

عنوان البحث هنا

معدل القطع لبناء المحفظة الكفوءة

أ.م. د

عبد الله كاظم السعدي

الباحثة

هند عبد الهادي عبد الواحد الخزاعي

المستخلص

تهدف هذه الدراسة الى بناء المحفظة الكفوءة في ظل بعض نماذج تقييم الاسهم العادية من خلال استخدام بعض النماذج منها (القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية و القيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي و القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة ((Benzion & Yagil) من خلال مجموعة من البيانات التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية وتتضمن فكرة الدراسة بتقييم الاسهم العادية لعينة الدراسة وبيان دور المحفظة الكفوءة ، وحاولت الباحثة دراسة المحفظة الكفوءة وتقييم الاسهم وتحليلها بينهما واستخدمت الباحثة لتحقيق أهداف وفرضيات الدراسة وخاصة بعد ما تم صياغته فرضيات لذلك تم استخدام تلك المؤشرات واختبارها من خلال:

أ- تحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات.

ب- تحليل ربحية السهم للشركات.

ت- تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات.

ث- تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات.

وقد جاءت هذه الدراسة كخطوة أولى وقاعدة أساسية ينطلق منها المستثمر في المجال سوق العراق إذ أنها تناولت عينة ومجتمع الدراسة من شركات القطاع العاملة في القطاعات الاقتصادية حيث بلغت الستة قطاعات وهي (قطاع المصارف ، قطاع التأمين ، قطاع الخدمات ، قطاع الصناعي ، قطاع السياحة والفنادق، قطاع الزراعي) والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، واستخدام سعر الاغلاق لكل شركة وتم استخدام (٢٠) شركة ، منها (٦) شركة قطاع

مصرفي و(٣) شركة قطاع التأمين و(٢) شركة قطاع الخدمات اما القطاع الصناعي قد حققت (٣) شركات والقطاع السياحة والفنادق (٢) شركة، والقطاع الزراعي (٤) شركات ، وكانت مدة الدراسة هي سلسلة زمنية أمدها عشره سنوات بين (٢٠٠٦-٢٠١٦) لذا تعد هذه القطاعات لما يشكله جزء اساسي في يومنا الحاضر من أهمية بالغة في تسهيل التبادل التجاري سواء داخليا او خارجياً بين الدول وغيرها من الخدمات المهمة والتي لا يمكن الاستغناء عنها وبالأخص بعد التطورات المتسارعة في الخدمات والتعاملات التجارية والانفتاح العالمي الذي لعبه الدور الأساسي في توسيع نطاق عملها الخارجي أكثر مما هي في الداخل .

واستنتجت الباحثة من خلال نتائج الدراسة توفر بعض الاساليب العلمية الصحيحة والتي تعتبر فرصة للمستثمر لتقليل الوقت والجهد والكلفة في اختيار محفظته الكفوءة.

وكما توصلت الدراسة الى ان بناء مؤشرات مالية وفق الاسس المالية ، وكما هو سائد في معظم الاسواق المالية وذلك لاهميتها في عمليات التحليل وبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة وفي الوقت ذاته توفر للباحثين والأكاديميين البيانات الضرورية لدراساتهم التطبيقية مما يساهم في تطوير اداء السوق والشركات المدرجة به وترشيد قرارات الاستثمار .

الكلمات والمصطلحات الرئيسية: المحفظة الكفوءة، الاستثمار، الاسهم العادية ، العائد ، المخاطرة.

Abstract

The purpose of this study is to build an efficient portfolio under some models of valuation of ordinary shares through the use of some models including (the real value of the share according to the multiples of profitability and the real value of shares according to the cash flow and real value of the share according to the method ((Benzion & Yagil) During the collection of data obtained from the Iraqi market for securities. The idea of the study includes evaluating the ordinary shares of the study sample and showing the role of the efficient portfolio. The researcher tried to study the efficient portfolio and evaluate the shares and analyze them between them and used the researcher to achieve the objectives and hypotheses of the study, These hypotheses have been used and tested by:

1. Analysis of the market value of the shares of companies.
2. Analysis of earnings per share of companies.
3. Analysis of the cash flow of the shares of the companies.

4. Analysis of the percentage change in the market value of the shares of companies.

This study was a first step and a basic rule for the investor in the field of the Iraqi market as it dealt with the sample and the study society from the sector companies operating in the economic sectors. The six sectors were (banking sector, insurance sector, service sector, industrial sector, tourism sector, (3) insurance sector and (2) service sector companies, while the industrial sector has achieved (3) the sector of the agricultural sector,) Companies, tourism sector, hotel (2) company, agricultural sector (4) companies, ka The period of study is a series of time spanning ten years between 2006–2016. Therefore, these sectors are considered to be an essential part of the present day of great importance in facilitating trade exchange, both internally and externally between countries and other important services which can not be dispensed with, especially after Rapid developments in services, business dealings and global openness, which has played a key role in expanding its outreach rather than at home.

The researcher concluded through the results of the study the availability of some of the correct scientific methods which are an opportunity for the investor to reduce the time and effort and cost in the selection of his portfolio is efficient.

The study also found that the construction of financial indicators on the basis of financial principles, as is common in most financial markets, because of their importance in the analysis and construction of an efficient investment portfolio at the same time provide researchers and academics with the necessary data for their applied studies, which contributes to the development of market performance and listed companies and rationalization of investment decisions.

Key words and terms: efficient portfolio, investment, ordinary equity, return, risk.

الإطار المنهجي الدراسة

أولاً: مشكلة وتساؤلات الدراسة

يهتم المستثمرون ورجال الأعمال بعملية الاستثمار في المشروعات الاقتصادية سعياً لتحقيق عائد مقبول، إلا إنهم يواجهون صعوبة في الاختيار السليم للمشروعات الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة ولذلك فإن بعض الاختيارات تكون غير صائبة لأنها لم تقم على الدراسة والتحليل وفق الأسس العلمية والدراسات التحليلية القائمة على المعايير المعتمدة دولياً ومحلياً إذ إن المشروعات الاستثمارية تعمل في بيئة متغيرة وغير مستقرة تعكس آثار هذا التغير على النشاط الاقتصادي عموماً والنشاط المالي خصوصاً كالتغير في حجم العرض أو الطلب أو تغيرات الأسعار أو معدلات التضخم وأسعار الفائدة ، وللتقليل من هذه الآثار يتم إجراء الدراسات التحليلية للعائد المتوقع والمخاطرة و بناء المحفظة الكفوءة التي يمكن أن تواجه الشركات ، ولذلك فإن المشكلة تتلخص في إن الاستثمارات التي تقوم بها الشركات والمصارف في القطاعات لا تستند إلى التحليل المالي للقيمة الحقيقية للاسهم وقياس العائد والمخاطرة للمحفظة الكفوءة من خلال نماذج تقييم الاسهم العادية .

وتنبعث مشكلة الدراسة من تساؤل عام ((بمحمور حول كيفية بناء محفظة كفوءة في ظل بعض نماذج تقييم الاسهم العادية؟))

ويمكن ان يتفرع من هذا التساؤل عدة تساؤلات فرعية هي: -

١- ما هي القيمة الحقيقية لاسهم الشركات مقارنة بالقيمة السوقية؟

٢- هل يمكن بناء محفظة كفوءة في ظل نماذج تقييم الاسهم؟

ثانياً: أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من خلال تناولها لقطاعات مهمة من مكونات الاقتصاد ، وهي ست القطاعات الصناعية وهي (قطاع المصرفي و قطاع التأمين و قطاع الخدمات و القطاع الصناعي والقطاع السياحة والفنادق والقطاع الزراعي) والتي تعد هذه القطاعات حلقة وصل مهمة في الاقتصاد الوطني والذي يمكن ان يساهم بشكل فاعل في البناء الاقتصادي من خلال الدور الذي يلعبه في تمويل القطاعات الاقتصادية كافة ، ولكون هذه القطاعات من المؤسسات التي تمتلك جزء مهم من الجانب المالية ، كما تتجسد أهمية الدراسة من أهميتها التطبيقية في سوق مالي حديث 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 واستقرار الاقتصاد من خلال بناء المحفظة الكفوءة.

ثالثاً: هدف الدراسة

تهدف الدراسة لبيان الآتي:

- 1- تحليل بعض نماذج تقييم الاسهم من خلال (القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية و القيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي و القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة (Benzion and Yagil)).
- 2- بناء وتحليل المحفظة الكفوءة لبعض شركات القطاع الخاص عينة الدراسة .
- 3- تحديد أفضل شركة من حيث تقييم الاسهم العادية وبناء محفظة كفوءة تحقيقها أقل مخاطرة مع معدل عائد يفوق معدل عائد محفظة السوق والشركة
- 4- تقديم منهج علمي للمستثمر العراقي يجمع بين النظرية والتطبيق لإدارة المحفظة الكفوءة .
- 5- تصميم وإدارة المحفظة الاستثمارية الكفوءة لشركات القطاع الكفوءة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

رابعاً: مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة عينة من شركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية حيث بلغت الستة قطاعات وهي (قطاع المصارف ، قطاع التأمين ، قطاع الخدمات ، قطاع الصناعي ، قطاع السياحة والفنادق، قطاع الزراعي) اذ مثلت (٧٢) شركة وتم اعتماد (٢٠) شركة، بسبب ان الشركات المستبعدة لا تحقق ارباح على مدى افتره الزمنية المبحوثة ، منها (٦) شركة قطاع مصرفي و(٣) شركة قطاع التأمين و(٢) شركة قطاع الخدمات اما القطاع الصناعي قد حققت (٣) شركات والقطاع السياحة والفنادق (٢) شركة، والقطاع الزراعي (٤) شركات ، وكانت مدة الدراسة هي سلسلة زمنية أمدها عشرة سنوات بين (٢٠٠٦-٢٠١٦) للشركات العراقية وبحسب دليل الشركات العراقية المتمثل في سوق العراق الأوراق المالية، ومبرر اختيار هذه المدة للدراسة يعود لصلاحية واكتمال بياناتها من جانب ، ومن جانب آخر اختلاف وتغير الظروف السياسية والاقتصادية التي مره بها البلد بشكل كبير والذي يبرز المخاطرة التي ممكن أن يتعرض لها المستثمر .

الإطار النظري

مفهوم المحفظة الاستثمارية الكفوءة

يتناول هذا الموضوع بعض المتغيرات الأساسية المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية الكفوءة (Efficient Portfolio) في فقرات وموضوعات متعددة ومتعمقة تبدأ بتعريف المحفظة ومفهوم المحفظة الكفوءة ومن ثم التطرق الى نظرية المحفظة و نظرية المحفظة الحديثة ،ومن ثم عرض مراحل تكوين المحفظة الكفوءة ومن ثم التطرق الى العائد (Return) والمخاطرة (Risk) للمحفظة بوصفها مفاهيم عامة المحفظة وبسبب التناغم والتناسق بين المفهومين وكونهما يشكلان الاسس التي قامت عليها نظرية المحفظة كذلك التطرق الى مخاطرة المحفظة ومن ثم طرق قياسها . ولان هذه المتغيرات او الفقرات موجودة بتفاصيلها في الكثير من المؤلفات والبحوث العربية والاجنبية، لذا فان عرضنا لهذه المتغيرات سيكون بشكل مختصر، لتكون مدخلا لموضوع البحث او الدراسة الرئيس.

وتعرف أيضا أنها مجموعة أو توليفة من الموجودات الاستثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية يستثمر بها المستثمرون أموالهم بهدف تقليل المخاطرة عن طريق التنوع وتعظيم العائد المتوقع. (Edition et,2014:٣١٧)

أنواع المحافظ الاستثمارية

١. محفظة الدخل Income Portfolio

وهي تعبير عن محفظة استثمارية تتشكل من أصول مالية يسعى المستثمر من خلال امتلاكه لها لتحقيق دخلاً سنوياً يتصف بالثبات تقريباً ، سواء كان هذا الدخل مصدره التوزيعات الربحية للأسهم أم الفوائد التي تدفع لحملة السندات ، وأبرز الأصول التي تتضمنها محفظة الدخل ، الأسهم الممتازة والسندات وما يطلق عليها بالأسهم الدفاعية ، التي تحقق أعلى مستوى من الدخل بأقل قدر من المخاطرة.

٢. محفظة النمو Growth Portfolio

تعد هذه المحفظة أكثر استراتيجيات الاستثمار رواجاً ، ويقصد بها أن المحتوى المحفظي يتشكل من أصول مالية تسمى باسهم النمو ، إذ يسعى المستثمر من خلال امتلاكه لها لتحقيق أرباح مستقبلية، بأيمانه بارتفاع القيمة السوقية لهذه الأسهم في المستقبل ، وبرز الأسهم التي تلائم هذه المحافظ هي أسهم الشركات القيادية في قطاعاتها.

٣. **المحفظة المتوازنة Balanced Portfolio** : أو ما يطلق عليها بالمحفظة المختلطة

تتكون هذه المحفظة من أصول مالية متنوعة (أسهم عادية سندات بأنواعها ، أسهم ممتازة) تسعى لتأمين الحصول على دخل مستقر نسبياً بالإضافة إلى تحقيق أرباح رأسمالية . وهو ما يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة وبما لا يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة ، وبذلك تحقق هذه المحفظة استقراراً نسبياً في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة ، لذا فهي تتميز في أنها تعمل على تحقيق الموازنة بين السيولة والأمان والدخل .

٤. **المحفظة المتخصصة Specialized Portfolio**: توصف هذه المحفظة بأنها حالة نادرة

أو مؤقتة من الاستثمار ، ذلك أن تشكيلتها تتكون من أصل معين أو عدد من أصول مؤسسة ما ، كأسهم شركات صناعية معينة أو أسهم شركات تتعلق بالطاقة النفطية أو غيرها ، وما يميز هذه المحفظة بأنها لا تتلائم عادة مع أهم مبدأ بالاستثمار المحفظي والذي هو التنويع .

٥. **المحفظة الدوارة Roller Portfolio** : هذا النوع من المحافظ يهدف إلى استغلال اتجاهات

السوق خلال مدد الانتعاش والابتعاد عنه في حالة الركود ، فالفرد أو المؤسسة الاستثمارية التي تتبنى هذه الإستراتيجية نراها تشكل محفظة استثمارية بأصول مختلفة مستغلة جميع مواردها المالية أثناء مدد الانتعاش ، فيما تحتفظ بأموالها سائلة خلال مدة الركود. (٥٦٥ - ٥٦٣ : Russell, et)

العلاقة بين العائد والمخاطرة

تعتبر العلاقة بين العائد والمخاطرة ذات اهتمام خاص عند تحديد تشكيلة الاستثمار في الأوراق المالية فإذا ارادت الإدارة ان تحصل على عائد اعلى من استثمارها فيجب ان تكون على استعداد لتحمل درجة اعلى من المخاطرة .

ويجب ان تتخذ قرارات الإدارة بالنسبة لعائد ومخاطرة تشكيلة الاستثمار على اساس مدى تأثير هذه الاستثمارات على استثمارات المصرف ككل ، أي اثر مخاطر الاستثمار في ورقة معينة على عائد ومخاطرة باقي تشكيلة الاستثمار ويرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية بمعنى انه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد اعلى على استثماراته توجب تحمل مخاطرة اعلى والعكس صحيح ومن جانب آخر توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والبعد الزمني للاستثمار ، فكلما طالت الفترة الزمنية المتاحة لتحقيق التدفقات النقدية التي توفرها إدارة الاستثمار ازدادت درجة المخاطرة والعكس صحيح (العطوي، ١٠٢: ٢٠١٧)

ولشرح العلاقة بين العائد والمخاطرة نفترض ان هناك ثلاثة انواع من الأوراق المالية :

١. ادونات خزينة صادرة من البنك المركزي .

٢. سند صادر عن شركة مساهمة عامة .
 ٣. سهم عادي لشركة مساهمة عامة .

بناء المحفظة الكفوءة من خلال معدل القطع

$$R_i = \frac{(P_t - P_o)}{P_o}$$

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{i=1}^N \frac{(R_i - R_f)}{\sigma_{ei}^2} \times \beta_i}{1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^N \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}}$$

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^N Z_i}$$

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} \left[\left(\frac{R_i - R_f}{\beta_i} \right) - C^* \right]$$

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

حيث ان:

C: معدل القطع

Ri: معدل عائد الشركة

Rf: العائد الخالي من المخاطر

B: المخاطرة النظامية

Bp: مخاطرة المحفظة

σm^2 : تباين السوق

σei^2 : تباين الشركة

X_i : نسبة الاستثمار

٥. المدرج البسيط

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{(R_j - R_f) \beta_j}{\sigma_{ej}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \left[\frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2} \right]}$$

حيث إن :

C_i : خصائص الورقة المالية (i).

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_i : البيتا وهي مقياس المخاطرة النظامية.

σ_m^2 : تباين مؤشر السوق.

σ_{ei}^2 : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع مؤشر السوق (المخاطرة غير النظامية).

نماذج بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة

قبل البدء في طرح والتكلم عن المتدرج البسيط اكد الكثير من الكتاب والباحثين ومن بينهم الباحثة ان هناك العديد من النماذج التي طرحت لتحديد المحفظة الكفوءة ومن بين المحافظ المتاحة للاستثمار وعلى الرغم من ان واحداً من أبرز النماذج التي لاقت شهرة كبيرة وشكلت انعطافه مهمة في نظرية المحفظة هو أنموذج (Markowitz) الا ان المصاعب التي واجهت تطبيقه شجعت الباحثين على طرح نماذج معدلة لهذا الانموذج. وسوف نستعرض في هذا المبحث هذه النماذج مبتدئين بانموذج (Markowitz) ثم انموذج المتدرج البسيط الذي هو موضوع البحث الرئيس ومن ثم نتطرق الى أنموذج مضاعف الربحية.

١. أنموذج Markowitz

يعد أنموذج Markowitz احد النماذج التي تتاغمت مع مستجدات الاعمال المالية والادارية للشركات وخاصة في بناء المحفظة الكفوءة والتي عززت من بناء عده نماذج كان لها الاسس البنائية في بلوره بناء المنشآت، لذا يعد أنموذج Markowitz واحداً من أهم القضايا الرئيسية التي تواجه المستثمرين سواء (كأفراد أو شركات) هو كيفية تخصيص الثروة (Wealth Allocation) بين البدائل الاستثمارية حيث إن أمام المستثمر هدفين متناقضين لا يتحققان سوية، وفي آن واحد الا نادراً جداً، هما:

١. الحصول على عائد متوقع مرتفع.

٢. تحمل مخاطرة منخفضة.

لذا فقد ركز (Markowitz) على كيفية الموازنة بين هذين الهدفين من خلال التنويع الكفوء، وذلك بدراسة خصائص الأوراق المالية والعلاقات التي تربط بينها (Sharpe&Alexander, 1990:153) كما يقوم هذا الأنموذج على افتراضات أساسية أهمها ان المستثمر هو متجنب للمخاطرة (Risk Avoidance)، وانه يسعى لتحقيق أقصى العوائد لأي مستوى من المخاطرة، والتعرض لأقل مخاطرة لأي مستوى من العائد أي ان :

$$Max. \quad \bar{R}_i = \sum_{i=1}^n W_i \bar{R}_i$$

$$Min \quad \sigma(R) = \sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i^2 W_j^2 \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

$$\sum_{i=1}^n W_i = 1, \quad Subject \ to \ W_i \geq 0, \quad \sum_{i=1}^n R_i \geq K$$

حيث إن :

(K) : تمثل الحد الادنى المقبول للعائد المتوقع. (Markowitz, 1952)

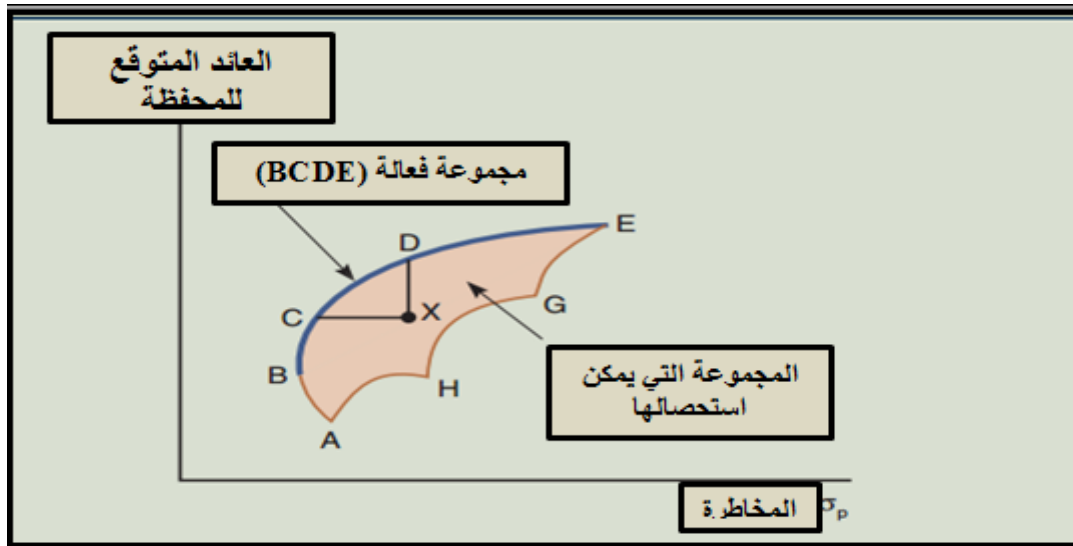
ومع اثنين من الموجودات، فإن المجموعة المتاحة (Available Set) تكون على شكل خط مستقيم، وإن كل البدائل تقع على هذا الخط، ولكن بزيادة عدد الموجودات فأنا نحصل على مجموعة متاحة تشبه المنطقة المظللة (Shaded Area) في الشكل رقم () والتي تمثل جميع المحافظ التي يمكن بناؤها بشكل كفوء. إن عدد المحافظ في المجموعة المتاحة هو عدد لا نهائي بحسب النسب المستثمرة في كل ورقة مالية، وإن اختيار المحفظة التي سيمسكها المستثمر يتطلب شروطاً وهي: (Brigham & Ehrhardt , 2002:254)

١. تحديد المجموعة الكفوءة من بين المحافظ المتاحة.

٢. اختيار المحفظة التي تتناسب مع تفضيلات المستثمر للعائد.

٣. تجنبه للمخاطرة من هذه المجموعة .

فالمحفظة الكفوءة (Efficient Portfolio) هي تلك المحفظة التي تحقق اعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة، أو التي تنخفض فيها المخاطرة لأي مستوى من العائد . (Beterson,2000:33)،(Hearth&Zaima,2001:498) والشكل رقم (١٥) حيث يوضح المجموعة المتاحة والحد الكفوء من الاستثمارات المتاحة.

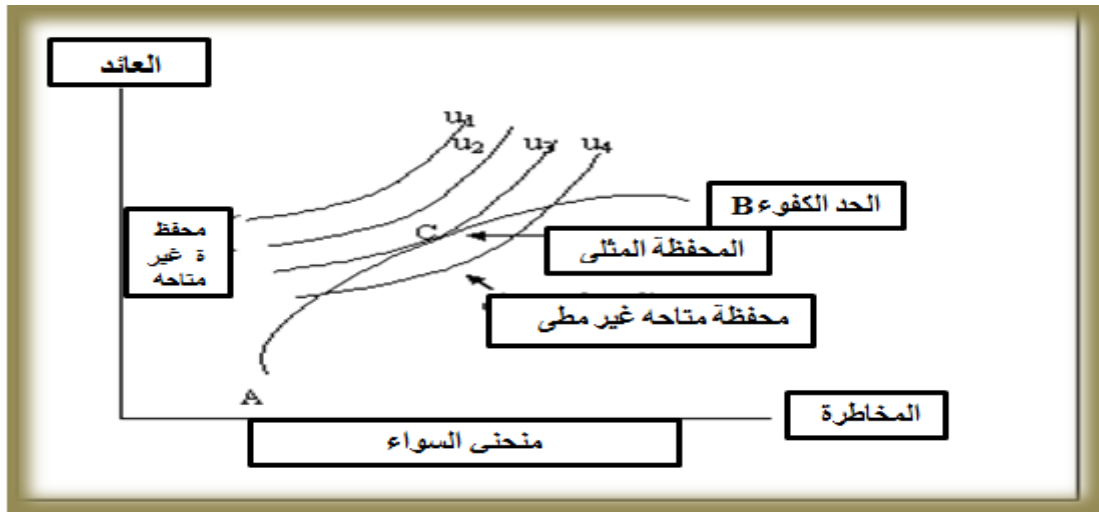


الشكل رقم (١٥) يوضح المجموعة المتاحة والحد الكفوء

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على

Source: Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011) ،Financial management: Theory & practice ،P937, Cengage Learning.

لذا نجد في المنطقة المضللة في الشكل رقم (١٥) لا توجد محفظة ذات عائد أعلى من عائد المحفظة (E)، ولا توجد محفظة ذات مخاطرة أدنى من مخاطرة المحفظة (B)، لذا فإن الحد الكفوء سيمثل المنحنى المفتوح (BCDE)، ولغرض المقارنة بين المحافظ المتاحة ومحافظ الحد الكفوء، فأنا نلاحظ ان المحفظة (X) على الرغم من أنها تتساوى مع المحفظة (C) لكونها تعطي العائد نفسه إلا أن مخاطرتها أكبر من مخاطرة المحفظة (C)، وكذلك فإنها تتساوى مع المحفظة (D) من حيث المخاطرة، ولكن المحفظة (D) تتفوق لكونها تعطي عائداً أعلى من العائد المتوقع، لذا فإن كل المحافظ التي تقع على يمين الحد الكفوء لا تستحق الاهتمام، والمحافظ التي تقع على يسار الحد الكفوء هي غير متاحة، بسبب مجموعة من شرط توازن السوق التي تعيق المستثمرين في العمل في هكذا اسواق لأنه في حالة وجودها فإن الطلب عليها سيزداد كونها تقدم عائد أعلى لأي مستوى من المخاطرة، ومخاطرة اقل لأي مستوى من العائد، وان الطلب عليها سيؤدي الى انخفاض العائد الذي تقدمه وازدياد مخاطرتها الى ان تحصل حالة التوازن في السوق أي توازن ما بين العرض والطلب في الاسواق، وان المستثمر سيختار محفظته من المحافظ التي تقع على طول الحد الكفوء وفقاً لتفضيلاته للعائد وتجنبه للمخاطرة وكما في الشكل رقم (١٦) :



الشكل رقم (١٦) يوضح استخدام منحنيات السواء في تحديد المحفظة الكفوءة

يظهر في الشكل رقم (١٦) الحد الكفوء (Efficient Frontier) وعدد من منحنيات السواء في فضاء العائد والمخاطرة إذ إن المحفظة المثلى للمستثمر تمثل نقطة التماس بين الحد الكفوء وأعلى منحنى سواء للمستثمر (المحفظة C) في الشكل رقم (١٥) ، وإن موقع المحفظة المثلى يكون أكثر قرباً إلى النقطة (B) على الحد الكفوء كلما كان المستثمر باحثاً عن المخاطرة، وأكثر قرباً من النقطة (A) إذا كان المستثمر متجنباً للمخاطرة بحيث يمكن استثماره في بيئة تتسم بقله المخاطرة والعائد المتوقع. (Brigham&Ehrhardt,2002:254)

٢. أنموذج المتدرج البسيط

يعد أنموذج المتدرج البسيط من الموضوعات التي طرحت لتجاوز المصاعب التي واجهت أنموذج (Markowitz) ويبرز أنموذج المتدرج البسيط بوصفه واحداً من التمازج التي تميزه بسهولة استخدامه ودقة نتائجه وقدرته على تحديد المحفظة الكفوءة من خلال الحاجة إلى استخدام العديد من البرامج الحاسوبية والرياضية المعقدة التي تحتاج إلى مهارات خاصة لا يملكها كل المستثمرين. وقد اعتمد هذا الأنموذج في المرحلة الأولى من مراحل تحديد المحفظة الكفوءة وهي مرحلة تحليل الأوراق المالية على أنموذج المؤشر الواحد ومعادلاته الرياضية لحساب عوائد الأوراق المالية أو المحافظ. (Cohen,et,al.,1967:190) (Elton, et, al.,) (2003:189)

كما إن من أهم الافتراضات الأساسية التي قام عليه أنموذج المتدرج البسيط في المرحلة الأولى أي مرحلة تحليل الأوراق المالية هي: (Thomas,et, ٢٠٠٥ :٦٧٤)

١. إن حد الخطأ العشوائي ومؤشر السوق مستقلاً.
 ٢. إن حد الخطأ العشوائي للورقة المالية مستقل عن الخطأ العشوائي لكل قيم.
- وهذا يعني إن عوائد أي ورقتين مالييتين سوف تكون مرتبطة فقط من خلال الاستجابة لمؤشر عام واحد هو مؤشر السوق للعوامل التي تتعلق بمتغيرات السوق.

أما الافتراضات التي تتعلق بالمرحلة الثانية أي مرحلة بناء المحفظة الكفوءة فهي:

١. جميع الأوراق المالية المرشحة لبناء المحفظة الكفوءة ذات عائد إضافي موجب.
٢. تكون البيتا موجبة لكل الأوراق المالية المرشحة لبناء المحفظة الكفوءة.

(Bhatnagar& Dipasri,2005:452)

اما فيما يتعلق بالمعادلة فيمكن التعبير عن أنموذج المتدرج البسيط من خلال المعادلة الآتية:
(Remesh&Poornima ، ٢٠١٦ :٢٩)

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{(R_j - R_f) \beta_j}{\sigma_{ej}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \left[\frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2} \right]}$$

حيث إن :

C_i : خصائص الورقة المالية (i).

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_i : البيتا وهي مقياس المخاطرة النظامية.

σ_m^2 : تباين مؤشر السوق.

σ_{ei}^2 : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع مؤشر السوق (المخاطرة غير النظامية).

(Fischer& Jordan,1996:599)

٣. أنموذج ترينور

ميز مقياس ترينور بين المخاطر الكلية والمخاطر النظامية لعوائد الاوراق المالية للمحافظ على اساس مخاطرتها النظامية فقط ومن خلال استخدام المعادلة الاتية:

$$TR = \frac{Rp - rf}{\beta i}$$

حيث ان :

$Rp - rf$: هي علاوة مخاطرة السوق

(βi) : المخاطرة المنتظمة للمحفظة

الجانب العملي للدراسة

بناء المحفظة الكفوءة

في هذا المبحث تم الاعتماد على معدل القطع (C) في اختيار الاسهم المرشحة بعد مقارنتها بمعدل عائد (Trynor) فاذا سجل سهم الشركة معدل (Trynor) اكبر من معدل القطع فان سهم الشركة يدخل ضمن مكونات المحفظة، ثم سيتم حساب نسبة الاستثمار في كل شركة حتى يكون مجموع نسبة الاستثمار (1) عدد صحيح، ثم يتم حساب عائد المحفظة ومخاطرتها، اذ يعرض جدول () مكونات معادلة معدل القطع ونتيجة (C) لكل شركة.

جدول () حساب معدل القسط

C	$1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^i \frac{\beta^2}{\sigma_m^2}$	β^2	$\sigma_M^2 \sum_{i=1}^i \frac{(R - R_F)\beta}{\sigma_{ei}^2}$	$\frac{(R - R_F)\beta}{\sigma_{ei}^2}$	σ_m^2	σ_{ei}^2	$(R - R_F)\beta$	β	$(R - R_F)$	R_F	R	رمز الشركة
-0.0007	12.067	0.225	-0.008	-0.432	0.019	0.053	-0.023	0.474	-0.048	٠,٠٥	0.002	C1
-0.0028	21.678	1.450	-0.060	0.232	0.300	0.093	0.022	1.204	0.018	٠,٠٥	0.068	C2
0.0002	23.125	0.334	0.005	0.217	0.300	0.843	0.183	0.578	0.317	٠,٠٥	0.367	C3
0.0001	411.151	7.706	0.029	1.414	0.020	0.251	0.355	2.776	0.128	٠,٠٥	0.178	C4
0.0001	411.967	0.016	0.028	-0.026	0.020	0.015	0.000	0.125	-0.003	٠,٠٥	0.047	C5
0.0001	412.477	0.010	0.030	0.070	0.020	0.137	0.010	0.099	0.097	٠,٠٥	0.147	C6
0.0007	501.128	0.624	0.363	0.095	0.231	0.224	0.021	0.79	0.027	٠,٠٥	0.077	C7
0.0007	508.930	1.464	0.378	0.066	0.231	0.419	0.028	1.21	0.023	٠,٠٥	0.073	C8
0.0009	541.371	7.388	0.470	0.670	0.204	1.704	1.142	2.718	0.42	٠,٠٥	0.47	C9
0.0013	543.997	0.445	0.701	1.131	0.204	0.139	0.157	0.667	0.236	٠,٠٥	0.286	C10
0.0013	544.257	0.044	0.680	-0.102	0.204	0.086	-0.009	0.21	-0.042	٠,٠٥	0.008	C11

يوضح جدول () معدل (Trynor) الذي تم حسابه من خلال طرح معدل عائد الشركة من المعدل الخالي من المخاطر مقسوما على كمية المخاطر على وفق (Beta)، ثم تم مقارنة معدل (Trynor) بمعدل القطع اذ كانت هناك ثلاث شركات غير مرشحة في بناء المحفظة وثمان شركات مرشحة . وحسب هذه النتائج سوف يتم حساب نسبة الاستثمار في كل شركة.

جدول () مقارنة بين قيمة (Trynor) ومعدل القطع (C)

الشركات المرشحة	C	Trynor= $\frac{(R-R_F)}{B}$	الشركة	ت
غير مرشحة	-0.0007	-0.1013	مصرف المنصور للاستثمار	1
مرشحة	-0.0028	0.0150	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2
مرشحة	0.0002	0.5484	شركة بغداد للنقل العام	3
مرشحة	0.0001	0.0461	شركة الخياطة الحديثة	4
غير مرشحة	0.0001	-0.0240	شركة العراقية للسجاد	5
مرشحة	0.0001	0.9798	شركة بغداد للمشروبات الغازية	6
مرشحة	0.0007	0.0342	فندق بابل	7
مرشحة	0.0007	0.0190	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	8
مرشحة	0.0009	0.1545	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	9
مرشحة	0.0013	0.3538	الشركة العراقية لانتاج البذور	10
غير مرشحة	0.0013	-0.2000	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	11

يوضح جدول () نسبة الاستثمار في كل شركة لتشكيل محفظة كفاءة بنسبة (١٠٠%)، على وفق طريقة معدل القطع للشركات المبحوثة توصلت الى ان اعلى نسبة استثمار في شركة الاوسط لإنتاج السمك تليها شركة بغداد للنقل العام، وان اقل نسبة استثمار هي في ثلاث شركات في شركة المعمورة للاستثمار العراقي وفندق بابل والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وبعد ان تم تحديد نسب الاستثمار سوف يتم تحديد مخاطرة المحفظة.

جدول () نسبة الاستثمار في كل شركة مبحوثة			
Xi	Z	الشركة	ت
0.02	٠,٠٢	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	1
0.25	0.32	شركة بغداد للنقل العام	2
0.1	0.13	شركة الخياطة الحديثة	3
0.08	0.1	شركة بغداد للمشروبات الغازية	4
0.02	0.03	فندق بابل	5
0.02	0.02	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	6
0.33	0.42	شركة الاوسط لإنتاج الاسماك	7
0.19	0.24	الشركة العراقية لإنتاج البذور	8
1		مجموع الاستثمار	

تم حساب مخاطرة المحفظة حسب المعادلة الآتية:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

حسب جدول () يوضح ان مخاطرة المحفظة (Bp) هي (١,٥٢) ، وبعد حساب المخاطرة للمحفظة سيتم حساب عائد المحفظة.

جدول () مخاطرة المحفظة				
XiB	Xi	B	الشركة	ت
0.02	0.02	1.204	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	1
0.14	0.25	0.578	شركة بغداد للنقل العام	2
0.28	0.1	2.776	شركة الخياطة الحديثة	3
0.01	0.08	0.099	شركة بغداد للمشروبات الغازية	4
0.02	0.02	0.79	فندق بابل	5
0.02	0.02	1.21	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	6
0.90	0.33	2.718	شركة الاوسط لإنتاج الاسماك	7
0.13	0.19	0.667	الشركة العراقية لإنتاج البذور	8
1.52	مخاطرة المحفظة			

يتم حساب عائد المحفظة (Rp) على وفق المعادلة الآتية:

$$R_p = \alpha_p + \beta_p R_m$$

ويشير (ap) الى ثابت المحفظة الذي يتم حسابة على وفق الآتي:

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^n X_i \alpha_i$$

أي مقدار ثابت كل شركة مضروب في نسبة الاستثمار فيها ويعرض جدول () عائد المحفظة والذي سجل (٣٠ %).

جدول () عائد المحفظة								
Rp	Bp	Rm	ap	Xia	Xi	a	الشركة	ت
0.30	1.52	0.157	0.063	0.00134	0.02	0.067	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	1
				0.00125	0.25	0.005	شركة بغداد للنقل العام	2
				0.0221	0.1	0.221	شركة الخياطة الحديثة	3
				0.00976	0.08	0.122	شركة بغداد للمشروبات الغازية	4
				0.00024	0.02	0.012	فندق بابل	5
				0.00052	0.02	0.026	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	6
				0.00792	0.33	0.024	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	7
				0.01957	0.19	0.103	الشركة العراقية لانتاج البذور	8
				0.063	المجموع			

تحليل الفجوة بين النماذج الثلاثة

في هذا المبحث تم الاعتماد على تحليل الفجوة بين النماذج الثلاثة بعد مقارنتها بطريقة مضاعف الربحية تليها طريقة (Benzion and Yagil)، واخيراً طريقة التدفق النقدي. كما في الجدول (١)

جدول (١) تحليل الفجوة بين النماذج تقييم الاسهم الثلاثة					
ت	الشركة	الفجوة بين القيمة السوقية ونموذج (Benzion and Yagil)	الفجوة بين القيمة السوقية ونموذج التدفق النقدي	الفجوة بين القيمة السوقية ونموذج مضاعف الربحية	اعلى تقييم لاسهم الشركات
1	مصرف المنصور للاستثمار	-0.343	-0.177	0.322	نموذج (Benzion and Yagil)
2	المعمورة للاستثمار العراق	2.062	-2.11	2.243	نموذج التدفق النقدي
3	بغداد للنقل العام	13.481	25.379	17.047	نموذج (Benzion and Yagil)
4	الخيطة الحديثة	1.398	-3.19	1.697	نموذج التدفق النقدي
5	العراقية للسجاد	-1.036	2.668	1.649	نموذج (Benzion and Yagil)
6	بغداد للمشروبات الغازية	0.64	0.257	0.693	نموذج التدفق النقدي
7	فندق بابل	36.72	35.231	23.843	نموذج مضاعف الربحية
8	الوطنية للاستثمار السياحي	12.629	14.269	6.211	نموذج مضاعف الربحية
9	الايوسط لانتاج الاسماك	5.596	-2.661	8.394	نموذج التدفق النقدي
10	العراقية لانتاج البذور	-3.456	1.499	2.517	نموذج (Benzion and Yagil)
11	العراقية لانتاج الزراعي	2.696	4.284	3.663	نموذج (Benzion and Yagil)
	متوسط الفترة	2.371	2.831	2.18	

يلاحظ من جدول (١) ان نموذج نموذج (Benzion and Yagil) تكرر خمس مرات أي يعد هذا النموذج الافضل تقيماً لخمس شركات في حين تكرر نموذج التدفق النقدي اربع مرات ونموذج مضاعف الربحية تكرر مرتين فقط، فضلا عن متوسط الفجوة بين طرق تقييم الاسهم

للطرق الثلاثة مضاعف الربحية والتدفق النقدي و (Benzion and Yagil) اذ جميعها انت بتقييمات مختلفة اذ بعض اسهم الشركات كانت قيمتها الحقيقية عالية في طريقة مضاعف الربحية لكنها انخفضت في الطرق الاخرى ولا يوجد تشابه في النتائج لكن معدل الفجوة للطرق الثلاثة اتت بشكل قريب من بعضها اذ كانت الفجوة حسب طريقة مضاعف الربحية (٢,١٨)، اما طريقة التدفق النقدي سجلت الفجوة (٢,٨٣)، وكان معدل الفجوة لطريقة (Benzion and Yagil) (٢,٣١)، اما معدل القيمة الحقيقية التي سجلت وفق طريقة مضاعف الربحية هو (٤,٠١٢)، ومعدل القيمة الحقيقية على وفق طريقة التدفق النقدي بلغت (٣,٣٦١)، اما معدل القيمة الحقيقية على وفق طريقة (Benzion and Yagil) قد بلغت (٣,٨٢)، ويتضح من ذلك ان اعلى معدل قيمة حقيقية للاسهم هي طريقة مضاعف الربحية تليها طريقة (Benzion and Yagil)، واخيراً طريقة التدفق النقدي.

تحليل مكونات المتغيرات التي دخلت في نماذج التقييم

في هذا المبحث سوف يتم التركيز على تحليل مكونات المتغيرات التي دخلت في نماذج التقييم اذ سيتم تحليل ربحية السهم للشركات المبحوثة و تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات المبحوثة و تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المبحوثة حسب سعر الاغلاق للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، وهي كالاتي:

١. تحليل ربحية السهم للشركات المبحوثة: يبين جدول (٢) ربحية السهم للشركات المبحوثة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,٢١٥) دينار للسهم، وان هناك ست شركات ذات ربحية السهم عالية والتي رفعت من نسبة ربحية السهم وهي (شركة بغداد للنقل العام، والشركة العراقية للسجاد، والحديثة للانتاج الحيواني، وشركة الاوسط للانتاج الاسماك، والشركة العراقية للانتاج البذور، والشركة العراقية للانتاج الزراعي)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع.

جدول (٢) ربحية السهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.167	0.081	0.023	0.111	0.130	0.140	0.190	0.137	0.186	0.306	0.373	0.159	مصرف بغداد	1
0.110	0.041	0.070	0.116	0.173	0.014	0.100	0.119	0.091	0.216	0.273	0.001	مصرف الاستثمار العراقي	2
0.043	0.094	0.010	0.030	0.090	0.008	0.020	0.020	0.010	0.130	0.060	0.000	مصرف الاهلي العراقي	3
0.031	0.024	0.014	0.008	0.007	0.050	0.003	0.007	0.088	0.019	0.067	0.050	مصرف سومر	4
0.082	0.240	0.015	0.027	0.024	0.049	0.050	0.089	0.073	0.105	0.134	0.101	مصرف بابل	5
0.090	0.058	0.079	0.068	0.100	0.107	0.080	0.049	0.058	0.195	0.152	0.047	مصرف المنصور للاستثمار	6
0.147	0.051	0.096	0.142	0.328	0.134	0.070	0.039	0.147	0.297	0.159	0.156	شركة الامين للتأمين	7
0.088	0.033	0.063	0.104	0.110	0.104	0.010	0.100	0.106	0.105	0.116	0.121	شركة دار السلام للتأمين	8
0.022	0.030	0.029	0.020	0.020	0.009	0.026	0.026	0.035	0.016	0.021	0.006	شركة الخليج للتأمين	9
0.052	0.017	0.020	0.058	0.015	0.036	0.040	0.069	0.155	0.159	0.001	0.000	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	10
0.989	1.418	0.863	0.475	3.422	0.863	0.363	1.191	2.162	0.086	0.024	0.013	شركة بغداد للنقل العام	11
0.066	0.124	0.279	0.131	0.123	0.003	0.003	0.000	0.000	0.000	0.066	0.000	شركة الخياطة الحديثة	12
0.320	0.327	0.325	0.336	0.370	0.364	0.340	0.275	0.506	0.000	0.615	0.065	شركة العراقية للسجاد	13
0.096	0.252	0.201	0.148	0.162	0.128	0.030	0.055	0.060	0.000	0.010	0.010	شركة بغداد للمشروبات الغازية	14
0.078	0.468	0.347	0.006	0.004	0.007	0.023	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	فندق بابل	15
0.188	0.118	0.050	0.140	0.329	0.373	0.188	0.130	0.190	0.220	0.030	0.300	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16
0.583	1.089	1.172	1.237	1.214	1.338	0.030	0.052	0.052	0.076	0.053	0.104	الحديثة للانتاج الحيواني	17
0.353	0.444	0.514	0.350	0.512	0.394	0.394	0.290	0.174	0.253	0.264	0.290	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	18
0.541	0.823	0.823	0.832	1.817	0.547	0.477	0.437	0.150	0.000	0.031	0.010	الشركة العراقية لانتاج البذور	19
0.253	0.109	0.866	0.720	0.519	0.468	0.034	0.000	0.000	0.000	0.000	0.066	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	20
0.215	0.292	0.293	0.253	0.473	0.257	0.124	0.154	0.212	0.109	0.122	0.075	متوسط الفترة	

٢. تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات المبحوثة: يبين جدول (٣) التدفق النقدي لاسهم الشركات المبحوثة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,١٤٤) دينار للسهم، وان هناك عشر شركات ذات تدفق نقدي عالي اذا ما قورنت بمعدل القطاع العام وهي (مصرف بغداد، ومصرف الاستثمار العراقي، ومصرف سومر، ومصرف المنصور للاستثمار، وشركة الامين للتامين، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة بغداد للنقل العام، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك، والشركة العراقية لانتاج البذور، والشركة العراقية لانتاج الزراعي)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع كما يلاحظ ان هناك خمس شركات حققت تدفق نقدي سالب وهي مصرف الاهلي العراقي، وشركة الخليج للتامين، وشركة المعمورة للاستثمار العراقي، الشركة العراقية للسجاد، وشركة المشروبات الغازية.

جدول (٣) التدفق النقدي للسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.452	-1.015	-0.486	-0.089	0.809	2.029	-1.014	0.941	3.211	0.625	-0.502	0.459	مصرف بغداد	1
0.387	0.180	0.024	0.496	0.469	0.003	0.064	-0.064	0.362	0.970	-0.514	2.265	مصرف الاستثمار العراقي	2
-0.166	0.267	-3.925	0.106	0.825	0.148	0.593	-0.036	0.204	0.117	0.440	-0.559	مصرف الاهلي العراقي	3
0.330	0.033	-0.005	0.246	0.197	0.562	0.074	0.173	0.820	0.955	0.512	0.062	مصرف سومر	4
0.122	0.028	0.072	-0.171	-0.833	0.672	0.511	-0.105	0.763	0.179	0.360	-0.132	مصرف بابل	5
0.162	2.362	-0.160	0.003	0.479	-0.014	0.004	0.021	0.020	0.000	0.005	-0.938	مصرف المنصور للاستثمار	6
0.154	-0.619	0.049	0.437	0.429	0.203	0.203	1.568	0.150	0.015	-0.366	-0.371	شركة الامين للتأمين	7
0.002	0.002	-0.030	0.042	0.003	-0.006	0.003	-0.008	-0.028	0.023	0.003	0.014	شركة دار السلام للتأمين	8
-0.004	-0.047	-0.085	-0.038	-0.077	0.310	0.268	0.182	-0.063	0.080	-0.252	-0.323	شركة الخليج للتأمين	9
-0.001	0.000	0.059	-0.137	0.002	0.086	-0.208	0.215	0.194	0.018	-0.011	-0.230	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	10
0.360	0.955	0.706	1.008	0.001	-4.475	-10.080	16.074	-0.551	0.087	0.087	0.152	شركة بغداد للنقل العام	11
0.008	0.048	-0.016	-0.064	0.063	0.167	-0.032	-0.003	0.022	-0.232	0.172	-0.034	شركة الخياطة الحديثة	12
-0.135	-0.087	-2.581	0.932	1.563	0.090	0.017	-1.715	1.276	-0.230	0.239	-0.987	شركة العراقية للسجاد	13
-0.016	-0.292	0.000	0.106	-0.048	0.128	0.027	0.047	-0.002	-0.086	0.179	-0.231	شركة بغداد للمشروبات الغازية	14
0.007	-0.008	0.002	-0.006	-0.122	0.050	0.004	-0.252	0.157	0.106	0.024	0.129	فندق بابل	15
0.158	1.628	-0.013	-0.273	-0.058	-0.007	0.147	-0.247	0.050	0.426	0.021	0.066	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16
0.000	0.000	0.000	-0.016	0.017	0.001	0.000	-0.021	-0.031	0.052	-0.157	0.156	الحديثة للانتاج الحيواني	17
0.240	0.288	0.150	-0.508	-0.016	0.102	1.023	0.710	-0.386	0.342	0.910	0.025	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	18
0.590	-0.003	1.202	0.015	0.339	1.732	1.358	-0.853	2.320	-0.027	0.446	-0.041	الشركة العراقية لانتاج البذور	19
0.232	1.355	-4.601	2.918	0.952	0.952	0.257	-1.334	0.606	0.229	-0.614	1.829	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	20
0.144	0.254	-0.482	0.250	0.250	0.137	-0.339	0.765	0.455	0.182	0.049	0.066	متوسط الفترة	

٣. تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المبحوثة: يبين جدول (٤) نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المبحوثة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، تم حساب نسبة التغير من خلال طرح القيمة الحالية للسهم من القيمة السابقة مقسوم القيمة السوقية الحالية، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,٠٦٤) نسبة التغير في اسهم الشركات، وان هناك ثمان شركات حققت نسبة نمو اعلى من معدل القطاع العام وهي (شركة المعمورة للاستثمار العراقي، وشركة بغداد للنقل العام، وشركة بغداد للمشروبات الغازية ، وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك، والشركة العراقية لانتاج البذور)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع كما يلاحظ ان هناك تسع شركات حققت نسبة تغيير سالبة وهي مصرف بغداد ومصرف الاستثمار العراقي، ومصرف الاهلي العراقي، ومصرف بابل، وشركة الامين للتامين، وشركة دار السلام للتامين، وشركة الخليج للتامين، وشركة الحديثة للانتاج الحيواني.

جدول (٤) نسبة التغير في القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

ت	الشركة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	معدل الشركة
1	مصرف بغداد	0.000	0.550	-0.290	0.114	-0.269	0.944	-0.483	0.144	-0.248	-0.245	-0.222	-0.001
2	مصرف الاستثمار العراقي	0.000	0.000	-0.192	0.524	-0.225	-0.234	0.063	-0.040	0.031	-0.320	-0.265	-0.066
3	مصرف الاهلي العراقي	0.000	0.000	-0.143	-0.033	-0.069	0.049	-0.012	-0.024	0.098	-0.389	-0.255	-0.078
4	مصرف سومر	0.000	-0.379	0.000	0.000	-0.100	0.012	0.244	-0.020	0.000	-0.050	-0.053	-0.035
5	مصرف بابل	0.000	0.250	-0.080	0.522	-0.503	-0.069	-0.037	-0.103	-0.443	-0.256	0.138	-0.058
6	مصرف المنصور للاستثمار	0.000	0.000	0.000	0.000	0.077	-0.079	-0.047	0.415	-0.517	0.036	0.138	0.002
7	شركة الامين للتأمين	0.000	-0.367	0.105	0.333	-0.036	-0.096	-0.139	0.905	-0.290	-0.458	-0.117	-0.016
8	شركة دار السلام للتأمين	0.000	-0.077	-0.367	0.263	0.813	-0.241	-0.364	0.033	-0.120	-0.471	-0.198	-0.073
9	شركة الخليج للتأمين	0.000	0.000	0.000	-0.133	0.000	-0.431	0.243	-0.304	0.078	-0.478	0.333	-0.069
10	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	0.000	-0.143	-0.067	0.643	0.004	0.424	0.170	0.088	0.165	-0.207	-0.401	0.068
11	شركة بغداد للنقل العام	0.000	-0.010	0.077	0.786	1.500	2.056	-0.450	0.976	-0.669	-0.455	-0.143	0.367
12	شركة الخياطة الحديثة	0.000	-0.426	0.651	-0.389	0.582	0.000	1.052	-0.216	0.250	-0.200	0.479	0.178
13	شركة العراقية للسجاد	0.000	-0.101	0.129	0.114	0.231	0.042	-0.080	-0.098	0.024	0.007	0.203	0.047
14	شركة بغداد للمشروبات الغازية	0.000	0.263	0.000	0.083	-0.154	0.400	-0.032	1.007	-0.244	0.301	-0.150	0.147
15	فندق بابل	0.000	-0.475	-0.095	0.579	0.350	-0.160	-0.191	0.636	0.778	-0.550	-0.097	0.077
16	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	0.000	-0.510	0.497	1.705	-0.311	-0.162	0.121	0.039	-0.075	-0.514	-0.056	0.073
17	الحديثة للانتاج الحيواني	0.000	0.000	0.000	-0.214	0.327	-0.452	0.137	-0.066	-0.153	-0.250	0.111	-0.056
18	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	0.000	0.071	1.000	0.333	4.000	0.275	-0.373	-0.219	-0.380	-0.097	0.086	0.470
19	الشركة العراقية لانتاج البذور	0.000	0.000	0.158	0.182	0.923	0.680	0.012	0.701	-0.066	-0.153	0.423	0.286
20	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	0.000	0.000	-0.080	-0.011	0.022	0.740	0.131	-0.082	-0.062	-0.410	-0.166	0.008
	متوسط الفترة	0.000	-0.068	0.065	0.270	0.358	0.214	-0.031	0.189	-0.092	-0.258	-0.011	0.064

انتجت نسبة التغير في القيمة السوقية ان هنالك (٩) شركات خاسرة والتي يجب استبعادها من التحليل اللاحق لان لا جدوى من تقييمها او ادخالها في المحفظة الكفوءة، وان الشركات التي سجلت نسب تغير موجبة هي (١١) شركة التي ستدخل في تقييم الاسهم والمحفظة الكفوءة، اذ بعد الغاء الشركات الخاسرة اصبح معدل القطاع العام (٠,١٥٧) وان اعلى نسبة تغير سجلتها شركة الاوسط لانتاج الاسماك تليها شركة بغداد للنقل العام والموضحة في جدول (١٦)، وان الشركات التي كان نسبه تغيرها اقل من معدل القطاع العام هي : مصرف المنصور للاستثمار، وشركة المعورة للاستثمار العارقي، والشركة العراقية للسجاد وشركة بغداد للمشروبات الغازية وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي والشركة العراقية لانتاج الزراعي

الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

١. بالاهتمام من لدن المستثمرين ورجال الأعمال لما تمثله من حصيلة لمجموع مصادر التمويل وكيفية تخصيصها .
٢. تؤكد الباحثة ان هناك اهتمام بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتوفرة في استثمارات التي يمكن من خلالها ان تحقق العائد الذي يبحث عنه المستثمر وخاصة في سوق تتوفر فيه الاستثمارات المتنوعة .
٣. يجب اهتمام بالعائد والمخاطرة وذلك من خلال الاهتمام بالأسس المالية وبالفكر المالي مما أدى إلى طرح نماذج تؤكد على الأخذ بنظر الاعتبار مخاطرة المحفظة الاستثمارية الكفؤة ومن أبرز هذه النماذج أنموذج Markowitz و أنموذج المتدرج البسيط و أنموذج مضاعف الأرباح وانموذج Benzion Yagi.
٤. إن التنويع يؤدي إلى اتساع في تشكيلة منتجات الشركة والذي ينعكس على قدراتها في الاستجابة لقطاعات سوقية جديدة ، وهذا يعني التمكن أو القدرة على إرضاء مستهلكين جدد من خلال الاستغلال الأمثل لموارد الشركة قصد الوصول إلى مستوى الأداء المطلوب والذي ينعكس على عمليات التنويع السوقية.
٥. ان اعتماد الباحثة على استراتيجية التنويع في المحافظ الاستثمارية لعدد مختار من الشركات ، يعد مردوداً اعلى بالمقارنة مع شركات لا توجد بينهما تنويع مرتبط.

التوصيات

١. يجب الاهتمام بعمليات الفحص والتحليل البيئي للعوامل البيئية التي تسهم في وضع رؤية واضحة وقابلة للتحقيق وتعطي تصورا واضحا لشكل الصورة المستقبلية للأسواق المالية .
٢. بالنظر لحدثة الموضوع وعدم التطرق الية يجب إعطائه مزيدا من الاهتمام وإغنائه بالبحث والتحليل لمساعدة الشركات العاملة في الاسواق المالية العراقية والتي يمكن ان تستثمر امكانياتها بالشكل المناسب.

٣. كما توصي الباحثة على بتفعيل دور سوق العراق للأوراق المالية من خلال صنع سوق للمعلومات مهمة بتقييم اوضاع البيئة الاستثمارية العراقية بما يخدم المستثمر العراقي ويخدم السوق.

٤. ضرورة قياس المخاطرة على الرغم من استخدامنا لأساليب التنويع والتشكيلة والتي تضمن الحد من تأثير المخاطرة اللانظامية، حيث ستكون عاملاً إضافياً في اختبار وتقييم التشكيلة المقترحة.

٥. كما تؤكد الباحثة على ضرورة اختبار نماذج تقييم الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية واختيار الانسب منها لظروف السوق لتحقيق نتائج تسهل من تحقيق او تقييم الاسهم.

المصادر

المصادر العربية

١. العامري ، محمد ابراهيم علي ، ١٩٩٠ ، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة "طروحة دكتوراه ،جامعة بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد .
٢. عماد عبد الناصر عوض ، أسواق المال ، دار الكتاب العربي للنشر ، القاهرة ، ٢٠١١ ، ص٣٠٥.
٣. مطر ،محمد ، ادارة الاستثمارات،الاطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة الثالثة ،عمان - الاردن ، 1999 , 10 - 12.
٤. - هندي ، منير ابراهيم . " ادارة البنوك التجارية ، مدخل اتخاذ القرارات " ، المكتب العربي الحديث ، الطبعة الثالثة ، 2000 .
٥. حسن ، عبدالله كاظم ،٢٠٠٥،استخدام نموذج (Benzion& Yagil) في تقييم الاسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ،مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية ،جامعة القادسية كلية الادارة والاقتصاد -المحور الاداري ،المجلد (٧) العدد (١).
٦. العامري ،محمد علي ، ٢٠٠٧ ، الادارة المالية ، عمان دار النشر والتوزيع.

المصادر الاجنبية

1. Radović, M., Radukić, S., & Njegomir, V. (2018). The Application of the Markowitz's Model in Efficient Portfolio Forming on the Capital Market in the Republic of Serbia. Economic Themes, 56(1), 17-34.
2. Ralevic, N. M., Djakovic, V. D., Andjelic, G. B., & Kiurski, J. S. (2017). Efficient Portfolio Selection and Its Applications to Decision

- Making. *International Journal of System Modeling and Simulation*, 2(1), 27–29.
3. Guerard Jr, J. B., Markowitz, H., & Xu, G. (2015). Earnings forecasting in a global stock selection model and efficient portfolio construction and management. *International Journal of Forecasting*, 31(2), 550–560.
 4. Chen, J., & Yuan, M. (2016). Efficient portfolio selection in a large market. *Journal of Financial Econometrics*, 14(3), 496–524.
 5. Liagkouras, K., & Metaxiotis, K. (2015). Advanced Technologies and Algorithms for Efficient Portfolio Selection. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic and Management Engineering*, 9(7).
 6. Zynda, I. I., & David, B. (2018). The Effects of Economic Policy Uncertainty on Common Stock and American Depository Receipts.
 7. Roy, M. L., & Ashrafuzzaman, M. (2015). EMH, earning multiples and common stock valuation: The Case of Dhaka Stock Exchange. *International Review of Business Research Papers*, 11(2).
 8. Tilley, J. R. (2015). Investment Performance of Common Stock in Relation to their Price–Earnings Ratios: BASU 1977 Extended Analysis.
 9. Garba, A. (2014). Impact of Dividend–Per–Share on common stock returns: A case study of Some Selected manufacturing firms listed on the Nigeria Stock Exchange. *European Journal of Business and Management*.