

# بناء محافظ الأستثمار في سوق العراق للأوراق المالية:

## توقيت السوق مقابل الاختيار الكفوء

أ.د. صبيحة قاسم هاشم  
جامعة بغداد / كلية الإدارة والاقتصاد  
قسم إدارة الأعمال

أ.م. مصطفى منير إسماعيل  
جامعة بغداد / كلية الإدارة والاقتصاد  
قسم الإدارة الصناعية

### المستخلص:

عدم التأكد، حقيقة راسخة تكتنف بيئة الأستثمار ولا سيما سوق الأسهم الذي ما إن إتخذت فيه الأسعار إتجاهاً محدداً حتى إنتقلت الى آخر مقابل له صعوداً أو هبوط، وهذا يعني أن التقلب سمة مميزة للسوق المالية تلزم المستثمر برشده حجة تقوده صوب تبني أفعال مخططة غايته منها كسب منفعة أكبر تصب في بلوغ هدف تعظيم ثروته المحدودة. ولا يمكن التسليم بإمكانية بلوغ هذا الهدف دون تحمل أعباء عدم التأكد ومخاطرة التقلبات النظامية لعوائد الأستثمار في السوق المالية بعدما أثبتت حقائق التنوع الكفوء إمكانية إزالة التقلبات غير النظامية في عوائد الأسهم. وطالما أن المستثمر طموح منذ جبلته الأولى له سعيه في تعظيم منفعته من موارده المحدودة، ولا ملجأ له سوى محاولة التخفيف من ذلك التقلب وكبح جماحه الى الحد الذي يكفل فيه تحقيق عوائد مقبولة على إقتناء الأسهم التي تعوضه عن تحمل مخاطرة الأستثمار فيها. ولعلّ للمستثمر في ذلك خيارات تظهر في صورة بناء المحفظة بين الأختيار الكفوء لمكوناتها من الأسهم أو توقيت السوق طبقاً لتقلباته صعوداً وهبوط وما يمكن أن تسفر عنه تلك الخيارات من إداء للمحفظة.

ولربما يواجه المستثمر العراقي في سوق العراق للأوراق المالية المشكلة ذاتها لتكون سبباً دافعاً نحو المفاضلة بين محافظ توقيت السوق والمحافظ الكفوءة في ظل معطيات السوق المالية العراقية. وانطلاقاً من ذلك جرى اختبار هذه المشكلة في سوق العراق للأوراق المالية بما فيه من شركات مدرجة ضمن قطاعاته الاقتصادية السبع حافظت على استمرار تداول أسهمها بانتظام طيلة مدة البحث التي استخدمت فيها العوائد الشهرية بين عامي (2008-2009) لبناء محافظ الأستثمار وقياس أدائها باستخدام نموذج Treynor. كما جرى استخدام نموذج (Fabozzi & Francis, 1977) في تحديد اتجاهات السوق من حيث الصعود والهبوط ومن ثم بناء محافظ الأسهم طبقاً لتوقيت السوق، ونموذج التدرج البسيط (Simple Ranking Model, 1976) لبناء محفظة الأختيار الكفوء.

ومن بين مجموعة الأستنتاجات التي تم التوصل إليها هو تراجع أداء محفظة توقيت السوق مقارنة بمحفظة الأختيار الكفوء، وهو ما يوحي الى صعوبة توقيت سوق العراق للأوراق المالية قدر تعلق الأمر بالمدة الزمنية التي شملها البحث ومن ثم ضرورة إنتفاة المستثمر العراقي الى التركيز على الأختيار الكفوء لمكونات المحفظة التي أثبتت نتائج الأختيار التجريبي بلوغها مستويات أداء عالية في ظل تقلبات السوق بكلا الإتجاهين الصاعد والهابط وبالشكل الذي يتفق مع ما هو سائد من طروحات في الفكر المالي من أن المحفظة الكفوءة تضمن للمستثمر تحقيق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة لا سيما عندما تكون المبادلة بينهما صحيحة تنفي معها ضرورة إنخفاض مخاطرة المحفظة الى أدنى مستوياتها.

المصطلحات الأساسية للبحث/ توقيت السوق، الأختيار الكفوء، المحفظة الكفوءة، السوق الصاعد، السوق الهابط



مجلة العلوم

الاقتصادية والإدارية

المجلد 91

العدد 07

الصفحات 36-77

## مقدمة

تنسم السوق المالية بالكثير من الغموض والتعقيد وحالات من عدم التأكد، تترك المستثمر في خضم مواجهته لتقلبات الأسعار وما تسفر عنها من احتمالات أو مخاطر فقدان الثروات. وطالما أن المستثمر رشيد يسعى الى تعظيم منفعة تخصيص موارده المحدودة بين عدد من الأسهم تكفل له تحقيق ما يصبو اليه من تعظيم للثروة من جهة، وعدم استقرار السوق وحركيته صوب الصعود أو الهبوط من جهة أخرى ، وجب عليه رصد تحركات السوق المالية وإتجاهاتها على وفق منهج مخطط قوامه تبني إستراتيجية توقيت السوق أملاً بأقتناص فرص ارتفاع الأسعار وإغتنام عواندها بعد إتخاذ الموقف الطويل لا بل الأبتعاد عن الاستثمار أو إتخاذ المركز القصير في أسهم أغلب الظن أن أسعارها تتجه نحو الهبوط . وما يزيد من خطورة المشكلة وتعقيدها هو التباين الذي يحدث في سلوك الأسعار ضمن دورات الصعود أو الهبوط في السوق المالية الأمر الذي يؤدي الى إختلاف درجة المخاطرة التي يتعرض إليها المستثمر، ولا سيما النظامية أو السوقية منها غير القابلة للتنوع والمرتبطة ارتباطاً مباشراً بتحركات السوق وإتجاهاته بعدما أثبتت الأدبيات أسوة بوقائع التجريب والأختبار إمكانية إزالة المخاطرة اللانظامية الخاصة بالشركة المصدرة للسهم ذاته وكبح جماحها الى الحد الذي تتلاشى معه تماماً عندما يكون التنوع كفوء يضمن للمستثمر تحقيق أفضل مستوى من المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة، ومن ثم إمكانية تحمل أعباء الجزء المتبقي منها مقابل ما يتوقع تحقيقه من عوائد على الاستثمار فيها.

وهو ما يفرضي للقول بضرورة المفاضلة بين خيارات بناء محافظ الاستثمار في الأسهم على مستوى الأختيار الكفوء لمكوناتها من تلك الموجودات مقابل البحث في جدوى توقيت السوق طبقاً لتقلباته صعوداً أو هبوطاً وما يترتب على ذلك من أداء للمحفظة يشكل الحد الفاصل بين الأختيار الكفوء أزاء توقيت السوق في خضم الجدول القائم بين الأوساط الأكاديمية والمهنية المحترفة عن مدى إمكانية حماية ثروة المستثمر وضمان كفاءة تخصيص موارده عبر توقيت بناء محافظ استثمار تتخفف فيها المخاطرة النظامية بدليل معاملها بيتا دون الواحد عدد صحيح كمقياس للتقلب النظامي في عوائد محفظة السوق إذ بان إنخفاض الأسعار وإتجاه السوق نحو الهبوط، أو قبول محافظ استثمار ترتفع فيها المخاطرة النظامية بدليل معاملها بيتا فوق الواحد عدد صحيح أثناء ارتفاع الأسعار وأتجاه السوق نحو الصعود إثر ما يسود من إعتقاد عن إمكانية تحقيق عوائد مجزية تعوض المستثمر عن تحمل ذلك المقدار من المخاطرة.

ولأجل بلوغ الأهداف الأساسية التي ينشدها البحث ومعالجة مشكلته القائمة بزيادة على التحقق من مدى اتساق الروابط والأواصر الفكرية لمتغيرات البحث وحيزها في التطبيق على مستوى سوق العراق للأوراق المالية، جرى تقسيم البحث على أربعة مفاصل أساسية تناول الأول منها منهجية البحث في حين اختص المفصل الثاني بمضمون البناء الفكري لمتغيرات البحث من خلال مراجعة الأدبيات ذات العلاقة. أما المفصل الثالث، فقد كرس لعرض نتائج التطبيق ومناقشتها في الوقت الذي خصص فيه المفصل الأخير لخلاصة البحث واستنتاجاته على مستوى النظرية والتطبيق.

## المشكلة ومنهجية الحل

### أولاً: مشكلة البحث:

إنبرى الفكر المالي على المستوى المحلي بتوجهات الكثير من الأكاديميين والباحثين نحو دراسة آليات بناء محافظ كفوءة تحقق أفضل مبادلة صحيحة بين العائد والمخاطرة وقياس أداؤها للحكم على سلامة الأستثمار فيها دونما صلة بدراسة تحركات السوق المالية العراقية وإتجاهات الأسعار فيها وربطها بإمكانية توقيت الأستثمار في الأسهم المدرجة فيها من خلال بناء محافظ أسهم تتناسب درجة مخاطرتها، تحديداً النظامية منها، مع تقلبات السوق نحو الصعود أو الهبوط ولا سيما أن السوق الهابطة تشهد تقلباً أعلى في الأسعار مقارنة مع السوق التي تأخذ الأسعار فيها إتجاهات تصاعدية. وهو ما يدعو الى ضرورة البحث في إمكانية بناء محافظ إستثمار تستند الى إستراتيجية توقيت سوق العراق للأوراق المالية ومقارنة أداؤها مع المحافظ الكفوءة بكل الأتجاهين الصاعد والنازل. وتتفاقم المشكلة بتعقيدها عندما يسمو التصور الى مدى ضمان محفظة توقيت السوق أوالمحفظة الكفوءة تلك المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة في ظل معطيات بيئة السوق المالية العراقية بما ينسحب على رفع مستوى أداء المحفظة وبالشكل الذي يكفل للمستثمر تحقيق أهدافه من الأستثمار وتعظيم المنافع من موارده المحدودة. ولربما يواجه المستثمر العراقي في سوق العراق للأوراق المالية هذه المشكلة بما توحى اليه الأبعاد الآتية:

1. مدى إمكانية توقيت سوق العراق للأوراق المالية وبناء محافظ إستثمار تكسب المستثمر العراقي عوائد مجزية تعوضه عن المخاطرة النظامية التي يتعرض إليها بأطار المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة وبالشكل الذي يتفق مع طبيعة إتجاه الأسعار وتحركاتها صعوداً أو هبوط.
2. التثبت من إمكانية الأختيار الكفوء للأسهم ضمن محافظ إستثمار كفوءة تكفل للمستثمر تحقيق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة ولا سيما عندما تكون المبادلة بينهما صحيحة تنفي ضرورة إنخفاض مخاطرة المحفظة الى أدنى مستوياتها. وهو ما يشير الى جاهزية أكبر للمستثمر العراقي في تحمل أعباء مخاطرة نظامية أعلى ولا سيما أوقات إنخفاض الأسعار وإتجاه السوق المالية نحو الهبوط.
3. اختلاف نتائج الأختبار التجريبي في ضوء مستويات الأداء المتحققة بالنسبة لكلا النوعين من المحافظ، يضع المستثمر العراقي أمام مجموعة بدائل الحد الفاصل في الأختيار ما بينها تقررره إمكانية توقيت السوق من ناحية، ونتائج قياس الأداء من ناحية أخرى.

### ثانياً: أهمية البحث وأهدافه:

يندفع المستثمرون بشكل عام ومنهم المشتركين في السوق المالية نحو توظيف ثروتهم في أسهم جُلّ أملهم منها تعظيم منفعة الأستثمار فيها بعد تخصيص مواردهم المحدودة بين مجموعة أسهم ضمن محفظة فاعلة تحقق الهدف منها بأطار المبادلة الصحيحة بين العائد والمخاطرة، تحديداً النظامية منها غير القابلة للتنويع، ومن ثم حماية المستثمر العراقي في سوق العراق للأوراق المالية من وطأة تقلبات الأسعار وما تتوول اليه من إحتمالية تعرض ثروة المستثمر الى الضرر لربما الى الحد الذي تخرجه من السوق مشهوراً إفلاسه. ولعل الدراسة الحالية هي خطوة جادة نحو محاولة جذب أنظار الباحثين والمهتمين أكاديميين كانوا أم مهنيين فضلاً عن المستثمر العراقي نفسه لضرورة دراسة توقيت السوق عند بناء محافظ الأستثمار ومقارنة نتائج الأداء المتحقق مع نتائج أداء الأختيار الكفوء ومن ثم تقرير الأسلوب الأفضل في بناء المحفظة التي تكفل للمستثمر العراقي تحقيق أهدافه في تعظيم الثروة بأطار أفضل مبادلة ممكنة بين العائد والمخاطرة. وإنطلاقاً من ذلك، تحددت الأهداف الأساسية المتوخاة من البحث بالآتي:

- 1- التقصي العلمي الدقيق عن آليات تساعد على تعظيم ثروة المستثمر العراقي، وإخضاعها للتقبيس والأختبار في ظل معطيات السوق المالية العراقية التي تتصف بحدائتها في النشأة والتكوين علاوة على عشوائية تقلباتها في خصائص الأستثمار رسداً وتمكين.
- 2- دراسة إمكانية توقيت سوق العراق للأوراق المالية وبناء محافظ استثمار تتفق في خصائصها (العائد والمخاطرة) مع تحركات السوق وإتجاهاتها صعوداً وهبوط، بمعنى تفضيل الأستثمار في محافظ تضم أسهماً دفاعية يقل تقلبها عن تقلب عوائد السوق ( $\beta_i < 1$ ) عندما تتجه الأسعار نحو الهبوط وتفضيل الأستثمار في محافظ تضم أسهماً هجومية تقلبها يفوق تقلب عوائد السوق ( $\beta_i > 1$ ) عندما تتجه الأسعار نحو الصعود. ولعل المنطق من وراء ذلك، يكمن في التقلب الأعلى الذي تشهده السوق المالية في حالة إتجاه الأسعار نحو الهبوط عادة كما هو سائد في أدبيات الفكر المالي على ضوء نتائج البحوث والدراسات السابقة في معظم الأسواق المالية العالمية.

- 3- التثبت من إمكانية تحقيق أفضل مبادلة صحيحة بين عائد الاستثمار ومحاطة كفاءة عبر بناء محفظة كفوءة تستند الى الاختيار الكفوء لمكوناتها من الأسهم بصرف النظر عن تحركات الأسعار في السوق المالية العراقية وإتجاهاتها نحو الصعود والهبوط ، بمعنى بناء محفظة كفوءة في كلا الاتجاهين ومن ثم معرفة ما إذا كانت هناك ضرورة لانخفاض مخاطرة المحفظة الكفوءة الى أدنى مستوياتها من عدمه تزامناً مع تحقيق أفضل مبادلة صحيحة بين خصائص الاستثمار في موجوداتها من الأسهم العادية عينة البحث.
- 4- قياس أداء المحافظ الدفاعية والهجومية طبقاً لتوقيت السوق ومقارنته مع أداء المحافظ الكفوءة في كلا إتجاهي السوق صعوداً وهبوطاً لتحديد الأثر الذي تتركه آلية بناء محافظ توقيت السوق والمحافظ الكفوءة في خصائص الاستثمار بالمحفظة، ومن ثم الحكم على جودة أداء كل منها في ضوء نتائج القياس والتوصل الى الأسلوب الأفضل في بناء المحفظة للمستثمر العراقي.

### ثالثاً: فرضيات البحث

- 1- تحقق المحفظة الدفاعية مستوى أداء أعلى من نظيرتها الهجومية عندما تتحرك الأسعار نحو الانخفاض وتتهجه السوق المالية العراقية نحو الهبوط.
- 2- تحقق المحفظة الهجومية مستوى أداء أعلى من نظيرتها الدفاعية عندما تتحرك الأسعار نحو الارتفاع وتتهجه السوق المالية العراقية نحو الصعود.
- 3- تحقق المحفظة الكفوءة مستوى أداء أعلى من نظيراتها المستندة الى توقيت السوق (الدفاعية والهجومية) في كلا إتجاهي السوق صعوداً وهبوطاً.

### رابعاً: مجتمع البحث وعينته

مثلت الشركات العراقية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (91) شركة بحسب النشرة السنوية للسوق لعام 2009 مجتمعاً للبحث، سحبت منها عشرون (20) شركة مدرجة في السوق بأسلوب المعاينة العمدية، والتي أشير إليها في الجانب التطبيقي من البحث، وتوزعت بين قطاعاته الاقتصادية السبع كافة بعد أن حافظت على إستمرار تداول أسهمها بانتظام خلال مدة البحث وتوافرت عنها البيانات اللازمة للتحليل والتي استخدمت فيها العوائد الرأسمالية الشهرية بين عامي (2008- 2009) كوحدة للتحليل والاختبار في ضوء أسعار الأغلاق الواردة في النشرات الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية. وبذلك شكّلت عينة البحث ما نسبته (22%) من مجموع شركات سوق العراق للأوراق المالية، ولعلها نسبة مقبولة إحصائياً لأغراض تعميم نتائج القياس والتحليل على مجتمع البحث.

### خامساً: أسلوب القياس والتحليل

- 1- حساب العائد والمخاطرة النظامية بدليل معاملها بيتا إستناداً الى أسعار الأغلاق الشهرية للأسهم عينة البحث فضلاً عن تقدير العوائد الشهرية للسوق على مستوى عينة البحث.
- 2- جرى استبعاد الشركات التي تمخضت عن نتائج حساب خصائص الاستثمار فيها والمؤشرات الأخرى قيم متطرفة شاذة أينما ورد ذلك في التحليل حرصاً على سلامة القياس والاختبار.
- 3- حددت المرحلة التي يمر فيها السوق او إتجاهاته صعوداً وهبوطاً استناداً الى نموذج (Fabozzi & Francis, 1977) والذي يقضي باعتبار السوق المالية صاعدة Bull Market إذا حققت العوائد الشهرية للسوق شرط  $(RM > 0.5\sigma M)$  وهابطة Bear Market إذا حققت العوائد الشهرية للسوق شرط  $(RM < 0.5\sigma M)$ . وتبين بعد ذلك إتخاذ الأسعار في سوق العراق للأوراق المالية عام 2008 إتجاهاً تصاعدياً بما يوشر أنها مثلت سوقاً صاعدة مقارنة مع عام 2009 التي أتخذت فيها الأسعار إتجاهاً تنازلياً بما يوحي أنها شكّلت في ذلك العام سوقاً هابطة.
- 4- بناء محافظ توقيت السوق طبقاً لإتجاهاته في الصعود والهبوط تزامناً مع بناء المحافظ الكفوءة في كلا الإتجاهين على وفق نموذج التدرج البسيط بعد أن حققت الشرط  $(R_i - R_f / \beta_i > C_i)$ ، ومن ثم قياس أداء جميع المحافظ بموجب نموذج Treynor الذي يتماشى مع أسلوب القياس ومنهج التحليل كونه المقياس المستخدم أساساً في تدرج الأسهم ضمن المحفظة الكفوءة من جهة، ولتركيزه على المخاطرة النظامية المرتبطة بتحركات السوق في قياس أداء المحفظة من جهة أخرى.

## البناء الفكري

### أولاً: المحفظة الكفوءة: المفهوم والخصائص

تعرف محفظة الاستثمار بوجه عام ومحفظة الأسهم بشكل خاص على أنها تشكيلة متنوعة من الأسهم يمسكها المستثمر بهدف تعظيم منفعتها من خلال المبادلة بين عائد المحفظة ومخاطرتها (Weston & Brigham, 1978: 352). وهوما يدعو الى توزيع ثروة المستثمر بين مجموعة أسهم وليس سهم واحد، لأن مسك الأسهم ضمن محفظة الاستثمار تجنب المستثمر مغبة التعرض الى قدر أكبر من المخاطرة عند مسكها على إفراد (Brigham, 1986: 164) تماشياً مع أهدافه الأساسية من بناء المحفظة في المحافظة على ثروته لا بل تعظيمها الى الحد الذي يكفل استمرار تدفق المنفعة منها.

ويعد (Harry Markowitz) في دراسته "اختيار المحفظة" عام 1952 وكتابه اللاحق عام 1959 منظر نظرية المحفظة ورائدها الأول (العامري، 2010: 69) والتي أرسى قواعد تطبيقها من بعده رواد الفكر المالي الحديث أمثال: Treynor, 1961 و Sharpe, 1963 و Mossin, 1966 و Lintner, 1969 و Black, 1972 (Copeland and Weston, 1988: 193). والمحفظة الكفوءة، هي المحفظة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو هي المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة. وقد أوضح Harry Markowitz أنه بعدد محدود من الأسهم يمكن بناء عدد غير محدود من المحافظ الاستثمارية، إلا أن المستثمر يهتم بمجموعة محددة من المحافظ الكفوءة تشكل منحنيًا يطلق عليه بالحد الكفوء Efficient Frontier يستطيع المستثمر منه اختيار محفظته الكفوءة لتلائم مع تفضيلاته من حيث العائد ودرجة المخاطرة التي يستطيع تحملها (العامري، 2010: 71-72) و (Block & Hirt, 2005: 387).

وتستند نظرية المحفظة الكفوءة في طروحاتها ومضمونها الفكري المتعلق بسلوك المستثمر الى نظرية المنفعة كواحدة من النظريات الاقتصادية الشائعة التي تفترض رشد المستثمر في خياراته من أنه يوازن بين "الكلفة والمنفعة" (Samuels et. al., 1995: 243)، أي بين "العائد والمخاطرة". ولقد تمثل الاسهام الجوهرية لنظرية المحفظة الكفوءة على وفق مبدأ التنوع الكفوء لموجودات المحفظة من الأسهم بأنه عندما تكون المبادلة صحيحة بين العائد والمخاطرة، لا يعود من الضروري أن تكون مخاطرة المحفظة في أدنى مستوياتها (العامري، 2010: 74). وهذا يعني اهمية تخفيض مخاطرة المحفظة الى مستويات متدنية، إلا أن الأهم هو تحقيق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة (Eales, 1995: 157) حتى لو كانت الأخيرة عالية طالما أن العائد في مستواه الأعلى ويعوض المستثمر عن تحمل ذلك المقدار من المخاطرة أفضل تعويض.

وتأسيساً على ذلك، يعد كل من العائد والمخاطرة ركنين أساسيين للاستثمار لا يمكن للمستثمر تحقيق هدف تعظيم ثروته إلا بعد قياس كل منهما ليجري بعدئذ بناء محفظته الكفوءة في ضوءهما كخصائص أساسية للاستثمار. وعائد المحفظة، هو المتوسط الموزون لعوائد الأسهم المكونة للمحفظة والذي يحسب من خلال ضرب (\*) عائد كل سهم في وزنه من المحفظة أي نسبة المبلغ المستثمر في كل سهم الى المبلغ الكلي للاستثمار في جميع الأسهم المكونة للمحفظة (Brigham & Davis, 2004: 40). وباستخدام المعادلة (1) يمكن حساب عائد المحفظة على وفق الصيغة الآتية (Ross et. al., 2000: 386):

$$R_p = W_i R_i + W_j R_j + \dots + W_n R_n \\ = \sum_{i=1}^n W_i R_i \dots \dots \dots (1)$$

(\*)  $R_i = \frac{D_t}{P_{t-1}} + \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$  حيث أن  $R_i$  = عائد السهم  $\bar{D}_t$  = مقسوم أرباح السهم في المدة  $P_{t-1}$  = سعر السهم في المدة  $t-1$ .  $P_{t-1}$  = سعر السهم في المدة  $t-1$ .

اذ ان:

- $R_p$  = عائد المحفظة.
- $W_i$  = وزن السهم  $i$  في المحفظة.
- $R_i$  = عائد السهم  $i$ .
- $W_j$  = وزن السهم  $j$  في المحفظة.
- $R_j$  = عائد السهم  $j$  في المحفظة.
- $n$  = عدد الأسهم المكونة للمحفظة.

أما مخاطرة المحفظة، فهي تعبر عن احتمالية تراجع العائد الفعلي المتوقع من الاستثمار في المحفظة دون العائد المتوقع منها. والمخاطرة بمعناها العام هي احتمالية التعرض الى ضرر أو خسارة، وهي لا تختلف بهذا المضمون عن مخاطرة الاستثمار في الأسهم ولا سيما أن الأخيرة تعكس احتمالية انخفاض العائد الفعلي المتوقع للسهم دون العائد المتوقع منه أو مقدار التقلب المحتمل في عوائد الأسهم بالسوق المالية (Vanhorne, 1977: 15).

ويرتبط القسم الأهم من المخاطرة بذلك الجزء من تقلب العوائد المستقبلية للمحفظة المرتبط بتقلبات عائد السوق، بمعنى المخاطرة السوقية أو النظامية غير القابلة للتنوع مقارنة بالمخاطرة اللانظامية التي لا ترتبط بتقلبات عائد السوق ومن ثم يمكن إزالتها وتجنب التعرض إليها عن طريق التنوع. وهو السبب الأساس وراء تركيز البحث الحالي على قياس هذا النوع من مخاطرة المحفظة بدليل معاملها بيتا ( $\beta$ ) علاوة على أنها تشكل ذلك النوع من المخاطرة الذي يخضع باستمرار الى تقويم السوق المالية (Jones, 2000: 527). أي أن التقلبات النظامية في عوائد المحفظة بدليل معاملها بيتا المحفظة ترتبط ارتباطاً مباشراً بتحركات السوق وهي ناشئة عنها في الأساس.

وتقاس المخاطرة النظامية للمحفظة، والتي تعكس إجمالي التقلب في عوائد الأسهم المدرجة ضمن المحفظة والناشئ عن عوامل عامة تخص السوق المالية برمتها، بموجب معامل بيتا المحفظة ( $\beta_p$ ) كمعدل موزون لمجموع معاملات بيتا ( $\beta_i$ ) (\*أسهم المحفظة كما مبين في المعادلتين (2) و(3) (Brigham & Daves, 2004: 52):

$$\beta_p = W_i \beta_i + W_j \beta_j + \dots + W_n \beta_n \dots \dots \dots (2)$$

$$= \sum_{i=1}^n W_i \beta_i \dots \dots \dots (3)$$

اذ ان:

- $\beta_p$  = معامل المخاطرة النظامية للمحفظة.
- $W_i$  = وزن السهم  $i$  في المحفظة.
- $\beta_i$  = معامل بيتا السهم  $i$ .
- $W_j$  = وزن السهم  $j$  في المحفظة.
- $\beta_j$  = معامل بيتا السهم  $j$ .
- $n$  = عدد الأسهم في المحفظة.

(\*)  $\beta_i = \frac{\text{cov } R_j, R_m}{\text{var } R_m}$  حيث ان:  $\beta_i$  = معامل المخاطرة النظامية للسهم  $i$  ،  $\text{Cov } R_j, R_m$  = التباين المشترك لعائد السهم  $j$  مع عائد محفظة السوق ،  $\text{Var } R_m$  = تباين عائد محفظة السوق.

## ثانياً: نموذج التدرج البسيط وقياس أداء المحفظة

يعد نموذج التدرج البسيط Simple Ranking Model, 1976 واحداً من النماذج الرئيسية في بناء المحفظة الكفوءة بعد أن أثبتت الكثير من الدراسات التجريبية جدوى اعتماده للغرض المذكور ولا سيما أنه يولد المحافظ الكفوءة ذاتها التي يولدها نموذج (Sharpe, 1963). إذ أعتمد Alton وزملائه مقياس (Treynor) لتدرج الأسهم المرشّح ضمّها الى المحفظة الكفوءة. وهذا المقياس هو عبارة عن نسبة أستعملت أساساً في مقارنة أداء الأسهم الفردية ومحافظ الاستثمار من تلك الأسهم. فالمحفظة التي ترتفع فيها هذه النسبة (Rp-Rf/ βp) تحقق مستوى أداء أعلى من محفظة أخرى تنخفض فيها النسبة المذكورة، ليجري بعدئذ ترتيب محافظ الاستثمار تنازلياً بحسب مستوى الأداء المتحقق. وما يلاحظ على مقياس (Treynor) أنه يرتب المحافظ بحسب أفضليتها في ضوء المبادلة ما بين بعدي العائد والمخاطرة النظامية. ولقد أستند نموذج التدرج البسيط الى افتراضات ضمن المرحلة الأولى من مراحل بناء المحفظة الكفوءة لجميع المستثمرين (مرحلة التحليل)، أما الاختلاف، فهو في المرحلة الثانية، أي مرحلة البناء التي يستند فيها النموذج الى أبسط الطرائق الحسابية دون الحاجة الى إجراء عمليات رياضية معقدة. وفيما يأتي إيجاز دال ومعبر عن آلية بناء المحفظة الكفوءة على وفق نموذج التدرج البسيط (العامري، 2010: 104-106) و (Eales, 1995: 160-161):

1- حساب قيمة حد القطع Cut-off Rate, Ci الذي هو عبارة عن نسبة تستعمل لضم الأسهم ضمن المحفظة الكفوءة. والمعادلة (4) تمثل صيغة حساب حد القطع:

$$C_i = \frac{\sigma^2 R_m \left[ \sum_{i=1}^n \left( \frac{(R_i - R_f) \beta_i}{\sigma^2 i} \right) \right]}{\left( 1 + \sigma^2 R_m \dots \sum_{i=1}^n \frac{\beta_i^2}{\sigma^2 i} \right)} \dots \dots \dots (4)$$

2- حساب قيمة Zi، وهي نسبة تستخدم في حساب وزن كل سهم في المحفظة وتحسب بموجب المعادلة (5):

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma^2 i} \left[ \frac{R_i - R_f}{\beta_i} - C_i \right] \dots \dots \dots (5)$$

3- حساب قيمة Wi، وهي وزن أو نسبة اسهام كل سهم من إجمالي مبلغ الاستثمار في المحفظة. ويحسب طبقاً للمعادلة (6) :

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i} \dots \dots \dots (6)$$

4- بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم التي تكون فيها نسبة تعويض المخاطرة النظامية Reward to Risk Ratio التي يجري بموجبها ترتيب الأسهم تنازلياً أكبر من نسبة حد القطع (Ci)، أي أن [(Ri-Rf) / βi] > Ci، ومن ثم تحديد حد القطع الأمثل (Ci\*) الذي يمثل حد القطع لأخر سهم يتم إدراجه ضمن المحفظة الكفوءة. وفيما يأتي تعريف بالرموز التي جرى تضمينها في المعادلات (4-6):

$\sigma^2 R_m$  = تباين عائد محفظة السوق.

$R_i$  = عائد السهم i.

$R_f$  = العائد خال من المخاطرة.

$\beta_i$  = معامل المخاطرة النظامية للسهم i.

$\sigma^2 i$  = تباين عائد السهم i.

### ثالثاً: اتجاهات ومراحل السوق المالية

لا يختلف أثنان على أن السوق المالية متقلبة غير مستقرة تتجه فيها الأسعار تارة نحو الارتفاع لتمرّ عندئذٍ بمرحلة الصعود (Bull Market) تستمر بعدها مدة معينة من الزمن عادة ما تمتد لأشهر (أو حتى بضعة سنوات أحياناً) حتى تتقلب تارة أخرى وتتجه نحو الانخفاض وتدخل في مرحلة الهبوط (Bear Market) (Biscarri & Gracia, 2001: 3; Tu, 2006: 1). وقد وظفت مداخل ونماذج كثيرة لمعرفة اتجاهات السوق من حيث الصعود أو الهبوط، برز من بينها ذلك الذي أعتمده كل من (Fabozzi & Francis, 1977) إذ تكون السوق المالية صاعدة إذا حققت العوائد الشهرية للسوق شرط  $(RM > 0.5\sigma M)$  وهابطة إذا حققت العوائد الشهرية للسوق شرط  $(RM < 0.5\sigma M)$ . والأهم في هذا الموضوع هو الاختلاف الذي تحدثه تلك التحركات للسوق وانتقالها من مرحلة لأخرى في معامل بيتا المحفوظة نتيجة التقلبات غير الخطية في أسعار الأسهم المكونة لها وما يترتب على ذلك من تفاوت في أداء المحفوظة وموجوداتها من الأسهم (Woodward & Anderson, 2001: 2, 4). وهو ما يدعو إلى ضرورة تبني إستراتيجية توقيت السوق Market Timing Strategy كشكل من أشكال التحليل الفني الذي يستهدف تحديد نقاط التحول في مؤشرات الأسواق المالية تحديداً الأسهم (Abdel Razeq & Ebeid, 2007: 8) ومن ثم بناء محافظ استثمار تتناسب درجة مخاطرتها النظامية المرتبطة بتحركات السوق مع المرحلة التي يمرّ فيها من حيث الصعود والهبوط. ولربما يمكن تحقيق ذلك الهدف من خلال بناء محافظ يراعى في إختيار مكوناتها من الأسهم انخفاض درجة مخاطرتها النظامية بدليل معاملها بيتا إلى ما هو أدنى من تقلب عائد السوق عندما تتجه توقعات المستثمرين صوب تحرك السوق المالية نحو الهبوط لتجنبه التعرض إلى مخاطرة عالية نتيجة زيادة حدة تقلب السوق المالية في هذه المرحلة وذلك على العكس تماماً عندما تكون السوق المالية صاعدة، إذ يمكن بناء محفظة تضم أسهماً ترتفع فيها قيمة معاملات المخاطرة النظامية بيتا إلى ما هو أعلى من بيتا السوق ذاته والبالغة واحد عدد صحيح شرط أن يرافق ذلك احتمالية إرتفاع العائد إلى حدود تتيح إمكانية تعويض المستثمر عن تحمل هذا المستوى من المخاطرة (أبو عمر، 2003: 94) و(Brigham & Davis, 2004: 671).

## نتائج التحليل ومناقشتها

### أولاً: تحليل اتجاهات السوق:

أظهرت نتائج تحليل العوائد الرأسمالية للسوق على مستوى الشركات التي جرى إختيارها عينة للبحث والمبينة في الجدول (1) اختلافاً واضحاً بين عامي 2008 و2009، مما انعكس على أن تكون متوسطات عوائد السوق 0.013 و0.047 وبأنحراف معياري 0.037 و0.074 على التوالي. ولعلها نتيجة منطقية تتفق مع ما طرحته الأدبيات من أن السوق المالية الهابطة (عام 2009) تشهد تقلباً أعلى مقارنة مع السوق المالية الصاعدة (عام 2008) ولا سيما بعدما أوضحت نتائج تحليل نموذج (Fabozzi & Francis,1977) استمرار العوائد الشهرية للسوق في عام 2008 بتفوقها على قيمة هذا المؤشر والبالغة 0.006 لثمان دورات شهرية باستثناء الأشهر (كانون الثاني، نيسان، آب، تشرين الأول) بينما لم تتفوق العوائد الشهرية للسوق على المؤشر المذكور في عام 2009 والبالغة 0.037 سوى لخمس دورات شهرية توزعت بين الأشهر (كانون الثاني وشباط وأذار وآب وتشرين الأول). وهو ما يوحي الى أن سوق العراق للأوراق المالية سجلت تحركاً باتجاه الصعود في عام 2008 مقارنة باتجاهها نحو الهبوط في عام 2009 ومن ثم ضرورة تجنب المستثمر اعتماد سياسة مجازفة للاستثمار في عام 2009 وبناء محفظة تحرص على إدراج أسهم دفاعية يتوقع منها تحقيق قدر مناسب من العوائد والتعرض الى أقل قدر ممكن من المخاطرة النظامية او السوقية في الوقت ذاته.

جدول (1): نتائج تحليل اتجاهات السوق

2009	2008	التفاصيل
0.047	0.013	متوسط عائد السوق
0.074	0.037	الانحراف المعياري
0.037	0.006	مقياس (Fabozzi & Francis,1977)
5	8	عدد الدورات الشهرية الموجبة

### ثانياً: تحليل عائد ومخاطرة محافظ توقيت السوق والمحافظ الكفوءة:

#### 1- المحافظ في ظل السوق الصاعدة (عام 2008):

تشكلت المحفظة الهجومية من تسع شركات ارتفعت فيها معاملات بيتا عن الواحد عدد صحيح متراوحة بين أعلى قيمة لها كما يبينها الجدول رقم (A-2) 3.25 في شركة الاستثمارات السياحية وهي قيمة عالية جداً تعبر عن حجم تقلب كبير في عوائد هذه الشركة على أثر تحركات السوق وتزامناً مع تحقيق أعلى متوسط عائد خلال هذه المدة 0.625 بينما بلغت أدنى قيمة لمعامل المخاطرة النظامية بيتا على مستوى المحفظة الهجومية 1.046 في شركة الونام للاستثمار المالي والتي تراجع فيها متوسط العائد الى 0.13. أما عائد المحفظة ككل، فقد بلغ وباستخدام أوزان متساوية ما قيمته 0.205 في حين بلغت المخاطرة النظامية للمحفظة بدليل معاملها بيتا 1.53.

وبخصوص المحفظة الدفاعية، فقد تكونت من عشر شركات يوضحها الجدول رقم (B2) تراوحت فيها قيم معاملات بيتا بين 0.91 في شركة الشرق الأوسط للأسماك التي حققت أعلى عائد كذلك 1 و-0.009 في الشركة العراقية لأننتاج البذور التي لم يكن العائد المتوقع على الاستثمار في أسهمها مرتفعاً مقارنة بالشركة الأولى إذ بلغ كمتوسط 0.222. وقد بلغ عائد المحفظة الدفاعية 0.136 بينما بلغت مخاطرتها النظامية 0.415. وعند المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظتين الهجومية والدفاعية، يبدو جلياً تفوق المحفظة الأولى في العائد على المحفظة الثانية، إلا أن الأخيرة لم تبلغ مخاطرتها النظامية سوى 0.415، ولكن الحكم النهائي على أداء المحفظتين مقرون بالمبادلة بين عائد ومخاطرة كل منهما.

أما المحفظة الكفوءة، فقد تألفت من خمسة شركات كما يعرضها الجدول رقم (C-2) والتي بلغ فيها حد القطع الأمثل ( $C_i^* = 0.182$ ) في شركة الدراجات والأنابيب المعدنية، علماً أنه جرى اعتماد سعر الفائدة على حوالات الخزينة والصادرة عن البنك المركزي العراقي بموجب النشرة السنوية لعام 2009 كمقياس للعائد خال من المخاطرة والذي بلغ كمتوسط في عام 2008 (0.12) و(0.09) في عام 2009. كما بلغ عائد المحفظة الكفوءة 0.241 ومخاطرتها النظامية بدليل معامل بيتا 0.632. ومن الواضح أن المحفظة الكفوءة ضمت شركات ارتفعت فيها معاملات بيتا الى أكثر من واحد عدد صحيح، ولكن طالما أنها تضمن تحقيق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة لم يعد للأمر شأن كبير يذكر، وتبقى مسألة الحكم على جودة أدائها مرهونة بنتائج قياس الأداء ومقارنتها مع ماهي عليه بالنسبة لمحافظ توقيت السوق دفاعية كانت أم هجومية.

الجدول (A-2): عائد ومخاطرة أسهم محافظ توقيت السوق / المحفظة الهجومية لعام 2008

Ri	$\beta_i$	التفاصيل
المحفظة الهجومية		
0.625	1.683	1 مصرف دار السلام
-0.366	-1.307	2 شركة دار السلام للتأمين
0.13	1.046	3 شركة الونام للاستثمار
-0.09	1.48	4 شركة الصناعات الغذائية
0.083	1.973	5 شركة الصناعات الخفيفة
0.31	1.594	6 شركة الصناعات الكيماوية
0	2.184	7 شركة الأصباغ الحديثة
0.462	1.873	8 شركة الدراجات والأنابيب
0.692	3.25	9 شركة الاستثمارات السياحية

الجدول (B-2): عائد ومخاطرة أسهم محافظ توقيت السوق / المحفظة الدفاعية لعام 2008

Ri	$\beta_i$	التفاصيل
المحفظة الدفاعية		
-0.14	0.454	1 مصرف الشرق الأوسط
-0.071	0.253	2 مصرف الوركاء
0.05	0.299	3 شركة الأمين للتأمين
-0.066	-0.036	4 شركة المعمورة العقارية
0.087	0.621	5 شركة البادية للنقل
0.166	0.035	6 شركة السجاد والمفروشات
-0.20	0.738	7 شركة الخياطة الحديثة
0.32	0.877	8 شركة فندق بغداد
1	0.917	9 شركة الشرق الأوسط للأسماك
0.222	-0.009	10 الشركة العراقية لإنتاج البذور

الجدول (C-2): عائد ومخاطرة أسهم المحفظة الكفوءة لعام 2008

Ri	$\beta_i$	التفاصيل
المحفظة الكفوءة		
0.625	1.683	1 مصرف دار السلام
-0.366	-1.307	2 شركة دار السلام للتأمين
0.166	0.035	3 شركة السجاد والمفروشات
0.462	1.873	4 شركة الدراجات والأنابيب
0.32	0.877	5 شركة فندق بغداد

2- المحافظ في ظل السوق الهابطة (عام 2009):

تألفت المحفظة الهجومية من ست شركات ارتفعت فيها معاملات بيتا عن الواحد عدد صحيح متراوحة بين أعلى قيمة لها كما يبينها الجدول رقم (A-3) 3.57 في شركة الاستثمارات السياحية أيضاً، وتزامناً مع تحقيق أعلى متوسط عائد خلال هذه المدة 1.975 بينما بلغت أدنى قيمة لمعامل المخاطرة النظامية بيتا على مستوى المحفظة الهجومية 1.482 في شركة الونام للاستثمار المالي كذلك كما هي الحال بالنسبة لعام 2008 والتي أنخفض فيها متوسط العائد الى أدنى حد مقارنة ببقية شركات هذه المحفظة 0.384. أما عائد المحفظة ككل، فقد بلغ 0.777 في حين بلغت المخاطرة النظامية للمحفظة بدليل معاملها بيتا 1.97.

أما بالنسبة الى المحفظة الدفاعية، فقد ضمت ثلاث عشرة شركة يعرضها الجدول رقم (B-3) تراوحت فيها قيم معاملات بيتا بين 0.795 في شركة الأصباغ الحديثة و-0.146 في شركة الشرق الأوسط للأسماك. كما تراوحت معدلات العوائد لأسهم شركات هذه المحفظة بين 0.967 في شركة البادية للنقل و-0.13 في مصرف دار السلام للتأمين. واستناداً الى هذه النتائج، يتضح أن عائد المحفظة الدفاعية قد بلغ 0.343 بينما بلغت مخاطرتها النظامية 0.471. وفي حالة المقارنة بين عائد ومخاطرة المحفظتين الهجومية والدفاعية، يبدو للعيان تفوق المحفظة الأولى في العائد على المحفظة الثانية، في حين لم تبلغ المخاطرة النظامية للأخيرة 0.471، ويبقى الحكم النهائي على أداء المحفظتين منوط بالمبادلة بين عائد ومخاطرة كل منهما.

أما بخصوص المحفظة الكفوءة، فقد تكونت من تسع شركات كما يعرضها الجدول رقم (C-3) والتي بلغ فيها حد القطع الأمثل ( $C_i^* = 0.198$ ) في مصرف دار السلام. كما بلغ عائد المحفظة الكفوءة 0.525 ومخاطرتها النظامية بدليل معامل بيتا 0.750. وينطبق النهج ذاته في التأويل والتفسير من حيث العائد ومستوى المخاطرة علاوة على العلاقة بينهما.

الجدول (A-3): عائد ومخاطرة أسهم محافظ توقيت السوق/ المحفظة الهجومية

لعام 2009

Ri	$\beta_i$	التفاصيل
المحفظة الهجومية		
0.769	1.598	1 مصرف الوركاء
0.384	1.482	2 شركة الونام للاستثمار
0.586	1.907	3 شركة المعمورة العقارية
0.40	1.703	4 شركة الصناعات الغذائية
0.552	1.563	5 شركة فندق بغداد
1.975	3.570	6 شركة الاستثمارات السياحية

بناء محافظ الأستثمار في سوق العراق للأوراق المالية:

توقيت السوق مقابل الاختيار الكفوء

الجدول (B-3): عائد ومخاطرة أسهم محافظ توقيت السوق/المحفظة الدفاعية لعام 2009

Ri	$\beta_i$	التفاصيل	
المحفظة الدفاعية			
0.26	0.168	المصرف التجاري	1
0.209	0.644	مصرف الشرق الأوسط	2
-0.13	0.326	مصرف دار السلام	3
0.333	0.607	شركة الأمين للتأمين	4
0.333	0.40	شركة دار السلام للتأمين	5
0.967	0.466	شركة البادية للنقل	6
0.114	0.777	شركة السجاد والمفروشات	7
0.791	0.534	شركة الصناعات الخفيفة	8
0.473	0.477	شركة الصناعات الكيماوية	9
0.382	.795	شركة الأصباغ الحديثة	10
0.222	.356	شركة الخياطة الحديثة	11
0.333	0.146	شركة الشرق الأوسط للأسماك	12
0.181	0.427	الشركة العراقية لإنتاج البذور	13

الجدول (C-3): عائد ومخاطرة أسهم المحفظة الكفوءة لعام 2009

Ri	$\beta_i$	التفاصيل	
المحفظة الكفوءة			
0.769	1.598	مصرف الوركاء	1
0.333	0.607	شركة الأمين للتأمين	2
0.384	1.482	شركة الونام للاستثمار	3
0.586	1.907	شركة المعمورة العقارية	4
0.967	0.466	شركة البادية للنقل	5
0.791	0.534	شركة الصناعات الخفيفة	6
0.473	0.477	شركة الصناعات الكيماوية	7
0.382	.795	شركة الأصباغ الحديثة	8
0.552	1.563	شركة فندق بغداد	9

ثالثاً: قياس أداء محافظ توقيت السوق والمحفظة الكفوءة:

أسفرت نتائج قياس أداء محافظ توقيت السوق والمحفظة الكفوءة التي يظهرها الجدول (4) عن تفوق أداء المحفظة الهجومية على المحفظة الدفاعية ، وذلك أثناء صعود السوق في عام 2008 الى الحد الذي بلغت فيه قيمة مؤشر (Treyner)، 0.056 للمحفظة الهجومية مقارنة بالمحفظة الدفاعية 0.039، بينما حدث العكس من ذلك في عام 2009 عندما تراجع الأسعار لأشهر عديدة خلال السنة ومن ثم اتجاه السوق نحو الهبوط وتفوق المحفظة الدفاعية على نظيرتها الهجومية بعد أن بلغ مؤشر (Treyner) ما قيمته 0.537 في المحفظة الأولى و0.349 في المحفظة الثانية .

أما بالنسبة لأداء المحفظة الكفوءة، فقد حقق أعلى مستوى بموجب مؤشر Treynor في كلا إتجاهي السوق صعوداً وهبوط ، إذ بلغ على التوالي 0.191 و0.580 . وهو ما يدعو للقول بضرورة بناء المحفظة على أساس الاختيار الكفوء لمكوناتها من الأسهم في جميع ظروف السوق وإتجاهاته لضمان تحقيق أفضل مبادلة صحيحة بين العائد والمخاطرة ، تنسحب على تعظيم منفعة الأستثمار ومن ثم تعظيم ثروة المستثمر في السوق المالية العراقية.

جدول (4): نتائج قياس أداء محافظ توقيت السوق والمحفظة الكفوءة

Treyner Index		$\beta_p$		$R_p$		المؤشرات	ت
2009	2008	2009	2008	2009	2008	المحفظة السنة	
0.349	0.056	1.97	1.53	0.777	0.205	الهجومية	1
0.537	0.039	0.471	0.415	0.343	0.136	الدفاعية	2
0.580	0.191	0.750	0.632	0.525	0.241	الكفوءة	3

## الأستنتاجات والتوصيات

### أولاً: الأستنتاجات:

- 1- يعد التغير الثابت الوحيد في سلوك الأسواق المالية، بمعنى أن حركية السوق وعدم إستقراريتها هي صفة ملازمة لها تجابه المستثمر بشيء من التعقيد وعدم التأكد من إمكانية ضمان استمرار تدفق الدخل ونموه، فهي بيئة متقلبة تتجه فيها الأسعار مرّة نحو الصعود وتارة أخرى نحو الهبوط الأمر الذي يحتم ضرورة تحقيق نوع من الموازنة بين أهداف المستثمر وتفضيلاته بشأن العائد والمخاطرة وربطها بتحركات السوق ومراحله ولا سيما عندما تفضي التوقعات بانخفاض اسعار الاسهم ولمدد متتالية تتجه بالسوق نحو الهبوط وتتفاقم معها احتمالات تقلب العوائد المستقبلية للاستثمارات وتزداد الحاجة أحياناً الى اتخاذ المستثمر للمركز القصير.
- 2- ولعل بناء المحفظة على وفق آلية الاختيار الكفوء لمكوناتها من الأسهم يساعد بشكل أكبر على تحقيق هدف تعظيم منفعة المستثمر من موارده المحدودة مقارنة بحافظ توقيت السوق التي لا تكفل تحقيق مبادلة صحيحة على الدوام بين العائد والمخاطرة كما أثبتته نتائج التحليل والاختيار على مستوى الشركات التي جرى انتخابها عينة للبحث.
- 3- إذ كشفت نتائج تحليل محافظ توقيت السوق عن تفوق أداء المحفظة الدفاعية طبقاً لمؤشر 0.537 (Treyner) على نظيرتها الهجومية 0.349 أثناء اتجاه السوق في عام 2009 نحو الهبوط، بينما تراجع أدائها 0.039 في العام 2008 أثناء اتخاذ السوق اتجاهات تصاعدية وتفوقت عليها المحفظة الهجومية 0.056. وهو ما يتفق تماماً مع الفرضيتين الأولى والثانية ويدعم صحة كل منهما الى حد كبير.
- 4- على الرغم من ذلك، لم تستطع أي من محافظ توقيت السوق الهجومية والدفاعية من التغلب على المحفظة الكفوءة وفي كلا إتجاهي السوق الصاعد والنازل ولا سيما بعد أن حققت المحفظة الكفوءة مستوى أداء عالي حسيماً تمخض عن تطبيق نموذج Treynor لقياس أداء محافظ الاستثمار، إذ بلغت قيمته في عامي 2008 و2009 ما قيمته 0.191 و0.580 على التوالي. وعلى هذا الأساس أثبتت صحة الفرضية الثالثة ومنطقيتها من حيث إرتفاع مستوى أداء المحفظة التي يجري إختيار موجوداتها من الأسهم على وفق منهج الاختيار الكفوء مقارنة بحافظ توقيت السوق. ولعل السبب الرئيس في ذلك هو أن المحفظة الكفوءة تضمن تحقيق أفضل مبادلة صحيحة بين العائد والمخاطرة بمستوياتهما كافة، ومن ثم تنتفي ضرورة تخفيض مخاطرة المحفظة الى أدنى مستوياتها عندما تكون المبادلة بين خصائص الاستثمار فيها صحيحة. وعلى هذا الأساس، يمكن القول بصعوبة تحقيق مستويات أداء عالية من خلال توقيت سوق العراق للأوراق المالية.

## ثانياً: التوصيات:

- 1- لا بد من دراسة تحركات السوق المالية وإتجاهاتها وربطها بإمكانية بناء محافظ كفوءة تعتمد الاختيار الكفوء لموجوداتها من جهة، ويراعى في إختيارها درجة المخاطرة النظامية المرافقة لها من جهة أخرى، بحيث يجري بناء محافظ هجومية كفوءة في أوقات إتجاه السوق نحو الصعود، وأخرى دفاعية كفوءة في أوقات إتجاه السوق نحو الهبوط وما يرافق ذلك من توقعات بشأن زيادة وتيرة التقلب في هذه المدد.
- 2- ضرورة إتفات المستثمر العراقي الى مسألة التركيز على العوامل العامة التي تكتنف بيئة السوق، بمعنى التركيز على ذلك الجزء من التقلب الكلي في عوائد المحفظة متمثلاً بمخاطرتها النظامية، لأن التنوع الكفوء يكفل إزالة المخاطرة اللانظامية وحدها دون المخاطرة النظامية من ناحية، ولأن الأخيرة ترتبط أصلاً بتقلبات الأسعار في السوق المالية من ناحية أخرى .
- 3- ينبغي كذلك ربط طول الدورة الزمنية لتحركات السوق وإتجاهاته صعوداً وهبوط مع إمكانية بقاء المحفظة كفوءة تحقق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة على مدار تلك الدورة للحيلولة دون الوقوع في مغبة عدم الموازنة بين خصائص الأسهم المكوّنة للمحفظة واتجاهات السوق.

## المراجع

- 1- أبو عمر، واثق حمد ، النظرية المعاصرة لمحفظة الاوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، سوريا، دمشق: دار الرضا للنشر، 2003.
- 2- العامري، محمد على أبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، الأردن: عمان، إثراء للنشر والتوزيع، 2010
3. Abdel Razek, Yasmine H. & Ebeid ,Said T., Market Timing: Testing Market Timing Ability in the Egyptian Stock Market, 2007, ([www.papers.ssm.com](http://www.papers.ssm.com)).
- 4- Biscarri, Javier Gomez & Gracia, Femando, Perez de, Bulls and Bears: Lessons from some European Countries,2001 (www.econ.upf.edu).
- 5- Block, Stanley B. and Hirt, Geoffrey A., Foundations of Financial Management , 11th. ed., Irwin: McGraw- Hill Inc., 2005.
- 6- Brigham, Eugene F., Fundamentals of Financial Management, 4th. ed., USA: The Dryden Press Inc., 1986.
- 7- Brigham, Eugene F. and Daves, Phillip R., Intermediate Financial Management, 8th.ed. , USA: Thomson, South Western , 2004.
- 8- Copeland, Thomas E. and Weston, J. Fred, Financial Theory and Corporate Policy, 3rd. ed., USA: Addison – Wesley Publishing Company, Inc., 1988.
- 9- Eales , Brain A., Financial Risk Management, UK: McGraw – Hill Book Company , 1995.
- 10- Jones , Charles P., Investments: Analysis and Management, 7th. ed., USA: John Wiley and Sons, Inc., 2000.
- 11- Ross, Stephen A., Westerfield , Randolph W. and Jordan , Bradford D. , Fundamentals of Corporate Finance, 5th.ed., Irwin :McGraw – Hill Companies, Inc., 2000 .
- 12- Samuels, J.M., Wilkes, F.M., and Brayshaw, R. E., Management of Company Finance, 6th.ed., UK: International Thomson Publishing Company, 1995 .
- 13- Tu, Jun, Are Bull and Bear Markets Economically Important ? , 2006 ([www.ccf.org.cn](http://www.ccf.org.cn)) .
- 14- Van Horne, James Brigham, Eugene F., Managerial Finance , 6th.ed. , Hinsdale, Illinois: The Dryden Press, 1978 .
- 15- Woodward, George and Anderson Heather, Does Beta React to Market Conditions? Estimate of Bull and Bear Betas Using a Nonlinear Market Model with Endogenous Threshold Parameter, 2001([www.cis.upenn.edu](http://www.cis.upenn.edu)) .



## The construction of Investment Portfolios in the Iraq Stock Exchange: Market Timing Vs. an Efficient Selection

### Abstract

Uncertainty, the deeply-rooted fact that surrounding the investment environment, especially the stock market which just prices have taken a specific trend until they moved to another one for its up or down. This means that the volatility characteristic of financial market requires the rational investor an argument led towards the adoption of planned acts to gain greater benefit in the goal of wealth maximizing. There is no possibility to achieve this goal without the burden of uncertainty and the risk of systematic fluctuations of investment returns in the financial market after the facts of efficient diversification have proved the removal possibility of unsystematic fluctuations in stock returns. As long as the investor has ambition since his first nature questing to maximize the benefit of his limited resources, he has no way but to try to ease that volatility and restrain it to the extent that it guarantees to achieve acceptable returns on the acquisition of shares as a compensation for bearing the risk of investment. Perhaps the investor has an options that appear in the form of an efficient portfolio construction or market timing in accordance with its ups and downs and what could be resulted from those options on the performance of the portfolio.

The Iraqi investor may face in the Iraq market Exchange the same problem to be the cause of a motivation to make a trade-off between the market timing and an efficient portfolio in light of the Iraqi financial market conditions. Accordingly, this problem has been tested in the Iraq market Exchange, including the listed companies which have stocks traded at its seven economic sectors maintained a continuation of the traded regularly for the duration of the research were the monthly returns being used between the years (2008-2009) for the construction of investment portfolios and measure their performance using the Treynor Index. The (Fabozzi & Francis, 1977) model was used to determine market trends in terms of the rise and fall and then to build equity portfolios according to market timing, and the (Simple Ranking Model, 1976) for the construction of an efficient selected portfolio. Among the several conclusions that were reached was the fall in market timing performance of the portfolio compared to the portfolio of an efficient selection. This suggests the difficulty of timing the Iraq market Exchange as far as the time frame covered by the research, and therefore need to heed the efficient selection of the components of the portfolio that the testing results have proven high levels of performance in light of market volatility in both directions upward and downward, and in a manner which is consistent with what is the prevailing prepositions in the financial thought that ensure the efficient portfolio for the investor to achieve the best trade-off between risk and return, especially when there is a valid trade-off between them with no longer need to decrease the risk of the portfolio to the lowest levels.

**Keywords:** Market Timing, Efficient Selection, Efficient Portfolio, Bull Market, Bear Market