



ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى

بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص¹

الباحث زيد عبد الزهرة جعفر
كلية الطب البيطري - جامعة الكوفة

أ.م.د. جليل كاظم مدلول العارضي
كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة الكوفة

المستخلص

استهدف البحث تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى في سوق العراق للأوراق المالية، وقد غطى البحث مدة زمنية من «2008-2012» واختيرت عينة البحث من مجتمعها المتمثل في الشركات المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ تم اختيار «21» شركة عاملة في السوق المالي العراقي للقطاع الصناعي بالكامل، التي تتوافر عنها البيانات الضرورية للبحث.

وتتبع اهمية البحث في تأطير منهج فكري وتطبيقي يمكن أن يسترشد به المستثمر العراقي ومحللو الأوراق المالية لإدارة محافظهم الاستثمارية المتكونة من الأوراق المالية لمعالجة مشكلة البحث المتمثلة في بيان كيفية تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى في القطاع المذكور، وباعتماد مجموعة من القوانين الرياضية والاحصائية والمؤشرات الاخرى لتحليل بيانات الشركات المشمولة بالبحث.

وتوصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات منها استنادا الى شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الشركات الكفوة المستندة اساساً على ان يكون اختيارها ضمن المحفظة الاستثمارية بان تعطي عائداً اكبراً مما تعطيه بقية الاوراق المالية المتاحة او الشركات الصناعية في هذا البحث، والتي تحمل نفس القدر من المخاطرة او اقل لذا فأن مصفوفة الارتباط بين العوائد المتحققة عن كل شركة فيها، التي يتسم معظمها بالانخفاض تدعم ثقة البحث بالكفاءة بما تتضمنه هذه المحفظة من شركات على وفق ما جاء به ماركوتيز حول تركيزه على معامل الارتباط المتحقق بين العوائد، وايضا من حيث اثره في عائد كل المحفظة ومخاطرها.

Abstract

The purpose of this research to determine the optimal portfolio in the Iraq Stock Exchange, has covered the research time period of «2012-2008» was selected sample of her community of special contribution listed in Iraq Stock Exchange companies, as has been chosen «21» companies operating in the market financial Iraqi industrial sector entirely, that the necessary data are available to search for. The importance of research in framing the intellectual and practical approach can be guided by the Iraqi investors and analysts securities to manage their investment portfolios consisting of securities to address the problem of the research of the statement of how the formation of the investment portfolio best in the sector, and the adoption of a set of mathematical and statistical laws and other indicators to analyze corporate data covered by the research. The research found a set of conclusions which, according to the terms of the formation of the portfolio-based efficient companies mainly to be selected within the investment portfolio that gives back Cbr which give it the rest of the securities available or industrial companies in this research, which carry the same amount of risk or less so the correlation matrix between the returns generated for each company where, which is mostly declining support confidence Search efficient as contained in the portfolio of companies according to what it says Marcotaz about his focus on verified the correlation coefficient between the returns, and also in terms of its impact on the return on each portfolio and risks.

1 بحث مستل من رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال والموسومة "استراتيجية التنوع ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى-بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص" كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، 2014.



المبحث الاول : منهجية البحث

اولا : مشكلة البحث Study Problem

ان المشروعات الاستثمارية تعمل في بيئة متغيرة تظهر آثار هذا التغير على النشاط الاقتصادي كالتغير في حجم العرض أو الطلب أو تغيرات الأسعار أو معدلات التضخم وأسعار الفائدة، لذلك فإن مشكلة البحث تتأطر في كيفية تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى في القطاع الصناعي لما له من دور في جذب الاستثمارات الناجحة التي يمكن من خلالها التوصل الى أعلى عائد بأقل ما يمكن من المخاطر المالية، الامر الذي يترتب عليه زيادة إيراداتها ومن ثم ارباحها .

ثانيا : أهمية البحث Study Significance :

يمكن تحديد أهمية البحث في الجوانب الآتية :

يكتسب البحث أهميته من إحدى حقائق نظرية المحفظة ، وهي عدم إمكانية تخفيض المخاطرة النظامية للمحفظة والتي باتت تشكل اهتمام كل من المنظرين والمهتمين في المجال التطبيقي ولاسيما في ظل ارتفاع حالة عدم التأكد وزيادة تقلبات الأسواق المالية .

أ. جاء البحث لتأطير منهج فكري وتطبيقي يمكن أن يسترشد به المستثمر العراقي ومحلل الأوراق المالية لإدارة محافظهم الاستثمارية المتكونة من الأوراق المالية من جانب، ومن جانب آخر يحاول البحث أن يوائم النظرية مع التطبيق في سوق العراق للأوراق المالية وهو من الأسواق الناشئة .

ب. تتجسد أهمية البحث ايضا من أهميته التطبيقية في سوق مالي ضعيف الكفاءة يتصف بارتفاع مخاطرة الاستثمار، فضلاً عن تلبية حاجة المستثمرين إلى مداخل جديدة تزيد من بدائل الاستثمار المتاحة أمامهم وتخفيض مخاطرته والحاجة للتوظيف الأمثل لرؤوس الأموال على النحو الذي يسهم في تطور الاقتصاد واستقراره.

ثالثا : أهداف البحث Study Objectives

يهدف البحث في تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى، من خلال اعتماد المهام الآتية:

أ. تحليل المحفظة الاستثمارية لشركات القطاع الصناعي العراقي الخاص من حيث عائد المحفظة ومعدل العائد المطلوب والمخاطرة.

ب. بناء المحفظة الاستثمارية المثلى لشركات القطاع الصناعي الخاص المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

رابعا : أساليب جمع البيانات

1- الجزء النظري من البحث

تم الاعتماد على المصادر العربية والأجنبية ذات العلاقة بموضوع البحث من كتب علمية متخصصة ورسائل ودوريات وأطاريح جامعية وشبكة المعلومات العالمية لإغناء الجانب النظري من البحث .

2- الجزء التطبيقي من البحث

تم استخدام الكشوفات المالية الخاصة بالشركات عينة البحث والمتمثلة بكشف الميزانية العمومية وكشف الدخل ومن خلال المراجعات المتكررة للباحث الى سوق العراق للأوراق المالية وايضا الى الشركات المشمولة بالبحث .



وفيما يتعلق بحساب معدل العائد الخالي من المخاطرة فقد تم استخدام أسعار الفائدة الرسمية المحددة في المصارف العراقية الخاصة البالغة (10%)

أ- الأساليب المالية

1. معدل العائد المطلوب

يرمز له اختصاراً بالرمز RRR ويمكن استخراجه على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM (Ehrhardt & Michael, 2005:237):

$$RRR = RF + (RM - RF) \beta$$

حيث أن :-

RRR : معدل العائد المطلوب للسهم العادي .

RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β : معامل بيتا (مقياس المخاطرة النظامية) .

RM : متوسط معدل العائد لمحفظة السوق .

2. معدل العائد على حق الملكية

يرمز له اختصاراً بالرمز ROE ويمكن استخراجه من قسمة صافي الدخل على حق الملكية (حقوق المساهمين) على وفق المعادلة الآتية: (Block & Hirt, 2000:56):

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Equity}}$$

حيث أن :-

ROE : معدل العائد على حق الملكية .

Net Income : (صافي الدخل) .

Equity : حقوق الملكية .

3. معامل ألبيتا Beta

ويرمز لها بالرمز β ويمكن استخراجه من قسمة معامل التباين المشترك بين عائد الموجودات وعائد محفظة السوق Rm على التباين لعائد محفظة السوق على وفق المعادلة الآتية: (Copeland & waston, 1988: 164):

$$\beta = \frac{\text{cov} (R_i R_m)}{vRm}$$

حيث أن :-

β :معامل بيتا

$\text{cov} (R_i R_m)$: التباين المشترك بين عائد الموجود وعائد السوق .

vRm : تباين عائد محفظة السوق .

ب- الأساليب الإحصائية : Statistical methods

فقد تم استعمال الأساليب الإحصائية الآتية في التحليل واستخراج النتائج.

1. الوسط الحسابي Arithmetic Mean : يستعمل لتحديد مستوى البيانات خلال مدة البحث ويقاس

$$\bar{X} = \frac{\sum xi}{n}$$

باستعمال الصيغة الآتية : n



2. \bar{x} : الوسط الحسابي ... $n =$ عدد سنوات البحث ... x_i : مجموع البيانات المأخوذة .

3. الانحراف المعياري **Standard Deviation**: يستعمل لقياس التشتت المطلق، وهو الجذر التربيعي

الموجب لمتوسط مجموع مربعات انحرافات قيم المتغير العشوائي عن وسطها الحسابي.

$$S = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n}} \quad .4$$

5. x_i : البيانات المأخوذة \bar{x} = الوسط الحسابي

6. n : عدد سنوات البحث S = الانحراف المعياري

7. معامل ارتباط بيرسون **Pearson**

$$r_{xy} = \frac{n \sum x_i y_i - \sum x_i \sum y_i}{\sqrt{(n \sum x_i^2 - \sum x_i)^2 (n \sum y_i^2 - \sum y_i)^2}} \quad .8$$

التباين ويقاس على وفق المعادلة الآتية (Weston & Brigham, 1993: 149):

$$\text{Varinance} = S^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - ER)^2 P_i$$

9. معامل الاختلاف

ويرمز لها بالرمز CV ويمكن استخراجها من حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة

للعائد مضروباً في 100 على وفق المعادلة التالية (Chong, 2004 : 92) :-

$$\text{(Coefficient of Variation)} = CV = \frac{\text{Risk}}{\text{Return}} = (\sigma / R) 100$$

حيث σ = الانحراف المعياري .

R = متوسط العائد .

خامساً : بعض الدراسات المرجعية السابقة

أ. الدراسات العربية

1. دراسة (التميمي والجنابي ، 2003):

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان «تصميم محفظة الأسهم العادية المثلى والبدلية»، دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ تم اختيار عينة عشوائية مكونة من 12 شركة صناعية من أصل 34 شركة، وشركة واحدة زراعية من أصل 17 شركة، وشركتين من قطاع الخدمات من أصل 33 شركة، وقد هدفت الدراسة إلى استخدام أسلوب علمي يخدم المستثمر العراقي عند تصميم محفظته من الأسهم العادية في ضوء مبادلة موضوعية بين العائد والمخاطرة، وتم اعتماد أسلوب البرمجة الخطية لتحقيق ذلك، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها هو تصميم خمس محافظ بديلة للمحفظة المثلى، والتي تتناسب مع السلوكيات الاستثمارية المختلفة، وهذه المحافظ تتباين فيما بينها من حيث مستويات العائد والمخاطرة، إذ لوحظ أنه قد شكلت ثلاث محافظ بعائد ومخاطرة أقل من عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية المثلى، إذ بلغ عائد المحافظ الثلاث البديلة «19.6%، 17%، 17.43%»، على التوالي، مقابل مخاطرة مقاسة بعامل بيتا «0.43، 0.49، 0.87»، على التوالي.



2. دراسة (التميمي والجنابي ، 2003):

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان «تصميم محفظة الأسهم العادية المثلى والبديلة»، البحث تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ تم اختيار عينة عشوائية مكونة من 12 شركة صناعية من أصل 34 شركة، وشركة واحدة زراعية من أصل 17 شركة، وشركتين من قطاع الخدمات من أصل 33 شركة، وقد هدفت الدراسة إلى استخدام أسلوب علمي يخدم المستثمر العراقي عند تصميم محفظته من الأسهم العادية في ضوء مبادلة موضوعية بين العائد والمخاطرة، وتم اعتماد أسلوب البرمجة الخطية لتحقيق ذلك، ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها هو تصميم خمس محافظ بديلة للمحفظة المثلى، والتي تتناسب مع السلوكيات الاستثمارية المختلفة، وهذه المحافظ تتباين فيما بينها من حيث مستويات العائد والمخاطرة، إذ لوحظ أنه قد شكلت ثلاث محافظ بعائد ومخاطرة أقل من عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية المثلى، إذ بلغ عائد المحافظ الثلاث البديلة «19.6%، 17%، 17.43%»، على التوالي، مقابل مخاطرة مقاسة بعامل بيتا «0.43، 0.49، 0.87»، على التوالي.

3. دراسة (الدوري واخرون، 2005) :

وهي تحت عنوان « أثر التنويع في تكوين المحفظة المالية »، هي دراسة نظرية هدفت لتسليط الضوء على مبدأ التنويع وأساليبه وفق الأسس العلمية من أجل تعظيم المرودية وتقليل المخاطر، وتحديد المحفظة المثلى. وذلك من خلال التعرض لمجموعة من المفاهيم الأساسية كتعريف المحفظة، والتنويع وأنواعه والمخاطر وتأثير الارتباط. ومن النتائج المتوصل لها أن المخاطر غير النظامية للمحفظة تتناقص تدريجياً كلما ازدادت درجة التنويع. بحيث في حالة تحقيق التنويع التام يمكن أن تتساوى المخاطر الكلية للمحفظة مع المخاطر النظامية، وإن التنويع لا يدنى من المخاطر النظامية. ما يعيب على الدراسة هو أنها أكتفت بالجانب النظري دون إجراء دراسة تطبيقية عليه، من أجل اختبار وتطبيق ما تم التطرق له في الجانب النظري على الواقع العملي.

ب. الدراسات الاجنبية

1. دراسة (Fisher&Lorie, 1970):

تناولت الدراسة تأثير التنويع عبر صناعات مختلفة ولعدد متزايد من الموجودات المختلفة في المحفظة . حيث تم بناء محافظ مكونة من 128,32,16,8سهما عاديا من أسهم سوق نيويورك (NYSE) وبنقنيتين مختلفين، التقنية الأولى تضمنت الاختيار العشوائي البسيط للموجودات في المحافظ . أما التقنية الثانية فقد وضعت كل موجود في المحفظة من صناعة مختلفة . وتوصلت الدراسة إلى استنتاجين هما :

- 1 - إن التنويع عبر الصناعات ليس بأفضل من التنويع البسيط .
- 2 - زيادة عدد الموجودات المختلفة الممسوكة في المحفظة التي يتجاوز عددها (8) لا تقلل بالضرورة من مخاطرة المحفظة .

2. دراسة (Eichholtz, 2003):

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان « التنويع الدولي للاستثمار في العقارات والأوراق المالية أسهم وسندات » تهدف لتقليل المخاطرة بالتنويع الدولي . وأجريت البحث على عينة من (11) احد عشر بلدا وهي : بلجيكا، فرنسا، إيطاليا، هولندا، بريطانيا، استراليا، هونك كونك، اليابان، سنغافورة، كندا، والولايات المتحدة . وقد أوضحت هذه الدراسة بان الارتباطات بين عوائد العقارات تكون أوطأ من الارتباطات بين



عوائد الأسهم والسندات، وعليه فإن الاستثمار بالعقارات يكون اقل من مخاطرة من الاستثمار بالأسهم والسندات . وقد توصلت الدراسة إلى الاستنتاج الأتي : إن التنويع الدولي للاستثمار في العقارات هو أفضل من تنويع الاستثمار في الأسهم والسندات .

3.دراسة (: Hassan, Gholamreza , and Shamsheer 2010

فكان هدف دراستهم إعطاء لمحة عامة عن التنويع الدولي للمحفظة وأثره على خصائص المحفظة الاستثمارية، وذلك من خلال عرض مجموعة من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في منطقة الشرق الأوسط ومنطقة شمال إفريقيا. فالدراسة في مضمونها، كانت عبارة عن البحث نظرية بحثة تملئ مجموعة من النتائج المتوصل إليها بخصوص هذا الموضوع. وقد بينت هذه الدراسات بانخفاض الارتباط بين الأسواق المالية الدولية، وسلطت الضوء على المكاسب الكبيرة للتنويع الدولي.

البحث الثاني : الإطار النظري للبحث

اولا : مفهوم التنويع في المحفظة الاستثمارية

أ. المفهوم Concept The

يقصد به القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة الذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد (كمال، 2009: 43)، ويعرف بأنه " عملية دمج الموجودات بطريقة تقلل من مخاطرة المحفظة (Johnson:2000, 119)، كذلك يعتقد بأنه " توزيع أو نشر راس المال المخصص للاستثمار على مجموعة من الموجودات بهدف تقليل المخاطر وزيادة العوائد" (Ross ,et.al, 1996:286) ، ويوصف أيضا بأنه " عملية تقليل المخاطرة بواسطة تشكيل محافظ من الادوات المالية والعينية ذات العوائد المرتبطة بصورة غير تامة " (Rao ,1992: 306) ، (Carlson,1998:86) ،

ويمكن ايجاز أهم المفاهيم الأساسية لقاعدة التنويع بالاتي (الحناوي، 1995 :243):

1. إذا توفر عدد كبير من الموجودات التي ترتبط ببعضها ارتباط تام سالب ، أي عندما يكون عائد الموجود الأول مرتفع فأند الموجود الثاني يكون منخفض (معامل الارتباط = -1) فإن التنويع في مثل هذه الحالة سوف يزيل المخاطرة اللانظامية بصورة كلية .

2. إذا كانت الموجودات المتوافرة غير مرتبطة ببعضها، أي إن معامل الارتباط فيما بينها يساوي صفراً، فإن التنويع في مثل هذه الحالة سوف يخفض المخاطرة اللانظامية بصورة كبيرة ولكنه لا يحذفها بصورة كلية.

3. إذا كانت الموجودات المتاحة ترتبط ببعضها ارتباطاً تاماً موجباً (معامل الارتباط = +1) فإن التنويع في مثل هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض في المخاطرة اللانظامية.

وبصورة عامة أن معظم الموجودات ترتبط عوائدها ببعضها ارتباطاً موجبا ولكن ليس تاما، وتعتمد درجة الارتباط بشكل أساسي على العوامل الاقتصادية وهذه العوامل عادة قابلة للتحليل ومن ثم فإن درجة تأثير التنويع على الخطر الذي تتعرض له المنشأة يتوقف على الظروف الاقتصادية السائدة وعلى طبيعة الاستثمارات القائمة والاستثمارات المقترحة.



ب. أساليب التنوع:

الميزة الأساسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنوع، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع أهمها: (كمال، 43:2004).

- تنوع جهة الإصدار يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أدوات استثمارية وأوراق مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد في هذا الصدد أسلوبيان شائعان للتنوع وهما التنوع الساذج وتنوع ماركوتر. (مطر وتيم، 2005: 182).

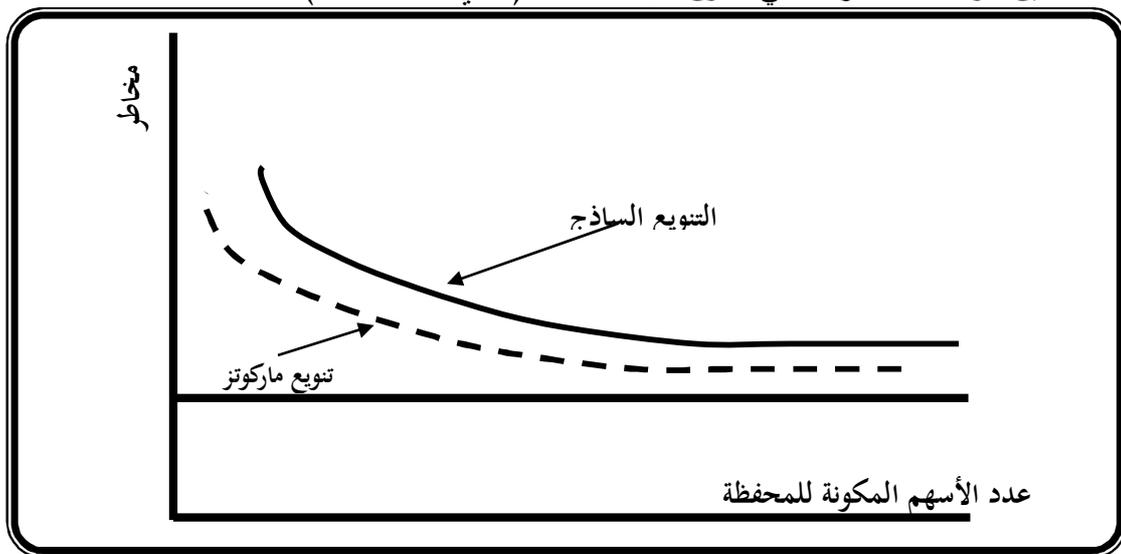
1. التنوع البسيط:

ويقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأدوات الاستثمارية والأوراق المالية لغرض تكوين المحفظة الاستثمارية ومن دون الاعتماد على خصائص الاستثمار المناسبة كالعائد المتوقع وتصنيف الصناعة، ويحدث التنوع البسيط عندما يقوم المستثمر باختيار عدد كبير من الأدوات الاستثمارية بصورة عشوائية، أو ببساطة أكثر استثمار مبالغ متساوية في كل أداة (Jones, 2000:164).

2. تنوع ماركوتر (Markowitz diversification):

يعرف تنوع ماركوتر على أنه الموجودات المرتبطة والتي يكون ارتباطها اقل من الموجب التام لغرض التقليل من المخاطرة ومن دون التضحية بعوائد المحفظة (Francis, 1991: 234)، ويعد البروفسور الأمريكي ماركوتر والحائز على جائزة نوبل بالاقتصاد عام 1990 أول من أعطى مضمونا دقيقا لمفهوم التنوع (الجنابي، 2000: 14).

ويقوم تنوع ماركوتر على فكرة أساسية مفادها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها، بل تتوقف على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات، وبمعنى آخر عند اختيار الاستثمارات التي تتكون منها المحافظ، لابد من مراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، وهذا يدلنا على وجود عنصر مفقود في مقياس مخاطر المحفظة، وهو العنصر الذي يظهر العلاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة (هندي، 2004: 87).



الشكل (2) التنوع الساذج وتنوع ماركوتر

المصدر: هندي، منير إبراهيم: الفكر الحديث في الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004: 852.



يتضح من الشكل الاتي ان تنويع ماركوتز هو اذق من التنويع الساذج ، لان التنويع الساذج يتم اختيار الاوراق المالية بموجبة عشوائيا، اما تنويع ماركوتز يكون اختيار الاوراق المالية بموجبه بناءً على علاقة الارتباط بين العوائد للأوراق المكونة له.

- تنويع تواريخ الاستحقاق

تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك على ثلاثة أنواع:

1. الأسلوب الهجومي

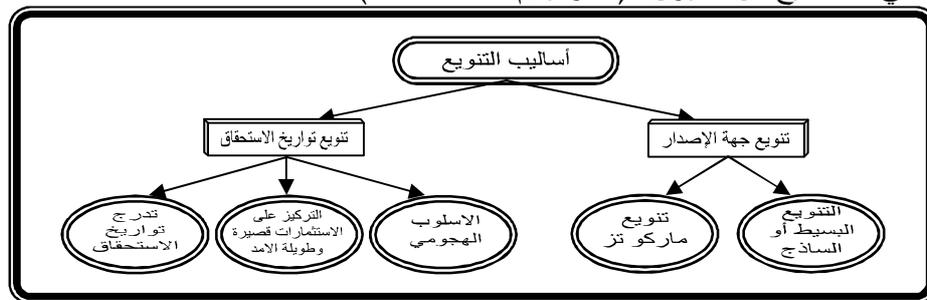
يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس على وفق الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فأن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل. (مطر وتيم، 2005: 559).

2. تدرج تواريخ الاستحقاق

يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة ويقضي هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق التي يمكن قبولها، ومن ثم يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار 10 مليون، وأقصى تاريخ استحقاق هو 10 سنوات فإنه يوزع مخصصات المحفظة على 10 أجزاء كل جزء يستحق في تاريخ يختلف عن الأجزاء الأخرى (مطر وتيم ، 2005 : 181- 182).

3. التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل (من سنة إلى ثلاث سنوات)، والأوراق المالية طويلة الأجل (من سبعة إلى 10 سنوات)، ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة. أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (من أربع إلى ست سنوات) ، فهي لا تحقق أيًا من هدفي السيولة أو الربحية لذلك فإنه يجب تجنب الاستثمارات في هذا النوع من الأوراق. (مطر وتيم، 2005: 182).



الشكل (2) اساليب التنويع



ثانيا : العائد والمخاطرة Return and Risk

أ . مفهوم العائد: Concept Return

يهتم المستثمرون بتقدير العوائد المستقبلية للمشاريع التي يستثمرون اموالهم منها، ويأتي هذا التقدير على اساس قرارات استثمارية يجب ان تتسم بطابع الرشد ، ان هذه القرارات الخاصة بالاستثمار قائمة على بحث القيمتين الداخلية والخارجية للمنظمات التي تقوم بعملية الاستثمار وتحليلهما . وذلك للوقوف على نقاط القوة والضعف التي تعاني منها وكذلك الفرص والتهديدات (الحسيني والدوري، 2000 :160). وعرف العائد انه " المبلغ او نسبة الارباح المتحققة من الاستثمار " وايضاً بانه " القوة التحفيزية او قوة المكافئة وراة كل الاستثمار " . ويعد الدافع الأساسي الذي يسعى إليه كل مستثمر، ويعد أيضاً من العوامل الرئيسية وراء تحرك رؤوس الأموال وانتقالها من منطقة الى أخرى او من دولة الى أخرى، إذ ان رأس المال يتجه دائماً نحو الربحية الأفضل (العاني، 2002: 76).

ب . أنواع العائد Types Of Return

1- العائد على الموجودات (ROA) Return On Assets:

تقيس هذه النسبة مدى كفاءة الإدارة في استخدام الموجودات الاستخدام الأمثل، في تحقيق الأرباح خلال الاستثمار في الموجودات المختلفة، وتقرن هذه النسبة بالسنوات السابقة أو بمعيار الصناعة، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على ارتفاع كفاءة منظمة الاعمال في استخدام موجوداته والعكس صحيح، ويمكن حساب هذا النسبة على وفق المعادلة الآتية (Michael & Ehrhardt, 2005:454):

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ETIB}}{\text{اجمالي الموجودات}} = \text{العائد على الموجودات (ROA)}$$

2- العائد على حق الملكية (ROE) Return On Equity

هو الذي يدل على كفاءة المنشأة في استخدام مواردها الذاتية من خلال مدى قدرة هذه الموارد على توليد الأرباح، أي أن المؤشر هذا يبين ربحية الدينار الواحد (الوحدة النقدية) المستثمر من قبل المالكين، إذ إنه كلما ارتفع هذا المعدل، كلما دل على الكفاءة بضمنان تحقيق عائد أكبر والعكس صحيح (خلف، 2006: 346) .

ويمكن حساب هذا المؤشر على وفق المعادلة الآتية (Bodie & Kane: 569: 1999)

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ETIB}}{\text{حق الملكية}} = \text{العائد على حق الملكية (ROE)}$$

3- العائد المتحقق او الفعلي:

وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر بصورة فعلية الذي يكون عادةً مختلفاً عن العائد المتوقع (Weston, et.al, 1996:95).، ويتم حساب عائد اداة مالية او حقيقية خلال مدة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعيرين مضافاً الى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك المدة مقسوماً على سعر الاداة المالية في بداية المدة حسب المعادلة الآتية : (Mc.Menamin, 1999:187)



$$R = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

اذان :

R : معدل العائد الفعلي .

P₁ : سعر السهم في نهاية المدة.

P₀ : سعر السهم في بداية المدة.

D : توزيعات الارباح الفعلية.

4. معدل العائد المطلوب (Required rate of return):

يقصد به المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطرة (النعيمة وآخرون، 2009: 94) ويحسب معدل العائد المطلوب للسهم العادي بالعلاقة الآتية :

معدل العائد المطلوب للسهم = معدل العائد الخالي من المخاطرة + {متوسط معدل العائد لمحفظة السوق - معدل العائد الخالي من المخاطرة} * معامل بيتا .

ويمكن تطبيق هذه الصيغة المختصرة الآتية باستخدام معادلة نموذج لتسعير الموجودات الرأسمالية (Michael & Ehrhardt, 2005:237) :

$$RRR = RF + (RM - RF) \beta$$

حيث أن :-

RRR : معدل العائد المطلوب للسهم العادي .

RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β : معامل بيتا (مقياس المخاطرة النظامية).

RM : متوسط معدل العائد لمحفظة السوق.

ج. مفهوم المخاطرة Risk :

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد مقبول ، لذلك تعد المخاطرة عنصراً مهماً يجب اخذه بعين الاعتبار عن اتخاذ اي قرار استثماري ، ويهدف المستثمر الى تحقيق اكبر عائد ممكن مع تحمل اقل درجة ممكنة من المخاطرة (مطر وتيم، 2005: 31) .

وقد تم تعريف المخاطرة في قاموس (Webster) بأنها: إمكانية التعرض إلى الخسارة أو الضرر أو المجازفة، ومن هنا فإن المخاطرة تتضمن احتمالية حصول أحداث غير مرغوب فيها (Brigham & Gapenski, 2005: 145) .

د. أنواع المخاطرة Risk Types Of

تصنف المخاطرة بشكل عام الى :

❖ **المخاطر النظامية (Systematic Risk)**: وتعرف المخاطرة النظامية بانها " تلك المخاطرة التي تؤثر على عدد كبير من الموجودات سواء بدرجة كبيرة او صغيرة ولان تأثيرها يكون على جميع السوق لهذا يطلق عليها احياناً المخاطرة السوقية (Ross, et.al, 1998: 376). ويطلق ايضاً عليها بالمخاطرة غير القابلة للتبوع ، وتعود هذه المخاطرة الى عوامل سوقية تؤثر على جميع الشركات والتي لا يمكن



منعها من خلال التنوع. وترجع هذه المخاطرة الى عوامل السوق التي تؤثر بصورة نظامية على كل الشركات ، كالحرب والتنظيم ومعدلات العائد والحوادث الدولية ، والاحداث السياسية وغيرها (Gitman, 2000: 212) .

اما خصائصها (رمضان، 1998: 333) :-

1. تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام .
2. لا يقتصر تأثيرها في شركة معينة او قطاع معين .
3. ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كحالات الكساد او التضخم او ارتفاع معدلات اسعار الفائدة او الحروب او الاغتيالات السياسية ، فأسعار الاوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة .

تكون درجة المخاطرة النظامية مرتفعة في الحالات الاتية:

1. الشركات التي تنتج سلعا صناعية كصناعة السكك الحديدية وصناعة الادوات المطاط.
2. في الشركات التي تتصف اعمالها بالموسمية كشركات الطيران .
3. في الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الاجمالية وهي الشركات التي تكون درجات الرفع التشغيلي فيها مرتفعة .

❖ **المخاطر اللانظامية (Un-Systematic Risk)**: وتعرف هذه المخاطرة " بانها مخاطرة الشركة اي المخاطرة الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتؤدي الى عدم التأكد من عائد الاستثمار وتسمى ايضاً مخاطرة العمل Business Risk (رمضان ، 2002: 333)، وتتمثل بالمخاطر التي تؤثر في موجود منفرد أو مجموعة صغيرة من الموجودات ، أي إن هذه المخاطر تخص فقط الشركات أو الموجود المنفرد لذلك يطلق عليها أحيانا بمخاطرة الموجود المنفرد أو الخاص. (Ross, 1992: 392)، وتتسأ هذه المخاطرة من مخاطرة متعددة تحيط بالشركة الفردية وتكون خاصة بهذه الشركة وربما يكونون المنافسين المباشرين للشركة (Berealey & mayers, 2001: 187) ، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما (رمضان، 2002: 333):

- 1- حدوث اضراب في تلك الشركة او في القطاع الذي تنتمي اليه تلك الشركة .
- 2- عدم كفاءة الادارة في تلك الشركة .
- 3- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتج الشركة.
- 4- الحملات الاعلامية من المنافسين .
- 5- تغير اوزان المستهلكين فيما يتصل لسلعة هذه الشركة .
- 6- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة .

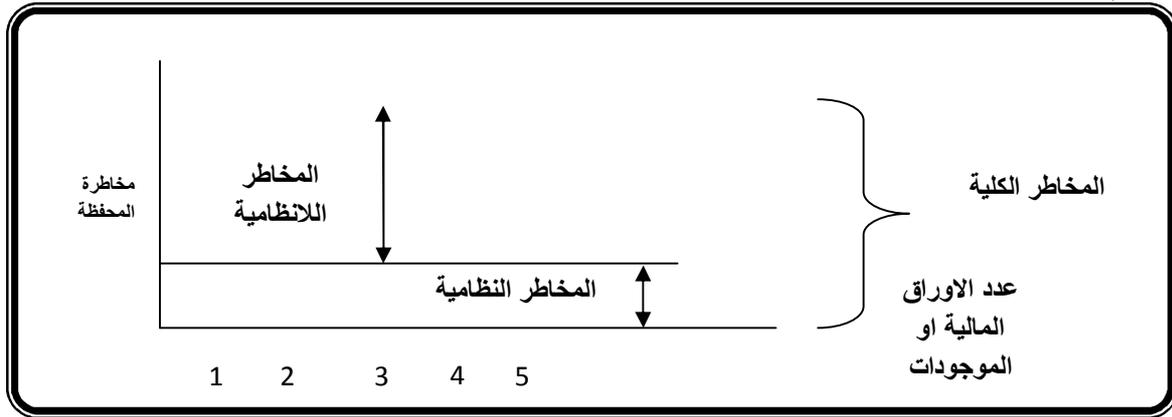
❖ **المخاطر الكلية (Risk Total)**:

وهي حاصل جمع المخاطر النظامية واللانظامية (Fabozzi & Modigliani, 1996:194). وكذلك تعرف المخاطر الكلية بانها "مجموع التباين في معدل العائد " ويمكن حساب المخاطر الكلية العلاقة الاتية :

$$\text{Risk total} = \text{Systematic Risk} + \text{un Systematic Risk}$$



ويمكن توضيح العلاقة بين المخاطرة الكلية والمخاطرة النظامية والمخاطرة اللانظامية من خلال الشكل (3)، اذ يلاحظ بان المخاطر الكلية تنخفض بسرعة كلما زاد عدد الموجودات او الاوراق المالية في المحفظة الاستثمارية ، ويلاحظ ايضاً بان المخاطر اللانظامية تتلاشى لكنها لا تنخفض تماماً، اما المخاطرة النظامية فلا تتأثر بحجم الموجودات او الاوراق المالية لأنه لا يمكن استبعادها بالتنوع (MC. meramin, 1999: 214). فعندما تكون المحفظة مشكلة بصورة جيدة فإن المخاطرة اللانظامية تتلاشى من اثر التنوع بذلك ستكون كل مخاطرة المحفظة تقريباً مخاطر نظامية (Ross,et.al, 1998: 288).



الشكل (3) العلاقة بين انواع المخاطر

هـ . مقاييس المخاطرة Risk Measures

1. التباين والانحراف المعياري Variance & Standard Deviation

يهتم معرفة الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات زادت المخاطر (حنفي، 2005 : 119- 120) .

ويعد الانحراف المعياري هو مقياس للتشتت في القيم والاحتمالات لكل نتيجة من النتائج الممكنة عن القيم المتوقعة والاحتمال المتوافق مع ذلك ، ومن ثم فالانحراف المعياري هو الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، اما التباين فهو مربع الانحراف المعياري .ويعدان من افضل مقاييس المخاطرة ، إذ كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير فهو يدل ذلك على مخاطرتها .

ويقاس التباين والانحراف المعياري على وفق المعادلتين الاتيتين (Weston& Brigham, 1993: 149):

$$\text{Varinace} = S^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - E(R))^2 P_i$$

اذان :

R_i : معدل العائد المتوقع.

$E(R)$: معدل العائد المتوقع .

P_i : التوزيع الاحتمالي .



$$\text{standard Deviation} = S \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - E(R_1))^2 P_i}$$

2. معامل الاختلاف Coefficient of Variation

يعرف بأنه " حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد مضروباً في 100، أي انه يشير إلى المخاطرة للوحدة الواحدة من العائد، مما يؤدي إلى مقارنة ذات معنى عندما لا تتساوى المردودات المتوقعة من البدائل الاستثمارية " ، ويكتب بالصيغة الآتية (92 : Chong, 2004) :-

$$(\text{Coefficient of Variation}) = CV = \frac{\text{Risk}}{\text{Return}} = (\sigma / R) 100$$

حيث : σ الانحراف المعياري .

R : متوسط العائد .

3. معامل بيتا Beta coefficient:

يقيس معامل بيتا مخاطرة السهم فيما يتصل الى مخاطرة السوق ، ان معامل بيتا هو مقياس للمخاطر النظامية الخاصة بالموجودات ، ولان علاوة المخاطرة للموجودات تعتمد فقط على مخاطرتها النظامية، فإن الموجودات ذات البيتا الاكبر لها مخاطرة نظامية اكبر ، وبذلك تكون عوائدها المتوقعة اكبر، فالمستثمر الذي يشتري سهماً له معامل بيتا منخفض عليه ان يتوقع عائد منخفضاً من ذلك السهم على خلاف السهم الذي له معامل بيتا مرتفع الذي يكون عائد المتوقع مرتفعاً (381 : Ross, et.al, 1998) . ويقاس معامل بيتا على وفق المعادلة الآتية:-

$$B_i = \frac{\text{cov}(R_i R_m)}{vR_m}$$

حيث أن :-

B_i :معامل بيتا .

$\text{cov}(R_i R_m)$:التباين المشترك بين عائد الموجود وعائد السوق .

vR_m : تباين عائد محفظة السوق (164 : Copeland & waston, 1988).

وان معامل (بيتا) للسوق تكون مساوية (1) واصل قيم (بيتا) الاخرى يتم النظر اليها من خلال مقارنتها بهذه القيمة (295 : Gitman, 2000).

ثالثاً: عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية The Return And Risk For Portfolio

أ. قياس عائد المحفظة الاستثمارية : إن عائد المحفظة R_p هو عبارة عن المتوسط الموزون المرجح Weighted لعوائد الاستثمارات «الأوراق» المكونة للمحفظة (الداغر، 2007 : 205).

∴ عائد المحفظة = مجموع عوائد الأوراق مرجحة بأوزانها الاستثمارية

ويمكن احتساب العائد المتوقع على محفظة الاستثمار حسب المعادلة الآتية (العلي، 2008 : 21):

$$\bar{R}_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

حيث إن:

\bar{R}_p : العائد المتوقع للمحفظة



W_i : نسبة الاستثمار «وزن» في كل ورقة مالية

R_i : العائد المتوقع للأوراق المالية المكونة للمحفظة

n : عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة

ب. قياس مخاطرة المحفظة: portfolio risks measure

تختلف المخاطرة في المحفظة الاستثمارية عن المخاطرة التي يتعرض لها السهم المفرد أو الأداة الواحدة، لأن المحفظة تضم مجموعة من الموجودات أو الأسهم التي تؤثر بمجموعها على عائد ومخاطرة المحفظة وتتعرض المحافظ عادة لنوع واحد من المخاطرة، هي المخاطرة النظامية فقط، لأن التنويع يسهم في تخفيض المخاطر غير النظامية، وبصورة عامة فأن مخاطر المحفظة هي المعدل الموزون للانحرافات المعيارية لأوراقها المالية، لأن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تكوّن هذه المحفظة، ويقاس معامل الارتباط ρ الارتباط في درجة واتجاه التغير بين متغيرين، ويتراوح ρ بين -0.1 و $+0.1$. (ال شبيب، 2008: 320-321).

ويمكن حساب مخاطرة المحفظة (σ_P) المكونة من موجودين على وفق الصيغة الآتية (Howells&bain,2000:96):

$$\sigma_P = \sqrt{WA^2 \sigma^2 A + WB^2 \sigma^2 B + 2WAWB\rho_{AB} (\sigma_B \sigma_A)}$$

إذ إن :

σ_P : الانحراف المعياري للمحفظة .

WA : وزن الموجود (A).

WB : وزن الموجود (B)

σ_A : الانحراف المعياري للموجود (A) .

σ_B : الانحراف المعياري للموجود (B).

ρ_{AB} : معامل الارتباط بين عوائد الموجودين (A) و (B)

اما التباين لعائد المحفظة المتكونة من سهمين هو :

$$\sigma_P^2 = WA^2 \sigma^2 A + WB^2 \sigma^2 B + 2WAWB\rho_{AB} (\sigma_B \sigma_A)$$

حيث ρ_{AB} هو معامل الارتباط بين السهمين وهذه المعادلة تظهر أثر التنويع ولماذا تنخفض المخاطرة للمحفظة إذا كان الارتباط بين مكوناتها صغير نسبياً أو يقترب من الصفر .

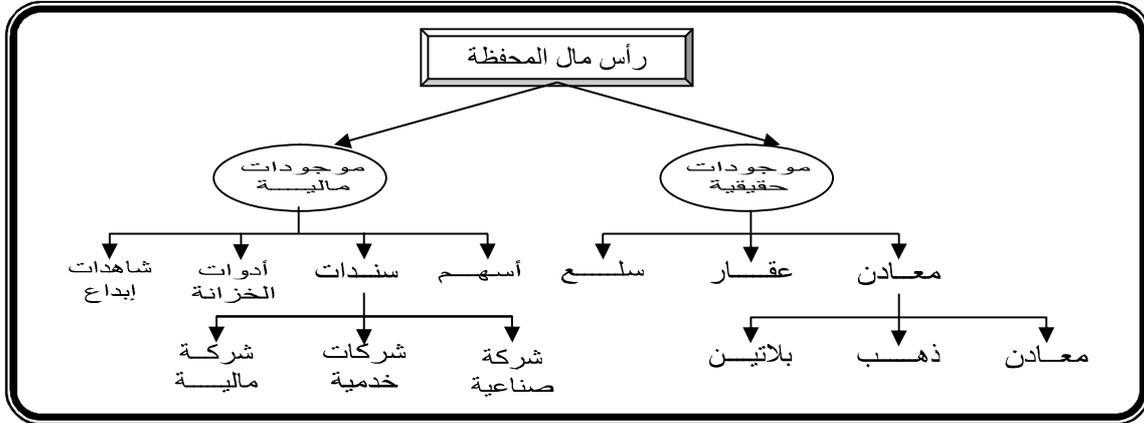
رابعا: المحفظة الاستثمارية، المفهوم of Concept Investment portfolio

يؤدي الاستثمار دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي ، ولاسيما مع التحولات الجارية ، لذا فأن هناك وسائل تعددت وتنوعت على وفق رؤية المستثمر وميوله ، ولعل أهم هذا الوسائل او الادوات هو تكوين محفظة الذي وضع نظريتها Markowitz ثم تناولها اخرون بعده بالبحث امثال Turner وغيرهم.

وقد عرفت المحفظة لغوياً في قاموس (Webster) إنها " مجموعة من الأسهم والسندات والأوراق التجارية المملوكة للمنظمة أو المستثمر أو غيرهم، (Webster,2003:110)، أما قاموس (Oxford) فعرّفها بأنها " مجموعة الأسهم المملوكة بواسطة شخص واحد أو منظمة معينة (Horn by, 2004 : 981). وقد وردت مفاهيم متعددة للمحفظة الاستثمارية من قبل العديد من الباحثين والكتاب في الإدارة المالية ، فمنهم من يرى المحفظة إنها توليفة من الأوراق المالية والحقيقة التي تأخذ (أو لا تأخذ) بنظر



الاعتبار الخصائص لأي جزء من اجزائها (Fischer&Jordan,1987:559) (Neveu,1981:304))،
أو " إنها تشكيلة من الموجودات، وقد تكون هذه الموجودات مالية كالأسهم والسندات أو حقيقية كالعقارات "
(Weston & Copeland,1988:336) ، وهناك من يرى " أنها تشكيلة من الأوراق المالية او العينية
التي يمتلكها مستثمر معين وتتكون من عدة أنواع من الموجودات المالية " (Ross,et.al,1996:278) ،



الشكل (4) مكونات المحفظة الاستثمارية

المصدر:- الشمري، ناظم محمد نوري، البياتي طاهر فاضل، صيام أحمد زكريا، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، عمان، الأردن، ط 1. 1999:
خامسا : مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى:

ان مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلقاً ، حسب وجهة نظر المستثمر ، اي ان المحفظة الاستثمارية لمستثمر A، هي تختلف عن محفظة الاستثمارية لمستثمر B ، لذلك يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى بانها " توليفة متنوعة ومتوازنة من الموجودات والادوات الاستثمارية، ومكيفة تجعلها اكثر ملائمة لتحقيق اهداف المستثمر (مطر، 2005:110)، ويرى(الكبيسي،2009: 12) بان المحفظة الاستثمارية المثلى "هي المحفظة التي تحقق اعلى عائد للمستثمر الرشيد، بأقل مخاطرة التي يمكن ان تنعكس على شكل خسائر يتحملها المستثمر نتيجة للتغيرات التي قد تنشأ في اسعار تلك الموجودات . في حين وصفها (الداغر، 2005: 225) بانها " تلك المحفظة من بين مجموع المحافظ الكفوة التي تناسب مع دالة المنفعة اي تبادل ما بين العائد والمخاطرة لان لكل مستثمر دالة مختلفة عن الاخر .

سادسا : اهداف المحفظة الاستثمارية

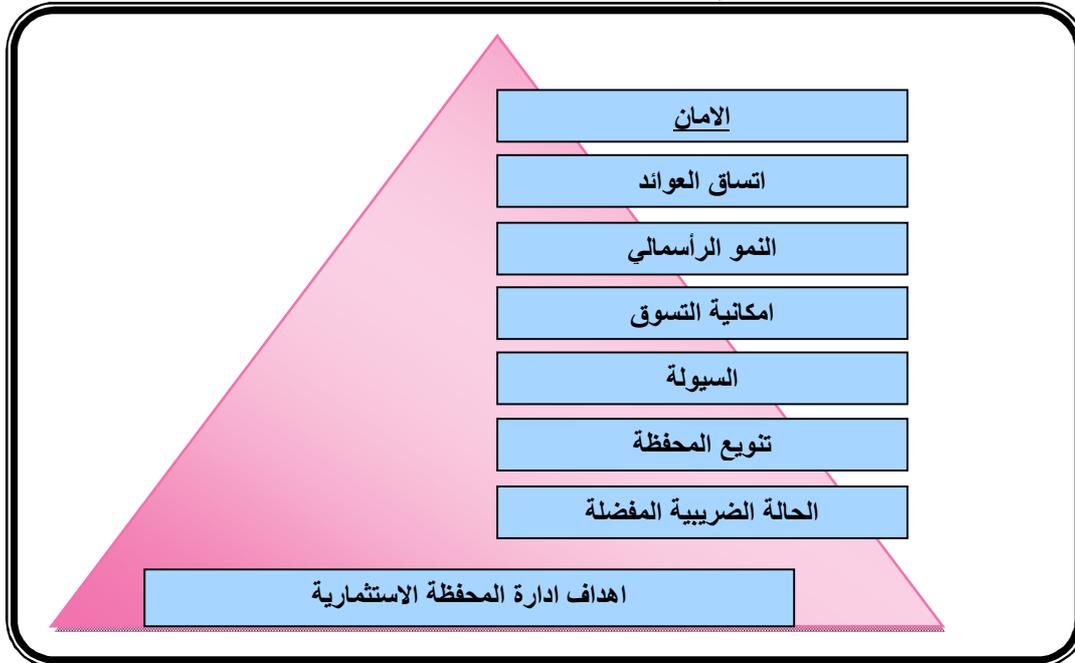
في ظل استراتيجيات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية هناك نوعين من الأهداف، أهداف عامة تنطبق على المحافظ الاستثمارية كافة، وتتمثل في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر، واهداف ثانوية كتحقيق السيولة اللازمة للمنشأة خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي. من خلال قراءة هذين الهدفين نجد أنهما هدفين متعارضين، بحيث لا يمكن تحقيق أعلى عائد في أي حافظة دون استغلال جميع رأس المال، ورغم هذا يمكن للمدير الجيد التوفيق بين أعلى عائد والاحتفاظ بمقدار من السيولة لحماية المنشأة من العسر المالي (المومني، 2009: 20) .

ويمكن اجمال هذه الأهداف التي يمكن ايجازها كالآتي:

أ. **الحفاظ على رأس المال الأصلي** : يسعى كل مستثمر عند البدء بالاستثمار لاختيار الادوات المالية التي تحقق العائد، لكن هذا الهدف يتضمن هدفاً ضمناً، وهو عدم التعرض للخسارة في أسعار الموجودات ومن ثم المحافظة على رأس المال الأصلي(المومني،2009 : 20-21) .



- ب. الحفاظ على قدر من السيولة: من خلال الاستثمار في أدوات قابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى الشركات.
- ج. إمكانية التسويق : إدارة محفظة تضمن المرونة للمحفظة الاستثمارية. التي تتكون من مجموعة من الاستثمارات، والتي يمكن تسويقها وتداولها.
- د. تنويع المحفظة : هي واحدة من أهم أهداف المحفظة الاستثمارية ويقول بعض الباحثين أنه هو الهدف الرئيسي. وهذا يعني وضع مدير الاستثمار في موجود أكثر من واحد مثل، الشركة، السوق، أو البلد(أل شبيب،2010 : 17).
- هـ. نمو رأس المال المستثمر: يهدف مديرو المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنويع واختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا (عبد القادر، 2010 : 209).
- و. تعظيم القيمة: وهنا يكون الهدف هو تخصيص الموارد وذلك لتعظيم قيمة المحفظة. وهنا نقوم، بتحديد المشاريع وذلك لتحقيق أقصى قدر لمجموع القيم أو القيمة التجارية لجميع المشاريع النشطة في خط البدائل الخاص من حيث الهدف بعض الأعمال (مثل المدى الطويل للربحية، والعائد على الاستثمار، احتمالات النجاح، أو بعض الأهداف استراتيجية) (Cooper,et.al,2014:5).
- ز. التوجه الاستراتيجي: إن الهدف الرئيسي هنا هو التأكد، بغض النظر عن سائر الاعتبارات، من أن المحفظة النهائية للمنظمات الأعمال تعكس حقا استراتيجية الأعمال .
- ح. تناسق العوائد: يضمن إدارة المحفظة أيضا لتوفير الاستقرار للعائدات عن طريق إعادة استثمار العوائد نفسها في محافظ مربحة وجيدة . تساعد المحفظة في تحقيق عائدات ثابتة. يجب أن يعود بعائدات تعوض تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة .
- ط. الحالة الضريبية المفضلة : ينبغي أن يخطط للمحفظة بالطرق التي تقلل من الضرائب . (Sulub & Mohammed,2014:9).



الشكل (5) اهداف المحفظة الاستثمارية

Sulub,. Saed Ahmed & Mohammed,. Adel Mohammed, **the role of diversification in reducing risks of investment portfolio at KSE**,2014, <http://ssrn.com/abstract=2384358:p9>



ومن الشكل (5) يتضح أن الأهداف متباينة من حيث أهميتها فهناك أهداف رئيسة في قمة الهرم هي المخاطرة والعائد وتأتي بعدها الأخرى من حيث أهميتها.

سابعاً : أنواع المحافظ الاستثمارية

يمكن تصنيف المحافظ الاستثمارية حسب المعيار المصنفة بموجبه . لذا تصنف المحافظ الاستثمارية حسب الهدف والموجودات المكونة لها كالآتي :- (بهلول، 2005 : 76)

أ. **محفظة الدخل:** وهي التي تهدف إلى تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية، ام من الفروقات في الأسعار، غير أن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تتباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط والمغامرة، ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم (آل شبيب، 2010 : 21) .

ب. **محفظة النمو:** وهي التي تسعى للحفاظ على وتائر نمو كامل الموجودات والعوائد، وهنا فأن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة ومن ثم لتقويم المديرين (المومني، 2009 : 23) .

ج. **المحفظة المختلطة:** إنها تهدف إلى تنويع المحفظة الاستثمارية التي يتوقع أن تعطي عوائد إيجابية (عمرو، 2010 : 80) .

فيما هنالك اهداف اخرى في هذا التصنيف (الجواد والشديفات، 2006 : 25-27) :

د. **المحفظة المتخصصة:** وهي نادرٌ ما تتشكل، وإن شكلت فتكون مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة الذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع مبدأ المحفظة الاستثمارية الذي هو التنويع .

هـ. **المحفظة الدولية:** هي المحفظة التي تضم أدوات مالية في بورصات عالمية. وأهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنويع، التي توفر سمة الأمان النسبي، لأنها منوعة تنويعاً جيداً، من ثلاث زوايا :

1. تنويع الموجودات، لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية .
2. التنويع الجغرافي، لأن رأسمال المحفظة يكون موزعاً على أدوات الاستثمارية في عدة دول .
3. تنويع العملات، إذ بسبب التنويع الجغرافي لموجودات المحفظة، تنتوع أيضاً العملات التي تقوم بها هذه الموجودات (الفريجي، 2008 : 81) .

وكذلك تنقسم المحافظ الاستثمارية على نوعين رئيسيين (كمال، 2004 : 38):

أ. المحافظ الخاصة - محافظ العملاء:

هي المحافظ التي يتم تشكيلها بناء على طلب الزبائن وحسب رغباتهم، إذ يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وتعليمات إدارتها، بحيث يكون دور المدير تنفيذياً، ينفذ تعليمات العميل المستثمر ويعمل على وفق توجيهاته، وقد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضاً لمدير محفظته حرية التصرف على وفق ما تقتضيه ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، الذي بطبيعته يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها .



ب. المحافظ العامة - محافظ المؤسسات:-

هي محافظ مؤسسات عامة استثمارية مشكلة سلفاً من أدوات استثمارية متنوعة، على شكل صناديق مشتركة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يعد مساهماً في رأس المال، ولا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالقدر الذي توافره له ملكيته من أسهم قد يكون عضواً في مجلس الإدارة أو قد لا يكون.

ثامنا : بناء المحفظة الاستثمارية المثلى Construction of The Optimal Portfolio

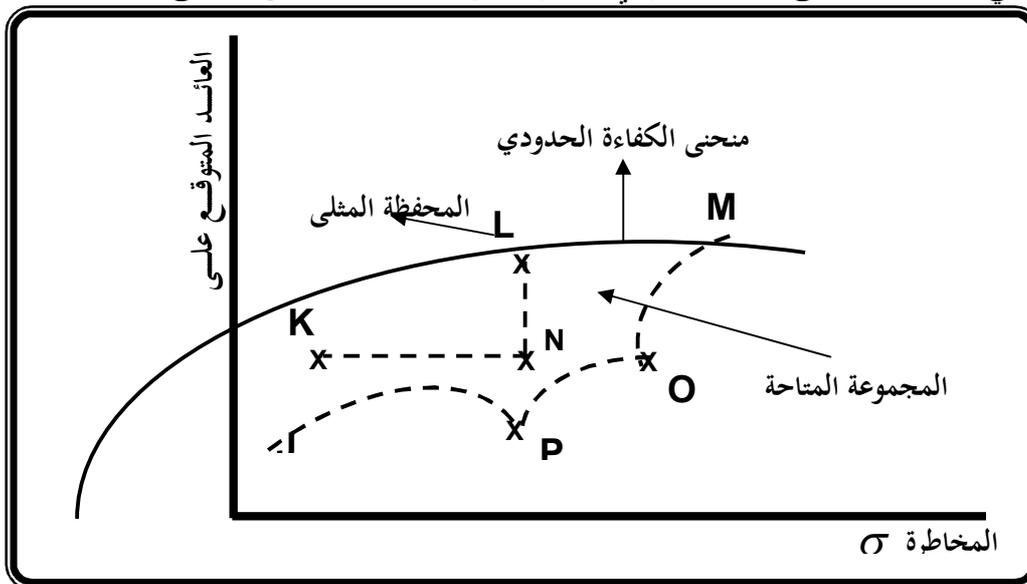
لاختيار المحفظة الاستثمارية المثلى، فإنه يجب أولاً تحديد العدد الكافي من المحافظ، ثم اختيار المحفظة من هذا العدد، والتي يفضلها المستثمر الاعتيادي (الراوي، 2000 : 101)، ويسمى المنحنى الممثل لهذه المجموعات منحنى الاستثمارات الكفاء (غنيم، 2005 : 15) وهو المنحنى الذي يمثل مجموعة من المحافظ التي لها أعلى عائد لكل مستوى من المخاطرة، وأدنى مخاطرة لكل مستوى من العائد. (Frank and Keith, 2002: 228)، وتعرف المحفظة الاستثمارية الكفاءة (Efficient Portfolio) أنها " تلك المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن لمستوى معين من المخاطرة ، او تلك التي تنخفض فيها المخاطرة الى الحد الأدنى ولمستوى معين من العائد المتوقع (الميداني، 1989: 390)، وهذه المجموعة الكفاءة تشكل او تولف الحد الكفاءة وهذا الحد هو الموضح بالنقاط بين العائد والمخاطرة ومدى قيامه في تعظيم العائد لكل درجة من المخاطرة، وهذا الحد الكفاءة يهيمن او يسود على جميع الاستثمارات الأخرى (Francis, 1991: 236) ، ويسعى المستثمر الى تكوين محفظة استثمارية مثلى يتحقق فيها اكبر عائد ممكن بأدنى حد ممكن من المخاطرة ،

ويتطلب القرار الاستثماري الأمثل من جانب المستثمر قيامه باتخاذ قرارين منفصلين وهما (الميداني، 1989: 391):

أ. تحديد مجموعة المحافظ الكفاءة.

ب. اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من بين مجموعة المحافظ الكفاءة.

والشكل في أدناه يمثل منحنى الكفاءة الحدودي لمجموعة من المحافظ الاستثمارية المثلى.



الشكل (6) منحنى الكفاءة الحدودي للمحافظ الاستثمارية

Source: Chong, yen, yee, Investment Risk management, John Wily and sons Ltd. 2004: P 33.



من الشكل (6) نلاحظ أنه لا توجد محفظة ذات عائد أعلى من المحفظة (M)، ولا توجد محفظة ذات مخاطرة أدنى من مخاطرة المحفظة (J)، ولذلك فإن الحد الكفوء أو منحنى الكفاءة الحدودي سيمثل المنحنى المفتوح (JKLM)، ولغرض المقارنة بين المحافظ المتاحة ومحافظ الحد الكفوء، فأنا نلاحظ أن المحفظة (N) في الشكل (6) على الرغم من أنها تتساوى مع المحفظة (K) لأنها تعطي العائد نفسه، إلا أن مخاطرتها أكبر من مخاطر المحفظة (K)، وكذلك فإنها تتساوى مع المحفظة (L) من حيث المخاطرة، ولكن المحفظة (L) تتفوق لأنها تعطي عائداً أعلى، وبناء على ذلك فإن كل المحافظ التي تقع على يمين الحد الكفوء لا تستحق الاهتمام، والمحافظ التي تقع على يسار الحد الكفوء هي غير متاحة، بسبب شرط توازن السوق ، لأنه في حالة وجودها فإن الطلب عليها سيزداد، لأنها تقدم عائداً أعلى لأي مستوى من المخاطرة، ومخاطرة أقل لأي مستوى من العائد، وأن الطلب عليها سوف يؤدي إلى انخفاض العائد الذي تقدمه، وزيادة مخاطرتها إلى أن تحصل حالة التوازن في السوق (هندي، 2010:258) (Brigham & Michael, 2002: 255).

ويرى الباحث المحفظة N هي المحفظة المثلى التي تجمع ما بين العائد العالي نسبياً والمخاطرة المنخفضة نسبياً وهذا يجعلها أفضل محفظة من كل المحافظ في السوق .

المبحث الثالث: الاطار العملي للبحث

أولاً : تحليل مؤشرات المحافظ الاستثمارية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى

يحاول البحث مناقشة المحافظ الاستثمارية للشركات الصناعية المشمولة بالبحث وتحليلها بغية اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى . إذ تتضمن هذه الفقرة نتائج تحليل الشركات الصناعية المساهمة الخاصة للمدة (2008-2012) جميعها (كامل القطاع الصناعي المساهم الخاص) ، بهدف التوصل الى نتائج دقيقة يمكن على اساسها من تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لهذا القطاع الصناعي، أ. نتائج تحليل العائد المتحقق على حق الملكية :

لغرض ايجاد بيانات اولية خاصة بتحديد المحفظة الاستثمارية يتوجب على البحث في هذا الجانب من تحديد العائد المتحقق على حق الملكية لتحديد عوائد الملاك ، وهذا ما يظهره الجدول (1) ، الذي منه يتبين معدل العائد المتحقق على حق الملكية في شركات القطاع الصناعي للسنوات (2008-2012) ، حيث تأتي الشركة العراقية لصناعة الكارتون في المستوى الأول ، إذ بلغ المتوسط فيها (0.23) بما يفوق المتوسط العام للصناعة البالغ (-0.20)، تليها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية ، إذ بلغ المتوسط فيها (0.14)، ومن بعدها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات ، إذ بلغ المتوسط فيها (0.11) ، ثم شركة انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة العامة ، إذ بلغ المتوسط فيها (0.11) ، تتبعها شركة المنصور ، إذ بلغ فيها المتوسط (0.08) ، تليها الشركة العراقية للأعمال الهندسية بمتوسط (0.07)، ومن ثم شركة بغداد للمشروبات الغازية ، إذ بلغ فيها المتوسط (0.05).

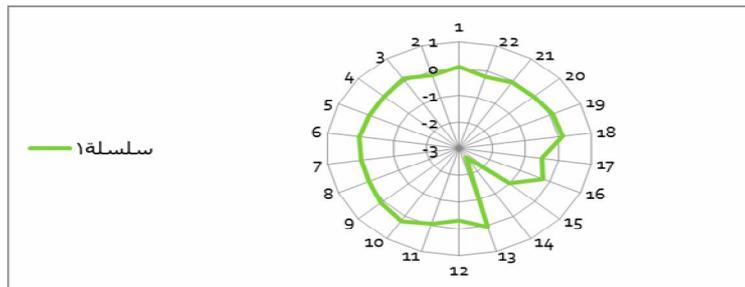
أما على مستوى الانحراف المعياري الذي كان بمقدار (0.62) على مستوى القطاع الصناعي ، فقد جاءت شركة الهلال الصناعية في المستوى الاول ، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (6.26) ، ولكنها حققت أدنى متوسط لها من بين كل الشركات ، إذ بلغ المتوسط فيها (-2.63)، وأدنى من المتوسط العام للصناعة البالغ (-0.20) ، تأتي بعدها الشركة العراقية لصناعة الكارتون في المستوى الثاني ، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (2.45)، تليها الشركة الوطنية لصناعات الأثاث المنزلي في المستوى الثالث ، إذ



بلغ (0.77) ولكنها حققت متوسط (-0.32) مليار دينار اي دون متوسط الصناعة البالغ (-0.20)، ومن ثم شركة انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة العامة في المستوى الرابع ، اذ بلغ (0.58) ، وتأتي بعدها شركة الصناعات الخفيفة ، اذ بلغ الانحراف المعياري فيها (0.35) والمتوسط العام لها (-1.02) وكانت دون المتوسط العام للصناعة البالغ (0.62) ، وتأتي بعدها شركة الصناعات الالكترونية ، اذ بلغ فيها (0.46) وبمتوسط بلغ (-0.50) اي دون المتوسط العام للصناعة (-0.20)، وحققت شركة المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية انحرافاً بلغ (0.03) ، بعدها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات ، اذ بلغ فيهما الانحراف (0.03)، اما بقية الشركات فقد جاءت بقيم دون الواحد الصحيح.

جدول (1) العائد المتحقق على حق الملكية في شركات القطاع الصناعي للسنوات (2008 – 2012)

S.D	Mean	2012	2011	2010	2009	2008	Company Name	ت
0.05	0.08	0.10	0.03	0.03	0.14	0.13	شركة المنصور	1
0.17	-0.14	0.003	0.01	-0.4	-0.14	-0.18	الخيطة الحديثة	2
0.03	0.11	0.10	0.10	0.09	0.16	0.12	العراقية للسجاد والمفروشات	3
0.03	-0.02	0.001	-0.03	-0.05	-0.05	0.003	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية	4
0.04	-0.01	0.01	-0.01	-0.02	-0.06	0.05	بغداد لصناعة مواد التغليف	5
0.04	0.05	0.12	0.02	0.05	0.05	-0.0003	بغداد للمشروبات الغازية	6
0.16	-0.01	0.07	0.08	0.002	0.08	-0.29	الفلوجة لإنتاج المواد الانشائية	7
0.07	-0.02	-0.07	-0.08	0.02	0.09	-0.07	الخابر لإنتاج المواد الانشائية	8
0.58	0.11	0.03	0.23	0.67	-0.84	0.47	انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة	9
2.45	0.23	-0.91	-0.52	-0.15	-1.76	4.47	العراقية لصناعة الكرتون	10
0.09	-0.07	0.03	-0.03	-0.09	-0.20	-0.05	صناعة المواد الانشائية الحديثة	11
0.77	-0.32	0.03	0.02	-0.01	0.05	-1.71	الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي	12
0.12	0.04	.....	0.05	0.04	0.18	-0.11	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	13
6.25	-2.63	.....	-2.36	-0.88	-11.12	3.84	الهلال الصناعية	14
0.35	-1.02	.....	-1.39	-0.86	-0.61	-1.21	الصناعات الخفيفة	15
0.05	-0.24	.....	-0.24	-0.24	-0.18	-0.31	الوطنية للصناعات الكيماوية	16
0.46	-0.50	.....	-0.09	-1.16	-0.31	-0.43	الصناعات الالكترونية	17
0.09	0.14	.....	0.21	0.21	0.13	0.02	الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية	18
0.08	0.07	.....	0.18	0.05	0.002	0.04	العراقية للأعمال الهندسية	19
0.06	-0.04	.....	0.004	0.01	-0.11	-0.05	صناعات الاصباغ الحديثة	20
0.25	-0.06	.....	-0.23	-0.29	0.03	0.24	الوطنية للصناعات المعدنية	21
0.62	-0.20	-0.04	-0.19	-0.14	-0.69	0.24	مؤشر السوق	



الشكل (7) العائد المتحقق على حق الملكية



ب. تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب للشركات الصناعية.

قبل البدء بتحليل هذه الفقرة يتعين على البحث حساب معدل العائد المطلوب للشركات الصناعية المشمولة بالبحث وكما يبينه الجدول (2) الآتي :

يلاحظ من الجدول (2) معدل العائد المطلوب ، حيث تظهر نتائج المتوسط العام له بمقدار (-0.16)، تجاوزته الشركتان الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية والعراقية لتصنيع وتسويق التمور، اذ بلغ فيهما (0.39)، وشركتي الخازر لإنتاج المواد الانشائية والصناعات الخفيفة (0.31)، شركة الفلوجة لإنتاج المواد الانشائية (0.29)، الشركة الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي (0.287)، الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (0.27)، شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (0.22)، وشركتي بغداد للمشروبات الغازية والصناعات الالكترونية (0.15)، شركة المنصور (0.13)، شركة الخياطة الحديثة (0.11) ، والشركتين العراقية للأعمال الهندسية وصناعات الاصباغ الحديثة (0.03) ، بينما حققت شركة الهلال الصناعية أدنى قيمة (-0.20)، أما بقية الشركات فقد جاءت بقيم سالبة ولكن أعلى من المتوسط العام للصناعة (-0.16).

فيما يتصل بالانحراف المعياري الذي كان بمقدار (0.34)، فقد تجاوزته الشركات ، الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية والعراقية لتصنيع وتسويق التمور والهلال الصناعية ، اذ بلغ (0.38)، بينما جاءت بقية الشركات بقيم موجبة ولكن دون الواحد الصحيح .

جدول(2) معدل العائد المطلوب على حق الملكية في شركات القطاع الصناعي للسنوات (2008 – 2012)

ت	Company Name	2008	2009	2010	2011	2012	Mean	S.D
1	شركة المنصور	0.08	0.20	0.13	0.14	0.12	0.13	0.04
2	الخياطة الحديثة	0.09	0.13	0.11	0.11	0.11	0.11	0.01
3	العراقية للسجاد والمفروشات	0.01	0.60	0.25	0.28	0.19	0.27	0.21
4	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية	0.21	-0.51	-0.08	-0.12	-0.01	-0.10	0.26
5	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.24	-0.66	-0.13	-0.18	-0.04	-0.15	0.33
6	بغداد للمشروبات الغازية	0.08	0.24	0.14	0.15	0.12	0.15	0.06
7	الفلوجة لإنتاج المواد الانشائية	0.001	0.66	0.27	0.31	0.20	0.29	0.24
8	الخازر لإنتاج المواد الانشائية	-0.01	0.74	0.29	0.33	0.21	0.31	0.27
9	انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة العامة	0.21	-0.55	-0.10	-0.13	-0.01	-0.12	0.28
10	العراقية لصناعة الكارتون	0.21	-0.53	-0.09	-0.13	-0.01	-0.11	0.27
11	صناعة المواد الانشائية الحديثة	0.21	-0.51	-0.08	-0.12	-0.01	-0.10	0.26
12	الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي	0.004	0.64	0.26	0.30	0.20	0.28	0.23
13	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	-0.04	0.88	0.34	0.39	.....	0.39	0.38
14	الهلال الصناعية	0.24	-0.69	-0.14	-0.19	.....	-0.20	0.38
15	الصناعات الخفيفة	0.003	0.65	0.27	0.30	.....	0.31	0.27
16	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	-0.04	0.88	0.34	0.39	.....	0.39	0.38
17	الصناعات الالكترونية	0.07	0.25	0.14	0.15	.....	0.15	0.07
18	الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية	0.04	0.43	0.20	0.22	.....	0.22	0.16
19	العراقية للأعمال الهندسية	0.13	-0.08	0.05	0.03	.....	0.03	0.09
20	صناعات الاصباغ الحديثة	0.17	-0.32	-0.02	-0.05	.....	-0.06	0.20
21	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات	0.14	-0.10	0.04	0.03	.....	0.03	0.10
	مؤشر السوق	0.24	-0.69	-0.14	-0.19	-0.04	-0.16	0.34



ويعد حساب معدل العائد المطلوب، امكن تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب والمقارنة بينهما ، وكما يتضمنه الجدول (3) الذي يتضح منه المتوسط الفعلي لأسهمها والبالغ (- 0.20) وهو يقل عن المتوسط الكلي للمعدل العائد المطلوب البالغ (- 0.16)، اذ ان معدل العائد المطلوب يعد بالإضافة الى معدل العائد الفعلي من افضل المؤشرات المالية المستخدمة في تقويم كفاءة الاستثمار في الاسهم العادية او الموجودات المالية الاخرى او حتى الشركات على اختلاف طبيعتها ، ويستفاد منها في معرفة دقة توقع المستثمر لما سيتحقق من عائد في المستقبل ويكون باعتماد معدل العائد المطلوب ، وعلى اساس قيامه بتحليل العائد الفعلي او المتحقق على ذلك الاستثمار .

ان انخفاض معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المطلوب يعني ان ادارة الشركات الصناعية قد اخفقت في وضع التقديرات الدقيقة لما يستحق من معدل العائد المطلوب او الفعلي لشركات المحفظة الاستثمارية التي تم اختيارها لتؤلف المحفظة الاستثمارية الكلية .

جدول (3) نتائج تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب للمحفظة الاستثمارية المكونة من شركات القطاع الصناعي للسنوات (2008 - 2012)

ت	Company Name	معدل العائد الفعلي على حق الملكية	معدل العائد المطلوب على حق الملكية
1	شركة المنصور	0.08	0.13
2	الخيطة الحديثة	-0.14	0.11
3	العراقية للسجاد والمفروشات	0.11	0.27
4	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية	-0.02	-0.10
5	بغداد لصناعة مواد التغليف	-0.01	-0.15
6	بغداد للمشروبات الغازية	0.05	0.15
7	الفلوجة لإنتاج المواد الانشائية	-0.01	0.29
8	الخازر لإنتاج المواد الانشائية	-0.02	0.31
9	انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة	0.11	-0.12
10	العراقية لصناعة الكارتون	0.23	-0.11
11	صناعة المواد الانشائية الحديثة	-0.07	-0.10
12	الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي	-0.32	0.28
13	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	0.04	0.39
14	الهلال الصناعية	-2.63	-0.20
15	الصناعات الخفيفة	-1.02	0.31
16	الوطنية للصناعات الكيماوية	-0.24	0.39
17	الصناعات الالكترونية	-0.50	0.15
18	الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية	0.14	0.22
19	العراقية للأعمال الهندسية	0.07	0.03
20	صناعات الاصباغ الحديثة	-0.04	-0.06
21	الوطنية للصناعات المعدنية	-0.06	0.03
	مؤشر السوق	-0.20	-0.16

ج. اختيار الشركات على وفق العائد والمخاطرة ومعدل العائد المطلوب.

على وفق نتائج تحليل معدل العائد والمخاطرة الكلية للشركات المساهمة الخاصة والبالغة (21) شركة صناعية ، كان الاختيار مبني على اساس العائد والمخاطرة مقاسة بالتباين ، واستنادا الى شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الشركات الكفوة المستندة اساسا على ان يكون اختيارها ضمن المحفظة



الاستثمارية بان تعطي عائدا اكبر مما تعطيه بقية الاوراق المالية المتاحة او الشركات الصناعية في هذا البحث والتي تحل نفس القدر من المخاطرة ، او ان تكون درجة المخاطرة التي تحملها هذه الشركة او الموجود المالي اقل من مخاطرة باقي الاوراق التي تدر العائد نفسه او اقل ، وعلى وفق هذه الشروط التي سبق ذكرها تم اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى ، التي تعظم العائد الى اقصى ما يمكن وباقل مستوى من المخاطرة، والتي تتكون من الشركات والمتسلسلة بحسب افضليتها بحسب العائد المنخفض منها والمخاطرة المترتبة عليها وهي (العراقية للسجاد والمفروشات، الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية، المنصور للألبسة الجاهزة والتجارة، العراقية للأعمال الهندسية، بغداد للمشروبات الغازية وفي المستوى الاخير الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور).

والملاحظ على هذه المحفظة انها عظمت العائد لها ليصل الى (0,09) ، بينما كان في المحفظة السابقة (- 0.20) ، وان المخاطرة في هذه المحفظة المثلى بلغت (0,05) ، وهي تقل عن مخاطرة المحفظة السابقة البالغة (0,384) ، وان معد العائد المطلوب فيها بلغ (0,153) ، على خلاف المحفظة السابقة التي بلغ فيها هذا العائد (- 0.16) ، الا ان الملاحظة على هذه المحفظة ان معدلات العائد الفعلية تقل في اغلبها عن معدل العائد المطلوب ، مما يعني انه بالإمكان الحصول على محفظة افضل منها من خلال ضم شركات مساهمة خاصة مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية تعمل في قطاعات خدمية او زراعية او مصرفية لغرض التوسع في امثلية هذه المحفظة الى افضل مستوى ممكن ، علاوة على ذلك فان مصفوفة الارتباط بين العوائد المتحققة عن كل شركة فيها والتي يتسم معظمها بالانخفاض تدعم ثقة البحث بالكفاءة بما تتضمنه هذه المحفظة من شركات على وفق ما جاء به ماركوتيز حول تركيزه على معامل الارتباط المتحقق بين العوائد باتباع استراتيجية التنوع لاسهم المحفظة ، وايضا من حيث اثره في عائد ومخاطرة كل المحفظة.

جدول (4) معدل العائد الفعلي السنوي ومعدل العائد المطلوب والانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف للشركات الصناعية للمدة (2008-2012)

ت	Company Name	2008	2009	2010	2011	2012	Mean	S.D	معامل الاختلاف	التباين المخاطرة الكلية	معدل العائد المطلوب
1	شركة المنصور	0.13	0.14	0.03	0.03	0.10	0.08	0.05	0.63	0.003	0.13
2	الخيطة الحديثة	-0.18	-0.14	-0.4	0.01	0.003	-0.14	0.17	-1.2	0.029	0.11
3	العراقية للسجاد والمفروشات	0.12	0.16	0.09	0.10	0.10	0.11	0.03	0.27	0.0009	0.27
4	المشروبات الغازية والمعدنية للمطقة الشمالية	0.003	-0.05	-0.05	-0.03	0.001	-0.02	0.03	-1.5	0.0009	-0.10
5	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.05	-0.06	-0.02	-0.01	0.01	-0.01	0.04	-4	0.002	-0.15
6	بغداد للمشروبات الغازية	-0.0003	0.05	0.05	0.02	0.12	0.05	0.04	0.8	0.002	0.15
7	الفلوجة لإنتاج المواد الانشائية	-0.29	0.08	0.002	0.08	0.07	-0.01	0.16	-16	0.026	0.29
8	الخالز لإنتاج المواد الانشائية	-0.07	0.09	0.02	-0.08	-0.07	-0.02	0.07	-3.5	0.005	0.31
9	انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة	0.47	-0.84	0.67	0.23	0.03	0.11	0.58	5.27	0.336	-0.12
10	العراقية لصناعة الكارتون	4.47	-1.76	-0.15	-0.52	-0.91	0.23	2.45	10.7	6.003	-0.11
11	صناعة المواد الانشائية الحديثة	-0.05	-0.20	-0.09	-0.03	0.03	-0.07	0.09	-1.3	0.008	-0.10
12	الوطنية لصناعات الاثاث المنزلي	-1.71	0.05	-0.01	0.02	0.03	-0.32	0.77	-2.4	0.593	0.28
13	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	-0.11	0.18	0.04	0.05	.....	0.04	0.12	3	0.014	0.39
14	الهلال الصناعية	3.84	-11.12	-0.88	-2.36	.....	-2.63	6.25	-2.4	39.063	-0.20
15	الصناعات الخفيفة	-1.21	-0.61	-0.86	-1.39	.....	-1.02	0.35	-0.3	0.123	0.31
16	الوطنية للصناعات الكيماوية	-0.31	-0.18	-0.24	-0.24	.....	-0.24	0.05	-0.2	0.003	0.39
17	الصناعات الالكترونية	-0.43	-0.31	-1.16	-0.09	.....	-0.50	0.46	-0.9	0.212	0.15
18	الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية	0.02	0.13	0.21	0.21	.....	0.14	0.09	0.64	0.008	0.22



0.03	0.006	1.14	0.08	0.07	.....	0.18	0.05	0.002	0.04	العراقية للأعمال الهندسية	19
-0.06	0.004	-1.5	0.06	-0.04	.....	0.004	0.01	-0.11	-0.05	صناعات الاصباغ الحديثة	20
0.03	0.063	-4.2	0.25	-0.06	.....	-0.23	-0.29	0.03	0.24	الوطنية للصناعات المعدنية	21
-0.16	0.384	-3.1	0.62	-0.20	-0.04	-0.19	-0.14	-0.69	0.24	مؤشر السوق	

جدول (5) معدل العائد الفعلي السنوي ومعدل العائد المطلوب والانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف للشركات الصناعية المكونة للمحفظة الاستثمارية المثلى للفترة (2008-2012)

ت	Company Name	2008	2009	2010	2011	2012	Mean	S.D	معامل الاختلاف	التباين المخاطرة الكلية	معدل العائد المطلوب
3	شركة المنصور	0.13	0.14	0.03	0.03	0.10	0.08	0.05	0.63	0.003	0.13
1	العراقية للسجاد والمفروشات	0.12	0.16	0.09	0.10	0.10	0.11	0.03	0.27	0.0009	0.27
6	بغداد للمشروبات الغازية	-0.0003	0.05	0.05	0.02	0.12	0.05	0.04	0.8	0.002	0.15
4	انتاج الالبسة الجاهزة والتجارة	0.47	-0.84	0.67	0.23	0.03	0.11	0.58	5.27	0.336	-0.12
7	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	-0.11	0.18	0.04	0.05	.....	0.04	0.12	3	0.014	0.39
2	الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية	0.02	0.13	0.21	0.21	.....	0.14	0.09	0.64	0.008	0.22
5	العراقية للأعمال الهندسية	0.04	0.002	0.05	0.18	.....	0.07	0.08	1.14	0.006	0.03
	مؤشر السوق	0.096	-0.03	0.163	0.12	0.09	0.09	0.14	1.679	0.05	0.153

جدول (6) علاقات الارتباط بين العوائد السنوية لشركات المحفظة وعائد السوق

		السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5
السنة 1	Pearson Correlation	1	-.385-	.898**	.495	-.008-
	Sig. (2-tailed)		.346	.002	.212	.985
	N	8	8	8	8	8
السنة 2	Pearson Correlation	-.385-	1	-.446-	-.447-	-.014-
	Sig. (2-tailed)	.346		.268	.267	.973
	N	8	8	8	8	8
السنة 3	Pearson Correlation	.898**	-.446-	1	.701	-.240-
	Sig. (2-tailed)	.002	.268		.053	.567
	N	8	8	8	8	8
السنة 4	Pearson Correlation	.495	-.447-	.701	1	-.618-
	Sig. (2-tailed)	.212	.267	.053		.102
	N	8	8	8	8	8
السنة 5	Pearson Correlation	-.008-	-.014-	-.240-	-.618-	1
	Sig. (2-tailed)	.985	.973	.567	.102	
	N	8	8	8	8	8

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

اولا : الاستنتاجات

توصل البحث في جانبه التطبيقي الى جملة نتائج بنيت عليها مجموعة من الاستنتاجات، وكما يأتي :

أ. استنادا الى شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الشركات الكفوة المستندة اساساً على ان يكون اختيارها ضمن المحفظة الاستثمارية بان تعطي عائداً اكبراً مما تعطيه بقية الاوراق المالية المتاحة او الشركات الصناعية في هذا البحث، والتي تحمل نفس القدر من المخاطرة فأن مصفوفة الارتباط بين العوائد المنحقة عن كل شركة فيها التي يتسم معظمها بالانخفاض تدعم ثقة البحث بالكفاءة بما تتضمنه



هذه المحفظة من شركات على وفق ما جاء به ماركويتيز حول تركيزه على معامل الارتباط المتحقق بين العوائد باتباع استراتيجية التنويع لاسهم المحفظة، وايضا من حيث اثره في عائد كل المحفظة ومخاطرها، ومن ثم يوصل الى هدف البحث.

ب. انخفاض معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المطلوب في الشركات المشمولة بالبحث، مما يعني ان ادارة الشركات الصناعية قد اخفقت في وضع التقديرات الدقيقة لما يستحق من معدل العائد المطلوب او الفعلي لشركات المحفظة الاستثمارية التي تم اختيارها لتؤلف المحفظة الاستثمارية الكلية.

ج. ضرورة القياس الدوري لأداء المحفظة الاستثمارية لمعالجة نواحي الاداء السلبي فيها من خلال الوقوف على اسبابه مع تعزيز الاداء الايجابي في المحفظة الاستثمارية.

ثانياً: التوصيات

على وفق ما جاءت به البحث من استنتاجات، يمكن على ضوءها من تحديد بعض التوصيات والمقترحات وكالاتي :

أ. ضرورة الانتباه الى المؤشرات الاحصائية عند تقويم المحافظ الاستثمارية ولاسيما فيما معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد المطلوب ومعامل بيتا والتباين وغيرها التي يمكن من خلالها تحديد امثليه المحفظة.

ب. ضرورة اخذ محافظ استثمارية اخرى خارجية كالمحافظ الزراعية او المصارف او التامين او الشركات الخدمية وضمها الى المحفظة الاستثمارية الحالية لغرض الحصول على التنويع الامثل وجعل المخاطر بأدنى مستوياتها فضلاً عن زيادة الارباح بأقصى ما يمكن.

ج. تعمل الشركات الصناعية المشمولة بالدراسة في موقع تنافسي ممتاز، من حيث وجود العديد من المؤسسات المنافسة لها، الشيء الذي يسهل عليها رصد تحركات المنافسين، بالوقت بنفسه يوجب عليها العمل بمحفظة استثمارية منوعة تنويعاً جيداً.

د. على الشركات الصناعية الاهتمام بالدراسة والتطوير لما لها من أهمية كبيرة في تبني أي بديل استراتيجي للشركة، ولاسيما ابتكار منتجات جديدة.

المصادر

القرآن الكريم

أولاً: المصادر العربية

أ - الكتب

1. آل شبيب، دريد كمال " إدارة المحافظ الاستثمارية " دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010 .
2. الحسيني، فلاح حسن عداي، الدوري، ، عبد الله مؤيد عبد الرحمن " إدارة البنوك - مدخل كمي واستراتيجي معاصر " عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر، 2000.
3. الحناوي، د. محمد صالح " الإدارة المالية والتمويل " الدار الجامعية، 1995.
4. حنفي عبد الغفار " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 .



5. خلف، فليح " البنوك الإسلامية "، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2006.
6. الداغر ، محمود محمد " الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات"، دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
7. داغر، محمود محمد " الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات " دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الاولى، 2007.
8. الراوي، خالد وهيب " الأسواق المالية النقدية " دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2000.
9. رمضان، د. زياد " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الاولى، 1998.
10. رمضان، زياد " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002.
11. شبيب، دريد كامل " الاستثمار التحليل الاستثماري " دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
12. الشمري، ناظم محمد نوري، البياتي، طاهر فاضل، صيام أحمد زكريا " أساسيات الاستثمار " العيني والمالي، عمان، الأردن، الطبعة الاولى، 1999.
13. العاني، د. محمد علي عبد اللطيف " اندماج الأسواق المالية الدولية - أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي " بغداد، بيت الحكمة ، 2002.
14. عبد الجواد، محمد عوض، الشديفات، علي إبراهيم " الاستثمار في البورصة " دار حامد للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
15. عبد القادر ، السيد متولي " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير "، دار الفكر ناشرون و موزعون، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
16. العلي، أحمد " إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية " كلية الاقتصاد/ جامعة دمشق، 2008.
17. عمرو، حافظ شعيلي " تقويم الاستثمار " ادارة المطبوعات والنشر جامعة الفاتح، طرابلس، الجماهيرية العربية الليبية الشعبية، الطبعة الاولى، 2009.
18. مطر، محمد، فايز يتم " إدارة المحافظ الاستثمارية " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى ، عمان، 2005.
19. المومني، غازي فلاح " إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة " دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009.
20. الميداني، د. محمد ايمن عزت " الإدارة التمويلية في الشركات " الظهران، المملكة العربية السعودية، 1989.
21. النعيمي، عدنان تايه، أرشد فؤاد التميمي " الإدارة المالية المتقدمة " دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
22. الهندي ،منير براهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار "، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية ، الطبعة الثالثة، 2010.



23. هندي، منير صالح " إدارة البنوك التجارية - مدخل اتخاذ القرارات " المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، 0199.

24. هندي، منير إبراهيم " الفكر الحديث في الاستثمار " توزيع منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 2004 .

ب - الأطاريح والرسائل

1. بهلول ، نور الدين " الاستثمار في الأوراق المالية ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر " رسالة ماجستير في العلوم المالية،، جامعة عنابة، الجزائر، 2005.

2. الجنابي، لميس محمد مطرود " إدارة محفظة الأسهم العادية في إطار نموذجي CAM و SMP " رسالة ماجستير في علوم إدارة الأعمال . كلية الإدارة والاقتصاد - الجامعة المستنصرية، 2000.

Periodicals

ج - الدوريات والبحوث في المجلات العراقية والعربية

1. غنيم ، د. حسين عطا" تحديد المحفظة المثلى للأوراق المالية عند كل درجة مخاطرة" جامعة الدول العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2005.

2. الفرجي، حيدر نعمة " أثر التنوع الدولي على مردودية ومخاطرة المحفظة الدولية" بحث تطبيقية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العراق، العدد السادس عشر، 2008.

3. الكبيسي، عبد الرحمن عبيد جمعة" المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي " بحث مقبول للنشر، 2009.

4. كمال، بن موسى " المحفظة الاستثمارية تكوينها و مخاطرها " مجلة الباحث، العدد 30، جامعة الجزائر، 2004.

ثانياً :- المصادر الأجنبية

A) Books

1 Block, Stanley B. & Hirt, Geoffrey A. " Foundations Of Financial Management", 9th . ed, McGraw-Hill Companies, Inc, 2000 .

2 Bodie /Zvi: Alex, Kane :Alan, Marcus " Investments" 4th . ed Irwin Mc Graw-Hill 1999.

3 Brealey, Richard & Myers, Stewart, Marcus, Alen." Fundamental of Corporate Finance", 3th ed. McGraw – hill , INC. 2001.

4 Brigham, Eugene & Ehardt, Michael C. " Financial Management and Theory Practice " 10th ed. Wested Thomas learning publishing New York, 2002.

5 Brigham, Eugene F. & Ehardt, Michael C. " Financial Management Theory and Practice " R.R. Donnelley Willard, 11th Edition, 2005.

6 Brigham , F. Eugen & Gapenski , C, Louis , Intermediate " Financial Management " 5th . ed. The Dryden press , 2005 .

7 Carlson ,B. Charles " the individual investor Revolution " Mc Graw –Hill componies,inc.1998.

8 Chong: yen, yee " Investment Risk management " John Wily and sons Ltd, 2004.

9 Fabozzi,J-Frank and Modigliani, Franco " Capital Markets institutions and instruments " 2nd , ed- prentice – Hall,inc 1996.

10 Fischer, E., Donald & Jordan, J., Ronald, " Security Analysis And Portfolio Management ", 4th.ed ., Prentice tall, N.Y, 1987 .



- 11 Francis, Jack Clark " investment analysis and Management " 5th, ed., MC Graw – Hill,inc,1991.
- 12 Frank R. and Keith C. " Investment analysis and portfolio management " , south western,2002.
- 13 Gitman, Lawrence's " principles of Managerial " ,9th, ed.,N.Y, Donnelly and sons company, 2000.
- 14 Horn by, A.S., " Oxford Advanced Learner's Dictionary ", 6th .ed, Oxford University Press, 2004
- 15 Howells, Peter, Bain, Keith . " Financial Markets & Institutions " 3th ed., prentice Hall, 2000 .
- 16 Johnson, J-Hazel," Global financial Institutions and Markets " , First published,2000.
- 17 Jones, p. Charles," Investment: Analysis and Management " , 7th ,ed.,John Wiley& sons, INC,2000.
- 18 Mc Menamin, Jim : (Financial Management) Christ Published by Routlege, 1999.
- 19 Neveu, Raymond P. " Fundamentals Of Management Finance "، South Western Publishing Co., U.S.A., 1981 .
- 20 Rao, K.S. Ramesh," Financial Management concept and Applications " 2nd ,ed.,Macmillan publishing company,1992.
- 21 Ross, Stephen A.,Wester field . Randolph,W. & Jordan,d. Bradford, " Essential of Corporate Finance ", the McGraw – Hill Companies, Inc . 1996 .
- 22 Ross, Stephen A; Westerfield, Jaffe: " Fundamentals of Corporate Finance" 4th .ed, Irwin McGraw –Hill,2000
- 23 Ross, A. Stephen and Westerfield ,W.Randolph and garden,D.Bradford," Fundamental of Corporate" Alternate,ed.MC – Grew Hill,companies,1998.
- 24 Webster's, Merriam, " Collegiate Dictionary ", 10th . ed, Merriam – Webster, Incorporated, 2003
- 25 Weston, Fred & Copeland .Thomas E, " Financial Theory And Corporate Policy " Cassell Educational Limited, 1988 .
- 26 Weston, J., Fred And Brigham ,f.Eugene " Essential Of Corporate Finance " 10th ed., the Dryden press,1993
- 27 Weston, J., Fred, Besley, Scott of Brigham, F., Eugene, " Essentials of Managerial Finance " , 11th ed., the Dryden press, 1996 .

B. Periodicals

1. Cooper ,Robert G. , Edgett ,Scott J.,& Kleinschmidt ,E. J." Portfolio Management: Fundamental for New Product Success" . Product Development Institute Inc .2014 .

C.Internet

1. Sulub,. Saed Ahmed & Mohammed,. Adel Mohammed, "the role of diversification in reducing risks of investment portfolio at KSE",2014, <http://ssrn.com/abstract=2384358>