

مجلة

كلية التراث الجامعة

مجلة علمية محكمة

متعددة التخصصات نصف سنوية

العدد الثالث والثلاثون

عدد خاص بوقائع المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر (الدولي الثالث)

27 آذار 2022

ISSN 2074-5621

رئيس هيئة التحرير

أ. د. جعفر جابر جواد

نائب رئيس هيئة التحرير

أ. م. د. نذير عباس ابراهيم

مدير التحرير

أ. م. د. حيدر محمود سلمان

رقم الايداع في دار الكتب والوثائق 719 لسنة 2011

مجلة كلية التراث الجامعة معترف بها من قبل وزارة التعليم العالي والبحث العلمي بكتابها المرقم
(ب 3059/4) والمؤرخ في (2014/ 4/7)

الاستراتيجيات المتبعة في بناء المحافظ الاستثمارية لصناديق التقاعد: بناء المحفظة الكفوة لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي

م.م. معتصم عباس تركي الزعبي
كلية التراث الجامعة

الباحث اياد احمد ياسين الزبيدي
دائرة صحة ديالى

الباحث حسين الطيف حمد الجبوري
جامعة الموصل - كلية الادارة والاقتصاد

المستخلص:

ان الهدف من هذا البحث هو تسليط الاضواء حول استراتيجيات الاستثمار المحفظي, و تشجيع الصناديق التقاعدية على استعمال احدها, وتطور الاساليب الخاصة ببناء المحافظ الاستثمارية احصائياً, وافترضت الدراسة ان استعمال الاستراتيجيات المتبعة في بناء المحافظ الاستثمارية لصناديق التقاعد الاكثر حداثة يؤدي إلى افضل أداء للمحفظة الاستثمارية عينة الدراسة. تمكنت الدراسة الى بناء محفظة افتراضية لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي بالاعتماد على نموذج التدرج البسيط في بناء المحفظة الاستثمارية, تم استخدام بيانات سوق العراق للأوراق المالية, وركز البحث في جانبه النظري على استراتيجية تخصيص الموجودات واستراتيجية دورة الحياة في استثمار اموال الصندوق, وتوصل البحث الى العديد من الاستنتاجات كان اهمها صناديق التقاعد العربية ومنها الصندوق العراقي تعمل ضمن صناديق التقاعد ذو المنفعة المحدودة, والقائم على (المعرفة المسبقة للمساهم في الصندوق لراتبه التقاعدي) وكانت عوائد المحفظة الافتراضية للصندوق هي ٧,٣٪ وهي نسبة مقبولة مقارنة بمقدار المخاطرة الكلية والبالغة (٠,٠٢٤٧) وهي نسبة منخفضة مقارنة مع نسب العوائد, و قدم البحث العديد من التوصيات كان منها تشجيع الدول العربية على العمل على تطوير أنظمة صناديقها التقاعدية وإصلاحها عبر التحول إلى نظام صناديق التقاعد ذو المساهمة المحدودة, والعمل على تشجيع القطاع الخاص في الدخول في مجال صناديق التقاعد من خلال مؤسسات القطاع الخاص وعمل النقابات العمالية, من اجل رفع الضغط عن كاهل الموازنة العامة للدولة.

الكلمات المفتاحية: استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية, المحفظة الاستثمارية, صندوق تقاعد موظفي الدولة, سوق العراق المالية.

Strategies used in building investment portfolios for pension funds: Building an efficient portfolio for the Iraqi State Employees Pension Fund

Abstract:

The aim of this research is to shed light on portfolio investment strategies, encourage pension funds to use the latest ones, and develop methods for building investment portfolios statistically. The study, the study worked to build a virtual portfolio for the Iraqi State Employees Pension Fund based on a simple gradual model in building the investment portfolio. The data of the Iraq Stock Exchange was used, and the research focused in its theoretical part to the asset allocation strategy and life cycle strategy in investing the funds of the fund, and the research reached To many conclusions, the most important of which was, the Arab pension funds, including the Iraqi State Employees Pension Fund, operate within the pension funds with limited benefit, and based on (pre-knowledge of the contributor to the fund for his pension), the returns of the default portfolio of the Fund are 7.3%, which is a percentage Acceptable compared to the total risk amount (0.0247), which is a comparatively

low percentage With the ratios of returns, and to many recommendations, including encouraging Arab countries to work on developing and reforming their pension fund systems by switching to a system of pension funds with limited contribution, and working to encourage the private sector to enter the field of pension funds, through private sector institutions and work Trade unions, in order to lift the pressure on the state budget.

Keywords: Strategies for building the investment portfolio, the investment portfolio, the state employees' retirement fund, the Iraq financial market.

المقدمة :

تعد صناديق التقاعد من بين المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية، من خلال الدور الذي تمارسه هذه الصناديق في عملية تطوير الاقتصاد ودعم عجلة التنمية الاقتصادية عبر استثمارها للأموال التي تتراكم لديها في الأسواق المالية وكذلك مجالات الاستثمار المختلفة، مما يجعلها من بين أهم المؤسسات الاستثمارية سواء كان استثماراً محلياً خارجياً. وتتمارس استراتيجيات بناء المحافظ الاستثمارية دوراً مهماً في عملية إدارة الاستثمار لأموال الصناديق، وخصوصاً في الصناديق التقاعدية، إذ إن عمل الصناديق التقاعدية يجب أن يكون واضحاً في عملية استثمار أموال المتقاعدين (المساهمات التقاعدية) كونه يتعامل مع أموال فئة عاملة تحاول المحافظة على أموالها التقاعدية من خلاله. فوجوب اتباع أساليب وطرق حديثة في تقييم أداء محافظها الاستثمارية أمر لا مفر منه، وأن اتباع أساليب بناء المحافظ الاستثمارية على وفق تطوراتها التاريخية يوجب على المستثمرين البحث عن أفضل الطرق في تقييم الأداء.

المبحث الأول: المنهجية العلمية للبحث

أولاً- أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث من استعمال استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية وأهميتها، وأهمية مواكبة أحدث الدراسات والأبحاث في هذا المجال.

ثانياً: مشكلة البحث:

تأتي مشكلة الدراسة من التقلب المستمر في عوائد المحفظة الاستثمارية لذا من الضروري بناء المحفظة الاستثمارية لصندوق التقاعد العراقي وفقاً لأحدث الطرق المتبعة في بناء المحافظ الاستثمارية ويمكن طرحها من خلال التساؤل الآتي:

١- هل إن استعمال استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية الحديثة يؤدي إلى عائد أفضل للمحفظة الاستثمارية من البناء غير المدروس للمحفظة؟

ثالثاً: فرضيات البحث:

١- إن استعمال استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية الحديثة يؤدي إلى أفضل عائد للمحفظة الاستثمارية من البناء غير المدروس للمحفظة الاستثمارية.

٢- إن استعمال استراتيجيات بناء المحفظة الاستثمارية الحديثة لا يؤدي إلى أفضل أداء للمحفظة من المقاييس التقليدية.

رابعاً: هدف البحث:

من خلال وضع مشكلة البحث ومن أجل إثبات فرضياته يمكن أن يهدف هذا البحث بالآتي:

١- زيادة في المعرفة في مجال تقييم بناء المحافظ الاستثمارية والإطلاع على أحدث البحوث والدراسات في المجال هذا.

٢- تشجيع الجهة الراعية لصندوق التقاعد العراقي وكذلك الإدارة الاستثمارية فيه على استعمال استراتيجيات البناء الحديثة للمحفظة الاستثمارية.

خامساً: المنهج المستخدم:

تم استخدام المنهج الوصفي عبر الإطلاع على البحوث والدراسات في مجال في تأطير الجانب النظري من البحث، واستخدم المنهج القياسي في تحليل بيانات البحث من خلال الجانب التطبيقي للبحث عبر بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة (الافتراضية) لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي، بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية وللفترة من ٢٠١٤ ولغاية ٢٠٢٠، وباستخدام بيانات شهرية لـ ٦١ شركة مدرجة في السوق وبمجموع ٨٤ مشاهدة لعوائد الأسهم للشركات ٦١ التي تم الاعتماد عليها في نموذج التدرج البسيط لبناء المحفظة الاستثمارية الكفوة لصندوق التقاعد العراقي.

المبحث الثاني: الجانب النظري للبحث

استراتيجيات استثمار أموال صناديق التقاعد :

تمثل الاستراتيجيات الاستثمارية المتبعة في استثمار أموال التقاعد، على أنها مجموعة من الطرق والأساليب الاستثمارية التي تتبعها الصناديق التقاعدية في استثمار الأموال المتركمة لديها، وتحدد الاستراتيجية المناسبة في تحديد



المزيج الاستثماري المناسب لصندوق من وتحقيق الموازنة بين العائد والمخاطرة ر, ويرى (Njuguna) أن الاستراتيجية الاستثمارية هي خطة تساعد في اختيار الفئات الاستثمارية المثلى في توجيه أموال التقاعد (Njuguna, ٨٩, ٢٠١٠). ويرى آخرون على أن الاستراتيجية الاستثمارية هي قرار تتخذه ادارة الصندوق في تحديد الموجودات التي يراد استثمار اموال الصندوق فيها, و نسبة لكل موجود من الموجودات عند تخصيص موجودات المحفظة الاستثمارية عند بناء تلك المحفظة (Kimeli&Wepukhuln, ٧١٠, ٢٠١٨).

اما منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية(OECD), ترى أن استراتيجيات الاستثمار لصناديق التقاعد تختلف من صندوق الى اخر وفق نوع الصندوق, اي ان صناديق التقاعد ذو المساهمة المحدودة , تهدف استراتيجية الاستثمار الى تحقيق افضل عائد في سبيل الوفاء بالتزامات الصندوق المستقبلية, أما في صناديق التقاعد ذات المنافع المحدودة فتهدف الى تحقيق عائد مستقر غير متذبذب في سبيل المحافظة على حقوق مساهمين الصندوق , وتحقيق الملاءة المالية للصندوق (OECD,2006:2).

وتؤكد منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية , أن الاستراتيجية المناسبة الاستثمار في استثمار اموال التقاعد تركز الى أربعة أركان اساسية وهي:

- ١- الحكمة في الاستثمار (ويقصد بها ان يكون مسؤول الاستثمار شخص حكيم في اتخاذ القرارات الاستثمارية وبما يحقق افضل عائد للمساهمين).
- ٢- التنوع (من اجل عدم الوقوع في اشكالية التركيز الاستثماري).
- ٣- المطابقة في الاستحقاقات (ويقصد بها المواءمة بين آجال استثمار الاموال و تواريخ التزامات الصندوق).
- ٤- الوضوح (ان يتبع الصندوق سياسة واضحة في استثمار الاموال وبما يتلاءم مع طبيعة عمله).

تعمل الاستراتيجية الجيدة للاستثمار إلى تحقيق افضل عائد وخفض المخاطرة الى مستوى معين بالنسبة لاستثمارات صناديق التقاعد (Leisako et al, ١٦, ٢٠٠٥), و تحقيق أهداف الصندوق التقاعدي على الاجل القصير والمتوسط والطويل, اي أن الأموال تكون متاحة لدفع التزامات الصندوق (حقوق المساهمين) في وقتها المحدد, توفر أيضاً استراتيجية الاستثمار الجيدة مزيجاً مناسباً من الموجودات ذات الأجل المختلفة, إذ يتم اختيار الموجودات الاستثمارية مع مراعاة الاستحقاق المتوقع لالتزامات الصندوق (Bikker&Dreu, ٧٩, ٢٠٠٩).

استراتيجية توزيع (تخصيص) الموجودات: (Strategic asset allocation) يعد توزيع (تخصيص) الموجودات على أنها طريقة يتم من خلالها توزيع موجودات المحفظة الاستثمارية الى فئات متعددة من الادوات الاستثمارية, بالاعتماد على توقعات السوق وتقلباته من حيث العائد والمخاطرة (الأعرجي, ٦١, ٢٠٠٣).

لذا فان عملية مزج الموجودات المتعددة و بنسب مختلفة ضمن إطار نظرية المحفظة الاستثمارية , من اجل تحقيق افضل عائد ضمن مستوى مخاطر مقبول, أو القبول بأقل مخاطرة عند مستوى عائد محدد, ويختلف مستوى قبول المخاطرة بين المستثمرين, وهذا ما تنص عليه نظرية المحفظة الاستثمارية في مضمونها (Dolvik&Hanneborg, ٢٧, ٢٠١٥).

تنقسم استراتيجية تخصيص الموجودات الى استراتيجيتين في تخصيص موجودات المحفظة الاستثمارية , وهما استراتيجية التخصيص التكتيكي و استراتيجية التخصيص الاستراتيجي. إذ يبحث الاستراتيجيتان في كيفية المزج بين الموجودات داخل المحفظة الاستثمارية للصناديق التقاعدية , حيث يقصد بالتخصيص الاستراتيجي للموجودات , بانه التوزيع المناسب من موجودات مالية واخرى غير مالية بناءً على توقعاته المستثمر طويلة الأجل حول عائد ومخاطرة السوق , ويعبر عنها بنسبة الموجودات طويلة الأجل إلى مجموع موجودات المحفظة الاستثمارية, وتعتمد الصناديق التقاعدية في بناء محافظها الاستثمارية على وفق هذه الاستراتيجية على العناصر الآتية (Rajkumer&Dorfman, ٢٣٧, ٢٠١١):

- استخدام اسلوب ممنهج في عملية بناء استراتيجية استثمار اموال التقاعد.
- الفهم الدقيق لاستراتيجية (التخصيص الاستراتيجي) ودورها في الأداء الاستثماري طويل الأجل.
- التحديد الدقيق لأهداف الصندوق الاستثمارية وقدرته على تحمل المخاطرة بشكل ملائم.

بينما تخصيصي التكتيكي للموجودات (Tactical asset allocation) فهو يعبر عن الانحرافات الموقنة عن التخصيص الاستراتيجي للموجودات, في سبيل كسب الفرص المتوقعة السوق, وتهدف هذه الاستراتيجية الى الاستفادة من تلك الانحرافات من اجل إمالة التخصيص لفئات معينة من الموجودات , أو الأسواق التي يتوقع أن تتفوق فيها بعض الموجودات على موجودات الاخرى للمحفظة الاستثمارية في المدى القصير, و تساعد هذه الاستراتيجية في تلافي بعض الخسائر الأكثر حدة والمرتبطة بفترات ازمات السوق (UBS, ٨, ٢٠٠٩).

استراتيجية توزيع الموجودات على وفق دورة حياة الصندوق



يعتبر توزيع موجودات المحفظة الاستثمارية على وفق دورة حياة الصندوق التقاعدي, من بين أهم التطورات الحديثة لنظرية التخطيط المالي, وهو مستوى الفهم الأمثل من حيث التعرض للمخاطرة بالاعتماد على تقدم المستثمرين في العمر (Bodie & Wille, 2007, 12), إذ أن تغير طبيعة المساهمين في الخطط التقاعدية, تبعاً للمرحلة العمرية التي يمرون فيها مما يؤكد على التعامل معهم وفق اختلاف سلوكهم الاستثماري, مما قاد المديرين الماليين والباحثين في الإدارة المالية, إلى وجوب استعمال استراتيجية جديدة تسمى (استراتيجية إعادة توازن المحفظة الاستثمارية), أي تخصيص موجودات المحفظة الاستثمارية مع تقدم الوقت طبقاً لمسارات التحول في تخصيص موجودات المحفظة الاستثمارية للصندوق (Glide paths), وهي استراتيجية تستند إلى العلاقة بين عمر المساهم في الصندوق التقاعدي و عدد سنوات التقاعد, الفترة التي يتقاضى فيها الرواتب التقاعدية (Clare et al, 2019, 9), وتسمى أيضاً استراتيجية التاريخ المستهدف, وهي استراتيجية تدرس احتياجات المساهمين وتقلبات التي تحدث السوق بالاعتماد على المراحل العمرية المختلفة لمساهمي الصندوق. ويعد (Shiller) أول من أثبت أن الذين يعتمدون على استراتيجية دورة الحياة في استثمار الأموال يفضلون امتلاك عدد كبير من الأسهم في المراحل العمرية الأولية بالمقارنة مع المدخرات المنخفضة, ويبدأ التغيير بشكل تدريجي مع التقدم بالعمر, وهو الانتقال من امتلاك الأهم إلى الاحتفاظ بمدخرات أعلى مما كانوا عليها في مقتبل العمر, وتكون هذه الاستراتيجية مثالية للأشخاص الذين يخططون للتقاعد المبكر ولصناديق التقاعد التي ترى أن المساهمين فيها لهم الرغبة في التقاعد في عمر مبكر (Shiller, 2005, 4).

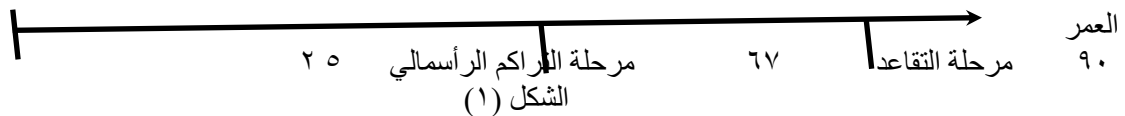
بينما أضاف (Estarada) نوعين آخرين من استراتيجيات التحول, تبحث الاستثمار الأولى عن الكيفية التي يستثمر فيها أموال التقاعد المتراكمة خلال فترة تراكم أموال التقاعد وصولاً إلى فترة التقاعد وأسماها (استراتيجية التحول إلى) (Glide to), والاستراتيجية الأخرى تبحث في تخصيص موجودات المحفظة الاستثمارية للصندوق بعد فترة التقاعد وأسماها (استراتيجية التحول عبره) (Glide through) ويمكن أيضاً هذه الاستراتيجيتين كما يأتي (Estarada, 2014, 53):

○ استراتيجية التحول إلى (Glide-to strategies)

وهي استراتيجية استثمار تعتمد على التغيير النسبي في موجودات المحفظة الاستثمارية لصندوق التقاعد طيلة مدة التراكم الأموال (مرحلة العمل), وتعتبر أيضاً على أنها استراتيجية تحول تدريجي من الاستثمار في الأسهم المرحلة الأولى للاستثمار في السندات والموجودات الأخرى كلما تقدم الصندوق التقاعدي في العمر (Dolvik & Hanneborg, 2015, 32).

و يعتقد عدد من الباحثين في مجال الإدارة المالية, أن استراتيجية الاستثمار المثلى لدورة الحياة للأشخاص المساهمين في الصناديق التقاعدية, هي استراتيجية الاعتماد على الاستثمار في الأسهم عند مرحلة تراكم رأس المال للمساهمين كونهم في بداية مشوارهم العملي, وهم في مقتبل مرحلة الشباب و مندفعين نحو امتلاك الأسهم, ولهم القدرة على تحمل الخسائر عند تعرضهم للمخاطرة, ومن ثم الانخفاض التدريجي من امتلاك الأسهم كلما اقتربوا من التقاعد, إذ أن هذه الاستراتيجية قائمة على حجتين, الحجة الأولى هو حول تنويع الاستحقاقات, وهذا يعني أن مخاطر الأسهم تنخفض مع فترات الاحتفاظ الطويلة, وأن تقلبات سوق الأوراق المالية قصير الأجل ليس ذات أهمية, في حين الحجة الثانية ركزت على احتياجات الأفراد من السيولة الكبيرة في منتصف العمر, وهذا يعني أن دخول أي شخص في هدف معين مثل الوصول إلى مرحلة التقاعد, فإن الاحتفاظ بالأسهم في بداية مرحلة التراكم يؤدي إلى ارتفاع العائد (Medaskis et al, 2018, 73).

قدم (Dolvik & Hanneborg, 2015, 31) مفهوم استراتيجية التحول إلى من خلال مرحلتين هما مرحلة التراكم الرأسمالي ومرحلة التقاعد عن العمل في عمل الصناديق التقاعدية وكما موضح بالشكل التالي:



خط العمر بالنسبة لمرحلة التراكم الرأسمالي ومرحلة التقاعد عن العمل

المصدر:

- 1- Dolvik, Karl Martin., Hanneborg, Anders Caspar., 2015, Investment strategies for pension funds Defined contribution versus defined benefit, Master Thesis, Copenhagen Business School.

يبين الشكل اعلاه مرحلتي التراكم الرأسمالي والتي تمثل مرحلة العمل و التي تمتد من ٢٥ سنة باعتبارها بداية رحلة العمل بعد انتهاء فترة الدراسة التي تمتد إلى ٦٧ سنة على اعتبارها متوسط السن التقاعدي للعاملين حسب تقارير منظمة



التعاون الاقتصادي والتنمية , وهي المرحلة يكون فيها الفرد قادراً على كسب المال (العمل) , و ينتج عنها تراكم رأسمالي للفرد وهو ما ينعكس في تراكم الاموال في حسابه التقاعدي (التوقيفات التقاعدية) , اما المرحلة الاخرى فهي مرحلة التقاعد وتعتبر المرحلة التي تبدأ عند تقاعد الشخص من عمله وتنتهي بوفاته والمبينة في الشكل اعلاه في ٩٠ سنة وهي المرحلة التي يستفاد منها المتقاعد من التراكم الرأسمالي في المرحلة الاولى .

استراتيجية التحول عبر (Glide through)

وهي الاستراتيجية الاستثمارية القائمة على إعادة توازن محفظة الصندوق التقاعدي الاستثمارية أو المحفظة الاستثمارية للأشخاص الذين يخططون للتقاعد وفقاً للمرحلة العمرية لمساهمي الصندوق (Estrda, ٢٠١٤, ٤٣).

حيث اوضح كلاً من (Willen&Bodie) ان الأشخاص المساهمين في الصناديق التقاعدية يعيشون في ثلاث مراحل عمرية , تمثل المرحلة الاولى (مرحلة الشباب والممتدة ٢١-٣٥) والمرحلة الثانية (مرحلة الكسب الأولية والممتدة ٣٦-٦٥) , بينما المرحلة الثالثة هي (مرحلة التقاعد عن العمل والممتدة ٦٦-٨٠), أن المتغيرات التي تؤثر في سلوك المستثمر في مختلف المراحل العمرية تختلف عن الاخرى , ففي المرحلة الاولى يكون الدخل منخفض وخصوصاً في بدايتها , اما في المرحلة الثانية من الممكن ان يحصل الشخص على دخل عالٍ أو دخل منخفض افضل من المرحلة الاولى , بينما المرحلة الثالثة فمن الممكن ان يكون بصحة جيدة أو سيئة , وتعد هذه العوامل من العوامل النفسية التي تؤثر في سلوك الاشخاص الاستثمارية وهو ما يتطلب إعادة توازن مستمر في محفظته الاستثمارية (Bodie, ٢٠٠٨, ٢٠-٢١).

المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للبحث

بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة لصندوق التقاعد العراقي

يعمل الصندوق التقاعدي في العراقي باسم صندوق تقاعد موظفي الدولة الذي تأسس وفق قانون رقم (٩) لسنة ٢٠١٤ لسنة قانون التقاعد الموحد.

وهو صندوق يعمل على جمع التوقيفات التقاعدية من الموظفين العاملين القطاع العام والقطاع المشترك (اي شركات التمويل الذاتي) بمقدار (١٠٪) من الراتب الاسمي للموظف , والمساهمات التقاعدية التي تدفع من الخزينة العامة للدولة وبمقدار (١٥٪) من الراتب الاسمي وفقاً للمادة ١٧ أولاً من قانون التقاعد الموحد رقم (٩) لسنة ٢٠١٤ , ويحتسب الراتب التقاعدي للموظف المحال الى التقاعد وفقاً للمعادلة الآتية والتي حددت بالمادة ٢١ , ثانياً من قانون التقاعد الموحد رقم (٩) لسنة ٢٠١٤ :

$$\text{الراتب التقاعدي} = \frac{\text{معدل الراتب} * 2.5 * \left(\frac{\text{عدد اشهر الخدمة}}{12}\right)}{100}$$

معدل الراتب = الراتب الاسمي للموظف لآخر ٣٦ شهر في الخدمة / ٣٦

أيرادات الصندوق:

يحصل صندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي على ايراداته من الاتي وفقاً للمادة ٩ , أولاً من قانون التقاعد الموحد رقم (٩) لسنة ٢٠١٤ :

- ١- التوقيفات التقاعدية رواتب موظفي الدولة والقطاع المشترك والبالغة (١٠٪) من الراتب الاسمي للموظف , ايراداً شهرياً للصندوق.
- ٢- المساهمة التقاعدية والبالغة (١٥٪) التي تسدد الى صندوق تقاعد موظفي الدولة شهرياً.
- ٣- مبالغ التوقيفات التقاعدية عن اضافة الخدمة التقاعدية (الخدمة العسكرية الإلزامية, وخدمة الاجر اليومي والعقد).
- ٤- عوائد استثمار أموال الصندوق.
- ٥- والرسوم والغرامات التي يفرضها الصندوق على المتقاعدين.
- ٦- المنح والإعانات التي يحصل عليها الصندوق.
- ٧- الهبات و التبرعات التي يحصل عليها الصندوق من داخل وخارج العراق.

بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة لصندوق التقاعد العراقي :

من اجل بناء محفظة استثمارية كفوة لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي. وباستخدام استراتيجيات الاستثمار المتبعة في ببناء المحافظ الاستثمارية لصناديق التقاعد, تم اعتماد استراتيجية ثابتة في بناء المحفظة الاستثمارية للصندوق , باعتبارها محفظة افتراضية لاستثمار اموال الصندوق , تم الاعتماد على بيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية , من اجل تحقق أفضل علاقة تبادلية بين العائد والمخاطرة , بالاعتماد على افضل الخصائص الاستثمارية لأسهم المتداولة في السوق , والبالغة (٦١ سهماً لمختلف الشركات المدرجة في السوق) و الموزعة على شكل قطاعي , إذ بلغت أسهم القطاع المصرفي (١٩ سهماً), بينما قطاع التأمين (٤ أسهم) , و القطاع الاستثماري المالي (٢ سهماً) , قطاع الخدمات (٧ أسهم) , قطاع الصناعة (١٦ سهماً), قطاع الفنادق والمؤسسات السياحية (٧ أسهم) , القطاع الزراعي (٦ أسهم).



فقد تم بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة (الافتراضية) لصندوق تقاعد موظفي الدولة أنموذج التدرج البسيط , وهو أحد النماذج التي تستعمل في بناء المحافظ الاستثمارية الكفوة (هاشم وإسماعيل, ٢٠١٣, ٧٠), إذ اعتمد (Alton) الذي وضع نماذج التدرج البسيط , على أنموذج ترينور لتدرج الأسهم التي يمكن اضافتها للمحفظة الكفوة في بناء نموذجه, إذ ان هذا الأنموذج يوفر مزايا متعددة , من بينها قدرة المستثمر على معرفة الادوات الاستثمارية التي تصلح بأن تكون ضمن محفظته الاستثمارية من عدمها, وذلك من خلال مقارنة العائد الإضافي لكل اداة استثمارية $(\frac{R_i - R_f}{\beta_i})$ مع نسبة حد القطع للأنموذج , وإمكانية مراجعة المحفظة الاستثمارية بشكل مستمر للوقوف على كفاءتها من عدمها (Nandan&Srivastva, ٢٠١٧, ٨١).

اما نسبة حد القطع فتشير إلى إمكانية إضافة السهم ضمن موجودات المحفظة الاستثمارية إذا كان ادنى من العائد الإضافي, وعدم اضافته لموجودات المحفظة الاستثمارية الكفوة إذا كان اعلى من العائد الإضافي (Sathypriya, ٢٠١٦, ٤٩٣), و من اجل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة , يتم استخراج نسبة حد القطع وفقاً للمعادلة الآتية (علي و ابيد, ٢٠١٥, ٦٨):

$$C_i = \frac{\sigma^2 m \left[\sum \frac{(R_i - R_f) \beta_i}{\sigma^2 i} \right]}{1 + \sigma^2 m \left[\sum \frac{\beta_i^2}{\sigma^2 i} \right]}$$

إذ تعبر رموز المعادلة عن الآتية:

C_i = نسبة حد القطع للسهم.

R_i = عائد السهم.

R_f = العائد الخالي من المخاطرة.

$i\beta$ = بيتا السهم .

$m\sigma^2$ = تباين في عائد محفظة السوق.

$i\sigma^2$ = تباين في عوائد الاسهم.

الجدول (١)

المحفظة الاستثمارية الكفوة (الافتراضية) لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي

مراحل بناء المحفظة الكفوة	المرحلة الاولى								المرحلة الثانية	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
خطوات بناء المحفظة الكفوة										
اسم السهم		$\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2 i}$	$(2)\sum$	$(3)*\sigma^2 m$	$\frac{\beta^2 i}{\sigma^2 i}$	$(5)\sum$	$(6)*\sigma^2$ m+1	Ci= $(7)=(4)$	ZI	Wi
البادية للنقل العام	73.98455	0.013439	0.013439	0.131836	0.136316	0.136316	1.337259	0.098587	-0.0029	0.026684
انتاج وتسويق اللحوم	36.49773	0.01541	0.028849	0.283012	0.000422	0.136738	1.341401	0.210982	-0.00287	0.026408
المصرف الاهلي	10.64265	0.004294	-0.06692	-0.65646	0.000403	0.026446	0.259434	-2.53036	-0.00074	0.006809
النخبة للمقاولات	4.33041	0.129878	0.285393	2.799707	0.029992	0.056418	0.553465	0.58506	-0.0143	0.131579
سد الموصل	4.055149	0.076871	0.20675	2.028213	0.018957	0.048949	0.480186	0.42238	-0.00747	0.068734
الكندي للفاحات	3.779999	0.064398	0.141269	1.38585	0.017036	0.035993	0.353091	0.39249	-0.077	0.708502
المنصور الدوائية	3.17981	0.027	0.082497	0.809293	0.016989	0.033978	0.333323	2.427	-0.0034	0.031285
									-0.10868	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على :

١- الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي. <https://www.cbi.iq/>

٢- الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية <http://www.isxiq.net/isxportal/portal/homePage.html>



يبين الجدول السابق العملية التي تم من خلالها بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي، باستعمال نموذج التدرج البسيط المتبع في بناء المحافظ الاستثمارية، وأوضح أن ما نسبته (٩٠ %) من مجموع الأسهم التي دخلت الى النموذج لم تتخط النموذج، لذا تم بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة بالأسهم التي تجاوزت النموذج و المبينة في الجدول اعلاه، إذ تنقسم عملية بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة الى مرحلتين الأولى تفسر وتسهل المعادلة الرياضية وتستمر على ثمان خطوات، وبينما المرحلة الثانية هي استخراج الاوزان النسبية كل سهم ضمن المحفظة الاستثمارية الكفوة وعلى خطوتين ايضاً، وفيما يلي مراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة (العالمي، ٢٠١٠، ١٠٥).

المرحلة الأولى: تتكون المرحلة الاولى من ثمان خطوات وكما يلي:

- ١- يتم في الخطوة الأولى حساب العائد الإضافي $(\frac{R_i - R_f}{\beta_i})$ لكل أسهم المراد ادخالها للنموذج وهي الاسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وعددها (٦١ سهماً)، وتوضّع النسبة المستخرجة في العمود رقم (١) من الجدول اعلاه مرتبة على اساس الترتيب التنازلي ويتضح النسبة الاعلى كانت لسهم شركة البادية للنقل العام والبالغ نسبته (٧٣،٩٨٤٥٥)، أما نسبة الادنى كانت لسهم الشركة الأهلية للتأمين والبالغ نسبته (٨٣،٤٥)، والتي تم استبعادها استبعدت من النموذج.
 - ٢- أما الخطوة الثانية تم احتساب نسبة $(\frac{(R_i - R_f)\beta}{\sigma^2 i})$ لكل سهم و وضعت النسبة في العمود رقم (٢).
 - ٣- ويتم جمع القسم في العمود رقم (٢) في الخطوة الثالثة بشكل تراكمي، كما موضّح من نتائج العمود رقم (٣) من الجدول اعلاه.
 - ٤- و ضرب النسب في العمود رقم (٣) في تباين عوائد محفظة السوق والبالغة (٩،٨١) و وضع النتائج في عمود رقم (٤).
 - ٥- اما الخطوة الخامسة، يتم من خلالها احتساب مربع معامل بيتا للاسهم مقسوماً على تباين عوائد الأسهم نفسها ووضع النتيجة في عمود رقم (٥).
 - ٦- الخطوة السادسة يتم جمع نسب العمود رقم (٥) بشكل تراكمي و وضع النتائج في العمود رقم (٦).
 - ٧- الخطوة السابعة هي ضرب نسب العمود رقم (٦) في تباين عوائد محفظة السوق، ومن ثم اضافة الواحد الصحيح لها، ومن ثم توضع في العمود رقم (٧).
 - ٨- الخطوة الثامنة يتم استخراج نسبة حد القطع لكل سهم عبر قسمة نسب في العمود رقم (٤) على نسب في العمود رقم (٧)، ووضع النتائج في عمود رقم (٨)، و للتأكد من أن نسبة العائد الإضافي وبالقسمة على معامل بيتا السهم والموجودة قيمتها في عمود رقم (١) هي أكبر من نسبة حد القطع والموجودة في عمود رقم (٨)، و يتبين أن أسهم سبعة من مجموع الاسهم الداخلة للنموذج والبالغة (٦١ سهماً)، حيث تم تضمينها للمحفظة الاستثمارية الكفوة للصندوق تقاعد موظفي الدولة، والسبب في هذا لارتفاع نسبة العائد الإضافي بالنسبة لمعمل بيتا عن نسبة حد القطع، اما (٥٤ سهماً) تم استبعادها لعدم تحقيقها نسبة حد قطع أقل من نسبة العائد الإضافي مقسوماً على معامل بيتا للسهم.
- المرحلة الثانية: وهي المرحلة الأخيرة لمراحل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوة، وهي مرحلة استخراج الأوزان النسبية لكل سهم داخل المحفظة الاستثمارية الكفوة وتتكون هذه المرحلة من خطوتين هما:
- ١- الخطوة الأولى: اعتماداً على بيانات العمود رقم (٨) سيتم استخراج نسبة حد القطع المثلى، و التي يتم استعمالها في احتساب اوزان المحفظة الاستثمارية الكفوة، وهي النسبة التي نجدها أمام أسهم شركة النخبة للمقاولات والبالغة نسبتها (٠،٥٠٥)، ومن ثم احتساب قيم العمود رقم (٩)، وفقاً للصيغة الآتية: (العلي، ٢٠٠٢، ١٥٤)

$$Z_i = \left[\frac{R_i - R_f}{\beta_i - c} \right] \beta_i / \sigma^2 i$$

- ٢- الخطوة الثانية ويتم عبرها استخراج وزن كل سهم ضمن المحفظة الاستثمارية الكفوة، عبر قسمة نتائج عمود رقم (٩) على إجمالي قيم العمود ووضعها في عمود رقم (١٠).
- وبالرجوع إلى الجدول اعلاه وخصوصاً عمود رقم (١٠)، و الذي يبين أن المحفظة الاستثمارية الكفوة لصندوق تقاعدي موظفي الدولة العراقي (المحفظة الافتراضية)، هي محفظة مكونة من سبع أسهم موزعة على قطاعات اقتصادية مختلفة، إذ كان لسهم شركة الكندي الحصة الأكبر من المحفظة الاستثمارية الكفوة للصندوق ونسبة (٧٠%) من مجموع مكونات المحفظة الاستثمارية الكفوة، ومن ثم سهم شركة النخبة للمقاولات بنسبة (١٣،١%) من مجموع مكونات المحفظة الاستثمارية، يليها سهم شركة سد الموصل بنسبة (٦،٨%)، و أسهم شركة المنصور الدوائية بنسبة (٣،١%)، و اسهم شركة البادية للنقل العام وكذلك اسهم شركة أنتاج وتسويق اللحوم بنسبة (٢،٦٦%)، (٢،٦٤%) على التوالي، وأخيراً أسهم شركة المصرف الأهلي بنسبة (٠،٠٦%) من مجموع مكونات المحفظة الكفوة للصندوق.
- حققت المحفظة الكفوة لصندوق تقاعد موظفي الدولة العراق (المحفظة الافتراضية) معدل عائد مقداره (٧،٣%)، مقابل مخاطرة كلية مقدارها (٠،٢٤٧)، كانت المخاطرة غير النظامية منها (٠،٠١١٧)، والمخاطرة النظامية (٠،٠١٣)، وعليه من الافضل ان يتم استثمار اموال صندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي في محافظ استثمارية، من اجل



عدم الوقوع في مشاكل العسر المالي في المستقبل , وكذلك المحافظة على اموال الصندوق من التآكل مع مرور الوقت , حيث ان معدل العائد (٧,٣٪) و هو معدل مقبول مقارنة بعائد من حيث درجة المخاطرة النظامية وغير النظامية .

الاستنتاجات:

- ١- تعمل صناديق التقاعد العربية ومن ضمنها صندوق تقاعد موظفي الدولة العراقي , ضمن صناديق التقاعد ذو المنفعة المحدودة, والقائم على (المعرفة المسبقة للمساهم في الصندوق لراتبه التقاعدي) , عبر دخل العمل الحالي وسنوات العمل , والمملوكة للقطاع العام .
 - ٢- عدم وجود ادارة استثمارية في صندوق التقاعد العراقي .
 - ٣- كانت عوائد المحفظة الافتراضية للصندوق هي ٧,٣٪ وهي نسبة مقبولة مقارنة بمقدار المخاطرة الكلية والبالغة (٠,٢٤٧) وهي نسبة منخفضة مقارنة مع نسب العوائد .
- التوصيات
- ١- تشجيع الدول العربية على العمل على تطوير أنظمتها صناديقها التقاعدية وإصلاحها عبر التحول إلى نظام صناديق التقاعد ذو المساهمة المحدودة , والعمل على تشجيع القطاع الخاص في الدخول في مجال صناديق التقاعد , من خلال مؤسسات القطاع الخاص وعمل النقابات العمالية, من اجل عن رفع الضغط كاهل الموازنة العامة للدولة.
 - ٢- ضرورة ايجاد محافظ استثمارية لصناديق التقاعد مشكلة بشكل جيد من خلال تنويع موجوداتها , من اجل المساعدة في استدامة مصادر دخل الصناديق التقاعدية.
 - ٣- على صندوق التقاعد العراقي تنشيط الإدارة الاستثمارية في الصندوق
 - ٤- ضرورة بناء المحافظ الاستثمارية وفقاً للأدبيات والدراسات المالية التي تعتمد على ضرورة ضعف الارتباط بين موجودات المحفظة الاستثمارية, لتلافي مخاطر الاستثمار غير النظامية.

المصادر

المواقع الرسمية :

- ١- الوقائع العراقية, ٢٠١٤, قانون التقاعد الموحد رقم ٩ لسنة ٢٠١٤, العدد ٤٣١٤١.
 - ٢- الموقع الرسمي لسوق العراق للاوراق المالية. <http://www.isx-iq.net/isxportal/portal/homePage.html>.
 - ٣- الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي. <https://www.cbi.iq/>.
- المصادر العربية :
- ١- أعرجي , عدنان سالم قاسم غازي, ٢٠٠٣, إدارة محفظة صناديق الاستثمار وامكانية التطبيق في المصارف العراقية دراسة تطبيقية , أطروحة دكتوراه غير مشورة, كلية الإدارة والاقتصاد, جامعة الموصل.

- 4- Kimeli, J., & Wepukhulu., J. M., 2018, DETERMINANTS OF FINANCIAL PERFORMANCE OF INDIVIDUAL PENSION SCHEMES IN KENYA, Strategic Journals, Vol. 5, NO. 4, 706-724.
- 5- Njuguna, Amos Gitau, 2010, STRATEGIES TO IMPROVE PENSION FUND EFFICIENCY IN KENYA, PhD Thesis, Faculty of Business and Economic Sciences, Nelson Mandela Metropolitan University.
- 6- OECD, 2006, OECD GUIDELINES ON PENSION FUND ASSET MANAGEMENT, Working paper ,DIRECTORATE FOR FINANCIAL AND ENTERPRISE AFFAIRS.
- 7- BIKKER, JACOB A., & DREU, JAN DE, 2009, Operating costs of pension funds : the impact of scale, governance, and plan design, Journal of Pension Economics and Finance, Vol 8, NO 1, 63-89.
- 8- Rajkumar, Sudhir., Dorfman, Mark C, 2011, Governance and Investment of Public Pension Assets Practitioners' Perspectives, First Edition, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, Washington DC.
- 9- Dolvik, Karl Martin., Hanneborg, Anders Caspar., 2015, Investment strategies for pension funds Defined contribution versus defined benefit, Master Thesis, Copenhagen Business School.



- 10- Bodie, Zvi., Treussard, Jonathan, Willen, Paul., 2007, The Theory of Life-Cycle Saving and Investing, Working paper , Boston University - Department of Finance & Economics.
- 11- Emtestam, David.,2007, Assessing Pension System Sustainability: The Case of Ukraine, Master Thesis, College of Economics, Lund University.
- 12- Dolvik, Karl Martin., Hanneborg, Anders Caspar., 2015, Investment strategies for pension funds Defined contribution versus defined benefit, Master Thesis, Copenhagen Business School.
- 13-MEDAISKIS, TEODORAS., GUDAITIS, TADAS., MEČKOVSKI, JAROSLAV., 2018, OPTIMAL LIFE-CYCLE INVESTMENT STRATEGY IN LITHUANIAN SECOND PENSION PILLAR, International Journal of Economic Sciences, Vol VII, NO 2, 70-86.
- 14- Bodie, Zvi., Treussard, Jonathan, Willen, Paul., 2007, The Theory of Life-Cycle Saving and Investing, Working paper , Boston University - Department of Finance & Economics.