

جامعة القادسية

كلية الادارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

استخدام العلاقة بين العائد والمخاطرة لتقييم كفاءة الاستثمارات باسهم الشركات

بحث تطبيقي على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

المدرس المساعد ارشد مكي رشيد

الايمل : arshedmakey2008@yahoo.com

استخدام العلاقة بين العائد والمخاطرة لتقييم كفاءة الاستثمارات باسهم الشركات

بحث تطبيقي على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

ملخص البحث

يهدف هذا البحث الى قياس كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ، ولتحقيق ذلك قام الباحث باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM المبني على التوقعات المحتملة للعائد والمخاطرة على اسهم الشركات وقوة العلاقة والترابط بينهما .

وقد توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة على الاستثمارات في اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية وان هناك عوامل اخرى تؤثر في اسعار الاسهم في هذه السوق ، وفي ضوء هذه الاستنتاجات قدم البحث مجموعة من التوصيات والمقترحات التي يمكن ان تساهم في تطوير عمل سوق الاوراق المالية العراقي .

Abstract

This research aims to measure the efficiency of investments in shares of companies listed in the Iraq Stock Exchange (ISX). To achieve this, the researcher using the Capital Asset Pricing Model CAPM based on the potential expectations of returns and risk on the shares of listed companies and the strength of the relationship and the interdependence between them.

The research found a set of conclusions, the most important there is a direct positive relationship between risk and return on investments in shares of listed companies in the Iraq Stock Exchange, as well as there are other factors that affect stock prices in this market, and in the light of these findings, we have provided some recommendations and proposals that can be contribute to developing the work of the Iraqi Stock Exchange.

شهد العقد الماضي تحولات مهمة في الاقتصاد وحدث انفتاح كبير فيه ، وظهر العديد من الشركات المساهمة العامة وأصبح ضرورياً تداول الأوراق المالية ولتسهيل تداول تلك الأوراق ويهدف تشجيع رؤوس الأموال الخارجية وكذلك لجذب الاستثمارات الأجنبية وأصبح التوجه نحو الدراسات التي تتعلق بسوق الأوراق المالية وكفاءة الاستثمارات فيها .

ولكي يحقق السوق الأهداف الذي أنشئ من أجلها لا بد ان يتصف بالكفاءة التي تعني ان أسعار الأسهم تعكس بالكامل المعلومات المتاحة عنها في السوق بسرعة ودقة .

بذلك فان القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة العادلة له Fair Value وتولد عائداً يكفي لتعويض مخاطر الاستثمار ، وبناء عليه لا يمكن للمستثمرين والمتعاملين في السوق المالي تحقيق عوائد غير عادية تفوق ما يحققه غيره من الأسواق الأخرى .

وتعد دراسة العلاقة بين مخاطرة الاستثمارات وعوائدها في سوق الأوراق المالية احد الاتجاهات الرئيسية في فكر الادارة المالية والمحاسبة ، حيث اهتمت الدراسات بتطوير النماذج التي تتعامل مع المخاطرة المرتبطة بالاستثمارات وعلاقتها بعوائد هذه الاستثمارات ومن خلال طرح عدة افكار ومفاهيم لاختبار العلاقة بينهما في سوق الأوراق المالية ، وقد ارتكزت معظم هذه الدراسات على افتراض وجود علاقة لية بين المخاطرة والعائد ، فكلما زادت مخاطرة الاستثمارات زادت عوائدها وكلما انخفضت المخاطرة العكس هو الصحيح وان المستثمر الذي يتجنب المخاطرة ليس لديه الاستعداد لتحمل قدراً اكبر من المخاطرة ، إلا إذا تم مقابل هذه الزيادة في المخاطرة زيادة العائد على استثماراته .

ان الاستجابة الفورية للمعلومات بتعديل أسعار الأسهم صعوداً او هبوطاً تعني ثلاثة أمور في غاية الأهمية وهي :

١ - أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية لورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفق للمعلومات المتاحة .

٢ - أن المعلومات التي وصلت الى السوق في الماضي ليس لها تأثير حالي على سعر الورقة المالية .

٣ - أن المعلومات تصل الى كافة المتعاملين في وقت واحد وان قدرتهم على التحليل متقاربة ، الأمر الذي يعني عدم قدره اي منهم على تحقيق عوائد غير عادية بناء على معلومات خاصة .

وجاء هذا البحث ضمن هذا السياق وكأحد الدراسات التي تهدف لتطوير عمل سوق الأوراق المالية العراقي ، وقد قسم البحث إلى اربعة أجزاء تضمن الجزء الأول منهجية البحث والجزء الثاني خلفية نظرية والجزء الثالث بعض الدراسات السابقة ، أما الجزء الرابع فقد تم التطرق فيه الى تحليل نتائج البحث ومناقشتها ، واختتم البحث بمجموعة من الاستنتاجات التي توصلنا اليها من خلال البحث وتقديم مجموعة من التوصيات عن موضوع البحث .

أولاً (منهجية البحث)

مشكلة البحث :-

ان الدور الهام لسوق العراق للأوراق المالية في هذه المرحلة أراهه يتطلب إجراء المزيد من البحوث للارتقاء بكفاءة وزيادة فعالية دوره في مواجهة المتطلبات الاقتصادية ، ويمكن التعبير عن مشكلة البحث من خلال التساؤلات الآتية :-

١ - هل أن الاستثمارات باسهم الشركات في سوق العراق للأوراق المالية تتميز بالكفاءة ؟

٢ - ما هو مستوى كفاءة الاستثمارات باسهم هذه الشركات ؟

هدف البحث :-

يهدف البحث إلى تقييم كفاءة الاستثمارات باسم الشركات في سوق العراق للأوراق المالية خلال السنة المالية ٢٠١١ وذلك كمحاولة من الباحث لاستخلاص النتائج التي يتم على ضوئها تحديد سياقات عمل سوق العراق للأوراق المالية ضمن المعيار الذي يميز الأسواق عن بعضها البعض وهو فرض كفاءة السوق وتقديم تفسير يساعد المستثمرين في تحديد توجهاتهم نحو استثمار أموالهم في سوق العراق للأوراق المالية .

فرضية البحث :-

يقوم البحث على فرض أساسي مفاده :

(لا تتوفر في سوق العراق للأوراق المالية مقومات فرض كفاءة السوق ذلك لان العائد من الاستثمار لا يتناسب مع المخاطرة الكلية المصاحبة لهذا الاستثمار من جهة ، وان أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية لها)

ويتفرع من هذه الفرضية فرضين أساسيين هما :

H1 : أن العائد من الاستثمار لا يتناسب مع درجة المخاطرة الكلية المصاحبة لهذا الاستثمار ، وبالتالي قد تكون هذه الاستثمارات غير كفوءة .

H2 : أن أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية وبالتالي فالأسعار السائدة هي أسعار غير عادلة ولا تعكس أسعار التوازن في السوق .

عينة البحث :-

تتكون عينة البحث من ١٤ شركات من أصل ٨٧ شركة وبواقع شركتين من كل قطاع مسجلة إي بنسبة ١٦ % للعينة من مجتمع البحث في سوق العراق للأوراق المالية وتداول أسهمها في السوق ، حسب نشرة السوق لسنة ٢٠١١ ويوضح الجدول أدناه توزيع عينة البحث حسب طبيعوية النشاط التي تمارسه .

جدول رقم (١)

الشركات عينة الدراسة

أنواع القطاعات	عدد الشركات المدرجة في السوق	عدد الشركات المختارة للبحث	النسبة المئوية %
مصارف	٢٢	٢	٠,١
التأمين	٥	٢	٠,٤
الاستثمار	٩	٢	٠,٢٣
الخدمات	١٠	٢	٠,٢
الصناعة	٢٥	٢	٠,٠٨
الفنادق والسياحة	١٠	٢	٠,٢
الزراعة	٦	٢	٠,٣٤
المجموع	٨٧	١٤	١٦,٠٩ %

اعتبارات اختيار الشركات عينة البحث :-

- ١ - تم اختيار الشركات من القطاعات المختلفة التي يتم تداول أسهمها في السوق والمبينة في الجدول رقم (٢) .
- ٢ - تم اختيار الشركات من القطاعات على أساس حجم التداول الأكبر في السوق طبقاً لحجم التداول في نشرة السوق لسنة ٢٠١١ .
- ٣ - تم اختيار الشركات عينة البحث من كل قطاع وفقاً لقدم أرباحها في سوق الأوراق المالية .

جدول رقم (٢)

ت	اسم الشركة	تاريخ التأسيس	رأس المال عن الإدراج	رأس المال نهاية سنة ٢٠١١
١	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	١٩٩٣	٧٥٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٢	مصرف الخليج التجاري	١٩٩٩	٤١٢٠٠٠٠٠٠٠	١٠٣٩٥٠٠٠٠٠٠٠٠
٣	دار السلام للتأمين	٢٠٠٠	٦٠٠٠٠٠٠٠٠	٢٤٢٠٠٠٠٠٠٠٠
٤	الحمراء للتأمين	٢٠٠١	٣٠٠٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٥	الأمين للاستثمار المالي	١٩٩٩	٣٠٠٠٠٠٠٠٠	٧٥٠٠٠٠٠٠٠٠
٦	الونام للاستثمار المالي	٢٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٧	مدينة العاب الكرخ السياحية	١٩٨٩	٦٠٠٠٠٠٠٠٠	١٧٥٠٠٠٠٠٠٠٠
٨	العراقية للنقل البري	١٩٨٩	١٠٠٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠٠٠٠
٩	الخطاطة الحديثة	١٩٨٨	٩٠٠٠٠٠٠٠٠	٩٠٠٠٠٠٠٠٠٠
١٠	الهلال الصناعية	١٩٦٢	١٥٠٠٠٠٠٠٠٠	١٢٣٧٥٠٠٠٠٠٠٠
١١	فندق فلسطين	١٩٨٩	٩٠٠٠٠٠٠٠٠	٤٤٧٠٠٠٠٠٠٠٠
١٢	فندق بغداد	١٩٨٩	١٨٠٠٠٠٠٠٠٠	١٩٢٢٤٠٠٠٠٠٠٠
١٣	الأهلية للإنتاج الزراعي	١٩٩٤	٢٧٧٠٠٠٠٠٠٠	٥٧٥٠٠٠٠٠٠٠٠
١٤	العراقية لإنتاج البذور	١٩٨٩	١٠٠٠٠٠٠٠٠٠	٣١٤٠٠٠٠٠٠٠٠

طريقة البحث ومتغيراته :

تم الاعتماد في اجراء البحث على استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model الذي يبنى على التوقعات المحتملة للعائد والمخاطرة ، حيث انه من غير الممكن ملاحظة هذه التوقعات في الواقع العملي فانه قد تم تحويل هذا النموذج إلى نموذج ما بعد الحدوث ليتسنى للباحث استخدام بيانات تاريخية لملاحظات فعلية ، أما نوعية المعلومات التي استخدمها الباحث في البحث هي كما يلي :-

- ١ - سعر الإقفال للشهر الحالي يمثل سعر الشهر الحالي .
- ٢ - سعر الافتتاح للشهر الحالي يمثل سعر الشهر السابق .
- ٣ - توزيعات الأرباح السنوية او نصف السنوية للشركات عينة البحث وتعديلها الى توزيعات شهرية حتى تتفق مع الأسعار .

وحتى يمكن عمل التحليل المطلوب والتوصل إلى النتائج فانه من الضروري تهيئة البيانات وإعدادها لتكون صالحة لهذا التحليل وهذا تم من خلال احتساب المتغيرات التالية :-

١ - حساب معدل العائد على الأسهم :

العائد على الأسهم يتكون من جزئين ، الدخل النقدي متمثل في توزيعات الأرباح ومكاسب رأسمالية ناشئة من فروق الأسعار ولذلك فإن معدل العائد على الأسهم يتم احتسابه وفق المعادلة التالية :

$$\text{معدل العائد الشهري} = \frac{(س١ - س٠) + ت١}{س٠} \quad (١)$$

حيث أن :

س٠ = تمثل سعر السهم في الشهر السابق

س١ = سعر السهم في الشهر الحالي

ت١ = توزيعات الأرباح في الشهر الحالي

وبهذا استطاع الباحث من توفير بيانات بواقع ٢٤ مشاهدة عن معدل العائد لكل سهم من أسهم الشركات عينة البحث .

٢ - حساب المخاطرة الكلية للاستثمار في الأسهم :

من المتفق عليه استخدام التباين او الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة الكلية ز ونظرا" لان هذا البحث يستخدم عينة فان التباين لكل في العينة قد تم حسابه كمايلي :

مجـ (العائد الشهري – متوسط العائد)

$$\text{تباين العائد في السهم} = \frac{\text{مجـ (العائد الشهري – متوسط العائد)}^2}{ن - ١} \quad (٢)$$

ن - ١

متوسط العائد = خارج قسمة العوائد الشهرية على عدد الأشهر

ن = تمثل الأشهر

٣ - حساب معامل العائد السوقي :

معامل العائد السوقي هم متوسط يمثل العائد على جميع الاستثمارات في السوق ويلعب هذا المعامل دورا هاما" ورئيسا " في التحليل الاستثماري حيث يستخدم هذا المعامل كأساس لقياس ومقارنة العائد على إي استثمار وهو بهذا يعتبر مؤشرا" أو نسبة مرجعية وهذا العامل يمكن حسابه بإحدى الطريقتين التاليتين :

الطريقة الأولى :

معامل العائد المتساوي : حيث تفترض هذه الطريقة تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم خلال شهر معين وبالتالي يتم جمع العوائد الشهرية لكل سهم وقسمتها على عدد الأسهم خلال ذلك الشهر .

العيب الأساسي لهذه الطريقة هي أنها تفترض تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم وبالتالي فان قيمة السهم ذاته لا تؤخذ في الحسبان ، ومن هنا فانه كان من الضروري تعديل هذا المعامل في كل شهر عن آخر ليعكس قيمة الأسهم .

معامل العائد السوقي المرجح : هذا المعامل يراعي العيب السابق حيث تؤخذ قيمة الاستثمار في الحسبان حيث ترجح العائد على كل سهم بقيمة أسهمهم أنفسهم ويحسب كمايلي :

ن

$$\text{معامل العائد السوقي المرجح} = \frac{\text{ع أ ، ق أ}}{\text{ن}} \quad (٣)$$

$$\text{أ} = ١$$

حيث ان :

ن = تمثل عدد الشركات المحسوب على أساسها المعامل أ = ١ ، ٢ ، ن .

ع أ = العائد الشهري على أسهم الشركة أ .

ق أ = قيمة الاستثمار في أسهم الشركة أ .

وقد استخدام الباحث هذه الطريقة وذلك لان المعامل لايمكن أي تعديله في كل مرة .

٤ - حساب معامل المخاطرة المنتظمة : β

بعد ان تم تعديل ثم أعداد البيانات في الفقرات الثلاثة السابقة ، فقد أصبحت تلك البيانات مهيأة لدراسة العلاقة بين العائد على أسهم كاستثمار فردي والنشاط الاستثماري في السوق . إذ باستخدام معدلات العائد الشهرية المسحوبة لكل سهم على حدة ومعاملات العائد السوقي ، فان العلاقات المشتقة من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هي :

$$\text{العائد الشهري لسهم} = \text{أ} + \text{ب (معامل العائد السوقي)} \quad (٤)$$

وبموجب المعادلة رقم ٤ تم الربط بين العائد على الاستثمار الفردي والسوق حيث تفترض تلك المعادلة (٤) أن العائد الشهري للسهم هو دالة للعائد السوقي ككل وبالتالي فان معامل العائد السوقي ، هو المتغير المستقل (س) والعلاقة بين العائد للسهم الواحد والعائد السوقي تظهر فيما يسمى بمعامل الانحدار (ميل خط المستقيم) والمقدرة وفقا لتحليل الانحدار ، ويسمى هذا المعامل بـ (B) والذي يعكس المخاطرة المنتظمة للسهم في السوق .

ثانياً" (خلفية نظرية)

تمثل الأسواق المالية (الإطار الذي تعمل فيه المنشآت المالية المختلفة ، ومنها المصارف الاستثمارية التي تعمل في السوق الأولية ، والسماسة والمتعاملون وهي تحمل الدول الصناعية المتقدمة مسميات عديدة ، منها أسواق الأوراق المالية وأسواق الأسهم وتبادل (بورصة ، سوق الأسهم) . (الشماع : ١٩٩١ ، ٩٦)

وتتكون الأسواق المالية من جزئيين رئيسيين هما : السوق الأولية ، السوق الثانوية أما السوق الأولية أو سوق الإصدارات وهي (السوق الذي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب بها ومن مؤسسات هذه الورقة المهمة بنوك الاستثمار والشركات المالية وكلاهما يقوم بوظيفة تغطية الإصدار وتوزيعه إضافة الى البنك المركزي الذي يصدر أوراق الدين العام الداخلي مثل السندات نيابة عن الحكومة) .

إما الأسواق الثانية وهي الأسواق الثانوية أو سوق التداول وهي (السوق التي يتم فيها تداول الاصدارات (الأسهم والسندات) بعد الاكتتاب بها بين حاملها وبين مستثمر آخر) .

ولهذا السوق أيضا اسم آخر وهو بورصة الاوراق المالية بواسطة أشخاص متخصصين بهذا العمل في أوقات محددة او في الاجتماع الذي يعقد لهذه لغاية فبمجرد ان يتم بيع الاوراق المالية في السوق الأولية تصبح قابلة للتداول في السوق الثانوية . (البساط ، ١٩٧٥ ، ٣٤) .

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتعلقة بالشركة التي أصدرت هذه الأوراق تكسب أهمية كبيرة لدى فئات عديدة منها إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية ، والمراجعون المحاسبون الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرون الذين يشترون ويبيعون هذه الأوراق المالية وكذلك لدى الشركات المنافسة . (حماد ، ٢٠٠٠ : ٧٩) .

وقد بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة السوق وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (تحليل القوائم المالية) الذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً "مغلوطاً" فيه . لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى إن عدم الكفاءة معناه "انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية" . (الحناوي ، ٢٠٠٤ : ١٢٣) .

ومن ثم فإن فرضية كفاءة الاسواق المالية تشير الى على ان الاسواق المالية ولكي تتسم بالكفاءة يجب ان تعكس اسعار الاوراق المالية المتداولة فيها المعلومات جميعها ، ومن ثم فان السعر الحالي للاوراق المالية يجب ان يعكس المعلومات المتوافرة كلها (Reilly et.al 2003;67) .

وعلى ان اسعار الاوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل مع مساواة عائدها المتوقع بعائدها المطلوب . (حداد ، ٢٠٠٧ : ٢٥) .

وقد عرفت ايضا كفاءة السوق " بانها صفة السوق الذي تكون به اسعار الأدوات المالية المتداولة تعكس قيمتها الاقتصادية الحقيقية للمستثمرين . (Chace : 2003 , 410)

في حين عرف السوق الكفاء بانه السوق الذي يكون في حالة توازن مستمرة بحيث تكون اسعار الاوراق المالية فيه مساوية تماما" لقيمتها الحقيقية ، وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها . (المزيني ، ٢٠٠٢ : ٣١)

اما كفاءة التشغيل او الكفاءة الداخلية فتعرف بانها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب ، دون ان يتكبد المتعاملون فيه تكلفه عالية للسمرسة ودون ان يتاح للتجار والمختصين (اي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى او هامش ربح فعال فيه وكما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل . (جودة ، ٢٠٠٠ : ١٠٢)

ولسوق الاوراق المالية معيار يميز بعضها عن البعض الآخر ، يعرف بفرض كفاءة السوق الذي يفيد بان (سعر الورقة المالية عند اي نقطة زمنية يجب ان يعكس وبشكل عام المعلومات المتاحة عن تلك الورقة ، إي أنها ذات سعر عادل لانها تنتج عائداً" يتلائم مع مخاطر اقتنائها ، فسعرها يعتدل بما يتلائم وأية معلومات جديدة ذات علاقة بها للمحافظة على التوازن المرغوب فيه بين عوائدها ومخاطر اقتنائها وبحيث يستحيل على اي متعامل ان يحقق إرباح اقتصادية من معرفته بأية معلومات ذات علاقة إثناء تعامله بتلك الورقة) (M.C.Jensen:1978:31– 37)

وقد ميز (FAMA,1970 : 55) ثلاث مستويات لكفاءة السوق هي :

أ - المستوى الضعيف Weak form

ب - المستوى الشبه القوي Semi – Strong form

فالمستوى الضعيف فهو ذلك المستوى الذي يتوفر فيه شروط كفاءة السوق بمستويات متدنية وبالتالي من الصعب تحسين قرار الاستثمار بالأسهم بمعرفة المعلومات التي كانت سابقا حول أسعار الاسهم او حتى تحسين قرارات استثماراتهم الجديدة ، وبالتالي لا يستطيع المستثمر هنا ان يزيد من كفاءة اختيار الاسهم الأفضل .

اما المستوى الشبه قوي فهو ذلك المستوى الذي تتوافر فيه شروط كفاءة السوق بشكل أفضل من المستوى الضعيف . لذا فأسعار الاسهم بالسوق هي محصلة نهائية لجميع المعلومات التي توفرت للمستثمرين ، حيث لن يكون هناك اي جهود لتحليل المعلومات التي وردت للمستثمرين. حيث تتركز جميع الأعمال في المجال على التطورات على أسعار الاسهم ومدى استجابة أسعار الاسهم لهذه المتغيرات وتحقيق التوازن .

اما المستوى القوي فتتوفر فيه شروط كفاءة السوق بشكل مثالي وعندما تكون أسعار الاسهم في السوق محصلة لجميع أنواع المعلومات سواء منها المتاح للجمهور او غير المتاح والذي يقتصر على فئة معينة من المستثمرين وهم اللذين لهم علاقة بإدارة الشركة وعلى ذلك فان أسعار الاسهم تتأثر فوراً بالتغيرات حتى بالمعلومات الخاصة ، فلا يستطيع هؤلاء تحقيق الأرباح على ما تسمح به الأوضاع السائدة في السوق وعلى الرغم من اطلاعهم على المعلومات الخاصة .

وقد أجريت العديد من الدراسات على سوق الاوراق المالية الأجنبية لتقييم كفاءتها وتحديد المستوى الذي تعمل به هذه الاسواق ، وبحيث أن احد الباحثين قدر هذه البحوث بحوالي ٥٠ ٪ من إجمالي البحوث التي أجريت خلال خمسة عشر سنة في الفكر المحاسبي . (إبراهيم ، ١٩٨١ : ٢١٧ - ٢٤٣) .

الا انه يلاحظ على المهتمين بالفكر المحاسبي في العراق مدى التغافل عن الاهتمام بدراسة كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وتقييمه ، وربما يكون السبب الى حادثة السوق حيث أنه انشأ بموجب قرار ٢٤ لسنة ١٩٩١ ، وأعيد افتتاحه بالشكل الجديد وفق القانون المرقم (٧٤) في ١٨ - ٤ - ٢٠٠٤ .

ان القرارات الاستثمارية خاصة في الاسهم تركز بشكل أساس على تقييم كفاءة هذه الاستثمارات وبما ان هذه الدراسة تهدف الى تقييم كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات ، لذلك سيتم عرض مفهوم نظرية محفظة الاوراق المالية الحديثة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

١ - نظرية محفظة الاوراق المالية Modern Portfolio Theory

تقييم نظرية محفظة الاوراق المالية الاستثمارات على عنصرين هما المخاطرة والعائد ، ويقاس العائد المتوقع على الاستثمار عن طريق المكاسب او الخسائر الرأسمالية المتوقعة للسهم مضافاً إليها توزيعات الأرباح المتوقعة له ومقسومة على السعر المتوقع له بداية الفتره ، ونادراً ما تكون التوقعات للعائد دقيقة تماماً " . (Alexander and Francis , 1986)

وتقوم نظرية محفظة الاوراق المالية على الفرضيات التالية : (Harrington , 1987)

__ أن هدف المستثمر هو تعظيم المنفعة من الثروة التي يمتلكها .

__ يختار المستثمر من بين محافظ الاوراق المالية على أساس المخاطرة المتعلقة بكل محفظة والعائد على الاستثمار فيها .

__ لدى المستثمرين توقعات متجانسة للمخاطرة والعائد .

__ يستثمر المستثمرين أموالهم خلال فترات زمنية متطابقة .

٢ - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model

ان نموذج تسعير الاصول الرسالية والذي يقيم الاستثمارات على أمرين هما المخاطرة والعائد وبذلك فهو يتفق مع نظرية محفظة الاوراق المالية في تقييمه للاستثمارات ، ولكن هذا لا يمنع من وجود اختلافات بينها في طريقة قياس المخاطرة ، فحسب نظرية محفظة الاوراق المالية تقاس مخاطرة المحفظة المكونة من أكثر من استثمار بالانحراف المعياري للعائد على هذه المحفظة ، بينما تقاس مخاطرة هذه المحفظة بمعرفة ارتباط عائد كل استثمار بالمتوسط المرجح لعائد السوق ككل وفق نموذج تسعير الاصول الرسالية . (Sharpe , 1964) .

ثالثاً (دراسات سابقة)

وقد حظي موضوع تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية في دول العالم الغربي باهتمام كبير من لدى الباحثين والدارسين في كافة الميادين الاقتصادية والإدارية والمحاسبية .

ومن هذه الدراسات على سبيل المثال لا الحصر دراسة (Bowman , 1980) فقد اختبر العلاقة بين نسبة المديونية والمخاطرة النظامية في ١٢ شركة أمريكية مختلفة الصناعات ، وتوصل الى انه لا يوجد فرقاً ذا دلالة إحصائية بين نسبة الديون الى حقوق الملكية باستخدام القيمة المحاسبية للديون او القيمة السوقية لها .

بينما دراسة (العامري ، ١٩٩٠) فقد أشارت الى انه يترتب على تفاوت الأداء التشغيلي والمخاطرة التشغيلية تفاوت في الهيكل المالي وينعكس اثر ذلك في المخاطرة النظامية ومعدل العائد المطلوب على حق الملكية ومعدل كلفة التحويل .

أما دراسة (جركس ، ١٩٩١) بان غياب سوق المال المنظم في العراق يؤدي الى انخفاض فاعلية وكفاءة مجرى الأموال بين المدخرين والمستثمرين في حين يؤدي تأسيس السوق الى زيادة الفاعلية والكفاءة وتسريع انجاز التحولات الاقتصادية والمالية ، وقد توصلت الدراسة الى أعداد تنظيم مقترح لتأسيس سوق المال في العراق وأفاق تكامل أسواق المال في الوطن العربي.

كما وتوصلت دراسة (العامري ، ١٩٩٥) وعلى الرغم من حداثة سوق العراق للاوراق المالية إلا ان هذه الدراسة هدفت لقياس العلاقة بين العائد والمخاطرة دون تقييم لكفاءة السوق إي أنها لم تختبر كفاءة السوق . ان النتيجة التي جاءت بها الدراسة تفيد بأنه هناك علاقة طردية ايجابية بين العائد والمخاطرة .

إما الدراسة (الفضل ، ١٩٩٦) إلى وجود علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة وعلاقة ايجابية بين المخاطرتين الكلية والنظامية من جهة وعوائد الأسهم من جهة ثانية من خلال تحليل اثر حجم العائد والمخاطرة في تقييم الأداء .

فيما تناولت دراسة (هاتف ، ٢٠٠٠) والتي تناولت قياس كفاءة الاستثمارات باستخدام Treyno's Index والتي هدفت الى اختبار الفرضية التي مفادها تتميز الاستثمارات في أسهم الشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بالكفاءة . وتوصلت الى بعض الاستنتاجات ومنها عدم تخطي متوسط العوائد المتحققة لهذه الشركات متوسط عائد السوق خلال فترة الدراسة ، بالإضافة الى توصل الدراسة الى ان هناك علاقة طردية بين العائد المتوقع للشركات ومخاطرتها النظامية فكلما ارتفع العائد ارتفعت درجة مخاطرتها النظامية ، وذلك لان قيم بيتا هي أساس تغير معدلات العائد المتوقعة لهذه الشركات .

اما دراسة (Mamoun , 2000) حاولت تحديد العلاقة بين المخاطرة النظامية ونسبة الدين الى حقوق الملكية في سوق عمان المالية ، وباستخدام البيانات المالية لعينة مكونة من ١٧ شركة صناعية وللفترة من ١٩٩٢ - ١٩٩٦ فقد توصلت الدراسة الى ان نسبة الدين الى حقوق الملكية ليست عاملاً مهماً في تحديد قيم بيتا .

وأوضح دراسة (Cheung & Coutts 2001) بعنوان " النموذج الضعيف لكفاءة السوق لأسعار الأسهم " اختبرت هذه الدراسة إتباع مؤشر هونج كونج للمسار العشوائي في سلوكه من خلال تطبيق اختباري homoscedastic &

heteroscedastic لنسبة الاختلاف ، وقد خلصت هذه الدراسة الى ان مؤشر سوق هونج كونج يتبع مسار العشوائي في سلوكه .

وبدراسة (الفيومي " اثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة " - ٢٠٠٣) هدفت إلى استقصاء كفاءة بورصة عمان من خلال دراسة مؤشر السوق للمدة من ١٩٩٣ - ٢٠٠٠ وقد طبقت الدراسة منهجية تعمل على تصحيح اثر التداول غير المتكرر ، وتأخذ بالحسبان السلوك غير الخطي في عوائد الأسهم والتطورات التي شهدتها السوق ، وقد نتجت الدراسة الى عدم كفاءة بورصة عمان حتى عام ١٩٩٦ لكنه السوق شهد تغييرات مؤسسية وفنية أسهمت في رفع كفاءة السوق منذ عام ١٩٩٧ .

وتطرقت دراسة (التوني وبكر " تطور أسواق رأس المال في الدول العربية " - ٢٠٠٥) وكان الغرض من الدراسة هو تقييم الكفاءة التشغيلية لأسواق المال العربية في إثناء المدة ١٩٩٠ - ٢٠٠٠ وتحليل جودة استخدام هذه الأسواق للمعلومات والموارد المتاحة كلها لتوليد الأرباح ، وتوصلت الدراسة إلى أن ثلاث دول هي الأردن ، المغرب ، تونس تمتاز أسواقها بالكفاءة .

إما دراسة (Rawashdeh & Squalli , 2006) بعنوان " تحليل الكفاءة القطاعية في سوق عمان المالي " هدف الباحثان الى اختبار كفاءة السوق على المستوى الضعيف من خلال تطبيق اختباري نسبة التباين والاختبار المتكرر على المؤشر العام لسوق عمان للأوراق المالية والمؤشر القطاعي للقطاعات : البنوك ، والتأمين ، والخدمات ، والصناعة ، وذلك للمدة ١٩٩٢ - ٢٠٠٤ وخلص الباحثان إلى أن سوق عمان للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة على المؤشر العام وعلى مستوى مؤشرات القطاعات أنفة الذكر .

رابعاً (تحليل ومناقشة النتائج)

١ - نتائج الفرضية الأولى :

حيث تتركز نتائج الفرضية الأولى على تحديد حجم العائد الشهري وتحديد حجم المخاطرة الكلية ومن ثم تحديد الارتباط بين المتغيرين والوصول الى نتيجة يمكن الحكم عليها من خلال المعايير التالية الخاصة بتحديد الاستثمار الكفوء :

١ - أن الاستثمار يعطي عائد اكبر من اي استثمار اخر يحمل نفس درجة المخاطرة او اكبر .

٢ - ان الاستثمار يحمل درجة مخاطرة اقل من اي استثمار اخر يعطي عائداً مساوياً او اقل .

٣ - ان الاستثمار يحمل درجة مخاطرة اقل وعائداً اكبر من اي استثمار اخر يحمل نفس درجة المخاطرة او اقل .

وبعد احتساب معدل عائد السهم ودرجة المخاطرة الكلية تم تطبيق الشرط الأول على الشركات عينة البحث وكما يظهر في الجدول رقم (٣) يتضح ان الشركة رقم (١) لا ينطبق عليها الشرط الأول حيث ان هذه الشركة تحمل درجة مخاطرة اكبر من درجة مخاطرة الشركة رقم (٨) ومع ذلك قد حققت معدل عائد اقل من الشركة رقم (٨) وبناءً على ذلك تم استبعادها .

جدول رقم (٣)

العائد والمخاطرة لكل شركة من الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	العائد	المخاطرة
١	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	١,٢١٥	٠,٠٦٩
٢	مصرف الخليج التجاري	٥,٥٢	٠,٢٧
٣	دار السلام للتأمين	١٢,٠٢	٠,٦٣
٤	الحمراء للتأمين	٧,٢٣	٠,٣٦
٥	الأمين للاستثمار المالي	٢,٠٦	٠,١٢
٦	الوئام للاستثمار المالي	١,٤٣١	٠,٠٦
٧	مدينة العباب الكرخ	٠,٢٥	٠,٠٠٠١
٨	العراقية للنقل البري	١,٤٣٤	٠,٠٦٨
٩	الخيطة الحديثة	٣,٩٩	٠,١٨
١٠	الهلال الصناعية	٠,٣٨	٠,٠١٦
١١	فندق فلسطين	١,٨٢٢	٠,١٠٣
١٢	فندق بغداد	٢,١٤٦	٠,٠٠٩
١٣	الأهلية للإنتاج الزراعي	٠,٣٧	٠,٠١٥
١٤	العراقية لإنتاج البذور	٣,٠٩	٠,١٦

ويشير الجدول رقم (٤) ترتيب الشركات حسب اكبر مخاطرة وبعد الشركة رقم (١) لأنها لا تتفق مع الشرط الأول من شروط الاستثمار الكفوء . ثم جرى تطبيق الشرط الثاني ، فوجد الباحث ان جميع الشركات الثلاث عشر ينطبق عليها الشرط الثاني ، لذا استمر في البحث وفحص مدى إمكانية توفر الشرط الثالث ، فوجد ان جميع الشركات أيضا ينطبق عليها شروط الاستثمار الكفوء لذلك لم يتم استبعاد اي شركة من الشركات الثلاثة عشر المتبقية .

جدول رقم (٤)

ترتيب الشركات عينة البحث حسب علاقة العائد والمخاطرة

ت	رقم الشركة	العائد	المخاطرة	معامل الارتباط	قاعدة القرار
١	٣	١٢,٠٢	٠,٦٣	١	مقبول
٢	٤	٧,٢٣	٠,٣٦	١	مقبول
٣	٢	٥,٥٢	٠,٢٧	٠,٩٩٧	مقبول
٤	٩	٣,٩٩	٠,١٨	٠,٩٩٩	مقبول
٥	١٤	٣,٠٩	٠,١٦	٠,٩٩٥	مقبول
٦	١٢	٢,١٤٦	٠,٠٠٩	١	مقبول
٧	٥	٢,٠٦	٠,١٢	٠,٩٩٩	مقبول
٨	١١	١,٨٢٢	٠,١٠٣	٠,٩٩٧	مقبول
٩	٨	١,٤٣٤	٠,٠٦٨	٠,٩٩٩	مقبول
١٠	٦	١,٤٣١	٠,٠٦	١	مقبول
١١	١٠	٠,٣٨	٠,٠١٦	١	مقبول
١٢	١٣	٠,٣٧	٠,٠١٥	٠,٩٩٩	مقبول
١٣	٧	٠,٢٥	٠,٠٠٠١	٠,٧١٩	مقبول

وبناء على تلك النتائج يمكن الاستنتاج بان هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة حيث يلاحظ قارئ الجدول رقم (٣) ان الشركة ذات العائد الأكبر هي الشركة ذات المخاطرة الأكبر وان الشركة ذات العائد الأقل هي ذات المخاطرة الأقل ، وبمقارنة النتائج التي توصل إليها الباحث مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت على سوق الأوراق المالية يمكن التوصل الى ان البحث جاء بنتائج متفقة مع نتائج الدراسات السابقة (دراسة العامري ١٩٩٥ - دراسة الفضل ١٩٩٦) حيث إشارة الدراستين السابقتين الى وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة ، حيث اظهر البحث الى وجود علاقة بين العائد والمخاطرة واطهر معامل سبيرمان المحول الى رتب ويمثل ٠,٩٩٧ . ومن ذلك نتوصل الى عدم قبول الفرضية الأولى .

٢ - نتائج الفرضية الثانية :-

يعتبر معدل العائد المطلوب اهم رقم يريد المستثمر معرفته سواء قبل او بعد اتخاذ قرار الاستثمار ، فقبيل اتخاذ قرار الاستثمار فان معدل العائد المطلوب يساعد المستثمر على قبول او عدم قبول الاستثمار ، بينما بعد اتخاذ القرار يرشده الى الاستمرار او عدم الاستمرار حيث يستطيع المستثمر ان يتخلص بسهولة من الاستثمار ببيعه في سوق الأوراق المالية .

أن عدم معرفة المستثمر بمعدل العائد الواجب الذي يتطلبه يؤثر على القرار حيث يتخذ القرار في هذه الحالة بشكل عشوائي .

ومعدل العائد المطلوب هو دالة لثلاث عناصر يجب ان تتوفر للمستثمر حتى يمكن التوصل الى هذه المعدل وهذه العناصر هي :

١ - معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ، وهنا سيعتمد الباحث معدل الفائدة السائد في المصارف العراقية والبالغ ١٠% .

٢ - معامل العائد السوقي ويشير اليه في الجدول رقم (٥) .

٣ - معامل المخاطرة المنتظمة .

جدول رقم (٥)

معاملات العائد السوقي للشركات عينة البحث

الشهر	معامل العائد السوقي	الشهر	معامل العائد السوقي
١	٠,٤٢٤	١٣	٠,١٨٥٥
٢	٠,٦٢٥	١٤	٠,٥٣٥
٣	٠,٩٨٥	١٥	٠,٠٢٢٣
٤	٠,٧١٥	١٦	٠,٢٥٥١
٥	٠,٤٤٥	١٧	٠,٤١٥
٦	٠,٢٠٧٥	١٨	٠,٠٤٧٥
٧	٠,٣٥٥١	١٩	٠,٠٤٧٥
٨	٠,١٧٨	٢٠	٠,٠٩٨٥
٩	٠,٣٥٥١	٢١	٠,٠٦٢٥
١٠	٠,٠٣٥٥	٢٢	٠,٠٧١٥
١١	٠,٠٣٧١	٢٣	٠,٠٤٢٣
١٢	٠,٠٦٧١	٢٤	٠,٠٦٢٥
	بدل المخاطرة السوقية :		٠,٢٦٠٢

ويمكننا احتساب بدل المخاطرة السوقية بالاعتماد على جدول رقم (٥) وكما هو مذكور في أدنى الجدول والتي تساوي (٠,٢٦٠٢) .

ويوضح الجدول رقم (٦) احتساب نتائج معامل المخاطرة المنتظمة وهو العنصر الثالث من معدل العائد المطلوب باستخدام المعادلة β المشار إليها في البحث وهي :

العائد الشهري لسهم = أ + ب (معامل العائد السوقي)

جدول رقم (٦)

معامل المخاطرة المنتظمة للشركات عينة البحث

الشركة	المخاطرة المنتظمة
١	٠,٠٢٢٨
٢	٠,٠٦٥٩
٣	٠,٠٠٦٠٨
٤	٠,٠٤٤٠
٥	٠,٠٤٤٠
٦	٠,٠٤٤٠
٧	٠,٠٤٤٠
٨	٠,٠٢٨٧
٩	٠,٠٢٨٨
١٠	٠,٠٤٤٠
١١	٠,٠٤٤٠
١٢	٠,٠٢٨٨
١٣	٠,٠٢٨٨
١٤	٠,٠٦٥٩

وبعد توفر المعلومات عن العناصر الثلاثة السابقة فقد أمكن احتساب :

العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معامل المخاطرة المنتظمة × بدل المخاطرة السوقي

ويظهر جدول رقم (٧) العائد المطلوب على الأسهم للشركات المختارة عينة البحث وفقاً لدرجة المخاطرة المنتظمة لكل سهم وكما مبين في الجدول رقم (٧) :

الشركة	العائد المطلوب	العائد على الأسهم	الشركة	العائد المطلوب	العائد على الأسهم
١	٠,١٠٦	١,٢١٥	٨	٠,١٠٧	١,٤٣٤
٢	٠,١٠٢	٥,٥٢	٩	٠,١٠٧	٣,٩٩
٣	٠,١٠٢	١٢,٠٢	١٠	٠,١٠١	٠,٣٨
٤	٠,١٠١	٧,٢٣	١١	٠,١٠١	١,٨٢٢
٥	٠,١٠١	٢,٠٦	١٢	٠,١٠١	٢,١٤٦
٦	٠,١٠١	١,٤٣١	١٣	٠,١٠٧	٠,٣٧
٧	٠,١٠١	٠,٢٥	١٤	٠,١٠٧	٣,٠٩

وبلاحظ من بيانات الجدول أن عائد السهم في جميع الشركات هو أكبر مما يطلبه وهذا يعني أن سعر السهم لهذا الشركات لا يعبر عن القيمة الحقيقية حيث ان القاعدة تنص انه اذا كان الاستثمار يحقق عائداً " مساوياً" لما يطلبه المستثمر فان هذا يعني ان السعر الذي دفعه المستثمر يمثل سعراً عادلاً" ، أما اذا كانت هناك فروق بين العائد المطلوب والعائد المتوقع فان السعر يكون أكبر او اقل مما يجب وهذا يعني ان السعر لا يعتبر سعر حقيقياً" .

أن هذه النتيجة كانت متوقعة ذلك لان أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية مقيدة بقانون السوق وبالتالي فهي لا تعبر عن قيمتها ، وهذا يشير الى قبول الفرضية الثانية التي افترضها الباحث في البحث .

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول :

١ - ان نتائج البحث أشارت الى عدم وجود علاقة بين العائد الشهري والعائد السوقي وأن أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية وبالتالي فالأسعار السائدة هي أسعار غير عادلة ولا تعكس أسعار التوازن في السوق .

٢- أن هناك علاقة معنوية بين المتغيرين وهي علاقة ضعيفة وبالتالي فان قاعدة القرار تستطيع الحكم عليها بأنها غير مقبولة .

٣ - أن معامل الانحراف المعياري والذي يشكل الارتباط بين المتغيرين يشير الى وجود علاقة ضعيفة وتمثل ١٠،٠٥ % بمعنى أن هناك متغيرات اخرى تدخل ضمن تحديد السعر الحقيقي للسهم في السوق .

(الاستنتاجات والتوصيات)

في ضوء النتائج التي تحققت من البحث يمكننا التوصل الى مجموعة من الاستنتاجات وهي :

- ١ - وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة حيث أنه كلما يرتفع حجم العائد ترتفع درجة المخاطرة المصاحبة لها وهي بذلك تمثل استثمارات كفوة وهي بذلك تتعارض مع الفرضية الأولى التي افترضها الباحث .
- ٢ - أن معايير الاستثمارات الكفوة جاءت متفقة مع النتائج الخاصة بتحديد حجم العائد والمخاطرة المصاحبة لها باستثناء الشركة رقم (١) التي تم استبعادها لأنها لا تتفق مع شروط الاستثمار الكفوء ، وبذلك فان الشركات الثلاثة عشرة الباقية تمثل شركات كفوة والتي تمثل ٩٠% من حجم العينة وبالتالي يمكن الحكم على أنها استثمارات كفوة .
- ٣ - أن معامل الارتباط سبيرمان المحول الى رتب يشير الى وجود علاقة ويمثل ٠,٩٩٧ ، وهي تمثل علاقة قوية جدا" بين العائد والمخاطرة .
- ٤ - أن التعارض والاتفاق فيما بين الدراسات السابقة والبحث الذي قام به الباحث جاءت نتيجة عدة أسباب ولذا فعلى اي باحث يريد البحث في هذا المجال أن يقوم بدراسة جميع الشركات بدون استثناء او كحد أدنى ٧٠% من مجموع الشركات ، حتى يستطيع الحكم على مدى وجود العلاقة بين العائد والمخاطرة سواء كانت ايجابية او سلبية .
- ٥ - أن هناك العديد من المتغيرات الأخرى تدخل ضمن تحديد سعر السهم السوقي وبالتالي فهي تكون مجهولة باستثناء معدل العائد على الاستثمار .
- ٦ - تحقيق معظم اسهم الشركات المدروسة شرط الكفاءة الاستثمارية الاول ، وبذلك من خلال انخفاض قيم بيتا لها (مقياس المخاطرة المنتظمة) قياسا" بمتوسط قيم بيتا للشركات التي حققت نفس العائد المتوقع .

وفي ضوء هذه الاستنتاجات يمكننا تقديم مجموعة من التوصيات او المقترحات التي يمكن ان تساهم في تطوير عمل سوق الاوراق المالية العراقي وهي :

- ١ - من المهم أن يقوم سوق العراق للأوراق المالية بأعداد دليل للمستثمر لا يتضمن فقط على المؤشرات المالية والمعلومات المحاسبية وإنما احتساب دوريا" معدل العائد السوقي وبدل المخاطرة السوقية ليتمكن المستثمر من تحديد العائد الواجب أن يطلبه على استثماره .
- ٢ - بما ان العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة فانه من الطبيعي ان تكون الأسعار تعكس الواقع ولكن يبدو ان السبب هو القانون الذي يحدد سعر قفل الاستثمارات في السوق على سعر الافتتاح جعل من أسعار الأسهم لا تتناسب مع حقيقتها لذا ينبغي تعديل الفقرة القانونية ، والتي تجعل عملية المزايمة حتى نهاية الجلسة بحيث يزيد سعر القفل عن سعر الافتتاح حتى بالضعف .
- ٣ - عدم منح إجازات فتح مكاتب الوسطاء للمتقدمين الا بعد اجتيازهم دورة تدريبية ينظمها السوق دوريا" في مجال الاستثمار وذلك لرفع من كفاءة أداء هذه المكاتب وزيادة وعيها الاستثماري .
- ٤ - إعداد نشرة في الجريدة الرسمية عن أسعار الافتتاح والقفل للأسهم بعد كل جلسة وذلك لاطلاع المستثمرين عن كافة التفاصيل .
- ٥ - تشجيع الشركات نحو اقتناء أسهم الخزانة وهي بذلك تمثل ركيزة نحو رفع مستوى العمل في سوق العراق للأوراق المالية وتسيير خطواتها نحو العمل على الاستثمار المتنوع بالأسهم والسندات وإصدار سندات القروض الطويلة والقصيرة الأجل وهي بذلك تسيير نحو الارتفاع بمستوى الكفاءة والعمل نحو استثمار الأفضل .

٦ - العمل على كسب المزيد من ثقة المتعاملين ورفع مستوى كفاءة السوق وذلك عن طريق :

أ - زيادة عدد الموظفين الأكفاء العاملين في قاعدة التداول بحيث يستطيع مراقبة جميع العمليات التي تجري بدقه .

ب - إنشاء مراكز موحدة لنقل ملكية العقود المنفذة وتزويده بما يلزم من الوسائل الالكترونية الحديثة التي تستعمل في حفظ المعلومات واسترجاعها ونقلها (الاتصالات) بسرعة وسهولة .

ج - تسهيل إجراءات نقل الملكية وتخفيف تكاليف التعامل بالنسبة للمتعاملين وللوكلاء .

قائمة المصادر

- ١ - البساط ، احمد ، (١٩٧٥) ، الأسواق المالية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف ، بيروت اتحاد المصارف العربية .
- ٢ - الحناوي : محمد ، مصطفى ، نهال ، العبد ، (٢٠٠٤) ، أسواق المال والمؤسسات المالية الإسكندرية " ، الدار الجامعية للطباعة والنشر .
- ٣ - العامري : محمد علي ابراهيم ، (١٩٩٠) ، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة ، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة بغداد .
- ٤ - العامري ، محمد ، (١٩٩٥) ، تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار بالأوراق المالية - دراسة تطبيقه " مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، جامعة بغداد ، العدد الثاني
- ٥ - الفضل : مؤيد محمد وأديب قاسم ، (١٩٩٦) ، العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق بغداد للأوراق المالية ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد ٢ العدد ٣ .
- ٦ - المزيني : عماد الدين محمد ، (٢٠٠٢) ، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها " ، رسالة ماجستير جامعة الدول العربية ، معهد البحوث والدراسات العربية والاقتصادية .
- ٧ - الشماع : خليل حسن ، (١٩٩١) ، الإدارة المالية ، الطبعة الرابعة - جامعة بغداد .
- ٨ - حداد : فايز سليم ، (٢٠٠٧) ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية .
- ٩- حماد : طارق ، (٢٠٠٠) ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع
- ١٠- جركس : إبراهيم احمد إبراهيم ، (١٩٩١) ، اثر القرارات المالية في المخاطرة والعائد وتقويم الأداء في إطار نظريتي المحفظة وتسعير الموجودات الرأسمالية " أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد جامعة بغداد .
- ١١ - جودة : صلاح ، (٢٠٠٠) ، بورصات الأوراق المالية علميا وعمليا ، الطبعة الأولى ، مكتبة ومطبعة الإشعاع.
- ١٢ - هاتف ، مجيد عبد الحسين ، (٢٠٠٠) ، استخدام Treynors Index لقياس كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات المساهمة العراقية ، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية - المجلد ٣ - العدد ٤ .
- 13 –Alexander , G. and Francis J, (1986) , Portfolio Analysis , 3rd . ed ., New Jersey .
- 14 – – Bowman , R . G ,(1980) , The Importance of Market – Value Measurement of Debt in Assessing Leverage "Journal of Accounting Research , Spring , pp.242 – 254 .
- 15 – – Chance , D., (1992) , An Introduction to Derivative and Risk Management , 5th ed. AR court college publishers.
- 16 – Cheung , C . and Coutts , (2001) , A Note on weak form Market Efficiency in security prices : Evidence from the Hong Kong stock Exchange . Applied Economics letters vo1.8.

- 17- Fama , A. (1970) , Efficient Capital Markets : A Review of Theory and imperial Works , Journal of finance_.
- 18 – Harrington , Diana , (1987) , Modern Portfolio Theory , The Capital Assets Pricing , Model and Arbitrage Pricing : A users Guide " 2nd ed , New Jersey .
- 19- Jensen M. and Meckling W. , (1978) , Can the Corporation Survive , Financial Analysis Journal, January – February , 1978 .
- 20 – Mamoun AL – Debie , (2000), The Association between Systematic Risk and debt – to-Equity ratio in Amman Financial Market " Dirasat , university of Jordan , Vol . 27 , No . 2 , PP. 461 – 466 .
- 21- Rawashted , M . and Squalli , (2002) , Sectorial Efficiency Analysis of the Amman stock Exchange . Applied Financial conomic letter .
- 22- Reilly , F. . and Brown K .C .,(1995) , Investment Analysis and portfolio Management , 7th ed. Thomson .
- 23- Sharpe , W. , (1964) , Capital Assets Pricing : A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk " , Journal of Finance , pp. 425 – 442 .