل تقدير للوقوف على اداء المحفظة مما يجنبها وقوع خسارة متكررة كما حدث مع محفظة مصرف كردستان .
- 4- زيادة الاهتمام بالمحفظة الاستثمارية لمصرف كردستان من خلال توفير البيانات والامكانات الضرورية للقائمين على ادارة المحفظة بغية السيطرة على اداء المحفظة لان الخسارة المتكررة قد تسبب تآكل راس المال الاساسي للمحفظة
- 5- الاعتماد على الوسائل العلمية ودراسة جدوى الاستثمار لموجودات المحفظة قبل اقرار تضمينها للمحفظة مما قد يخفف من حجم المخاطر التي تحملها موجودات المحفظة .

المصادر

اولاً: المصادر العربية

- 1- الحسنوي ،ميثم ربيع هادي، المنصور ،هبة الله مصطفى. (2018). جدوى التنويع الدولي في ظل الازمة المالية دراسة تحليلية لعينة من الاسهم الدولية . اطروحة دكتوراه جامعة كربلاء . منشور على موقع <https://www.researchgate.net/publication>
- 2- الجنابي، سعد مجيد. (2019) اثر تنوع المحفظة الاستثمارية في تقليل المخاطر المالية دراسة تحليلية في عينة من الشركات الصناعية العرقية، جامعة المثنى / كلية الادارة والاقتصاد، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد (9 العدد) (2).
- 3- هاشم، صبيحة قاسم، اسماعيل، مصطفى منير،(2013) بناء محافظ الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية: توقيت السوق مقابل الاختيار الكفوء، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 19 ، العدد 70 .
- 4- وليد محمد - علي كرسون،(2012)، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر.
- 5- جليل كاظم مدلول العارضي، & زيد عبد الزهرة جعفر. (2016). ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص. AL GHAREE for Economics and Administration (Sciences, 13(38).
- 6- ابراهيم ،هويدة اسماعيل ،(2020)، دور المحفظة الاستثمارية في تحقيق الاستدامة المالية للبنك المركزي العراقي للمدة من 2008-2018، جامعة تكريت/ كلية الإدارة والاقتصاد/ مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية/ المجلد (16 العدد) 25 (ج 3) 2020.
- 7- هوشيار معروف،"الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003 ، ص58

- 8- عبدالحميد, عبدالعزيز شويش, عمر, أسو بهاء الدين قادر, (2015) إدارة محفظة الأوراق المالية ووفقا لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ دراسة تطبيقية في سوق العراقية لأوراق المالية, مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد (5) العدد. (1).
- 9- عبو عمر. (2016). الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجارب دولية (Doctoral dissertation, جامعة حسيبة بن بو علي الشلف, قسم العلوم الاقتصادية .
- 10 - حسن شاكر الشمري & نور حليم جواد. (2021). تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة AL2018-2013).

ثانيا: المصادر الاجنبية

- 1- Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c,(2011), Financial Management Theory and Practice , 13th Edition , Lachina pub.
- 2- Abdel Hamid El Bouhadi,Ounir and El Maguiri,"The efficient portfolio construction : an empirical investigation based on some listed shares in casablanca stock exchange", Faculté de Droit de Marrakech, Université Cadi Ayyad, Marrakech, 2008. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19681/>
- 3- Ch. Usha Rekha ,(2014), Portfolio Diversification and Selectivity Performance of Fund Managers in India - A Study of Select Equity Funds, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 5, No. 9.
- 4- Johnson, M., Malcolm, B., & O'Connor, I. (2006). The role of agribusiness assets in investment portfolios. Australasian Agribusiness Review, 14(1673-2016-136791).
- 5- Bird, R., & Whitaker, J. (2003). The performance of value and momentum investment portfolios: Recent experience in the major European markets. Journal of Asset Management, 4(4), 221-246.
- 6- Malz Allan M.,(2011), “ Financial Risk Management “ models , history and instiutions
- 7- Jordan , d.bradford & miller , w Thomas ,(2009), "Fundamentals of investments" , kentacky and saint louis university , 5th ed.
- 8- Lyiola Omisore and others,(2012),The modern portfolio theory as an investment decision tool, Journal of accounting and taxation, Vol 04, No 2, USA.
- 9- Bacon, R, Carl, (2004) Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution, John wiley & Sons, England.
- 10- Brentani, Christine.(2004). Portfolio management in practice. Elsevier Butterworth-HeinemannLinacre House , Jordan Hill, Oxford.