تأثير استخدام استراتيجية ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الاسهم العادية

"دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية "

The Effect of Use Passive Portfolio Management Strategy on The Efficient Portfolio of Common Stocks

Application Study in Iraq stock market

أ.م.د على جيران عبد علي
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة القادسية

الباحث احمد جبار كعيد
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة القادسية

Abstract

The Present Study Tries to Show the phases of the investment portfolio which took important role in investment studies , and took various shapes and forms . This requires specification of its elements and types , focusing on some of these types which have specific importance in investment.

In this study I focused to use one of the strategies of investment portfolios. It is the strategy of a passive shares portfolio in Iraq stock market financial . Can "the use of passive management strategy lead to the selection of portfolio stocks using the cursor track strategy simulation to outperform the full performance of the governor of ordinary shares used one of the Basic standards for active management"? I used the monthly data of the shares to (23) companies samples that listed in Iraq stock market from (2012-2016) supposing the using of active management method and alpha, beta criteria, the expected profit average, number of transactions which lead to improve the features and performance of portfolio and measuring this performance.

The study had concluded to a number of conclusions (the choosing the passive management portfolio according to high Liquidity criteria will improve the features of the portfolio). I recommended choosing this strategy.

الملخص

تحاول هذه الدراسة أبراز معالم المحفظة الاستثمارية التي تعد من أكثر الادوات التي أخذت حيزاً مهماً في الدراسات الاستثمارية ، واتخذت صيغاً وأشكالاً متعددة ، وهذا يتطلب تحديداً دقيقاً لعناصرها كافة وأنواعها مع التركيز على بعض هذه الأنواع التي تتسم بأهمية خاصة في الاستثمار.

ركزت هذه الدراسة على استخدام واحدة من استراتيجيات الاستثمار المحفظي وهي استراتيجية الادارة الساكنة لبناء محفظة أسهم في سوق العراق للأوراق المالية لتحديد هل ان " **استخدام استراتيجية الادارة الساكنة –وبالتحديد – استراتيجية تعقب المؤشر بالمحاكاة التامة يتفوق على اداء محافظ الاسهم العادية التي تستخدم واحدة من المعايير الاساسية للإدارة النشطة**" لقد تم استخدام البيانات الشهرية لعينة متكونة من (٢٣) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (٢٠١٢-٢٠١٦) بافتراض ان استخدام منهج الادارة الساكنة يمكن ان تقود بالضرورة الى تحسين خصائص المحفظة وادائها و من ثم قياس ذلك الاداء .

لقد توصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات كان من أهمها ان اختيار اسهم المحفظة الساكنة وفقا" لمعيار السيولة الاعلى يحسن من خصائص المحفظة من اذ العائد والمخاطر ومن ثم فقد أوصت بأختيار المحفظة باستخدام استراتيجية ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة وفقاً لهذا المعيار .

المقدمــة

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

لقد حاولت هذه الدراسة تحديد الخطوات اللازمة لتنفيذ هذه الاستراتيجية فبعد ان قدمت اطاراً نظريا لمفاهيم الاستثمار المالي واستراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة يعدها استراتيجية هذه الدراسة التي سنقوم بتطبيقها– في الاطار التطبيقي – واجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطرة ومستويات الكلف التي ترافق هذين المتغيرين ، لتحقيق اهدافها فقد تضمنت هذه الدراسة اربعة مباحث خصص المبحث الاول عرض منهجية الدراسة والدراسات التطبيقية السابقة الثاني فقد تناول عرض اطار نظري استراتيجيات المحافظ الاستثمارية مع التركيز على استراتيجية ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة و ناقش كذلك نماذج بنائها وتطرق الى مقاييس الاداء لتقييم كفاءة محفظة الاسهم العادية فيما انصرف الثالث لأجراء الاختبارات التطبيقية على فرضيات الدراسة وتكفل المبحث الرابع بعرض اهم استنتاجاتها وتوصياتها.

المبحث الاول :الدراسات السابقة ومنهجية الدراسة

اولاً : منهجية البحث

أ- مشكلة الدراسة Study Problem

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

١- هل يمكن لاستراتيجية الادارة الساكنة ان تتيح للمستثمر الفرد او الشركة الحصول على أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة؟

٢- هل ان محفظة السوق هي حالة مثالية لخصائص المحفظة التي نادت بها نظرية المحفظة الحديثة؟

٣- هل يمكن للمحافظ الاستثمارية المشكلة على اساس معايير الادارة الساكنة ان تتفوق على محفظة محفظة الادارة النشطة ؟

ب-اهداف الدراسة Study Objectives

تهدف الدراسة الى الاهداف الاتية :-

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

٢- المساهمة بتقديم اطار فكري ونظري بأبعاد المحافظ الاستثمارية واستراتيجيات الاستثمار المحفظي.

٣- بناء وتحليل محافظ الاسهم العادية للشركات عينة الدراسة واجراء تقييمها عن طريق :-

أ- تحليل عائد ومخاطرة العينة .

ب- تحديد مدى مساهمة استراتيجية ادارة المحافظ الساكنة في تحقيق اداء افضل في ظل الظروف المدة الزمنية للدراسة وامكانية اعتمادها مستقبلا .

ج- اهمية الدراسة Study Importance

تكمن اهمية هذه الدراسة في مساعدة المستثمرين على الاستثمار في الاوراق المالية دون تحمل تكاليف اضافيه (تكاليف الخبرة والتحليل الفني) فضلاً انها تحاول تسليط الضوء على واقع السوق العراقية عن طريق تبني استراتيجية الادارة الساكنة لاختيار افضل تشكيله من اسهم الشركات التي تتيح للمستثمرين تحقيق افضل عائد بمستوى مقبول من المخاطرة وهو جهد قد يساعدهم على التداول في اسهم السوق العراقية وتنشيط الاستثمارات في هذا الجانب فضلا" عن أنه يقدم في الاطار المعرفي تطبيقا" عمليا" لأحدى استراتيجيات الاستثمار في الاوراق المالية والمساهمة بدليل تجريبي يتعلق بتطبيق احدى استراتيجيات الاستثمار في السوق العراقية بأسلوب كمي مقارن ولعلها الاستراتيجية التي تمثل البديل الافضل لاستراتيجية الادارة النشطة.

هـ- فرضيات الدراسة Study Hypotheses

الفرضية الرئيسة :-

H1 : تؤدي اختيار محفظة الاسهم باستخدام استراتيجية تعقب المؤشر بالمحاكاة التامة الى التفوق على اداء محافظ الاسهم العادية التي تستخدم واحدة من المعايير الاساسية للإدارة النشطة.

ويمكن ان تتفرع من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية الاتية :-

H11: يتيح تحليل وانتقاء اسهم البيتا العالية والاحتفاظ بها تفوقاً على خصائص محفظة الادارة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة .

H12 : يتيح تحليل وانتقاء اسهم السيولة الاعلى والاحتفاظ بها تفوقاً على خصائص محفظة الادارة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة.

أ- افتراضات الدراسة

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

٢- تتبع سياسة الاستثمار استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

٣- ان محفظة السوق (المؤشر) هي كفؤة مادامت كذلك فهي تدار بالإدارة الساكنة .

ع- الحدود المكانية والزمانية Study Limited

لابد ان تتسم الدراسات والبحوث بنطاق افقي محدد وعمق عمودي واذا كان العمق العمودي يتكفل به الجانب الفكري والفلسفي من البحث فإن النطاق الأفقي يبقى مهمة حدود البحث إذ لابد من تحديد توجهاته من ضمن حدود واضحة ومعلومة تحصر الجهد في إطار نقطة بذاتها وليس في عدد من النقاط مهما كانت صلاتها قوية بالنقطة الأساس (الساعدي و زعلان ، ٢٠١٥: ٥) وقد تمثلت حدود البحث بالاتي :-

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

٢- الحدود الزمانية : جرت عملية جمع البيانات وتحليلها واختبار الفرضيات للمدة(٢٠١٢-٢٠١٦).

و- مجتمع وعينة الدراسة Society and Study Sample

شملت الدراسة مجتمع البحث الاصلي بأكمله وهو اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عدا من استثناءات ليست كبيرة فرضها واقع احجام بعض الاسهم عن التداول او حدوث انقطاعات متكررة في عمليات تداولها فضلاً حذف اسهم للشركات الاقل تداولاً بالسوق لتتماشي مع الاستنساخ التام لمؤشر وبما يؤفر اساساً منطقياً للمقارنة المرجعية ، ويبين الجدول (١-٢) الشركات عينة الدراسة لمجموعة من القطاعات الاقتصادية .

الجدول (١-١)

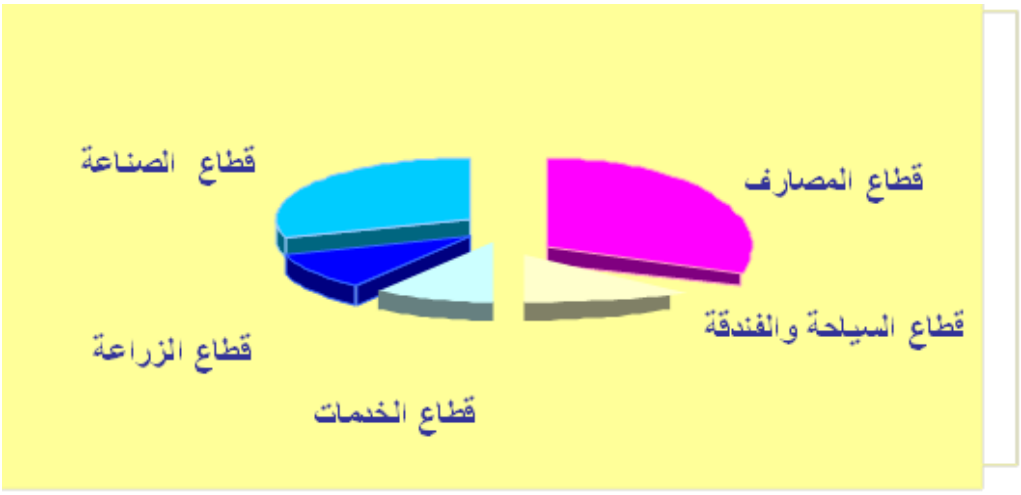
الشركات عينة الدراسة لمجموعة مختارة من القطاعات

ت	القطاعات المختارة	ت	القطاعات المختارة
١	القطاع المصرفي	٣٣	العراقية للسجاد والمفروشات
١١	مصرف بغداد	٣٤	بغداد لصناعة مواد التغليف
١٢	المصرف الاسلامي العراقي	٣٥	بغداد للمشروبات الغازية
١٣	مصرف الاهلي العراقي	٣٦	انتاج الالبسة الجاهزة
١٤	مصرف الائتمان العراقي	٣٧	العراقية لصناعة الكارتون
١٥	مصرف بابل	٤	قطاع السياحة
١٦	مصرف الخليج	٤١	فندق بابل
١٧	مصرف كوردستان الدولي	٤٢	الاستثمارات السياحية
٢	قطاع الخدمات	٤٣	فنادق كربلاء
٢١	العاب الكرخ السياحية	٥	قطاع الزراعة
٢٢	المعمورة العقارية	٥١	الحديثة للإنتاج الحيواني
٣	قطاع الصناعة	٥٢	الشرق الاوسط للأسماك
٣١	المنصور للصناعة الدوائية	٥٣	انتاج وتسويق اللحوم
٣٢	الخياطة الحديثة	٥٤	تسويق المنتجات الزراعية

ويلاحظ ان العينة شملت اختيار خمسة قطاعات اقتصادية وكان عدد الاسهم لكل قطاع كالآتي: ان (٧) اسهم لشركات القطاع المصرفي شكلت (٣٠%)من العينة و(٢) اسهم للقطاع الخدمي شكلت(٩%)من العينة و (٧) اسهم لكل من شركات القطاع الصناعي يمثل نسبة (٣٠%)من العينة (٣) اسهم لشركات القطاع السياحي والفندقي أي بنسبة (١٣%) من العينة و(٤) اسهم لشركات القطاع الزراعي يمثل نسبة (١٨%) من العينة والشكل (١) يوضح بيانيا" حجم مساهمة هذه القطاعات في العينة المختارة .

الشكل(١)

القطاعات الاقتصادية الممثلة لعينة الدراسة



ولسهولة الاشارة الى اسماء الشركات عند تفسير نتائج التحليل اعتمدت في هذه الدراسة على صيغة الترميز للقطاعات (المصرفي ،الخدمي ، الصناعي ، السياحة والفندقة ، الزراعي) يرمز لها (١، ٢، ٣، ٤، ٥) على الترتيب ويكتب دائما"

على اليسار رمز الشركة فيكون مثلا" (١٧) رقما" واحدا" من اليسار رمز القطاع المصرفي والارقام التي بعدها تمثل تسلسل الشركة ضمن اسهم القطاع ويعني هذا الرقم مصرف كردستان الدولي وهكذا لبقية القطاعات وجاء الاعتماد على هذا الاسلوب من التصنيف الدولي الحديث للأنشطة الاقتصادية المعتمدة والموضحة بشكل مفصل ومسهب في الدراسة (الاعرجي،٢٠٠٣: ١١٢).

م- مؤشرات التحليل والاختبار Indicators of analysis and testing

١- عوائد الأسهم العادية Stocks Returns

تم احتساب عوائد الاسهم خلال المدة (٢٠١٢-٢٠١٦) عن طريق حساب عائد مدة الاحتفاظ لكل سهم (R_i) على وفق الصيغة الاتية :-

$$R_i(t) = \frac{P(t) - P(t-1)}{P(t-1)} \quad \text{.....(١)}$$

اذ ان:-

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

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

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

٢-عائد ومخاطرة محفظة السوق Return and Risk Portfolio Market

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

$$\bar{R}_{mt} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_{(it)}}{\sum_{i=1}^{n} i} \quad \text{... ... ... (2)}$$

اذ ان :-

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

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

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

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

$$\mathrm{Cov(i,j)} = \beta_i \beta_j \sigma_m \quad \text{... ... ... (3)}$$

اذ ان :-

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

ثانياً- يتم ايجاد متوسط التباينات المشتركة بين كل زوج من الاسهم العادية والناتج يمثل تباين محفظة السوق الذي يمكن استخراجه وفق المعادلة (٢٠) ادناه :

$$\overline{Cov}(i,j) = \frac{Cov(i,j)}{\sum n} \quad \text{.....(٤)}$$

اذ ان :-

مجموع الاسهم العادية $= \sum n$

٣-حساب عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية الساكنة

بالنظر لتطابق بيانات الدراسة مع أنموذج شارب – لنتر الذي يقيس استجابة تحركات عوائد الاوراق المالية لاحد مؤشرات السوق (The Market Index) باعتبار ان هذه التحركات يجسدها على وفق افتراض الأنموذج مؤشر عام واحد فقد تم استخدام هذا الأنموذج لحساب عائد ومخاطرة المحفظة الساكنة مع العلم ان حساب عائد ومخاطرة المحفظة سواء

أكانت ساكنة أم نشطة يأخذ الصيغة نفسها الا ان الاختلاف هو في النسب المستثمرة وكما يلي (الخفاجي ،٢٠٠٦: ١٤١):-

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

ان عائد المحفظة الساكنة المتوقع($\bar{R}_P$) عن طريق أنموذج (شارب - لنتر) هو متوسط (Alpha) للاسهم العادية المرشحة في المحفظة (α_i) مضافاً اليها متوسط (Beta) لتلك الاسهم العادية مضروباً في متوسط عائد محفظة السوق المرجعي ($\bar{R}_m$):-

"*"$\bar{R}_p = 1/N \sum_{i=1}^{n} \alpha_i + 1/N \sum_{i=1}^{n} \beta \, \bar{R}_m$ ……………………………………..……. (5)

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

تتمثل مخاطرتها بمربع متوسط (Beta) للاسهم العادية المكونة للمحفظة الساكنة مضروبه في تباين السوق المشترك ($\sigma^2 m$) ويجمع مع (واحد مقسوم على عدد الاسهم العادية المرشحة مرفوع الى الاس (٢)) في المحفظة الساكنة مضروب في مجموع المخاطرة غير النظامية للاسهم العادية المرشحة ($\sigma^2 e$)"* " ويمكن التعبير عنها وفق الصيغة الاتية :-

$\sigma^2 p = \lceil 1/N \sum_{i=1}^{n} \beta^2{}_i \rceil \sigma^2 m + (1/N)^2 \sum_{i=1}^{n} \sigma^2 e$ ……………………………….. (6)

٤- تخصيص اوزان المحفظة الساكنة

تتوفر العديد من الأساليب الرياضية التي تستخدم في استخراج أوزان الأسهم العادية المكونة للمحفظة الساكنة مثل البرمجة الرباعية او مضاعف لا غرانج او أنموذج التدريج البسيط ولأغراض هذه الدراسة سيستخدم الأنموذج الأخير (Simple Ranking Model) لبساطته وعدم حاجته الى بناء نماذج رياضية اكثر تعقيداً ويستند هذا الأنموذج في قبوله لسهم معين على مقارنة ناتج ($R_i - R_f/\beta_i$) مع حد القطع (C_i)الخاص بكل ورقه مالية الذي يستخرج عن طريق المعادلة رقم (٢٢) .

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

$$\boldsymbol{W_{(i)} = Z_{(i)} / \sum_{i=1}^{n} Z_{(i)}} \text{..........................} \mathbf{(7)}$$

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

$$\boldsymbol{Z_{(i)} = \bar{R}_{(i)} - \frac{R_{(f)}}{\beta_i} - Co * \beta_i \div IR_{(i)}} \text{..........................} \mathbf{(8)}$$

اذ ان :

حد القطع الامثل　　Co=

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

* بالامكان ايضا استخدام الاوزان المرجحة بالعائد المتوقع والاوزان المرجحه بالمخاطرة في كل سوق للحصول على عائد ومخاطرة المحفظة على الترتيب للمزيد حول هذه الطريقة يراجع (Mcmenamin, 1999:198-206) (الخفاجي ، ٢٠٠٦: ١٤١).

* σ2(e) إحصائياً هو تباين حد الخطأ العشوائي للمحفظة ، اما ماليا فيعبر عن المخاطرة الغير نظامية لها ويستخرج من جدول تحليل التباين (ANOVA) او الجزء المتبقي من المخاطرة الكلية بعد طرح المخاطرة النظامية.(الخفاجي ، ٢٠٠٦: ١٤١) .

٥- التباين والانحراف المعياري

أ- التباين (σ^2)

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

$$\sigma_i^2 = \sum_{i=1}^{n} \frac{(R_i - \overline{R}_i)^2}{n-1} \text{...(9)}$$

إذ أن:-

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

العوائد المتحققة للسهم (i) $R_i =$

عدد القيم $n =$

ب- الانحراف المعياري

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

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \frac{(R_i - \bar{R}_i)^2}{n-1}} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (10)$$

٦- معامل التحديد Determination Coefficient (R^2)

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

$$R^2 = (R_{im})^2 \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (11)$$

اذ ان :-

معامل التحديد $R^2 =$

مربع معامل الارتباط بين عائد السهم (i) وعائد محفظة السوق(m)

$(R_{im})^2 =$

٧- معامل الاختلاف Variation Coefficient

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

$$C.V = \frac{\sigma_{Ri}}{\overline{Ri}} \text{..(12)}$$

اذ ان :-

معامل الاختلاف C.V=

الانحراف المعياري $\sigma_{Ri} =$

العائد المتوقع $\bar{R}_i =$

٨- **مؤشر او نسبة العائد الى المخاطرة(R/R) Return / Risk Ratio**

يمثل هذا المؤشر النسبة المئوية للعوائد الكلية المتوقعة مقابل النسبة المئوية للمخاطرة الكلية مقاسة بالانحراف المعياري لكل محفظة ويستخرج المؤشر الذي هو معكوس معامل الاختلاف بقسمة معدل العائد المتوقع للمحفظة على مخاطرتها الكلية فأذا كان الناتج مرتفعا فهو دليل على مبادلة افضل بين العائد والمخاطرة اذ ان ذلك يعني زيادة وحدات العائد المتوقع مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة والعكس صحيح(Wilshire , 2002 : 8) (الخفاجي ، ٢٠٠٦ :١٤٤).

٩- **معدل الدوران Stock Turnover**

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

$$\text{Stock Turnover} = \frac{\text{Shares Traded}}{\text{Capititli Zation}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (13)$$

١٠- **معدل النمو Growth**

بالرغم من اختلاف الادبيات عن مفهوم مصطلح النمو وفيما اذ كان المقصود نمو الارباح او التنامي الراسمالي لسعر السهم او كليهما باعتبار ان اسهم التي تنمو ارباحها هي التي تحقق عوائد اعلى من المعدل لتحديد سهم النمو الذي يحقق عوائد اعلى من المتوقع مع تقلب قليل في العائد المتوقع على شرط ان نسبة العائد الى المخاطرة (Return / Risk Ratio) مساوية للواحد او اكبر منه ،فقد تم ترجيح العوائد الرأسمالية للاسهم (الخفاجي ،٢٠٠٦: ١٤٢) .

١١- **مقاييس اداء المحفظة الاستثمارية**

أ- **مقياس شارب Sharp's Measure**

هو احد مقايس اداء المحفظة ويحسب بقسمة معدل العائد الاضافي (Excess Return) والمساوي الى (معدل العائد المتوقع للمحفظة – معدل العائد الخالي من المخاطرة) على الانحراف المعياري الذي يعد مقياس لمخاطر المحفظة الكلية ويتم ترتيب المحافظ حسب الافضلية من الاعلى الى الادنى كما في الصيغة الاتية :-

$$\text{St} = \frac{\text{R}_{\text{tp}} - \text{R}_{\text{f}}}{\sigma\ \text{R}_{\text{pt}}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (14)$$

اذ ان :-

مؤشر شارب $St=$

الانحراف المعياري (المخاطرة) لعوائد المحفظة $\sigma R_{pt}=$

وكلما كان الميل او النسبة المئوية اكبر كلما كانت المحفظة افضل.

ب- **مقياس ترينور Trenyor's Measure**

هو مقياس مخاطرة المحفظة في معامل (Beta) وليس في الانحراف المعياري وميز ترينور بين المخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية لعوائد الاوراق المالية بمعنى اخر انه يفاضل بين المحافظ على اساس مخاطرتها النظامية فقط وباستخدام المعادلة:-

$$T = \frac{R_{pt} - R_F}{\beta_{pt}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (١٥)$$

اذ ان :-

بيتا المحفظة β_{pt}

١٢- مؤشر السوق (محفظة السوق المرجعية)

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

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

ب- ان تتوفر لكل شركة (٦٠) مشاهدة شهرية على الاقل .

ت- تمتاز الشركة بالافصاح عن بياناتها المالية سنويا.

١٣- متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة ($\bar{R}_f$)"*"

تم ايجاد ($\bar{R}_f$)عن طريق تقسيم مجموع معدلات العوائد الشهرية الخالية من المخاطرة خلال مدة الدراسة على عددها كما في الصيغة الاتية :-

$$\bar{R}_f = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_f}{n} \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (16)$$

اذ ان :-

$\bar{R}_{f=}$ متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة

$R_f =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة الشهري

n= عدد الفترات

١٤- أدوات التحليل والمعالجة الاحصائية

إعتمد هذا البحث على مجموعة من الاساليب والوسائل الاحصائية في تحليل البيانات المدروسة وتبويبها وجدولتها وتلخيصها في جداول وعرضها في اشكال بيانية بمساعدة البرمجيات الجاهزة لنظام (SPSS.٢٤) ونظام (Excel) وهي كالاتي:-

أ -الانحدار الخطي المتعدد .

ب-اختبار الارتباط الذاتي (دربن – واتسون،D-W).

ثانياً :الدراسات السابقة

بهدف الوصول الى نقاط التشابه والاختلاف التي عرضتها الدراسات التطبيقية السابقة ، والنتائج التي توصلت اليها للاستفادة منها في تعزيز الدراسة الحالية ، وايجاد الاساس الملائم لتطبيقها في الميدان المبحوث ، فقد رجعت الدراسة الحالية الى العديد من الدراسات الميدانية ومن مختلف المصادر وجرى تصنيفها وفقا لصلتها بموضوع الدراسة واختيار الاحدث منها وكما يأتي :

* يمثل العائد الخالي من المخاطرة معدل عوائد حوالات الخزينة ل (6) شهور المباعة من قبل البنك المركزي العراقي بالمزاد العلني .

أ- دراسة (Malkiel, 2003)

ركزت هذه الدراسة على (استراتيجية الاستثمار الساكنة والاسواق الكفؤة) وان استراتيجيات الاستثمار الساكنة يمكن تطبيقها في الاسواق ضعيفة الكفاءة بالاعتماد على صناديق الاستثمار المشتركه لكل من الأسهم والسندات في الولايات المتحدة وأوروبا للمدة من (١٩٧٠-٢٠٠١) وتوصلت الى استنتاج مهم اذ ظهر ان المستثمرين قد حققوا عوائد اعلى عند استخدام استراتيجية الفهرسة الساكنة قياساً باستراتيجية النشطة في السوق المالي ويمكن التنبؤ باسعار الاوراق المالية إلى حد ما ورفض فرضية السير العشوائي للأسعار الاوراق المالية ومن ثم اعتماد على هذا التنبؤ كمصدر للمعلومات والتي تعد ركن اساسي لاستراتيجية الاستثمار الساكنة.

ب-دراسة (Plessis &Ward,2003)

اهتمت دراسة **(أأنموذج اختيار محفظة ماركوتز بمثابة استراتيجية الاستثمار الساكنة)** باستخدام مؤشرات التداول والاحتفاظ بالموجودات لمدة اطول مع اعادة تبويب فقراتها وفقاً لمؤشر " الفاينشل تايم " FTSE وبدون استخدام سياسة البيع القصير يؤدي الى تحسين كفاءة المحفظة التي طبقت في بورصة جوهانسبرغ باستخدام بيانات اسبوعية ل(٤٠)شركة مدرجة في البورصة للمدة (١٩٩٧-٢٠٠٧) وتوصلت الدراسة انه حتى لو احتفظ المستثمر بمكونات المحفظة لمدة طويلة فانه لا يؤدي الى تحسين كفاءة اداء المحفظة ، مع ذلك هذه النتائج تقدم دليلا قويا على أن المحفظة المثلى لماركوتز لا تعد أساساً لقاعدة استراتيجية الاستثمار الساكنة وتطبيق استراتيجية الادارة الساكنة يجب ان يكون مقروناً بوضع معايير أكثر عند اختيار الاوراق المالية مع استخدام نماذج تنبؤيه تتميز بالدقة في تقدير العائدات المستقبلية بما يؤدي الى زيادة كفاءة المحفظة عند تطبيقها لاستراتيجية الاستثمار الساكنة .

ث-دراسة (Musyoki ,2010)

اهتمت هذه الدراسة ب **(تأثير الفحص الاجتماعي على اداء المحفظة في بورصة نيروبي للاوراق المالية)** وينطوي فحص المقبولية الاجتماعية من وجهة نظر الباحث على ثلاثة أشكال وتشمل: المقبولية الإيجابية والمقبولية السلبية والمقبولية المثلى او افضل مقبولية.

تهتم معايير المقبولية الإيجابية بالتنوع المجتمعي وعلاقات الموظفين وحقوق الإنسان وجودة المنتج والصحة ومعايير السلامة وتدابير حماية البيئة، ثم يختار المستثمرون من الشركات ذات أعلى التصنيفات في هذه المجالات.

وتستبعد المقبولية السلبية جميع الشركات من مجموعة الفرص الاستثمارية إذا كانت متورطة في مجالات عمل مثيرة للجدل مثل الكحول أو التبغ أو المقامرة أو الجيش أو الاسلحة النارية أو أنشطة الطاقة النووية.

والمقبولية المثلى هي تلك المقبولية التي تعد بمثل المعيار الامثل لمقبولية في اداء كل قطاع .

وعليه وضع الباحث ثلاث فرضيات ميزت بين أداء المحافظ المقبولة اجتماعياً بالمقارنة مع اداء المحافظ التقليدية وهي:-

١- ان العائدات المعدلة بالمخاطرة للمحافظ المقبولة اجتماعياً تساوي عائدات المعدلة بالمخاطرة للمحافظ التقليدية .

٢- أن العائدات المتوقعة للمحافظ المقبولة أقل من العوائد المتوقعة من المحافظ التقليدية.

٣- أن العائدات المتوقعة لأسهم المحافظ المقبولة اجتماعياً أعلى من العائدات المتوقعة للمحافظ التقليدية.

واعتمدت عينة الدراسة على(٥٨)شركة مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية من(٢٠٠٧ – ٢٠١١)، ومنها ظهرت النتائج ان مخاطر المحفظة المقبولة اجتماعياً اعلى من مخاطر المحفظة التقليدية ، ولكن المحفظة التقليدية تفوقت على المحفظة المقبولة من اذ العائد والمخاطرة وأن المقبولية الاجتماعية ليس لها تأثير كبير على قرار المستثمرين بشأن الاستثمار في اسهم اي الشركة .

واوصى الباحث بصياغة مؤشر إضافي للاداء يضم اعلى (٢٠)شركة مقبولة اجتماعياً، واستخدام مقاييس الأداء مثل مقاييس ترينور وجنسن لتعزيز نتائج هذه الدراسة.

ج- دراسة (Gopalarishnan ,2014)

افترضت هذه الدراسة الموسومة (**اختيار المحفظة المثلى عن طريق أنموذج المؤشر الواحد لشارب**) وان تطبيق المؤشر الواحد لشارب يساعد على التنبؤ بعائدات المحفظة التي تعتمد على أسهم تكنولوجيا المعلومات (IT) وتم تطبيقها على (١٣) سهماً مدرجة في بورصة بومباي للأوراق المالية لشركات تكنولوجيا المعلومات (NSE ITIndex) للمدة من(٢٠٠٤ -٢٠٠٨) اذ يظهر ان هنالك علاقة قوية بين مؤشر تكنولوجيا المعلومات(IT) ومؤشر العائد ويظهر ان هنالك اربعة اسهم لديها (Beta)عالية ولكن عائدات منخفضة قياساً بالأسهم الاخرى وكشفت الدراسة أن جميع اسهم تكنولوجيا المعلومات(IT)مقدرة بأقل من قيمتها السوقية (Undervalues) واوصت باختيار اسهم البيتا المنخفضة عند الاستثمار بشركات تكنولوجيا المعلومات.

ب-دراسة (Arendas & Chovancova , 2015)

افترضت دراسة (**استراتيجيات الاستثمار الساكنة طويلة الأجل كجزء من نظام المعاشات التقاعدية**) ان هنالك تأثير لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ على كلفة الاسهم عند المدى الطويل وطبقت في سوق الاسهم الامريكي عن طريق مؤشر (S&P 500) وسوق الاسهم اليابانية عن طريق مؤشر (NIKKEI225) سهم وسوق الاسهم الألمانية ومؤشرها القياسي مؤشر(DAX 30) واعتمدت في مقارنتها على بيانات الزمنية من (١٩٨٥-٢٠١٤) وتوصلت الدراسة ان هنالك تأثيراً لاستراتيجية الاستثمار في المحافظ الساكنة سلبا باضطرابات السوق المالي ولكنها فعالة جدا على مدى فترات زمنية طويلة واوصت من الضروري استخدام استراتيجية استثمار تتبنى تعقب مؤشرات الاسهم بالمحاكاة التامة.

ت-دراسة (Frensidy ,2016)

اهتمت الدراسة ب(**أداء المحفظة قليلة التنوع في سوق اندونيسيا للأوراق المالية**) لانه بامكان المستثمر أن يحقق أعلى عائد في المحفظة بالاعتماد على العائد الاسمي والعائد المعدل بالمخاطرة وأخذت العينة من بورصة اندونيسيا للاوراق المالية(KSEI) بالاعتماد على البيانات الثانوية للمعاملات ل (٣٤) شهراً لدى (٩١٠) مستثمر في الاوراق المالية للمدة من (نهاية يناير ٢٠٠٩ حتى بداية ديسمبر ٢٠١١) وقد اظهرت الدراسة امكانية تنويع محافظ الاسهم لمعظم المستثمرين في بورصة اندونيسا وبمعدل من(٤ - ٥) سهم في محافظهم وقياساً بالاداء فإن المستثمرين الذين يختارون التنويع الأدنى والمعتدل يحصلون بشكل كبير على عائد اسمي أعلى من التنويع الواسع النطاق ويوصي الباحث بالاعتماد على العائد لتقييم اداء المحفظة لان المخاطر كبيرة جداً عند الاستثمار في اوراق مالية متعددة.

المبحث الثاني: الاطار النظري

اولاً استراتيجيات الاستثمار المحفظي

١- استراتيجية ادارة المحافظ الساكنة (Passive investment Strategy)

هي استراتيجية طويلة الاجل تبنى على اعتقاد المستثمر بكفاءة السوق عن طريق المعلومات المتوفرة للمستثمر ، اذ يقوم المستثمر بشراء الاسهم التي تحقق له عائداً يحاكي عائد احد المؤشرات العامة مع مرور الزمن وهذه الاستراتيجية تربط اداء المحفظة الاستثمارية بأداء احد المؤشرات الاساسية في السوق المالي (Walter&Smith,2006:148) ، تتبنى هذه الاستراتيجية فلسفة البحث عن الارباح بتحمل مخاطرة الاستثمار فقط (Moles, 2013:41) ، وبعبارة اخرى تتخلى هذه الاستراتيجية عن التحليل الفني بالمفاضلة بين الاسهم وتعتمد على مؤشرات مستقرة للاسهم عند ضمها لمكونات المحافظ الاستثمارية (Mcmenamin,1999:148-149)، وتسمى هذه الاستراتيجية ايضاً باستراتيجية المؤشرات (Indexing Strategy) وهي تقوم على افتراض ان المستثمر لا يملك أي معلومات من شانها ان تجعله يتفوق في خصائص محفظته على خصائص محفظة السوق او تختلف من ناحية مكوناتها عن مكونات المحافظ الاستثمارية التي يمتلكها المستثمرون الاخرون ومن ثم لاتوجد فرصة للمستثمر ان يمتلك معلومات اكثر من المستثمرين الاخرين وهو بهذا المعنى لا يمتلك أي فرصة في تحقيق عائدات تختلف عن تلك العائدات التي يحققها المستثمرون الاخرون (Copeland,2008:325)، من جانب اخر تمثل هذه الاستراتيجية امتداد لنظرية المحفظة الكفوءة التي تفترض ان محفظة السوق (المؤشر في مثل هذه الحالة) هي كفوءة (Solnik,2000:654) .

وتسمى هذه الاستراتيجية ايضاً (محفظة المؤشر) لانها تتعقب العوائد المتحققة من الاوراق المالية التي تم اختيارها في بناء المحفظة على اساس المؤشر ليتم زيادة ادائها على المدى البعيد في الوقت الذي يحتفظ فيه بجميع الكلف المنخفضة ومن ثم فهي تجسيد لنظرية المحفظة (العامري ، ٢٠١٣: ٦٦١)، وتقوم فلسفة هذه الاستراتيجية على افتراض جوهري هو ان اسعار الاوراق المالية في السوق تعكس قيمتها الحقيقية ومن ثم فلا جدوى من زيادة كلف التحليل للبحث عن اوراق معينة بأدنى من قيمتها (Under valued) لشرائها او اعلى من قيمتها (Over valued) لاستبعادها من مكونات المحفظة وفي كل هذا الافتراض يمكن لمدير المحفظة الاستغناء عن كلف البحث والتحليل ما ينعكس بالضرورة على العائد النهائي للمحفظة بسبب انعدام التكاليف على المعاملات وتكاليف البحث والتحليل ووجود حد ادنى من الجهد المبذول في ادارة المحفظة (Chong ,2004: 34) وهنالك ثلاث طرائق أساسية لبناء محفظة المؤشر الاستثمارية الساكنة (باكير ،٢٠٠٨: ٣٠٥-٣٠٦) (McLeavey& Slonik ,2003:688-689) (Reilly&Brown,2012:552):-

أ- المحاكاة الكاملة (Full Replication)

وهي تقنية تتبنى المفهوم الجمعي في الاستثمار وتقوم على شراء جميع الاوراق المالية التي ستدخل في تركيبة المحفظة بنسب توافق اوزانها الاوزان في المؤشر العام للسوق المالي وتساعد هذه التقنية على تعقب اداء المؤشر لكنها قد لا تحقق نتائج مثلى لكثرة النفقات التي تتحملها الادارة من شراء جميع الاسهم ضمن المؤشر أي انها قد لا تكون مثلى وذلك بسبب شراء العديد من الاوراق المالية و الزيادة في تكاليف التداول التي ستحد بدورها من اداء المحفظة الاستثمارية في جانب العائد، ويمكن اختيار اسهم على اساس معيار معين اذا تعذر تقليد المؤشر او محاكاته بشكل تام .

ب- العينات (Sampling)

تتصدى هذه الطريقة لمشكلة تعدد اصدارات الاسهم اذ يمكن تطبيق تقنيات العينة على ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة ، وذلك بان يشتري المستثمر عينة تمثل الاسهم المدرجة في المؤشر المرجعي ومن تلك التي ترتفع نسبة تمثيلها في المؤشر بما يؤدي الى زيادة وزنها في المحفظة ، ويشتري المستثمر الاسهم التي ترتفع نسبة تمثيلها في المؤشر باذ تقارب خصائصها خصائص المؤشر المختار (Fabozziet.al,2007:446)، تستخدم نماذج العامل (Factor Models

) لتخفيض خطا التعقب (Tracking Error) المؤشر وهي طريقة احصائية متطورة تستند الى عدد كبير من العوامل او خصائص الشركات (Solnik,2000:655).

ت-استخدام البرمجة الخطية (Liner programming)

تعتمد هذه الطريقة على البيانات التاريخية في متابعة تغييرات اسعار الاسهم ومعاملات الارتباط بين الاوراق المالية كمدخلات في برنامج حاسبة يحدد تركيبة المحفظة التي يكون عندها خطأ تعقب المؤشراً بأصغر حد له ، ولكن من السلبيات الشائعة لهذه التقنية هو تغيرات الاسعار التاريخية ومعاملات الارتباط التي يؤدي تغيرها مع الزمن الى زيادة اخطاء التعقب بمستويات كبيرة.

وقد اضاف (McLeavey&Slonik,2003:689) تقنية رابعة يمكن ان تساعد في بناء استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة .

ث-الاستنساخ الاصطناعي (Synthetic replication)

تركز هذه الطريقة على اعتماد المؤشرات المستخدمة في العقود الآجلة وجعلها مؤشرا يمكن تعقبه لدن المستثمرين في بناء استراتيجيات ادارة المحافظ الساكنة، ومن ايجابيات هذه التقنية تكاليف المعاملات المنخفضة ، ولكن يعاب عليها وجود جوانب قانونية وتنظيمية تعيق تنفيذ هذا النهج على نطاق واسع .

ومن اهم استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية الساكنة :-

١- 1استراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy and Hold Strategy)

تعد هذه الاستراتيجية من ابسط استراتيجيات ادارة المحفظة الاستثمارية الساكنة لأنها تضمن دخل ثابت وتوفر ضمانات ذات مستويات مرغوبة من الجودة الائتمانية وسعر مقبول للأوراق المالية واجال مناسبة للمستثمر ، ولا تضطر هذه الاستراتيجية المستثمرين لقبول كل ما معروض من الاوراق المالية في السوق المالي ولا تعني ان الانتقائية غير مهمه ، فالبحث يجري على قدم وساق للحصول على الاوراق المالية ذات الارباح العالية، وعليه فأن المستثمر الناجح يستخدم خبرته السوقية في اختيار الاوراق المالية الرابحة عن طريق هذه الاستراتيجية(Reilly&Brown,2012:694)، تستند هذه الاستراتيجية الى افتراض ان قيمة الاوراق المالية سوف ترتفع في المستقبل وعليه يقوم المستثمر بشراء تلك الاوراق المالية ويحتفظ بها لمدة طويلة من الزمن، بغض النظر عن التقلبات في اسعارها في السوق ، وأن الأساس المنطقي وراء الشراء والاحتفاظ هو لكسب عائدات معقولة في المدى الطويل على الرغم من تقلبات الأسعار على مدى فترات قصيرة الأجل فضلاً عن ذلك فإن هذه الاستراتيجية هي الاقل تداولاً للاسهم من الاستراتيجيات الأخرى وتنطوي على تخفيض تكاليف التداول المفرط للأوراق المالية(Sindell , 2005: 107).

مما يؤدي بدوره إلى زيادة الارباح الصافية الإجمالية للمحفظة الاستثمارية (Li –shen ,2013: 12-13) يقوم المستثمر بموجب هذه الاستراتيجية بتقييم الفرص الاستثمارية المتاحة في الاوراق المالية ويستخدم معلومات السوق ومزايا جميع الاوراق المالية من اجل تقييمها واتخاذ القرار المناسب بشأن الاستثمار فيها (رمضان ،٢٠٠٢: ٧١)، اذ لا تعني الاستراتيجية الساكنة وبالضرورة الوقوف السلبي او الانقياد التام لتقليد محفظة السوق او استنساخ المؤشر بل يختار المستثمر التشكيلة التي تتكون منها محفظته بما يحقق اهدافه في اطار المبادلة بين العائد والمخاطرة (Bodie etal,2008:658) الامر الذي يتطلب من المستثمر على وفق هذه الاستراتيجية انتقاء الاسهم بعناية من اجل الحصول على ارباح مستقبلية مستقرة ،مع مراعاة الاعتبارات الاتية عند اختيار الاسهم(Reinganum, 1983, 31) (الاعرجي ،٢٠٠٣: ٥٧):-

١- تحقيق مستوى ملائم من التنويع.

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

٣-تحقيق عامل السيولة بالموجودات عن طريق انتقاء اسهم السيولة الاعلى والاحتفاظ بها .

٤- توقيت الاستثمار عن طريق تحديد متى يدخل المستثمرون او مديروا المحافظ ومتى يخرجون منه .

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

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

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

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

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

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

خ- الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر تعكس ارباح وخسائر المستثمرين الاخرين في السوق وعندما تهبط اسعار الاسهم في محفظة المستثمر فان ذلك مقترن بهبوط اسعار الاسهم المشابهة الاخرى التي يملكها المستثمرون الاخرون في السوق لان محفظة الادارة الساكنة تظهر في الغالب على شكل مؤشر مرجعي قابل للاستثمار(" Investable Benchmark)"* ويقاس اداء المحافظ الاستثمارية بالمقارنة مع ذلك المؤشر (Solnik,2000:664)،ويستطيع المستثمر عن طريق هذه الاستراتيجية تصميم محفظة تحاكي مكوناتها لمؤشر افتراضي عن طريق اتباع احدى التقنيات وهي اما المحاكاة التامة (Full replication) او العينة الطبقية (Stratified sampling) ، ومن المتعارف عليه عند بناء المحفظة على وفق هذه الطريقة لجوء المستثمر الى المحاكاة التامة للمؤشر المعني، الا انه غالباً ما يتبع مدراء المحافظ الاستثمارية طريقة العينات الانتقائية اذ يتم الاحتفاظ بعدد اصغر من الاوراق المالية في المحفظة الاستثمارية في ضوء معايير معينة وذلك لان مؤشرات الاوراق المالية تحوي على عدد كبير من الاصدارات الخاصة ويتم تحديثها باستمرار مما يجعل اتباع المؤشرات على وفق حقيقتها محاكاة لمؤشر معين يعبر عن الاسهم المتداولة في السوق كافة(Reilly & Brown ,2012:695) .

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

2-1استراتيجية صناديق المؤشرات Index Funds Strategy

يعد الاستثمار على وفق هذه الاستراتيجية منخفض الكلفة لانه لايتطلب من المستثمرين اجراء التحليل الفني للاوراق المالية (Bodie , et.al , 2014 : 98) ، وتقتضي هذه الاستراتيجية قيام المستثمر بتركيب محفظة مماثلة لنوع معين من محافظ مؤشرات السوق مثل مؤشر (S&P 500) او مؤشر المتوسط الصناعي لداوجونز (DJIA) او أي مؤشر اخر وذلك بشراء أوراق مالية تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر ، وتهدف إلى الحصول على عائد يماثل متوسط الأسهم المتداولة في السوق دون تحمل مخاطرة أكبر إذ أن حركة أسعار المؤشر تعكس تحركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق والمكونة لصندوق المؤشر (الاعرجي ، 2003 : 58)، من مميزاتها هي الكفاءة الضريبية فضلاً عن كونها اساس ملائم لعمل استراتيجية الشراء والاحتفاظ (Jones,2010:284).

وتعتمد استراتيجية صناديق المؤشرات في تطبيقها على ثلاث خطوات(Hilsted , 2012 : 18-19) (Marshal al , et ,2016:56) :-

الخطوة الأولى:- الحصول على معلومات عن مؤشرات الاسهم وأوزانها في صندوق المؤشر ، نلاحظ ان معايير المؤشرات المرجحة للأوراق المالية متعدده وذلك لاختلاف الاوراق المالية في السوق المالي ، فمثلا بعض مؤشرات الأسهم يمكن ان تعتمد على مؤشر (S & P 500)، وبعضها موزون بالسعر ك(داو جونز)، وتستند بعضها الى تعويم السوق (الموزون بالقيمة) (Market Float) .

الخطوة الثانية :- يجب عدم تجزئة المعايير أي اختيار المعايير التي تتوافق مع مكونات المحفظة الاستثمارية وهذا لا يتطلب ان ينظر المستثمر الى التكلفة كأساس في اختيار الاوراق المالية.

الخطوة الثالثة :- مراعاة تغير المؤشرات عبر الوقت لاسيما عند ازالة بعضها بسبب عمليات الاستحواذ او التصفية لبعض الشركات التي تعد مرجعاً للشركات اخرى ، واضافة مؤشرات لشركات جديدة في حالة تحسن اداء بعض الاسهم ، واخيرا الاستثمار يعد بهذه الاستراتيجية وسيلة منخفضة التكلفة لصغار المستثمرين لانها لا تتطلب تحليل الاوراق المالية . (Bodie , et.al , 2014 : 96)

٣-١ استراتيجية التحصين Immunization Strategy

تستند هذه الاستراتيجية في تركيب محافظها الى اختيار السندات التي تتماثل اجالها مع المدة الزمنية المخططة للاستثمار(Investment Horizon) ، والهدف من استراتيجية التحصين هو حماية المحافظ الاستثمارية من مخاطر اسعار الفائدة اي التغيرات التي تشهدها اسعار الفائدة والتي تلقي بضلالها على اسعار الاوراق المالية بما فيها الاسهم ، ويحاول المستثمر ان يبقى اجال(Duration) "*" محفظته دون تغير، وتوصف المحفظة بانها محصنة اذا كان اجالها مساوياً للأفق الاستثماري(InvestmentHorizon) (Levisauskait,2010: 112) .

وتفيد هذه الاستراتيجية المستثمرين الذين لديهم التزامات مستقبلية ثابتة عن طريق وضع سياسه علمية لإدارة التزاماتهم ،عن طريق تنسيق اجال عائداتهم مع اجال التزاماتهم(Bodie et al ,2003:٣٥٠)، وهذا الامر اساسي في استراتيجية التحصين لانه يعتمد التوازن في تركيب المحافظ الاستثمارية على تغيرات أسعار الفائدة ومخاطرة سعر الفائدة ومخاطر إعادة الاستثمار في الاسهم (Fabozzi .& Dark , 2010:٧١٨)، فضلاً عن ذلك يتم استخدام هذه الاستراتيجية لحماية الاسهم من تحولات أسعار الفائدة ومحاولات نظرية التحصين للقضاء على حساسية للتغيرات في هيكل الزمني لاسعار الفائدة عن طريق مطابقة اجال الموجودات مع اجال المطلوبات وفقا لقاعدة المقابلة (Matching Principle) لان التحولات في هيكل فترات الاسهم الاستثمارية له تأثير على القيمة الحالية لكل من الموجودات والمطلوبات فاذا ارتفعت

* الاجل(Duration):- هو المتوسط موزون القيمة لعدد من السنوات التي يتلقى فيها المستثمر التدفق النقدي نتيجة استثماراته في المحافظ الاستثمارية (Damodaran,2003:93).

أسعار الفائدة فإن القيمة الحالية للموجودات والمطلوبات سترتفع بالمقدار (79-77 : 2004 , Brentani) وهي تعتمد على مقياس (Beta) في قياس هذه التغيرات في الاسعار (Elton et al ,2014: 566)، ويحاول المستثمرون في بعض الاحيان تحصين محافظهم من مخاطر اسعار التقلب في الفائدة وعليه تعرف هذه الاستراتيجية بمطابقة القتره او تحصين المحفظة ، اذ تضمن استخدامها تأثير قليل ومحدود للتحول الصغير في اسعار الفائدة على قيمة موجودات المحفظة الاستثمارية ولان الخسارة في بعض الموجودات يعوض عنه بالأرباح للموجودات الاخرى (Hull ,2012:143).

ان من عيوب هذه الاستراتيجية ان الآجال لا تبقى ثابته بسبب تغير اسعار الفائدة عبر الوقت وهذا يتطلب من المستثمر ان يعيد توازن محفظته عن طريق اوراق مالية جديدة لان تكرار اعادة التوازن تزيد من التكاليف ، وعليه يجد المدير صعوبة في تكرار عملية اعادة توازن محفظته والايفاء بالتزاماته المالية (Brentant ,2004:77) .

٢- استراتيجية ادارة المحافظ النشطة (Active investment Strategy)

يطلق على الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق (بالاستراتيجيات النشطة Active Strategy) لإدارة محفظة الاوراق المالية وتسمى ايضاً (المحافظ المدارة) ويمتاز هذا النوع من المحافظ بالعائد العالي والمخاطرة المرتفعة وارتفاع معدل دوران المحفظة الذي يقاس بقسمة المشتريات الجديدة او قيمة الاسترداد الى مجموع موجودات المحفظة خلال مدة زمنية معينة فضلاً عن ذلك يؤدي استمرار عمليات الشراء والبيع لوحدات المحفظة الاستثمارية الى عدم استقرار رأس المال وتغير مكونات المحفظة باستمرار ويصاحب ذلك في الغالب ارتفاع تكاليف الصفقات والمعاملات التي قد تتفوق النفقات الادارية فيها احيانا" الى اكثر من العائد المحتمل على الاوراق المالية المكونة للمحفظة لاسيما عند المبالغة بالجهد المبذول من قبل الادارة في سعيها لتحقيق عائدات متفوقة (Rielly & Brown ,2012:660) .

يستند العمل بالاستراتيجية النشطة الى تفاعل الاستثمارات المختلفة للحصول على أداء أفضل وهذا التفاعل يتم عن طريق البيع والشراء للاسهم باستمرار(Brentani,٢٠٠٤: ٨٥) ، ويتم توظيف التقنيات المختلفة في محاولة تحسين أداء المحافظ في مجال الأسهم المشتركة واستخدام نماذج تقييم القيمة واختيار الأسهم ويعمل المستثمرون دائماً على تحليل وتقييم الأسهم في محاولة لتحسين أدائها بالنسبة للبعض المؤشرات مثل مؤشر السوق(Market Index) :2011 , et.al , Bodie). 347)

ثانياً:- النماذج الاساسية لبناء المحفظة الاستثمارية

تفترض نظرية المحفظة الرشد المطلق لقرار المستثمر، وبسبب العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة فأن المستثمر سيسعى لتحقيق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة من الفرص الاستثمارية المتاحة وباستخدام واحدا من نماذج بناء المحفظة الاستثمارية الاتية (الخفاجي ،٢٠٠٦: ٩٧) (Bodie et al ,2013:150-167):-

أ- أنموذج Markowitz

يعد هدف المسنثمر تعظيم العائد المتوقع للمحفظة هدف غير رشيد ما لم يقترن بتخفيض مخاطرة المحفظة عن طريق التنويع الكفوء (Efficient Diversification) الذي ياخذ بنظر الاعتبار - بخلاف التنويع البسيط - الارتباط او التباين المشترك بين كل زوج من الاوراق المالية، وأظهر (Markowitz) أن التباين في معدل العائد يمثل مقياسا ذا مغزى لمخاطر المحفظة الاستثمارية في إطار مجموعة مقبولة من الافتراضات ، وتستند الى عدة افتراضات تتعلق بسلوك المستثمرين. وهذه الافتراضات هي (Reilly & Brown , 2012:207-219) :-

١- يعد المستثمرون أن كل بديل استثماري يمثله توزيع احتمالي للعائدات المتوقعة خلال مدة احتجاز معينة.

٢- يقوم المستثمرون بتعظيم الافادة القصوى من الاصول ، وتدل منحنيات منافع المستثمرين على تناقص الفائدة الحديه للثروة.

٣- يقدر المستثمرون مخاطر المحفظة على أساس تباين العائدات المتوقعة.

٤- قرارات المستثمرين الاساسية تستند الى العوائد والمخاطر المتوقعة فقط بالنسبة لمستوى معين من المخاطر يفضل المستثمرون عوائد أعلى، وبالمثل بالنسبة لمستوى معين من العائد يفضل المستثمرون مخاطر أقل، ويمكن حساب عائد ومخاطرة المحفظة بموجب هذه الفرضية كما في الصبغة الاتية -:(Bodie,et.al,2009:201)

$$Rp = \sum_{i=1}^{n} \alpha_i ri \quad \text{...(١٧)}$$

اذ ان :-

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

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

معدل العائد المتوقع على الورقة (i) r_i=

اما مخاطرة المحفظة فتحسب على وفق المعادلة (٢٦-١) ادناه (الخفاجي ، ٢٠٠٦: ٩٨):-

$$\sigma p = \left(\sum_{i=1} a_i^2 \sigma_i^2 + 2\sum_{i=1} a_i a_i \sigma_{ij}\right)^{\frac{1}{2}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (18)$$

اذ ان :-

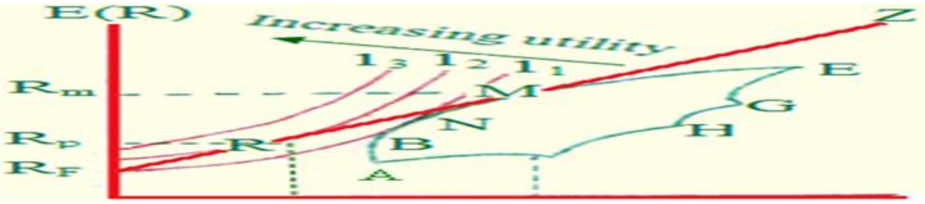
مخاطرة المحفظة (الانحراف المعياري لمعدلات العائد) $\sigma_p =$

تباين عائد الورقة (i) $\sigma_i^2 =$

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

يبين الشكل (2) ان المستثمر يمكن ان يضع استثماره في أي مكان على هذا المنحنى ولكن المستثمر الرشيد يختار فقط تلك المحافظ التي تقع على الحد الكفوء المتمثل في النقاط (BME) وذلك لان المحافظ على قوس الدائرة هذه اكثر كفاءة من جميع المحافظ الاخرى على منحنى المحافظ الكفوءة فهي اما ان تعطي اعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة او اقل مخاطرة لمستوى معين من العائد ،واذا ما تمت مقارنة مجموعة المحافظ (A) من (N) على حدود منحنى فنجد ان كلا" منهما له نفس المستوى من المخاطرة ولكننا نستطيع ان نرى بأن محفظة (N) تعطي عائدا" اعلى من غير حدوث أي مخاطرة اضافية وان كل المحافظ على قوس الدائرة بين (A E) محاطة بواسطة المحافظ على القوس (B M E) لذلك يمكن ان نعتبرها كفوءة بالنسبة لاي مستثمر مع منحنيات المنفعة المتمثلة بـ(L1,L2,L3) فأن المحفظة المثلى ذات المخاطرة سوف تتكون عند النقطة (N)عندما يكون منحنى المنفعة ملامسا" للحدود الكفوءة (Efficiency Frontier) .(Watson&Hard,2009:371)

الشكل (٢) المجموعة المتاحة والحد الكفوء وفقا" لأنموذج Markwitz



Source:- (Watson&Hard,2009:371)

ب-أنموذج المؤشر الواحد لشارب Sharpe's Single Index Model

تم تطوير أنموذج مؤشر شارب الموحد من قبل ويليام شارب لبناء المحفظة الاستثمارية باستخدام عدد أقل من المدخلات التي يتم استخدامه في أنموذج (Markowitz) ، والافتراض الرئيسي لأنموذج المؤشر الواحد لشارب هو أن التباين في الاوراق المالية يمكن تفسيرها من قبل عامل واحد يعرف باسم المؤشر(index) وكذلك يسمى هذا الأنموذج أنموذج السوق، لانه يفترض ان تحركات اسعار الاوراق المالية انما تتاثر بمؤشر عام واحد هو مؤشر السوق (Lala, 2014:91)، ويتصف هذا الأنموذج بمجموعة من القواعد(Lala, 2014: 92) :-

١- لا يدفع المستثمرون ضرائب ولا كلف صفقات أي ان المستثمر لايهتم بالاختلاف بين العائد من الارباح الرأسمالية والعائد من المقسوم.

٢- يتم التعامل بسوق المنافسة التامة اذ ان خروج او دخول أي مستثمر الى السوق لا يؤثر في الاسعار .

٣- كل المستثمرون يخططون لامتلاك الورقة المالية لمدة واحدة متطابقة.

٤- المستثمرون يستطيعون الاقتراض والاقراض بسعر فائدة خالية من المخاطرة وبكميات غير محدودة.

٥- كل المستثمرون يحللون الاوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون النظرة الاقتصادية نفسها أي ان لهم تخمينات متطابقة وتوقعات متجانسة.

٦- السوق الرأسمالية في حالة توازن ويعني ان كل المستثمرين يبدؤون مستوى السعر المرتبط بمستوى المخاطرة نفسها.

واستطاع (Sharpe) تقديم هذا الأنموذج لغرض تبسيط العمليات الحسابية وتخفيض البيانات المطلوبة لأنموذج(Markwitz) عن طريق ربط عوائد الاوراق المالية الى احد المؤشرات سوق الاوراق المالية، ويمكن صياغته بالمعادلة الاتية(Amenc& Sourd,2003:85-86) :-

$R_{it} = \alpha_i + \beta_i RM_t + \varepsilon_{it}$ ....(19)

اذ ان :-

عائد الاصل المالي(i) في الزمن $R_{it} =$

العائد على مؤشر السوق $RM =$

يشير إلى العائد الاضافي للأصول $\varepsilon it=$

وباعتبار ان جزء من العائد ينتج من المخاطرة النظامية والجزء الاخر ينتج من المخاطرة غير النظامية ، وعليه يمكن صياغة تباين العائد الاضافي عن طريق المعادلة الاتية (بايكر ،٢٠٠٨: ١٩٥):-

$$\text{var}(R_i) = \beta_i^2\sigma_M^2 + \sigma^2(e_i)$$ ....(٢٠)

اذ ان :

الجزء الاول من المعادلة يمثل المخاطرة النظامية .

والجزء الثاني يمثل المخاطرة غير النظامية .

ان معادلة الحد الكفوء (الخط المستقيم) تكون كالاتي (Mcmenamin , 1999 : 221 - 222) (الراوي ، ٢٠٠٠ : ١٠٣) :-

$$E_{(ri)} = RF + \beta_i(ERm - RF)$$ ....(٢١)

اذ ان :-

معدل العائد المتوقع (المطلوب) على استثمار معين . E(ri) =

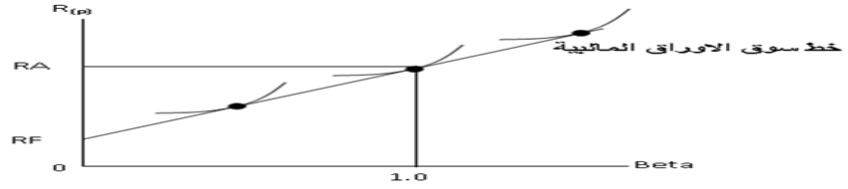
بيتا وتمثل درجة تقلب العائد المتوقع على الاستثمار من اوراق مالية معينة $\beta_i =$

عائد محفظة السوق =

(ERm)

لقد اطلق على المعادلة (٢١) معادلة خط سوق الاوراق المالية وهي تمثل العلاقة بين العائد المتوقع للمحافظ الكفؤة وغير الكفؤة وبين البيتا كمقياس للمخاطرة النظامية وعليه فان المستثمر يستطيع التحرك على طول هذا الخط باستثمار بنسب مختلفة من رأسماله في محفظة السوق وبالاستثمار خال من المخاطرة ليقوم بالنهاية باختيار محفظته الكفؤة من نقطة التماس اعلى منحنى سواء للمستثمر بالحد الكفوء كما موضح بالشكل اللاحق (الخفاجي ، ٢٠١٠: ١٠١).

الشكل (٣) اختيار المحفظة الكفوءة وفقا لأنموذج شارب



المصدر(الخفاجي ،٢٠٠٦: ١٠٢)

د- أنموذج التدريج البسيط Simple Ranking Model

قدم أنموذج التدرج البسيط من لدن (Elton , Gruber & Padberg) في مقالة نشرت عام (١٩٧٦) و يعد من النماذج الاساسية لبناء واختيار المحفظة المثلى والكفؤة ويشترك مع أنموذج المؤشر الواحد ل (Sharpe) في توليد المحافظ الكفؤة ذاتها (Elton et al , 2014: 178) واعتمد (Elton) وزملائه مقياس (ترينور) لتدرج الاسهم المرشحة لتضمنيها في المحفظة الكفؤة.

وهذا المقياس عبارة عن نسبة استعملت اساساً لمقياس لمقارنة اداء الاسهم الفردية ومحافظ الاستثمار في تلك الاسهم ، فالمحفظة التي ترفع هذه النسبة($\frac{R_p - R_f}{B_p}$) تحقق مستوى اداء اعلى من محفظة اخرى تخفض فيها النسبة المذكورة ، وتجري بعدئذ ترتيب محافظ الاستثمار تنازلياً بحسب مستوى الاداء المتحقق وما يلاحظ على مقياس (ترينور) انه يرتب المحافظ بحسب افضليتها في ضوء المبادلة (Trade – off) ما بين العائد والمخاطرة النظامية (العامري ، ٢٠١٠ : ١٠٤-١٠٦) وقد استند أنموذج التدرج البسيط الى افتراضات أنموذج (Sharpe 1963) ذاتها والية قياسه ومعادلاته الرياضية في استخراج قيم العائد والمخاطرة ضمن مرحلة الاولى من بناء المحفظة الكفؤة لجميع المستثمرين ام الاختلاف يحدث في المرحلة الثانية اي مرحلة بناء التي يستند فيها الأأنموذج الى ابسط الطرق الحسابية دون اللجوء الى اجراء العمليات رياضية معقدة(Eales,1995:157-161) وتبنى المحفظة حسب هذا الأنموذج باستخدام المعادلة(٢٣-١)(الخفاجي ، ٢٠٠٦ :١٤٢) :-

$$C_{(i)} = \frac{\sigma^{2}_{(RM)} \left(\sum_{i=1}^{n} \left[\frac{(R_{(i)} - RF)\beta_{i}}{\sigma^{2}_{(ei)}} \right] \right)}{(1 + \sigma^{2}_{(RM)} \sum_{i=1}^{n} \frac{\beta^{2}_{(i)}}{\sigma^{2}_{(ei)}})} \quad \text{.....(٢٢)}$$

اذ ان :-

$C_i =$ خصائص الورقة المالية (i) .

$R_f =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة

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

تباين مؤشر السوق

$\sigma_{m=}^2$

المخاطرة غير النظامية.

$\sigma_{ei=}^2$

ثالثاً:- اساليب قياس اداء المحافظ الاستثمارية

تصنف مقاييس تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ضمن (٤) مقاييس التي تجمع بين بعدي المخاطرة والعائد وهذه الاساليب هي كالاتي (Reilly&Brown,2012:٩٦١):-

١- مؤشر Sharpe 1966

قدم شارب هذا المؤشر في قياس الاداء استناد الى فكرة التعويض او المكافأة Reward)) الى التغيرية (Variability) ويستخرج عن طريق قسمة متوسط العائد الاضافي (فوق العائد الخالي من المخاطرة) الى التغييرية معبراً عنها بالانحراف المعياري للعائد لذلك يمكن التعبير عنه بمؤشر تعويض اضطراب او اختلاف العوائد (Reward-to Variability Ratio) ويمكن حساب هذا المؤشر عن طريق الصيغة التالية (Bodei et al ,2013:599):

$$S_t = \frac{R_{pt} - R_F}{\sigma R_{pt}} \quad \text{.....(٢٣)}$$

اذ ان:-

S_t = المكافئ .

R_{pt} = معدل عائد المحفظة خلال المدة (t) .

R_f = معدل خالي من المخاطرة .

σR_{pt} = الانحراف المعياري .

يسعى الأنموذج إلى قياس المخاطر الكلية للمحفظة عن طريق إدراج الانحراف المعياري بدلا من قياس المخاطر المنهجية التي تعتمد على (Beta).

٢- مقياس ترينور(Treynor 1965)

طور Treynor 1965 أول مقياس مركب(Composite Measure)لقياس لأداء المحفظة يتضمن المخاطرة (Risk) ، وميز عن طريقها بين المخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية لعائدات الاوراق المالية ، عن طريق خط المستقيم الذي اسماه خط المميز (Characteristic Line) وعن طريق الخط المميز يظهر ان هنالك علاقة بي معدل عائد السوق ومعدل عائد المحفظة ، ويمكن التعبير عن خط المميز ب(Beta) التي تقيس التقلب في عائدات المحفظة وعلاقتها بمؤشر السوق. ويتمثل مقياس مخاطرة المحفظة الاستثمارية بمعامل بيتا وليس في الانحراف المعياري ويحسب وفق الصيغة الاتية(Bodie et al ,2013:602-603) :-

$$T = \frac{R_{pt} - R_f}{B_{pt}} \quad \text{.....(24)}$$

اذ ان :-

T= مؤشر Treynor

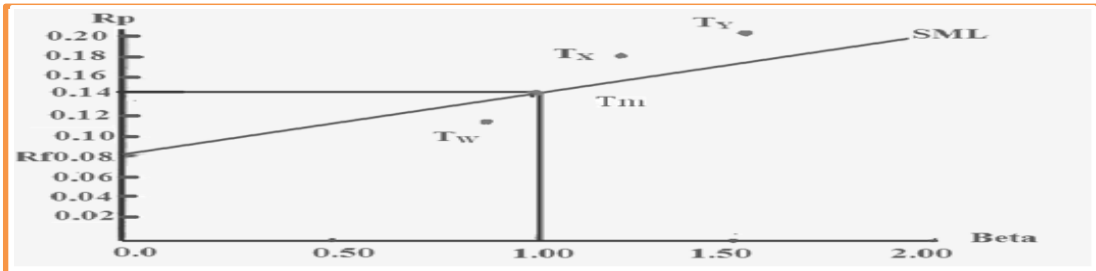
Rpt= العائد المتوقع على المحفظة

Rf = عائد الموجود الخالي من المخاطرة

B_p = بيتا المحفظة

وتدرج المحافظ تنازليا في ضوء نتائج هذه النسبة ابتداء من المحافظ ذات النسبة الاعلى (الافضل) الى المحافظ ذات النسبة الادنى(الخفاجي ، ٢٠٠٦: ١١٠) كما في الشكل اللاحق .

الشكل (٤) مؤشر Treynor



(Source : (Reilly & Brown ,2012:964)

المبحث الثالث : التحليل التطبيقي

اولاً:- اختبار الارتباط الذاتي

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في الدراسات التي تأخذ شكل السلاسل الزمنية (Time Series Data) وكذلك الدراسات التي تعتمد على البيانات مقطعية (Cross – Series Data) لاسيما البيانات المقطعية التي تأخذ شكل متوسطات مجاميع (Grouping of Observations) نتيجة التشخيص غير الدقيق للعلاقة بين المتغيرات ومن ثم فأن هذه المشكلة تعني ان الخطأ العشوائي في كل مدة زمنية يعتمد على اخطاء الفترات الزمنية السابقة له (الخفاجي ،٢٠٠٦: ١٤٥) ولاختبار وجود مثل هذه المشكلة فقد تم استخدام البرنامج الاحصائي الجاهز(SPSS.24) لاحتساب قيمة (D-W)* لسلسلة معدلات العوائد الشهرية للاسهم العادية على وفق ما مبين بالجدول (1-3) ومنه يلاحظ ان القيم تتراوح من (1.234) لسهم شركة الشرق الاوسط للأسماك الى (2.606) لسهم شركة الالعاب الكرخ السياحية وجميعها اقرب الى الرقم (٢) منها الى الرقمين (٠) او (٤) وهو ما يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في قيم السلسلة الزمنية للعينة وعدم الحاجة الى معالجة هذه المشكلة احصائيا.

* (Durbin-Watson Test (D.W) : يعد اختبار داربن واتسن أوسع الاختبارات استعمالا لمختلف العينات مع العلم توجد اختبارات أخرى قد تكون أقوى من اختبار دير بن-واتسن من الناحية الإحصائية إلا أنها تكتسب قوتها في العينات كبيره الحجم ولذلك يفضل دير بن- واتسن على الكثير من الاختبارات الأخرى، فضلا على أنه بسيط من ناحية الفكرة والتطبيق. الاختبار مخصص للكشف عن ارتباط الذاتي من الدرجة الأولى و تنحصر قيمة (D-W) بين (٠) و(٤) فأذا كانت قيمة (D-W) قريبة من (٠) فيعني ذلك وجود علاقة ارتباط ذاتي موجب واذا كانت قيمة (D-W) قريبة من (٤) دل على وجود ارتباط ذاتي سالب اما اذا كانت القيمة قريبة من ((٢)) يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي اما في حالة وجود ارتباط ذاتي يتم معالجتها بأستخدام طريقة التكرار او المعدل المتحرك الموزون (جودة ،٢٠٠٨ : ١٢٦)،(راشد ،٢٠٠٦ :١٢٤).

الجدول (١-٣)

قيمة (Durbin-Watson) لقيم السلاسل الزمنية للاسهم عينة الدراسة

رمز الشركة	D-W	رمز الشركة	D-W
١١	1.985	٣٤	1.708
١٢	1.777	٣٥	2.٢٠٢
١٣	2.352	٣٦	٢.٠٠٦
١٤	1.960	٣٧	١.٩٧٦
١٥	1.982	٤١	1.873
١٦	2.564	٤٢	١.٩٤٩
١٧	2.109	٤٣	1.946
٢١	2.606	٥١	1.990
٢٢	1.530	٥٢	1.234
٣١	2.030	٥٣	٢.١٣٥
٣٢	1.785	٥٤	1.892
٣٣	1.528		

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

لغرض اختبار فرضية الدراسة الرئيسة قام الباحثان اولاً بتعقب مؤشر سوق العراق للاوراق المالية بالمحاكاة التامة وتشكيل محفظة اسهم بأوزان متساوية من الاسهم كافة التي ضمها المؤشر بما في ذلك اسهم قطاعي التأمين والاستثمار ويظهر الجدول (٢-٣) نتائج عائد ومخاطرة هذه المحفظة.

الجدول (٢-٣)

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

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

ثالثاً:-بناء المحافظ الساكنة

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

١- بناء المحفظة الساكنة على وفق معيار اسهم البيتا

تم ترشيح الاسهم العادية لبناء محفظة الادارة الساكنة والمرجعية بالاعتماد على كل اسهم البيتا العالية كأساس لاختبار الفرضية الفرعية الاولى حيت تم تبويب عينة البحث الى مجموعتين ضمت الاولى منها اسهم البيتا التي تزيد في قيمتها على معدل بيتا العينة وعددها (١٠) أسهم وذلك لتمثيل اسهم البيتا العالية بينما شملت المجموعة الثانية اسهم البيتا المنخفضة التي دون معدل بيتا العينة وعددها (١٠) أسهم كما مبين في الجدول (٣-٣) الاتي:

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

الجدول(٣-٣)

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

ت	رمز مجموعة البيتا العالية	البيتا	ت	رمز مجموعة البيتا المنخفضة	البيتا
.١	14	1.8	.١	54	0.98
.٢	22	1.8	.٢	42	0.9
.٣	43	1.8	.٣	11	0.67
.٤	53	1.78	.٤	33	0.67
.٥	13	1.6	.٥	35	0.6
.٦	51	1.6	.٦	12	0.4
.٧	52	1.55	.٧	21	0.4
.٨	15	1.4	.٨	37	0.34
.٩	41	1.33	.٩	34	0.33
.١٠	16	1.2	.١٠	31	0.3

١-١ بناء المحفظة الساكنة على اساس معيار اسهم البيتا العالية

لغرض اختبار فرضية البحث الفرعية الاولى سيتم " بناء المحفظة الساكنة للاسهم العادية بالاعتماد على أنموذج التدريج البسيط في استخراج الاوزان المثلى لجعلها ضمن مكونات المحفظة وباستخدام أنموذج شارب (Sharpe) في حساب معدلات العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة الساكنة التي كان عددها(٣) اسهم وكما مبين في الجدول (٤-٣) لذا سيتم تفصيل خطوات بناء المحفظة الساكنة كالاتي :-

الخطوة الاولى:- حسبت النسبة (Ri – RF / Bi) لمتوسط العائد في كل سهم ثم درجت تنازليا ووضعت في العمود (١) من الجدول (٤-٣) الذي يمثل نتائج بناء المحفظة الساكنة وقد استندت القيم على نتائج التحليل الاحصائي في جداول المبحث السابق.

الخطوة الثانية :- بعد ترتيب الاسهم وفق النسبة المذكورة حسبت الصيغه (Ri – RF) Bi/ IRi) ووضعت في العمود (٢).

الخطوة الثالثة :-جمعت قيم العمود (٢) تراكميا ووضعت النتائج بالعمود (٣) الخاص بها .الخطوة الرابعة :-ضربت قيم العمود (٣) من كل جدول بقيم مخاطرة محفظة السوق (0.003)ووضعت النتائج في العمود (٤).

الخطوة الخامسة :-حسبت لكل سهم الصيغة (β_i^2 / IR) ووضعت النتائج في العمود (٥)

الخطوة السادسة :-جمعت قيم العمود (٥) تراكميا ووضعت النتائج بالعمود (٦).

الخطوة السابعة :-ضربت قيم العمود (٦) بقيمة تباين عوائد محفظة السوق (0.003) ثم اضيف واحد صحيح لكل ناتج ووضعت النتائج في العمود (٧).

الخطوة الثامنة:-اختصت هذه الفقرة باحتساب حد القطع (Cut – off Rate) عن طريق قسمة قيم العمود (٤) على قيم العمود (٧) ازاء كل سهم ووضعت النتائج في العمود (٨) لغرض مقارنتها مع قيم العمود (١) فاذا كانت قيمة حد القطع (Ci) لسهم ما اقل من قيمته في العمود (١) فان سهم سيكون ضمن مكونات المحفظة الساكنة ويلاحظ من الجدول (٤-٣) ان (٩) اسهم فقط حققت الشرط و(٤) سهم لم تحقق الشرط لذا تم استبعادهم من محفظة الساكنة .

* *تم استبعاد بيتا للاسهم (٣٦، ١٧، ٣٢) التي تبلغ قيمها (١.٠٦، ١، ١) على التوالي من مجموعة بيتا المنخفضة بسبب قيمها اعلى او تساوي بيتا السوق التي قيمتها (١) .

الخطوة التاسعة:- يقع حد القطع الامثل (Optimal Cut – off Rate, CO) في العمود (٩) امام السهم الذي يكون اخر من تضمنته المحفظة الساكنة ومن الجدول (٤-٣) يقع حد القطع الامثل شركة الشرق الاوسط للأسماك (٠.٠٤١٩)، وفي ضوء حد القطع حسبت قيمة (Z) لكل سهم .

الخطوة العاشرة :- حسب الوزن (W) او نسبة الاستثمار لكل سهم رشح الى المحفظة الساكنة عن طريق جمع قيم (Z) للاسهم المرشحه اولا ثم ايجاد الاهمية النسبية لكل سهم عن طريق قسمة قيمته من (Z) على مجموع قيم (Z) للمحفظة

الخطوة الحادية عشر :- يتم حساب بيتا المحفظة الساكنة عن طريق ناتج جمع حاصل ضرب بين البيتا كل السهم والوزن المخصص له في المحفظة.

الخطوة الثاني عشرة :-يتم حساب المخاطرة غير النظامية عن طريق ناتج جمع حاصل ضرب بين مربع وزن كل سهم × مخاطرته الغير نظامية).

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

الجدول (٤- ٣)

اوزان المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم البيتا العالية

مكونات المحفظة	$R_i - RF/\beta_i$	$(R_i - RF)\beta_i/IR_i$	$\sum_{i=1}^{4}(2)$	$3^* \sigma^2_{(M)}$	β_i^2/IR_i	$\sum_{i=1}^{4}(5)$	$6^* \sigma^2_{(M)}+1$	C_i	Z_i	W_i
22	0.1277	24.3349	24.3349	0.0730	190.5882	190.5882	1.5718	0.0464	8.2041	0.8697
53	0.1150	2.2930	26.6279	0.0799	19.9270	210.5153	1.6315	0.0490	0.7263	0.0770
41	0.1005	1.3363	27.9642	0.0839	13.3000	223.8153	1.6714	0.0502	0.5027	0.0533

وباستخدام أنموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الساكنة كانت النتائج كالاتي :-

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

وكما هو واضح من النتائج تميز العائد المتوقع لمحفظة السوق المرجعي بالارتفاع الكبير اذ بلغ (٠.١٣٢٢٥) وهو اكبر من معدل العائد المتوقع للمحفظة الساكنة الذي يبلغ (٠.١٢٥٦) وكانت نسبة الارتفاع تبلغ (٠.٦٦٥%) ومستوى المخاطرة الكلية للمحفظة الساكنة مرتفعة بنسبة (١.٣٥٥%) مقارنة" مع المخاطرة الكلية للمحفظة المرجعية التي تبلغ (٠.١٠٢٩٥) بالتالي كان اداء المحفظة المرجعية متفوقا" على المحفظة الساكنة حيت كان مؤشر العائد الى المخاطرة يبلغ (١.٣٧٩٧) مره للمحفظة الساكنة ومؤشر العائد الى المخاطرة للمحفظة المرجعية يبلغ (١.٠٧٨١) مره وفي الوقت ذاته زاد معامل الاختلاف من (٢.٤٢٦١) مره الى (٢.٧١٨) مره ، وتقود هذه النتائج الى رفض فرضية الدراسة الاولى التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة اذ تم اختيار اسهمها على اساس البيتا العالية كما هو مبين في الجدول (٥-٣)

جدول (٥-٣)

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

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

٢-١ بناء المحفظة الساكنة على وفق معيار اسهم البيتا المنخفض

وباستخدام أنموذج شارب لحساب معدل العائد والمخاطرة المحفظة الساكنة كانت النتائج كالاتي :-

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

وكما هو واضح من النتائج تميز معدل العائد المحفظة الساكنة لاسهم البيتا المنخفضة بالارتفاع بنسبة (6.105%) مقارنة" بمعدل العائد المتوقع للمحفظة السوق المرجعية للاسهم البيتا المنخفضة والبالغ (٠.١٣٢٢٥) وبانخفاض المخاطرة الكلية للمحفظة الساكنة بنسبة (0.185%) مقارنة" بالمخاطرة الكلية للمحفظة المرجعية ويعزي سبب هذا الى الانخفاض في المخاطرة غير النظامية (٠.٠٠٤٥) التي تسببت بدورها الى انخفاض معامل الاختلاف من (٢.٤٢٦١) الى (١.٦٤٤٩) مما يعني تفوق اداء محفظة الاسهم البيتا المنخفضة مما يعني تفوق اداء المحفظة الساكنة المبنية على اساس اسهم البيتا المنخفضة ويلاحظ ارتفاع مؤشر العائد الى المخاطرة من(١.٢٨٤٦) مرة الى (١.٩١١٩)مره ومن ثم كانت المحفظة الساكنة لهذه المجموعة تحقق افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة اذ تم اختيار اسهمها لتشكيل المحفظة الاستثمارية الساكنة كما هو مبين في الجدول (٦-٣).

جدول (٦ – ٣)

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

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

٣-١ تحليل ومقارنة نتائج بناء المحافظ الساكنة حسب معيار البيتا

بمقارنة نتائج بناء المحافظ الساكنة الموضحة في الجدول (٧-٣) يتبين الاتي:-

١- تميزت المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم البيتا العالية بانخفاض معدل العائد المتوقع بنسبة(٦.٧٧%) مقارنة" بالمحفظة الساكنة لمجموعة البيتا المنخفضة في حين أن مخاطرة المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم البيتا العالية مرتفعة اذ بلغت (٠.١١٦٥) مقارنة" بمخاطرة المحفظة لمجموعة اسهم البيتا المنخفضة وهو(٠.١٠١١) مما انعكس بالتالي على ارتفاع معامل الاختلاف بشكل كبير من (١.٦٤٤٩) مره للمعامل الاختلاف على في اساس معيار

بيتا المنخفضة الى (٢.٧١٨) مره لمجموعة البيتا العالية مما يدل على تفوق اداء المحفظة الساكنة لمجموعة البيتا المنخفضة .

٢- تفوقت المحفظة الساكنة لمجموعة البيتا المنخفضة على اداء المحفظة الساكنة لمجموعة البيتا العالية حيت رفعت مؤشر العائد الى المخاطرة من (١.٠٧٨١) مره الى (١.٩١١٩) مره وبالنتيجة حققت المحفظة الساكنة لمجموعة البيتا المنخفضة مبادلة افضل بين العائد والمخاطرة بالمقارنة مع المحفظة الساكنة لمجموعة البيتا العالية .

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

جدول(7- ٣)

ملخص نتائج بناء المحفظة الساكنة على اساس معيار البيتا

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

٢-بناء المحفظة الساكنة على وفق معيار اسهم السيولة "*"

تم ترشيح الاسهم العادية لبناء محفظة الادارة الساكنة والمرجعية بالاعتماد على معيار اسهم السيولة الاعلى كأساس لبيان خصائص اختبار فرضية البحث الفرعية الثانية حيت تم تبويب عينة البحث الى مجموعتين ضمت الاولى منها اسهم السيولة الاعلى بالاعتماد على مقياس معدل دوران الاسهم الاعلى التي تزيد في قيمته على متوسط معدل دوران الاسهم وقد بلغ عدد الاسهم في هذه المجموعة (١٢) سهم بينما شملت المجموعة الثانية اسهم السيولة المنخفضة بالاعتماد على مقياس معدل دوران الاسهم المنخفضة التي دون متوسط معدل دوران الاسهم العينة وعددها (١١) سهم و كما مبين في الجدول (٨-٣) ادناه:

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

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

اذ ان :-

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

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

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

وتعتمد على المدة المفحوصة

جدول (٨-٣)

تقسيم عينة البحث الى مجموعتين وفقا" لمعيار اسهم السيولة الاعلى

ت	رمز الاسهم السيولة الاعلى	معدل دوران الاسهم العالية	ت	رمز الاسهم السيولة المنخفضة	معدل دوران الاسهم المنخفضة
١	٥٣	٤٣.٢٥٥٧	١	٣٤	١٧.١٠٤٠
٢	٣١	٣١.١٨٤٦	٢	١١	١٣.٣٤٦٨
٣	١٢	٣٠.٦٩٠٤	٣	٣٥	١٢.٨٦٨٤
٤	١٥	٢٩.٦٨١٧	٤	٤١	١٠.٠٩٤٥
٥	٢١	٢٩.٦٠٥٤	٥	٣٣	٩.٠٧٨٣
٦	١٦	٢٥.٤٩٨٤	٦	١٣	٦.٨٤١٠
٧	٣٢	٢٤.٢٠٨٦	٧	١٧	٤.٤٣٩٢
٨	٤٣	٢٤.٠٧٢٨	٨	٥٤	٣.٠٧٣٩
٩	٣٦	٢٢.٠٥٨٠	٩	٤٢	٢.٦٩٠٥
١٠	١٤	٢٠.٤٧٦٣	١٠	٣٧	٢.٦٣٣٥
١١	٢٢	١٩.٨٩٢١	١١	٥٢	١.٤٧٢٩
١٢	٥١	١٩.٢٥٤٦	١٢		

١-٢ بناء المحفظة الساكنة على وفق معيار اسهم السيولة الاعلى

وباستخدام أنموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الساكنة كانت النتائج كالاتي :-

معدل العائد المتوقع	0.1865	$R_{(P)}$
المخاطرة الكلية	0.04796	$\sigma^2_{(P)}$
المخاطرة النظامية	0.0069	SR
المخاطرة الغير نظامية	0.04106	IR
معامل الاختلاف	2.2311	C.V
مؤشر العائد على المخاطرة	3.889	R/R

وبالمقارنة مع محفظة السوق المرجعية يظهر ان المحفظة الساكنة قد قدمت مبادلة افضل بين العائد والمخاطرة لأن عائدها المتوقع اعلى من عائد المتوقع للمحفظة المرجعية بنسبة (٥.٤٢٥%) و كانت المخاطرة الكلية للمحفظة الساكنة اقل من المخاطرة الكلية للمحفظة المرجعية بنسبة (٥.٤٩٩%) لذا خفضت معامل الاختلاف من (٢.٤٢٦١) مرة الى (١.١٧٤٣) مرة ورفعت مؤشر العائد الى المخاطرة من (١.٢٨٤٦)مرة الى (٣.٨٨٩) مرة وهذا يعني قبول فرضية الدراسة الفرعية الثانية التي تشير انه يمكن تحسين خصائص المحفظة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة اذا تم اختيار اسهمها على اساس معيار اسهم السيولة الاعلى و الجدول (٩-٣) يبين خلاصة نتائج المحفظتين.

الجدول(٩-٣)

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

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

٢-٢ بناء المحفظة الساكنة على وفق اسهم السيولة المنخفضة

وباستخدام أنموذج شارب لحساب معدل عائد ومخاطرة المحفظة الساكنة كانت النتائج كالاتي :-

معدل العائد المتوقع	0.1239
المخاطرة الكلية	0.0507٣
المخاطرة النظامية	0.0٤8105
المخاطرة الغير نظامية	0.00262
معامل الاختلاف	2.3161
مؤشر العائد على المخاطرة	3.0414
$R_{(P)}$	
$\sigma^2_{(P)}$	
SR	
IR	
C.V	
R/R	

في اطار المقارنة بين المحفظتين الساكنة والمرجعية لنفس المجموعة يلاحظ ان المحفظة الساكنة قد زادت من فاعلية المبادلة بين العائد والمخاطرة ، فبينما رفعت معدل العائد المتوقع بنسبة(١.٠٩٥%) ولكن بالمقابل خفضت المخاطرة الكلية بنسبة (٥.٢٢٢%) وهو ما ادى الى رفع مؤشر العائد الى المخاطرة من (١.٢٨٤٦)مرة الى (٢.٨٢٢٨) مرة وتخفيض معامل الاختلاف من (٢.٤٢٦١) مره الى (١.٥٧٢٩) مره كما هو مبين في الجدول (١٠-٣) الذي يعرض ملخص نتائج بناء المحفظتين .

جدول(١٠-٣)

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

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
الساكنة	0.1432	0.0507٣	0.04811	0.00262	1.5729	2.8228
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	—	—	2.4261	1.2846

٣-٢ تحليل ومقارنة نتائج بناء المحافظ الساكنة حسب معيار اسهم السيولة

بمقارنة نتائج بناء المحافظ الساكنة الموضحة في الجدول (١١-٣) يتبين الاتي:

١- تميزت المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى بارتفاع معدل العائد المتوقع مقارنة" بعائد المتوقع للمحفظة الساكنة لمجموعة اسهم السيولة المنخفضة بنسبة (٤.٣٣%) في حين كانت المخاطرة الكلية للمحفظة الساكنة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى منخفضة (٠.٠٤٧٩٦) مقارنة" بمخاطرة المحفظة لمجموعة اسهم السيولة المنخفضة (٠.٠٥٠٧٣) وقد أدى ذلك الى انخفاض معامل الاختلاف من (١.٥٧٢٩) مرة الى (١.١٧٤٣) مرة مما يدل على تفوق اداء المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى .

٢- تفوقت المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم السيولة الاعلى على اداء المحفظة الساكنة لمجموعة اسهم السيولة المنخفضة ورفعت مؤشر العائد الى المخاطرة من (٢.٨٢٢٨) مره الى(٣.٨٨٩) مره.

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

جدول(١١-٣)

ملخص نتائج بناء المحفظة الساكنة على اساس معيار اسهم السيولة

نوع المحفظة	R(p)	$\sigma^2_{(P)}$	SR	IR	C.V	R(p)/ $\sigma^2_{(P)}$
اسهم السيولة الاعلى	0.1865	0.04796	0.0069	0.04106	1.1743	3.889
اسهم السيولة المنخفضة	0.1432	0.0507٣	0.04811	0.00262	1.5729	2.8228
المرجعية (P)	0.13225	0.10295	—	—	2.4261	1.2846

رابعاً : قياس كفاءة محفظة الاسهم العادية

١- تقييم اداء المحفظة الساكنة وفقا" لمقياس Sharpe

تم قياس اداء المحفظة الساكنة وعلى اساس المعيارين التي تم استخدامها في تكوين المحافظ وعن طريق تلك النتائج يمكن تحديد المحافظ التي تحقق اهداف استراتيجية الادارة الساكنة ، بالنسبة للمحافظ الساكنة التي شكلت على اساس البيتا المنخفضة هي الافضل(٠.٥٩٤٨١٩) مقارنة" مع المحفظة المكونة على اساس البيتا العالية (٠.٣٥٥٧٦٥) ولكن مكونات المحفظة الساكنة على اساس البيتا العالية قد اختزلت الى (٣) اسهم فقط في حين كان عدد اسهم المكونة لمحفظة البيتا تتكون من (٨) أسهم، ما يشير الى تفوق المحفظة الساكنة على اساس البيتا المنخفضة وتأكيد عدم قبول الفرضية الفرعية الاولى التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة اذا تم اختيار اسهمها على اساس البيتا العالية وقبول الفرضية البديلة.

أما اختبار الفرضية الفرعية الثانية فقد تبين أن المحفظة المكونة على وفق معيار السيولة الاعلى هي الافضل (٠.٨٣٢٥٦٦) مقارنة" مع المحفظة المكونة على اساس معيار السيولة المنخفضة (٠.٦١٧٢٧١) علما" تم اختزال مكونات المحفظة الساكنة على اساس معيار السيولة الاعلى الى (١١) سهما فقط في حين كان عدد اسهم المكونة على اساس معيار السيولة المنخفضة (٩) أسهم ، مما يؤكد تفوق المحفظة الساكنة على اساس معيار السيولة الاعلى وتأكيد قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة اذا تم اختيار اسهمها على اساس معيار السيولة الاعلى .

مما ورد آنفا" يمكن التأكيد على أن تركيب المحافظ الاستثمارية الساكنة باستخدام معيار اسهم السيولة الاعلى يمكن ان يعطي أداء أفضل بالمقارنة مع بقية المعايير أستنادا" الى مؤشر Sharpe وكما هو مبين في الجدول (١٢-٣).

الجدول(١٢-٣)

تقييم كفاءة المحفظة الساكنة وفقاً لمقياس Sharpe

نوع المحفظة		عدد الاسهم	معدل العائد المتوقع	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة الساكنة		الانحراف المعياري للمحفظة	نسبة Sharpe	تسلسل الاداء
معيار تكوين المحفظة	الخيارات			Rf	Rp-Rf			
البيتا	عالية	3	0.1256	٠.٠٠٤١٧	0.12143	0.341320963	0.355765	٤
	منخفضة	8	0. 1933	٠.٠٠٤١٧	0.18913	0.317962261	0.594819	3
اسهم السيولة الاعلى	الاعلى	11	0.1865	٠.٠٠٤١٧	0.18233	0.218997716	0.832566	١
	المنخفضة	9	0.1432	٠.٠٠٤١٧	0.13903	0.225233212	0.617271	2

٢- <u>تقييم اداء المحفظة الساكنة وفقا" لمقياس Treynor</u>

أجرينا في هذا الجزء قياس اداء المحفظة الساكنة وعلى اساس المعيارين ذاتها لتكوين المحفظة ولكن بأستخدام مقياس Treynor لغرض تحديد المحافظ التي تحقق اهداف استراتيجية الادارة الساكنة ، بالنسبة لمعيار البيتا فأن المحافظ الساكنة التي كانت مكونة على اساس البيتا المنخفضة هي الافضل(٠.٠٩٥٣٨٦) مقارنة" مع المحفظة المكونة على اساس البيتا العالية (٠.٠٦٨٤٤٧)على الرغم من أختزال مكونات المحفظة الساكنة على اساس البيتا العالية الى (٣) اسهم فقط في حين كان عدد الاسهم المكونة للمحفظة الساكنة المشكلة على اساس البيتا المنخفضة (٨) أسهم وهذه النتيجة تدل على تفوق المحفظة الساكنة على اساس البيتا المنخفضة وتأكيد عدم قبول الفرضية الفرعية الاولى التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة اذا تم اختيار اسهمها على اساس البيتا العالية وقبول الفرضية البديلة.

بخصوص المحافظ المشكلة على اساس معيار السيولة الاعلى كانت هي الاعلى(٠.٢٠٨٠١٣) مقارنة" مع المحفظة المكونة على اساس معيار السيولة المنخفضة(٠.١٨٨٦٢٢) علما" تم اختزال مكونات المحفظة الساكنة على اساس معيار اسهم السيولة الاعلى الى (١١) اسهم فقط في حين كان عدد اسهم المكونة لها (٩) أسهم ، وهذا يؤكد تفوق المحفظة الساكنة على اساس معيار السيولة الاعلى وتأكيد قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تشير الى امكانية تحسين خصائص المحفظة الساكنة من اذ العائد والمخاطرة اذا تم اختيار اسهمها على اساس معيار اسهم السيولة الاعلى .

مما ورد آنفا" يمكن التأكيد على أن تركيب المحافظ الاستثمارية الساكنة باستخدام معيار اسهم السيولة الاعلى يمكن ان يعطي أداء أفضل من اذ العائد والمخاطرة بالمقارنة مع بقية المعايير استنادا" الى مؤشر Treynor كما هو مبين في الجدول (١٣-٣).

الجدول (١٣ -٣)

تقييم كفاءة المحفظة الساكنة وفقا" لمقياس Treynor

نوع المحفظة		عدد الاسهم	معدل العائد المتوقع	معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد المحفظة الساكنة		بيتا المحفظة	نسبة Treynor	تسلسل الاداء
معيار تكوين المحفظة	الخيارات			Rf	Rp-Rf			
البيتا	عالية	3	0.1256	٠.٠٠٤١٧	0.12143	1.773411434	0.068447	٤
	منخفضة	8	0. 1933	٠.٠٠٤١٧	0.18913	1.982782877	0.095386	٣
اسهم السيولة الاعلى	الاعلى	11	0.1865	٠.٠٠٤١٧	0.18233	0.87653295	0.208013	١
	المنخفضة	9	0.1432	٠.٠٠٤١٧	0.13903	0.737082507	0.188622	2

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

اولاً: الاستنتاجات

١- تظهر الاختبارات الاحصائية عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم السلاسل الزمنية ما يعني توفر امكانية القدرة على التوقع (Predictability) لمعدلات عوائد الاسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على اساس معدلات العائد المتحققة تاريخيا(Past Market Returns).

٢- امكانية اختزال عدد الاسهم باستخدام منهج الادارة الساكنة بالاعتماد على عدد من الأسس في عملية ترشيحها من دون ان يؤثر ذلك في خصائصها من اذ (معدلات العائد والمخاطرة) الا بشكل بسيط.

٣- امكانية استخدام منهج الادارة الساكنة للحصول على افضل محفظة من الاسهم العادية وقد بينت النتائج:-

أ- تفوق اداء المحفظة الساكنة التي رشحت على اساس اسهم البيتا المنخفضة على محافظ اسهم البيتا العالية اذ بلغت فيها قيمة معامل الاختلاف (١.٦٤٤٩) مرة واعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد الى المخاطرة (١.٩١١٩) مرة ، بينما يلاحظ ارتفاع معامل الاختلاف للمحفظة اسهم البيتا العالية (٢.٧١٨) وانخفاض مؤشر العائد الى المخاطرة (١.٠٧٨١).

ب- تفوق اداء المحفظة الساكنة التي رشحت على اساس اسهم السيولة الاعلى على محافظ اسهم السيولة المنخفضة اذ بلغت فيها قيمة معامل الاختلاف (١.١٧٤٣) مرة واعلى قيمة لنسبة مؤشر العائد الى المخاطرة (٣.٨٨٩) مرة ، بينما يلاحظ ارتفاع معامل الاختلاف للمحفظة اسهم السيولة المنخفضة (١.٥٧٢٩) وانخفاض مؤشر العائد الى المخاطرة (٢.٨٢٢٨).

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

٥- كانت نتائج قياس أداء المحافظ كالاتي:-

أ- ان قيم مقياس Sharpe الاعلى كانت للمحفظة الساكنة المكونة باستخدام معيار اسهم السيولة الاعلى اذ بلغت القيمة(٠.٨٣٢٥٦٦) بينما كانت القيمة الاقل للمحفظة الساكنة المكونة على وفق معيار اسهم البيتا العالية (٠.٣٥٥٧٦٥) .

ب- ان قيم مقياس Treynor الاعلى كانت للمحفظة الساكنة المكونة باستخدام معيار اسهم السيولة الاعلى اذ بلغت القيمة (٠.٢٠٨٠١٣) بينما كانت القيمة الاقل للمحفظة الساكنة المكونة على وفق معيار اسهم البيتا العالية (٠.٠٦٨٤٤٧).

٦- عدم تطابق نتائج تقييم اداء المحفظة الساكنة باستخدام مختلف المقاييس مع ان اختيار اسهم المحفظة الساكنة لمعيار اسهم السيولة هو افضل بديل للوصول الى تجسيد فعلي لمفهوم المحفظة الاستثمارية باستخدام منهج الادارة الساكنة في سوق ناشئة كسوق العراق للأوراق المالية كما ان اختيار الاسهم على اساس معيار اسهم السيولة الاعلى قد عرضت افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة.

ثانياً : <u>التوصيات</u>

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

١- الاستثمار في محافظ استثمارية وادارتها عن طريق نهج الاستراتيجية الساكنة لمدد طويلة للتخلص من الضرائب وارتفاع التكاليف ومخاطر تقلبات اسعار اسهم الشركات وتحقيق عوائد افضل ، فضلا عن تحرير المستثمرين من القيود الخاصة بالاستثمار في اسهم لشركات متعددة.

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

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

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

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

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

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

عن الادوات المتداولة في السوق وهذه احدى متطلبات هيأة السوق المالي في تقديم الخدمات للمستثمر والشركات على حد سواء .

٨- يجب على المستثمرين تحديد مستويات العائد والمخاطرة المرغوبين عن طريق استخدام نهج استراتيجية الساكنة وعدم تنويع مكونات المحفظة بشكل عشوائي لان ذلك لا يضمن تحقيق مزايا المحفظة من اذ الحصول على اعلى عائد ممكن في مقابل مستوى مقبول من المخاطرة .

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

اولاً:- المصادر العربية

أ- الكتب

ت	المصادر
١	الراوي ، خالد وهيب ، ٢٠٠٩،" ادارة المخاطر المالية" ،ط١ ،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة،عمان ، الاردن.
٢	العامري ، محمد علي أبراهيم ، ٢٠١٣، ادارة محافظ الاستثمار ، ط ١، ، دار الاثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن .
٣	باكير ، محمد مجد الدين ، ٢٠٠٨،" محافظ الاستثمار ادارتها واستراتيجيتها "، شعاع للنشر والعلوم، حلب ، سوريا.
٤	رمضان ، زياد ، ٢٠٠٢ ،" مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي "،ط١ ، دار وائل للطباعة والنشر ، عمان ، الاردن .
٥	الراوي ، خالد وهيب ،٢٠٠٠،" الاسواق المالية والنقدية " ، ط ١ ،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الاردن .
٦	جودة ، محفوظ ،٢٠٠٨،" التحليل الاحصائي المتقدم باستخدام SPASS"، ط١، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن.

ب – الرسائل الجامعية Thesises

ت	المصادر
١	الخفاجي ، علي جبران عبد علي، ٢٠٠٦، " تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفؤة في اسواق الاسهم الناشئة : دراسة تطبيقية "، اطروحة دكتوراه ، جامعة بغداد .
٢	الاعرجي ، عدنان سالم ،٢٠٠٣ ،" أدارة محفظة صناديق الاستثمار وامكانية تطبيقها في المصارف العراقية – دراسة تطبيقية "، اطروحة دكتوراه في أدارة الاعمال ، جامعة بغداد.

ج- الدوريات والمجلات Puriodicals

ت	المصادر
١	راشد ، صفوان ناظم ، ٢٠٠٦،" مقارنة بين معامل الارتباط الذاتي (P) في تقدير المعلمات بطريقة المربعات الصغرى العامة "، المجلة العراقية للعلوم الاحصائية ، المجلد ٦، العدد ١٠.
٢	الساعدي ، مؤيد ، وزعلان ، عبد الفتاح جاسم ،٢٠١٥،" دور عمليات إدارة المعرفة في البصمة الوراثية التنظيمية(DNA) لمنظمات الأعمال بحث استطلاعي في عينة من المصارف العراقية "، مجلة الادارة والاقتصاد ، المجلد ٣ ، العدد ١٠ .

ثانياً :- المصار الانكليزية

أ- الكتب Books

No	References
١	Reilly , Frank & Brown , Keith, 2012, "Investment Analysis & Portfolio Management ", 10th ed, Thomson south –western .
٢	Titman, Mark., & Grinblatt , Sheridan. , 2002 ," Financial Markets and Corporate Strategy" ,2th ed ,The McGraw–Hill , USA.
٣	Hiriyappa, B., 2008," Investment management_ Securities portfolio management" , New Age International (P) Ltd., Publishers, New Delhi , Indi.
٤	Walter, Ingo., & Smith, Roy C., 2006, " GOVERNING THE MODERN CORPORATION- Capital Markets, Corporate Control, and Economic Performance" , Oxford University Press, Inc, USA.
٥	Moles, Peter, 2013, " Management –Sources of Financial Risk and Risk Assessment", john Wiley & Sons.
٦	McMenamin, J.m.,2000,"Financial Management: An Introduction", 2th ed. New York.
٧	Copeland,Laurences,2008," EXCHANG ERATES AND INTERNATIONAL FINANCE",5th ed,prentice Hall.
٨	Solnik,Bruno,2000, "International Investment ",4th ed .,Addison Wesley Longman,Inc.
٩	Chong , Yen Yee , 2004," Investment risk Management", John Wiley and Sons Ltd, England.
١٠	Solnik , Bruno, & McLeavey , Dennis.,2003 " International Investments " , 5th ed, Pearson Education, Inc., Publishing as Pearson Addison Wesley , USA
١١	Fabozzi.,Frank j., Kolm , Petter N. ,Pachamanova ,Dessislav ,A.,&Focardi ,Sergio ,M. , 2007, "Robust Portfolio Optimization and Management", John Wiley & Sons, Inc , USA.
١٢	Sindell, Kathleen, 2005 ,"Investing Online For Dummies", 5th ed, Wiley Publishing, Inc., Indianapolis, Indiana
١٣	Tengler, Nanacy. ,2003," NEW ERA VALUE INVESTING – A Disciplined Approach to Buying Value and Growth Stocks ",John Wiley & Sons, Inc
١٤	Jones, Charles P., 2010, "Investment-principles and concepts" , 11th ed , John Wiley & Sons, Ins, USA.
١٥	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J., 2014," Investment", 10th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., US
١٦	Levisauskaita, Kristina .2010," Investment analysis and Portfolio management ",Leonardo da Vinci programme project – Magnus University – Lithuania .
١٧	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J., 2003," Essentials of Investment", 5th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., USA.
١٨	Fabozzi , FRANK J.& Dark , Pamela Peterson , 2010," The basics of finance : an introduction to financial markets, business finance and portfolio management ", John Wiley & Sons, Inc , USA
١٩	
٢٠	Brentani , Christine , 2004 ," Portfolio Management in Practice , Elsevier Butterworth-Heinemann" , British.
٢١	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J.,2011,"Investment", 9 th edition, MC GRAW-HILL Companies, INC., USA .
٢٢	
٢٣	Elton, Edwin J. and Gruber, Martin J., Brown, Stephen J.,&Goetzman ,William N.,2014," Modern Portfolio Theory and Investments Analysis",9th ed ,John Wiley and Sons, Inc.

٢٤	Hull , John C , 2012 ,"Options, futures, and other derivatives ", 8th ed , Prentice Hall , USA
٢٥	Damodaran , Aswath,2003 " Investment philosophies – successful strategies and the investors who made them work ", 2th ed, John Wiley & Sons, Inc.
٢٦	Sharpe , William F.,&Gordon J. Alexander, 1990, "Investments", 4thed, prentice Hall, International Inc.
٢٧	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J., 2008,"Essentials of Investment", 7th ed, MC GRAW-HILL Companies, INC., USA.
٢٨	Bhansail , Vineer , 2011," Bond Portfolio Investing and Risk Management" McGraw-Hill , USA.
٢٩	Bearley, Richard A., Myers ,Stewart C. , Allen ,Franklin . ,2007, "PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE", 8th ed. , McGraw-Hill/Irwin , USA
٣٠	Reilly , Frank .,&Brown , Keith.,2002 "Investment Analysis & Portfolio Management ", 7th ed, Thomson south – western .
٣١	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J.,2013," Essentials of investments", 9th ed, MC GRAW -HILL Companies, INC., USA
٣٢	Bodie Zvi, Kane Alex, &Marcus, Alan J.,2009," Investment" , 8th ed.,McGraw – Hill Companies, INC., USA
٣٣	Waston , Denzel, & Head , Antony.,2009, "Corporate Finance – Principles & practice ",5th ed Financial Times prentice – Hall.
٣٤	Amence, Noel&Sound, Veroniquel,2003, "Portfolio theory &performance Analysis", john Wiley &son's.
٣٥	Eales , Brian Anthony, 1995 ," Financial Risk Management " , A spreadsheet Approach " McGraw – Hill International (U.K) Limited.

ب – الرسائل الجامعية Thesises

NO	References
١	Li –shen , Aileen Gan. ,2013, "A rolling return analysis of the buy –and – hold strategy " , Master of Business Administration University Tunku Abdul Rahman Faculty of Accountancy and Management.
٢	Hilsted , John Christian , 2012, " Active portfolio management and portfolio construction implement an investment strategy ", Master thesis , Cand , Merc , applied economics and finance Copenhagen business school.
٣	Andrikopoulos ,v., 2007,"liquidity and stock price volatility : evidence from the Greek stock market ", Master thesis : University of Piraeus MSc in Banking and finance Department of Banking financial Management.
٤	Musyoki,Lucy Nthuka.,2010, " The effect of social screening on portfolio performance at the Nairobi securities exchange", a research project submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of master of business administration ,School of business , University of Nairobi.

ج- الدوريات والمجلات Puriodicals

NO	References
١	Arendas , Peter . & Chovancova, Bozena. , 2015 , " Long term passive investment strategies .as a Part of pension system" , Economics and Sociology, Vol. 8, No 3, pp. 55-67
٢	Reinganum,Marc R., 1983, "Portfolio Strategies Based on Market Capitalization" The Journal of Portfolio Management, vol. Winter.
٣	Marshal, Iwedi., Abundance , Ohiorenoya Ebitari. ,& Charles , Adamgbo Suka Lenu, 2016 ," Partial Autocorrelation Modelling of Capital Market Efficiency in Nigeria: The Random Walk Hypothesis ", Journal of Accounting and Financial Management Vol. 2 No.
٤	Lala, Naran,2014" A Study on Usage of Sharpe's Single Index Model In Portfolio Construction With Reference To Cnx Nifty" ,GLOBAL JOURNAL FOR RESEARCH ANALYSIS, Volume3, Issue10,pp:92-94
٥	Malkiel, Burton G , 2003 , " Passive Investment Strategies and Efficient Markets." , European Financial Management , Vol. 9, No. 1, p 1 -10.
٦	Gopalakrishnan, M.Muthu., 2014, "Optimal Portfolio Selection Using Sharpe's Single Index Model', INDIAN JOURNAL OF APPLIED RESEARCH , Volume : 4 , Issue : 1 , p:286-288.
٧	Frensidy, Budi.,2016," The Performance Of Undiversified Portfolio In Indonesia Stock Exchange", The Journal of Applied Business Research, Volume 32, Number 4 , pp:1041-1048
٨	Plessis , AJ , &Ward, M., 2009, "A note on applying the Markowitz portfolio selection model as a passive investment strategy on the JSE", Investment Analysts Journal , No., 69 , pp:39-45.

د- الانترنت Internet

NO	References
١	www. isx-iq.net
٢	http://www.wallco.com
٣	www.Resourcconswtinggrowp.com