

## تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس $M^2$ ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة - دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

م . م . سعدي أحمد حميد الموسوي  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة كربلاء

### المستخلص

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المالية المهمة والرائدة في عالم اليوم وخاصة بعد التطورات التي شهدتها العالم في العقدين الأخيرين من القرن المنصرم وما رافقها من تغييرات سياسية وأيديولوجية أضفت بظلالها على جميع المجالات الاستثمارية في العالم مما أوجب على المستثمرين الراغبين بالاستثمار دراستها مع إجراء التحليل والدراسة على هذا الاستثمار والمتمثل بالمحفظة باستخدام الأساليب المالية والمقاييس الخاصة في تقييم هذا النوع من الاستثمار من أذ الأداء وبيان دور هذه المقاييس في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة وذلك من خلال استخدام مقياس ( $M^2$ ) بعده احد مقاييس الأداء المحفظي الحديثة فضلا عن مؤشري العائد والمخاطرة وبيان دوريهما في اختيار المحفظة بالاعتماد على احديهما دون الآخر وكذلك تأثير استخدام مقياس ( $M^2$ ) في اختيار هذه المحفظة، لذا فإن أهم ما تم استنتاجه من البحث هو:

( أن استخدام هذا المقياس ( $M^2$ ) له تأثير كبير في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة قياساً بمؤشري العائد والمخاطرة وذلك في عدد الشركات التي تم ضمها في المحفظة على أساس هذا المقياس مقارنة مع معدل العائد لمحفظة السوق فرضية البحث ) .  
إن أهم ما يوصي به الباحث هو:

( ضرورة الاهتمام الكبير في هذا المجال الاستثماري المهم على المستوى المحلي لما يمتلكه من أرضية على المستوى العالمي ، ومدى تفعيل وتنشيط الوعي لدى المستثمرين العراقيين على إجراء التحليل والدراسة اللازمة باستخدام مقاييس معتمد عليها في تقييم الشركات المراد إنشاء المحفظة عليها قبل الشروع في هذه العملية .

## المقدمة

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية لان هدف أي مستثمر تكوين محفظة استثمارية كفوءة بالشكل الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر فيما لو كان استثماره موجهاً إلى مشروع أو ورقة مالية معينة . ولكي يتمكن المستثمر من إدارة هذه المحفظة في نشاط عمله فإن ذلك يتطلب إمكانيات مادية وخبرة في هذا المجال و دراسة علمية مستفيضة من اجل تكوينها وإدارتها وتحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها هذا المستثمر وما هي المتغيرات والظروف التي تواجهه عند تكوين هذه المحفظة وما هي الإجراءات التي يتخذها عند اختياره استثماراً معيناً .

ومن ابرز الإجراءات التي يجب القيام بها هو إجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطرة باعتباريهما أساس تقييم أداء المحفظة ، ثم القيام باستخدام مقاييس الأداء التي تعد من الضروري استخدامها عند شروع المستثمر في تكوين هذه المحفظة وتتمثل بمقياس ( Sharp ) و ( Treynor ) و ( Jensen ) و (  $M^2$  ) وذلك لأهمية هذه المقاييس في توضيح الغموض لدى المستثمر عند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها بمعدل عائد محفظة السوق وبيان ارتفاعه وانخفاضه عنه ودور ذلك في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة التي يتبناها المستثمر ، وتم اختيار المقياس الأخير (  $M^2$  ) وذلك لأنه يعد من المقاييس الحديثة والمتطورة قياساً بمقياس ( Sharp ) من جهة وفي هذا المجال الاستثماري المهم من جهة أخرى .

وفي ضوء ذلك فقد تضمن البحث أربعة محاور تناول الأول منها الإطار النظري للبحث فيما تضمن الثاني منهجية البحث وتناول الثالث التحليل التطبيقي للبحث وأختتم الرابع بالاستنتاجات والتوصيات .

## المحور الاول منهجية البحث

## أولاً - مشكلة البحث:

تتجسد مشكلة البحث في النقاط الآتية :-

- أ- يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من القضايا المالية المعاصرة لذا فهو يحتاج إلى الكثير من الدراسة والتحليل قبل الشروع بها لما فيه من مخاطر متعددة .
- ب- تخوف غالبية المستثمرين وعدم وعيهم الكامل لمثل هذا الموضوع الذي يعد من الموضوعات الرائجة عالمياً ومحلياً .

ج- الإهمال وعدم المبالاة في استخدام الأساليب المالية والمقاييس الخاصة عند القيام بمثل هذا النوع من الاستثمار الحيوي مقارنة بالاستثمارات الأخرى .

د- انعزال العراق عن العالم الخارجي مما أثر سلباً في خلق الوعي الاستثماري عند المستثمرين في كيفية بناء واختيار المحافظ على المستويين المحلي والدولي .  
ثانياً - أهمية البحث :

إن موضوع المحفظة بشكل عام من الموضوعات المهمة وخاصة للمستثمرين الذين يحاولون ألا يضعوا استثماراتهم في سلة واحدة لكي لا يعرضون أنفسهم لمخاطرة فردية بل يحاولون بناء محفظة استثمارية متنوعة مبنية على أساس التحليل والدراسة واستخدام المقاييس الخاصة بها وإلا سيعرضون هذا البناء إلى السقوط بتأثير المخاطرة التي يتعرض إليها والتي يمكن مواجهتها من خلال الوعي باستخدام الأساليب المالية المعتمدة عليها وإجراء التحليل اللازم لها ليكون بناء وإنشاء هذه المحفظة على أسس متينة وسليمة وكفوءة في الوقت نفسه.

ثالثاً - أهداف البحث :

أ- تحليل المحفظة الاستثمارية لأسهم الشركات عينة البحث من أذ العائد والمخاطرة الكلية للمحفظة .

ب- قياس أداء محفظة الأسهم على وفق أحد المقاييس الحديثة والمتطورة وهو مقياس ( $M^2$ )

ج- بيان دور العائد والمخاطرة و مقياس ( $M^2$ ) في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة مع بيان أفضل مؤشر أو مقياس يمكن أن يعتمد عليه في هذا الاختيار .

رابعاً - فرضية البحث :

لغرض تحقيق أهداف البحث تم صياغة الفرضيات الآتية :-

أ- إن هناك علاقة طردية مابين العائد والمخاطرة ، أي كلما ارتفع العائد ترتفع المخاطرة والعكس صحيح . ب- كلما ارتفع مقياس ( $M^2$ ) عن معدل عائد محفظة السوق كلما دل ذلك على الأداء الجيد للمحفظة الاستثمارية والتي على أساسها يتم اختيار المحفظة الكفوءة للمستثمر العراقي .

خامساً - العينة والمدة الزمنية التي خضعت للتحليل :

تم اختيار عينة عشوائية لشركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وحسب القطاعات المحددة من قبل هذا السوق مكونة من (٧) قطاعات تتمثل بالمصارف والتأمين والاستثمار



والخدمات والصناعة والفندقة والسياحة والزراعة ، وتم اختيار (٣) مصارف من أصل (١٦) مصرفاً ، وشركة واحدة للتأمين من أصل (٣) شركات ، وشركة واحدة للاستثمار من أصل (٤) شركات، وشركة واحدة للخدمات من أصل (١١) شركة ، وشركتين صناعية من أصل (٣٠) شركة ، وشركة واحدة للفندقة والسياحة من أصل (٧) شركة ، وشركة واحدة للزراعة من أصل (٩) شركاته ، وتمثلت المدة الزمنية التي خضعت للتحليل والبحث ما بين (٢٠٠١-٢٠٠٥) .

سادساً - الأساليب المالية والإحصائية المستخدمة في القياس والتحليل :

أ- معدل العائد المتحقق ( Ri ) :

وهو " المعدل الذي يتحقق من فروقات الأسعار السوقية للسهم مضافاً إليه مقاسم الأرباح الموزعة من قبل الشركات المصدرة للسهم " ( التميمي و الجنابي ، ٢٠٠١:١١) . ويحسب على وفق الصيغة الآتية:-

$$= \frac{R_i}{D_i + P_1 - P_0} \quad P_0$$

أذ أن :

Ri = معدل العائد المتحقق

Di = مقسوم الأرباح للسهم الواحد

P1 = سعر الإغلاق للسهم في نهاية المدة

P0 = سعر الافتتاح للسهم في بداية المدة . ( التميمي و الجنابي ، ٢٠٠١:١١)

ب- مقياس ( M<sup>2</sup> ) : ( Bodie , et.al,1999:608)

$$M^2 = R_{p^*} - R_m$$

$$M^2 = [ r (p^*) + r ( 1 - p^* ) ] - R_m$$

## المحور الثاني الإطار النظري للبحث

### أولاً - المحفظة الاستثمارية

أ- مفهوم المحفظة الاستثمارية : وقد عرفت بأنها " مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات المسوكة من المستثمر " ( Ross, et.al,1998:370) .

وقد عرفت كذلك على أنها "عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من الأوراق الاستثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد وعند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها بإتباع الأساليب العلمية الصحيحة ( الحسيني والدوري ، ٢٠٠٠ : ١٥٤ ) .

#### ب - أهداف المحفظة الاستثمارية :

١- الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي من خلال بيع محتوياتها في السوق المالي عند الحاجة لتسديد التزاماتها المالية أزاء الدائنين في الوقت المناسب (الحسيني والدوري ، ٢٠٠٠ : ١٦٠) لذا تعد معظم المصارف محفظة الأوراق المالية مصدراً رئيسياً للسيولة وتقلل من مخاطرة السيولة (Hempel & Simonson , 1999:275).

٢- استثمار الأموال الفائضة عن حاجة المنظمة ، إذ إن بقاء الأموال الفائضة عن الحاجة لدى المنظمة بصورة مجمدة يؤدي إلى تعرضها لمخاطر انخفاض القيمة الزمنية للنقود ومن ثم تآكل قوتها الشرائية (الحسيني والدوري ، ٢٠٠٠ : ١٦٠) فقد تختار المصارف توظيف المزيد من الأموال في أوراق مالية بدلا من القروض لتجنب متطلبات رأسمالية عالية (Hempel & Simonson , 1999:276).

٣- تحقيق الأرباح للمنظمة ، إذ تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموعة أرباح المنظمة ، وهذه تنعكس ايجابيا على إمكان تحقيق النمو والتوسع وتقليل المخاطرة (الحسيني والدوري ، ٢٠٠٠ : ١٦٠) غير إن هناك تعارضاً بين هدفي الربحية ( تحقيق أقصى عائد ) والسيولة (تجنب العسر المالي) وهما هدفان توأمان ، ومع ذلك فهما متعارضان ، فمن ناحية ينبغي أن تقوم إدارة المحفظة باستثمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن تحقيق أقصى عائد ، ومن ناحية أخرى ينبغي ضمان الإبقاء على قدر ملائم من الأموال السائلة التي تكفي لمواجهة الالتزامات ،ومن هنا يبدو إن الهدفين توأمان بل وضروريان (هندي، ٢٠٠٠ : ٢٩١) .

٤- تقوم بإدارة مخاطرة معدل الفائدة ، فالأوراق المالية تجيز للمصرف ضبط أو تنظيم حساسية معدل الفوائد بسرعة لكي تستطيع شراءها أو بيعها فوراً وفي أي أجل (Hempel & Simonson , 1999:275).

٥ - تخفيف مخاطرة الائتمان (Mitigate Credit Risk) إذ تشكل الأوراق المالية الخالية من المخاطرة نسبة متوسطة من المخاطرة الائتمانية متنافسة مع مخاطرة الائتمان للقروض المصرفية ذات النوعية الجيدة (Hempel & Simonson, 1999:275).

ج- تطور المحفظة الاستثمارية :

يعد هاري ماركويتز (Harry Markowitz) ومقالته الرائدة (Selection Portfolio) في اختيار المحفظة (١٩٥٢) من الرواد الأوائل لهذه النظرية الحديثة واعتبرت كمرجع أساسي للباحثين الذين جاؤوا من بعده ومن خلال هذه المقالة كرس اهتمامه لممارسة تنويع المحفظة بشكل اعتيادي أو طبيعي ولمشاهدة بالضبط كيف يستطيع المستثمر تقليل الانحراف المعياري لعوائد المحفظة بواسطة اختيار أسهم لا تتحرك بالضبط معا أو على نحو متصل.

لكن (ماركويتز) لم يقف عند هذا الحد بل عمل على وضع المبادئ الأساسية لبناء أو إنشاء المحفظة ، وهذه المبادئ هي الأساس أو القاعدة لمن يريد الكتابة في العلاقة بين العائد والمخاطرة (Brealey & Myers, 1991:155-156) وذلك من خلال هذه المبادئ التي جاء بها (ماركويتز) تلتها الأفكار التي جاء بها (Tobin, ١٩٥٨) والتي تمثلت فيما يتعلق باختيار المحفظة الكفوءة رياضيا ومن بعده جاء عدد من الباحثين أمثال (Sharpe) الذي أصدر عام (١٩٧٠) كتابه الموسوم ( نظرية المحفظة وأسواق رأس المال) وتناول فيه نظرية المحفظة ، وطور بعض ما أورده (ماركويتز) ووسع في مفاهيمه وأبعاده إلى درجة دفعت عدداً من الباحثين إلى عد هذا الكتاب المرجع الأساسي للنظرية (الحسيني و الدوري ، ٢٠٠٠ : ١٥٥) . وتعرف المحفظة الاستثمارية الكفوءة (Efficient Portfolio) أنها " تلك المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن لمستوى معين من المخاطرة ، أو تلك التي تنخفض فيها المخاطرة إلى الحد الأدنى ولمستوى معين من العائد المتوقع ( الميداني ، ١٩٨٩ : ٣٩٠ )"

د- التنويع:

١- مفهوم التنويع:

يعرف بأنه " قرار المستثمر باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها محفظته أو من شأن التشكيلة الجيدة ، تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض إليها عائد المحفظة من دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي في معدل ذلك العائد " (العاني ، ٢٠٠٢ : ٨٥) .

(Jones,2000:176),(Fabozzi&Modiglian,1996:166),( Bodie,et.al,2001:203)

( Brealey&Myers,1991:159 ) .



فالتنوع بشكل عام يقلل المخاطرة من خلال تكوين محافظ من الأوراق المالية مع عائدات ارتباطها بشكل غير تام (Rao , 1992:306).

كما ويعرف على انه " إمساك أو اختيار تشكيلة من الموجودات قد تكون موجودات مالية وحقيقية والهدف من هذه التشكيلة هو تقليل درجة المخاطرة إلى أدنى مستوى لها حسب نوع المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة " ( الكروي ، ٢٠٠٥ : ٣٦ ) .

٢- التنوع بأسلوب ماركويتز: ( Markowits Diversification )

ويعرف على انه مجموع الموجودات التي هي اقل من الارتباط التام الموجب على الرغم من إنها تقلل من مخاطرة المحفظة من دون خسارة العائد وتستطيع تقليل المخاطرة إلى أدنى مستوى من مخاطرة غير قابلة للتنوع (Francis,1991:234) وكذلك يطلق عليه أيضا بالتنوع الكفوء ( Efficient Diversification ) ويعد ( ماركويتز ، ١٩٥٢ ) أول من طور مفهوم تنوع المحفظة بطرائق منهجية وقد لاحظ كميا لماذا وكيف يعمل تنوع المحفظة في تقليل المخاطرة في محفظة المستثمر وقد حاول تنظيم أفكاره وتطبيقاته في أكثر من نظام منهجي . كما إن مخاطرة المحفظة هي ليست المعدل الموزون لمخاطرة الأوراق المالية الفردية ، إذ يجب حساب العلاقة المتبادلة ما بين عائدات الأوراق المالية من أجل حساب مخاطرة المحفظة كي نقلل هذه المخاطرة إلى أدنى مستوى مع مستوى معين من العائد (Jones , 2000:166-167). هذا التنوع هو أكثر تحليلا من التنوع البسيط ويراعي ارتباط الموجودات إذ إن أدنى ارتباط ما بين الموجودات يكون أكثر قدرة لهذا التنوع في تقليل مخاطر المحفظة (Francis , 1991:234).

هـ - قياس أداء المحفظة الاستثمارية المصرفية :

١- مقياس Sharp :

وهو احد مقاييس الأداء ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة معينة على الانحراف المعياري للعائد في تلك المدة ، إذ إن البسط هو عائد المحفظة التراكمي مقارنة مع بدائل الاستثمار في الموجودات الخالية من المخاطرة ، والمقام هو التراكم في تقلبات المحفظة مقارنة مع بدائل خالية من المخاطرة والمقياس هو : ( Bodie , et.al.1999:607 )

$$\frac{R_p - R_f}{S_p} \quad \text{-----} \quad (1)$$

$S_p$

إذ إن:

$R_p$  = معدل العائد المتوقع للمحفظة

$R_f$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة

$S_p$  = الانحراف المعياري للمحفظة .

٢- مقياس Treynor :

وهو احد مقاييس الأداء وهو نسبة العائد الإضافي للمحفظة إلى (البيتا) وهو مشابه لمقياس (Sharp) إذ انه يعطي معدل العائد الإضافي لوحدة واحدة من المخاطرة لكنه يستعمل المخاطرة النظامية مقابل المخاطرة الكلية والمقياس هو: (Bodie , et.al,1999:607)

$$\frac{R_p - R_f}{B_p} \quad \text{-----} \quad (2)$$

$B_p$

٣- مقياس Jensen:

وهو احد مقاييس الأداء ويحسب بالفرق بين حدين ، الأول هو معدل عائد المحفظة الإضافي عن معدل العائد الخالي من المخاطرة ، والحد الثاني هو علاوة المخاطرة السوقية للمحفظة ، ويفترض (Jensen) توازن السوق المالي مما يؤدي إلى إن (الالفا) للمحفظة ستكون (٠) ، أما إذا كانت (الالفا) سالبة فأن ذلك دليل على الأداء الضعيف للمحفظة ، وإذا كانت

(٠) فذلك دليل على إن أداء المحفظة يماثل أداء محفظة السوق ، والمعادلة هي: (العامري والعلي ، ٢٠٠٢ : ١٧٠)

$$(R_p - R_f) - [B_p (R_m - R_f)] \quad \text{.....} \quad (3)$$

٤- مقياس  $M^2$ :

وهو احد مقاييس أداء المحفظة وبدأ من تغيير في مقياس (Sharp) وقد قدمه حديثا ( Leah Modigliani ) في (Morganstanly) مع (France Modigliani) التي فازت بجائزة نوبل في الاقتصاد وهذا المقياس يرمز له  $(M^2)$  (Modigliani Squared) ، ويشبه نسبة (Sharp)



( لأنه يركز على التقلبات الكلية كمقياس للمخاطرة ، إلا إن مقياس الأداء المعدل بالمخاطرة هو سهل التفسير في تفاوت أو اختلاف العائد قياساً إلى مقياس ( Sharp ) والمقياس هو :

$$M^2 = R_{p^*} - R_m \quad \text{-----} (4)$$

$$= [ r ( p^* ) + r ( 1 - p^* ) ] - R_m$$

إذ أن:

$r$  = معدل العائد للمحفظة P ومعدل العائد للورقة المالية ولتكن (T-bills).

$p^*$  = المحفظة المعدلة من قسمة الانحراف المعياري للسوق على الانحراف المعياري للعائد .

$r_m$  = معدل العائد لمحفظة السوق .

وفكرة هذا المقياس أن نأخذ معدل العائد للمحفظة (محفظة السوق) ونضربه في ( $p^*$ ) ونجمعه مع معدل العائد للورقة مضروبة في ( $1 - p^*$ ) والنتيجة يمثل ( $R_{p^*}$ ) ثم نطرحه من ( $R_m$ ) لبيان ارتفاعه أو انخفاضه عن عائد محفظة السوق (Bodie , et.al,1999:608) .

المحور الثالث التحليل التطبيقي للبحث

أولاً - تحليل عائد محفظة السوق :

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في تقييم أداء محفظة الاستثمار من قبل المستثمر من خلال مقارنة عوائد أسهم الشركات التي تم إجراء البحث عليها مع عائد محفظة السوق والذي سجل ( ١٨,١ % ) وهو يمثل المتوسط العام للشركات المبحوثة ، وإن أعلى متوسط قد سجل في الشركات التي تجاوزت المعدل العام كان في خمس شركات ضمن قطاعات مختلفة من عينة البحث وهي حسب درجة ارتفاع متوسطها دار السلام ( مصارف ) ( ٥٥ % ) والخير للاستثمار المالي (الاستثمار) ( ٤٤,٦ % ) وفلسطين ( فنادق وسياحة ) ( ٣٤ % ) والمعمورة العقارية (الخدمات) ( ١٩,٦ % ) والأهلية ( التامين ) ( ١٩,٢ % ) ، أما باقي الشركات الأخرى فقد سجلت أقل من المعدل العام واختصرت في ثلاث قطاعات ( المصارف والصناعة والزراعة ) وتعد الشركات التابعة لقطاع المصارف الأفضل قياساً بما سجله القطاعان الأخران بالرغم من انخفاض متوسطهما عن المتوسط العام ( المحفظة الاستثمارية) وبلغا على التوالي ( ١١ % و ١٥,٢ % ) وكانت في مصرفين الشرق الأوسط والاستثمار في حين شهد انخفاضاً كبيراً في قطاع الصناعة وخاصة في شركة الهلال الصناعية إذ بلغ متوسط عائدته خلال المدة المبحوثة ( -٢٧,٢ % ) ويعود سبب ذلك إلى انخفاض العوائد المتحفظلة لأسهم الشركة في ثلاث سنوات مما اثر سلبياً على هذا المتوسط لهذه الشركة وجدول (١) يبين ذلك ، فضلاً عن ذلك هنالك عوامل كثيرة قد سببت هذا

الانخفاض منها اقتصادية وأمنية وخاصة في سنتي ( ٢٠٠٤ ، ٢٠٠٥ ) والحال ينطبق أيضا في الشركة العراقية لإنتاج البذور والتي أيضا شهدت انخفاضا في متوسط عائد أسهمها خلال تلك المدة .

يتبين من الجدول السابق بشكل عام حالة التذبذب والتفاوت في معدل العوائد المتحققة خلال المدة المبحوثة في كل الشركات بغض النظر عن حالة الارتفاع أو الانخفاض في متوسط عوائد أسهم هذه الشركات عن متوسط العام ويمكن أن يعزى ذلك إلى تردي الوضع الاقتصادي للبلاد خلال تلك المدة وخاصة في السنوات الثلاثة الأخيرة والتي شهدت سقوط النظام وحالة التدهور الأمني وعدم الاستقرار السياسي وما رافقها من السلب والنهب لبعض الشركات وخاصة الحكومية منها مما اثر على النتائج التي تم التوصل إليها ، فنلاحظ إن هناك ارتفاعا كبيرا في بعض الشركات يقابلها انخفاضا قد يكون في نفس المدة وخاصة في سنة ( ٢٠٠٤ ) ، فضلا عن ذلك الانخفاض العام تقريبا في العوائد المتحققة لأسهم كل الشركات في سنة ( ٢٠٠١ ) عدا شركة واحدة هي الخير للاستثمار المالي وهي أيضا منخفضة العائد قياسا بما سجله في سنة ( ٢٠٠٤ ) مما اثر هذا الانخفاض العام على المحفظة الاستثمارية ( المتوسط العام ) في تلك السنة ( ٢٠٠١ ) ، إلا إن سنة ( ٢٠٠٢ ) وبالرغم من وجود واستمرار بعض الشركات في انخفاض عواد أسهمها السنوية إلا إن المحفظة في تلك السنة كانت مرتفعة واستمرت قياسا بالسنة التي سبقتها إلا إنها تعد منخفضة قياسا بالمتوسط العام ( المحفظة الاستثمارية ) خلال المدة المبحوثة وذلك لانخفاض عوائد أسهم خمس شركات وقطاعات مختلفة مما اثر سلبياً على المحفظة في تلك السنة إلا إن حالة الارتفاع الذي سجله فندق فلسطين وبلغ (٩٣%) قد خفف بالكامل من نسبة الانخفاض الذي سجل في تلك السنة وبلغ كمجموع نسبة كلية (-٨٦%) وفي أربع شركات هي ( مصرف الاستثمار والخير للاستثمار المالي والمعمورة العقارية وبغداد الغازية ) مع تسجيل إحدى الشركات عائد سهمها السنوي (صفر) وهي الأهلية للتأمين ، في حين تعد سنتي ( ٢٠٠٣،٢٠٠٤ ) الأعلى متوسط لعوائد أسهم الشركات وبلغ على التوالي (٣٧,٨%) ( ٨١,٨%) بالرغم من تردي الوضع في تلك السنتين كما ذكرنا سابقا ، إلا إن انفتاح السوق قد اثر بشكل ايجابي على المستوى العام للمحفظة وخاصة ( ٢٠٠٤ ) وفي مجالات الاستثمار المالي والمصرفي والشركات الصناعية المتمثلة بالمشروبات الغازية أما باقي الشركات فان حالة الانخفاض قد تعزى الى دخول البضائع المستوردة والتي أثرت سلبيا على الصناعة والزراعة في تلك المدة واستمر هذا الحال



إلى السنة التي تليها من سنوات البحث مع وجود ارتفاعات وانخفاضات متفاوتة تمثلت في غالبية الشركات المبحوثة في تلك السنتين (٢٠٠٣، ٢٠٠٤) أما سنة (٢٠٠٥) فقد شهدت انخفاضاً في المتوسط العام لشركات المبحوثة وبلغ (-١,٢%) وتمثلت في ست شركات كانت الأعلى انخفاضاً شركة الهلال الصناعية وهي أعلى ما سجلته قياساً بالشركات الأخرى خلال تلك المدة والفترات الأخرى من البحث وهي أثرت مع حالة الانخفاض في سنتي (٢٠٠١، ٢٠٠٤) في انخفاض المتوسط العام لعائد أسهم هذه الشركة وجدول رقم (١) يبين ذلك . ويمكن أن نستنتج من هذا التحليل وعلى ضوء النتائج التي تم التوصل إليها إن المحفظة التي يمكن اختيارها على أساس متوسطات العائد للشركات المبحوثة تتمثل في خمس شركات وهي ( مصرف دار السلام و الخير للاستثمار المالي و الأهلية للتأمين و المعمورة العقارية و فندق فلسطين ) .

كما إن هنالك شركات قد سجلت متوسطات عوائد أسهمها مقاربة إلا إنها أقل نسبة من المتوسط العام ( المحفظة الاستثمارية) لذا لا يمكن أن تضم للمحفظة الاستثمارية التي يختارها المستثمر وتتمثل في ثلاث شركات هي مصرف الشرق الأوسط (١١%) و مصرف الاستثمار (١٥,٢%) و بغداد للمشروبات الغازية (١١,٢%) . وجدول (١) يبين ذلك.

جدول (١) معدل عائد محفظة السوق (الأرقام كنسبة مئوية)

القطاع	السنة الشركة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	المتوسط
المصارف	الشرق الأوسط	٤٨-	١٢	٣٥	٤٠	١٦	١١
	الاستثمار	٥٦-	٢٤-	٥٩	١١٥	١٨-	١٥,٢
التأمين	دار السلام	٥٥-	١٨	٣٧	٢٨٠	٥-	٥٥
	الأهلية	١١-	صفر	١٤-	٦٨	٥٣	١٩,٢
الاستثمار	الخير للاستثمار المالي	٥	٣٠٠	١٥-	٢٠٠	٦٣	٤٤,٦
	المعمورة العقارية	٢٨-	٤-	٥٠	٥٦	٢٤	١٩,٦
الصناعة	بغداد الغازية	٥٧-	٢٨-	٤٠	١٤٠	٣٩-	١١,٢
	الهلال الصناعية	٥٩-	٦	٢١	٢٥-	٧٩-	٢٧,٢-
الفندقة والسياحة	فلسطين	١٠-	٩٣	١٥٠	٤٣-	٢٠-	٣٤
الزراعة	العراقية للنبور	٩-	٦	١٥	١٣-	٧-	١,٦-
المحفظة		٣٢,٨-	٤,٩	٣٧,٨	٨١,٨	١,٢-	١٨,١

المصدر : من إعداد الباحث

## ثانياً - تحليل المخاطر الكلية:

يحتسب هذا المؤشر من خلال الاعتماد على معدل عائدات أسهم الشركات خلال مدة البحث من خلال طرح العائد في كل مدة من متوسط عائد الشركة وتربيع الناتج وان جذر هذا المقدار يمثل الانحراف المعياري لكل مدة في كل شركة وان مجموع التباينات خلال المدة المبحوثة



تمثل تباين الشركة وان مجموع تباينات متوسطات عوائد الأسهم في كل سنة يمثل تباين محفظة السوق التي تسجل قيمتها ( ٠,٧٥٨٢ ) وان أعلى مخاطرة كلية ( التباين ) قد سجلت قياسا بتباين محفظة السوق كان في خمس شركات هي مصرفي الاستثمار ( ١,٩٥٨٥ ) ودار السلام ( ٦,٨٠١٨ ) وشركة الخير للاستثمار المالي ( ٣,٥١٧٢ ) وبغداد الغازية ( ٢,٦١٢٥ ) وفندق فلسطين ( ٢,٧٧١٨ ) ويعد مصرف دار السلام الأعلى مخاطرة قياسا بالشركات الأربعة الأخرى وذلك لارتفاع متوسط عائدته خلال المدة المبحوثة وعلى وجه الخصوص سنة ( ٢٠٠٤ ) والتي سجلت أعلى معدل عائد لأسهم هذا المصرف قياسا بالشركات عينة البحث مما أدى إلى ارتفاع المخاطرة الكلية في تلك السنة وبلغت ( ٥,٠٦٢٥ ) وهي أعلى مخاطرة سجلها هذا المصرف قياسا بالشركات الأخرى من جهة وفي تلك السنة من جهة أخرى ، مما يوضح حالة التوافق ما بين العائد والمخاطرة بالنسبة لهذا المصرف وبقية الشركات التي سجلت متوسطات عوائد أسهمها أعلى من المتوسط العام ( محفظة السوق ) وأعلى مخاطرة ( تباين ) من تباين محفظة السوق وهي ( الخير للاستثمار المالي وفندق فلسطين ) .

في حين يتبين من جدول (٢) إن هنالك شركات قد سجلت أعلى متوسطات لعوائد أسهمها خلال المدة المبحوثة إلا إن تباينها كان اقل من تباين محفظة السوق وتمثلت في شركتين ( الأهلية لتأمين والمعمورة العقارية ) وبلغ متوسط عوائدها على التوالي ( ١٩,٢ % ) ( ١٩,٦ % ) أما تباينهما فبلغ على التوالي ( ٠,٥٩٠٥ ) ( ٠,٥٠٩ ) وهي اقل من تباين محفظة السوق ، ويعد الأخير الأفضل قياسا بالأول لأن متوسط عائدته مرتفع بنسبة ( ٠,٤ % ) عن الأول وان تباينه منخفض عن الأول بمقدار ( ٠,٠٨١٥ ) وهذا مما يؤكد أفضلية الأخير ( المعمورة العقارية ) على الأول ( الأهلية للتأمين ) ، وهذه الحالة معاكسة تماما لحالة مصرف الاستثمار وشركة بغداد الغازية فقد سجلا متوسط عائد أسهمها اقل من متوسط عائد محفظة السوق وان تباينهما قد سجلا أعلى من تباين محفظة السوق ، مما يتضح إن هذين الشركتين اقل كفاءة وأداء قياسا بالشركات الخمسة التي ذكرناها وفق هذا المؤشر بالرغم من ارتفاع ثلاث شركات في مخاطرتها الكلية ( التباين ) إلا إن ارتفاع متوسطات عوائد أسهمها قد تبرر هذا الارتفاع .

أما الشركات الثلاثة الأخرى فقد سجلت اقل تباينا قياسا بتباين محفظة السوق وهي مصرف الشرق الأوسط ( ٠,٤٩٢٤ ) وشركة الهلال الصناعية ( ٠,٧١٢٤ ) والشركة العراقية للبذور ( ٠,٠٥٠٧ ) وتعد الأقل مخاطرة قياسا بتباين السوق وتباين متوسط العائد للشركات عينة البحث ، بالرغم من إن متوسط عائدته قد سجل اقل من متوسط عائد محفظة السوق . وعند

مقارنتها ( العراقية للبذور) مع ( شركة الهلال الصناعية) فتعد الأولى الأفضل أداءً قياساً بالأخير في ضوء المؤشرين العائد والمخاطرة ، أما مصرف الشرق الأوسط فيعد الأفضل أداءً قياساً بالشركتين (العراقية والهلال) وذلك لارتفاع متوسط عائد أسهمه قياساً بهذين الشركتين بالرغم من انخفاض متوسط العائد عن المتوسط العام للسوق وارتفاع مخاطرته الكلية قياساً بالشركة العراقية إلا إن حالة الارتفاع في عائد أسهمه خلال المدة قد يبرر هذا الارتفاع في هذه المخاطرة ، وبمقارنة هذا المصرف مع شركة بغداد الغازية فان هاتين الشركتين متقاربتان في متوسط عوائدهما مع تفوق الأخير بنسبة (٢,٠%) إلا إن مقدار المخاطرة الكلية للأخير أعلى بمقدار (٦مرات) عن الأول مما يعني إن هذا المصرف في ضوء هذا الاستنتاج أفضل كفاءة وأداءً من شركة بغداد وذلك لارتفاع مخاطرته أكثر من نسبة ارتفاع متوسط عائده خلال المدة المبحوثة وجدول (٢) يوضح ذلك .

جدول (٢) المخاطرة الكلية (التباين)

القطاع	السنة الشركة	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	المجموع
المصارف	الشرق الأوسط	٠,٣٤٨١	٠,٠٠٠١	٠,٠٥٧٦	٠,٠٨٤١	٠,٠٠٢٥	٠,٤٩٢٤
	الاستثمار	٠,٥٠٦٩	٠,١٥٣٦	٠,١٩١٨	٠,٩٩٦٠	٠,١١٠٢	١,٩٥٨٥
	دار السلام	١,٢١	٠,١٣٦٩	٠,٠٣٢٤	٥,٠٦٢٥	٠,٣٦	٦,٨٠١٨
التأمين	الأهلية	٠,٠٩١٢	٠,٠٣٦٨	٠,١١٠٢	٠,٢٣٨١	٠,١١٤٢	٠,٥٩٠٥
	الخبر	٠,١٥٦٨	٠,٥٥٦٥	٠,٣٥٥٢	٢,٤١٤٩	٠,٠٣٣٨	٣,٥١٧٢
الخدمات	للاستثمار المالي	٠,٢٢٦٥	٠,٠٥٥٧	٠,٠٩٢٤	٠,١٣٢٥	٠,٠٠١٩	٠,٥٠٩
	المعمورة العقارية	٠,٤٦٥١	٠,١٥٣٦	٠,٠٨٢٩	١,٦٥٨٩	٠,٢٥٢٠	٢,٦١٢٥
الصناعة	بغداد الغازية	٠,١٠١١	٠,١١٠٢	٠,٢٣٢٣	٠,٠٠٠٥	٠,٢٦٨٣	٠,٧١٢٤
	الهلال الصناعي	٠,١٩٣٦	٠,٣٤٨١	١,٣٤٥٦	٠,٥٩٢٩	٠,٢٩١٦	٢,٧٧١٨
الفنقة والسباحة	فلسطين	٠,١٩٣٦	٠,٣٤٨١	١,٣٤٥٦	٠,٥٩٢٩	٠,٢٩١٦	٢,٧٧١٨
الزراعة	العراقية للبذور	٠,٠٠٥٥	٠,٠٠١٩	٠,٠٢٧٥	٠,٠١٢٩	٠,٠٠٢٩	٠,٠٥٠٧
	المحفظة	٠,٢٥٩١	٠,٠١٧٤	٠,٠٣٨٨	٠,٤٠٥٧	٠,٠٣٧٢	٠,٧٥٨٢

المصدر : إعداد الباحث

ثالثاً - مقياس  $M^2$ :

يعد هذا المقاس من المقاييس المهمة والحديثة في مجال قياس أداء المحفظة الاستثمارية وبدءاً من تغيير مقياس (Sharp) والذي هو أيضاً من المقاييس المعتمدة والمهمة في هذا المجال بعده هو احد الرواد الذين وضعوا الأسس والمعايير لهذا المفهوم .

ويتبين من جدول (٣) إن هناك تغييرات طرأت عند استخدام هذا المؤشر قد تكون متوافقة أو غير ذلك مع جدول (١) قد تكون سببها انخفاض المخاطرة الكلية عند بعض الشركات بالرغم من إنها قد سجلت متوسطات عوائد أسهمها اقل من عائد محفظة السوق وخاصة في الشركات



( الشرق الأوسط والهلال الصناعية والعراقية للبذور ) وتعد الأخيرة بمثابة الوسيط تقريبا ما بين الشركتين في متوسط عائده إلا أن مخاطرته كانت منخفضة بالنسبة لهاتين الشركتين والشركات المبحوثة الأخرى مما أدى إلى ارتفاع مقدار ( $P^*$ ) له قياسا بالشركات الأخرى وبلغ (٣,٨) وهذا المقدار قد أثر أيضا في متوسط عائد هذه الشركة الذي كان منخفضا وسجل قيمته بالسالب ، وهذه الحالة تنطبق أيضا مع شركة الهلال الصناعية إلا إن قيمة ( $P^*$ ) هي أقل مما سجلته الشركة العراقية وذلك لارتفاع مخاطرته الكلية قياسا بالأخير ، وهي أقل بقليل من تباين محفظة السوق والتي سجلا على التوالي (٠,٧١٢٤) (٠,٧٥٨٥) مما أدى قسمة الأخير على الأول إلى ارتفاع مقدار ( $P^*$ ) بنسبة أقل من الشركة العراقية ، وكل من الشركات الثلاث لم تضم إلى المحفظة الكفاءة على وفق مؤشر معدلات العائد المتحققة لأسباب مذكورة سابقا إلا أن وفق هذا المؤشر أو المقياس فتعد من العناصر المهمة التي يجب أن تضم إلى المحفظة وذلك لارتفاع قيمة ( $M^2$ ) لهم وخاصة الشركة العراقية قياسا بمعدل عائد محفظة السوق من جهة ، كما إن هذا المقياس هو أكثر دقة من الاعتماد على معدلات العائد لهذه الشركات لأنه يأخذ بنظر الاعتبار حالة المخاطرة والمتمثلة بالانحراف المعياري لهذه الشركات مما يسهل في تفسير التفاوت واختلاف العائد قياسا إلى مقياس (Sharp) والى معدلات العوائد المتحققة من جهة أخرى . لذلك يتبين من الجدولين (١) و (٣) إن هناك شركات تم ضمها إلى المحفظة الاستثمارية لأسباب سبق أن تم ذكرها في تحليل عائد محفظة السوق ، وتم أيضا ضمها إلى هذه المحفظة وذلك لارتفاع مقياس ( $M^2$ ) لهم قياسا بمعدلات عائد أسهم محفظة السوق والشركات هي ( دار السلام المصرفية والخير للاستثمار المالي وفندق فلسطين ) بالرغم من انخفاض قيمة ( $P^*$ ) وذلك لارتفاع مخاطرتهم الكلية قياسا بتباين محفظة السوق وقد سجلوا أقل مما سجلت الشركات الأخرى المبحوثة إلا إن حالة الارتفاع في متوسطات عوائد الأسهم قياسا بمحفظة السوق أدت إلى ارتفاع مقدار ( $M^2$ ) وهذه الحالة معاكسة تماما مع حالة الشركتين الهلال الصناعية والعراقية للبذور ، أما حالة مصرف الشرق الأوسط فتعد حالة وسيطة تقريبا ما بين الحالتين وذلك لارتفاع قيمة ( $P^*$ ) له وهذا يتوافق مع حالة الشركتين (الهلال العراقية) وحالة الارتفاع في متوسط عائد أسهمه يتوافق مع حالة الشركات الثلاثة (دار السلام والخير وفلسطين) إلا أنه أقل من متوسط عائد محفظة السوق مما أثر في مقدار ( $M^2$ ) له وهو أعلى مما سجلته شركة الهلال الصناعية وذلك لارتفاع مخاطرة الأخيرة قياسا بالأولى مما أدى إلى انخفاض قيمة ( $P^*$ ) له .



أما الشركات الأربعة الأخيرة وهي (مصرف الاستثمار والأهلية للتأمين والمعمورة العقارية وبغداد الغازية) فقد سجلوا قيمة ( $M^2$ ) بالسالب مما يعني انخفاض هذا المقياس قياسا بمعدل عائد محفظة السوق فأن ذلك يدل على الأداء الضعيف للمحفظة بوجود هذه الشركات بالرغم من ارتفاع متوسط العائد لشركتين هما (الأهلية للتأمين والمعمورة العقارية) قياسا بمتوسط عائد السوق إلا إن حالة الارتفاع في قيمة ( $P^*$ ) قد أثر سلبيا على المقياس بعد طرح مقدار ( $R_m$ ) منه بالرغم من انخفاض مخاطرتهما الكلية قياسا بتباين محفظة السوق ويعود سبب ذلك إلى نسبة الارتفاع في متوسط عائديهما كان مقاربا إلى متوسط عائد محفظة السوق بنسبة على التوالي (1,1%) و(1,5%) قياسا بالشركات الثلاثة (دار السلام والخير وفلسطين) الذين سجلوا متوسطات عوائد أسهمهم بفارق أكبر عن المحفظة السوقية مما أثر بشكل إيجابي على هذا المقياس من جهة وحالة الارتفاع في المخاطرة الكلية كان لها الدور أيضا في تخفيض مقدار ( $P^*$ ) عن (1) عدد صحيح مما أثر بشكل إيجابي على مقدار ( $M^2$ ) من جهة أخرى أما الشركتان الأخرتان هما (مصرف الاستثمار وبغداد الغازية) بالرغم من أنهما قد سجلا متوسط عائديهما مرتفعا قياسا بالشركات (الشرق الأوسط والهلال الصناعية والعراقية للبذور) كما إن مقدار ( $P^*$ ) كان منخفضا قياسا بالشركات الثلاثة إلا إن انخفاض متوسط عائديهما قياسا بعائد محفظة السوق فضلا عن ذلك ارتفاع مخاطرتهما الكلية قياسا بتباين السوق مما أثرا في انخفاض هذا المقياس قياسا بمعدل العائد لمحفظة السوق وجدول رقم (3) يبين ذلك. وهذه الحالة معاكسة تماما لحالة الشركتين (الأهلية للتأمين والمعمورة العقارية) اللتين أيضا سجلتا مقياسا منخفضا لأسباب تم ذكرها سابقا.

وإذا ما أجرينا مقارنة بسيطة ما بين (مصرف الاستثمار وبغداد الغازية) مع شركة (الشرق الأوسط المصرفية) نلاحظ أن هذه الشركات الثلاثة قد سجلت قيم عوائدها أقل من معدلات العائد لمحفظة السوق وجدول رقم (1) يبين ذلك، إلى أن مخاطرتهما الكلية كانت مرتفعة في هاتين الشركتين عدا الشركة الأخيرة (الشرق الأوسط) بمقدار أكبر من حالة الانخفاض في الشركة الأخيرة كما هو مبين في جدول (2) وهذا أدى إلى ارتفاع قيمة ( $P^*$ ) عن (1) عدد صحيح بالنسبة للأخير وبالتالي إلى ارتفاع مقدار  $\{r(P^*)\}$  من جهة وحالة الانخفاض في متوسط عائد أسهمه قياسا بالشركتين قد خفف من مقدار هذا الارتفاع في معادلة  $\{r_i(1-P^*)\}$  من جهة أخرى قد بالمحصلة النهائية إلى ارتفاع قيمة ( $M^2$ ) له بمقدار (1,704) عن

معدل عائد السوق قياساً بالشركتين الآخريتين اللتين كانتا معاكستين تماماً لما تم تحليله على وفق هذا المقياس وجدول (١) و (٢) و (٣) يبين ذلك .  
جدول (٣) مقياس  $M^2$  ( الأرقام كنسبة مئوية)

التطاع	الشركات	P	RP	R <sub>i</sub>	1-	R <sub>i</sub> (1-P)	R(p)+R(1-p)	M <sup>2</sup>
المصارف	الشرق الأوسط	١,٢٤	٢٢,٤٤٤	١١	٠,٢٤-	٢,٦٤-	١٩,٨٠٤	٤
	الاستثمار	٠,٦٢	١١,٢٢٢	١٥,٢	٠,٣٨	٥,٧٧٦	١٦,٩٩٨	-
	دار السلام	٠,٣٤	٦,١٥٤	٥٥	٠,٦٦	٣٦,٣	٤٢,٤٥٤	٤
التأمين	الأهلية	١,١٣	٢٠,٤٥٣	١٩,٢	٠,١٣-	٢,٤٩٦-	١٧,٩٥٧	-
	الخير	٠,٤٦	٨,٣٢٦	٤٤,٦	٠,٥٤	٢٤,٠٨٤	٣٢,٤١	١
الخدمات	المعمورة العقارية	١,٢٢	٢٢,٠٨٢	١٩,٦	٠,٢٢-	٤,٣١٢-	١٧,٧٧	-
	بغداد الغازية	٠,٥٤	٩,٧٧٤	١١,٢	٠,٤٦	٥,١٥٢	١٤,٩٢٦	-
الصناعة	الهلال الصناعية	١,٠٣	١٨,٦٤٣	٢٧,٢-	٠,٠٣-	٠,٨١٦	١٩,٤٥٩	٩
	فلسطين	٠,٥٢	٩,٤١٢	٣٤	٠,٤٨	١٦,٣٢	٢٥,٧٣٢	٧
السياحة								
الزراعة	العراقية للبذور	٣,٨	٦٨,٧٨	١,٦-	٢,٨-	٤,٤٨	٧٣,٢٦	٦

المصدر: من إعداد الباحث

(١) Rp هو معدل العائد لمحفظه السوق (Rm) وقيمه (١٨,١)

ان أهم ما نستنتجه من هذا التحليل هو كيفية اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة للمستثمر العراقي على وفق هذا المقياس ، فمن الجدول (٤) يمكن تلخيص أهم النقاط الأساسية التي على ضوئها يتم اختيار هذه المحفظة فإذا أراد المستثمر اختيار المحفظة وتقييم أداءها على أساس معدلات العائد دون أن يأخذ بنظر الاعتبار المخاطرة ، فالمحفظة تتألف من الشركات الآتية (مصرف دار السلام والخير للاستثمار المالي وفندق فلسطين والمعمورة العقارية والأهلية للتأمين ) تم ترتيبها تنازلياً حسب ارتفاع معدلات عوائد أسهم الشركات عينة البحث مع استبعاد الشركات المنخفضة العائد قياساً بعائد محفظة السوق إذا كان المستثمر يبحث عن العائد المتوقع من أسهم الشركات بغض النظر عن المخاطرة التي يتعرض لها ، أما إذا كان المستثمر متحفظاً يبحث دائماً على أقل مخاطرة لمحفظته ، فالمحفظة تتمثل وفق ذلك من الشركات الآتية ( العراقية للبذور والشرق الأوسط والمعمورة العقارية والأهلية للتأمين والهلال



الصناعية) وتم ترتيبها تصاعديا حسب درجة المخاطرة الكلية مع استبعاد الشركات الأعلى مخاطرة (تباين) قياسا بتباين محفظة السوق .

ويمكن أن نستنتج من المحفظتين أن هناك شركات تم أخذها على المستويين العائد والمخاطرة وحسب درجة الارتفاع والانخفاض عن مستوى عائد ومخاطرة محفظة السوق وهي (المعمورة العقارية والأهلية للتأمين) إلا إن هاتين الشركتين لم تضما في محفظة (M2) بالرغم من وجوديهما في المحفظتين العائد والمخاطرة وذلك لأن هذا المؤشر لا يأخذ العائد أو المخاطرة فقط وإنما يأخذ الاثنان معا عند تقييم وقياس أداء المحفظة وعلى ضوء المقارنة مع معدل عائد السوق يتم اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة وهي تتمثل بالشركات الأتية وحسب درجة ارتفاع مقياس (M2) عن هذا العائد (العراقية للبذور ومصرف دار السلام والخير للاستثمار المالي وفندق فلسطين ومصرف الشرق الأوسط والهلال الصناعية) ويمكن أن نستنتج من ذلك إن هذه المحفظة هي التي يريدها المستثمر العراقي على وجه الخصوص وتعد محفظة متوازنة فمنها مرتفع العائد والمخاطرة ومنها العكس صحيح وجدول (١) و (٢) و (٣) و (٤) يوضح ذلك .

جدول (٤) محافظ الأسهم

محفظة العائد	معدل العائد %	محفظة المخاطرة	المخاطرة الكلية	محفظة M <sup>2</sup>	M <sup>2</sup>
دار السلام	٥٥	العراقية للبذور	٠,٠٥٠٧	العراقية للبذور	٥٥,١٦
الخير للاستثمار	٤٤,٦	الشرق الأوسط	٠,٤٩٢٤	دار السلام	٢٤,٣٥٤
فلسطين	٣٤	المعمورة العقارية	٠,٥٠٩	الخير للاستثمار	١٤,٣١
المعمورة العقارية	١٩,٦	الأهلية للتأمين	٠,٥٩٠٥	فلسطين	٧,٦٣٢
الأهلية للتأمين	١٩,٢	الهلال الصناعية	٠,٧١٢٤	الشرق الأوسط	١,٧٠٤
				الهلال الصناعية	١,٣٥٩
معدل عائد المحفظة	١٨,١	تباين عائد المحفظة	٠,٧٥٨٢	معدل عائد المحفظة	١٨,١

المصدر : إعداد الباحث



## المحور الرابع الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً - الاستنتاجات :

أ- وجد من خلال النتائج التي تم التوصل إليها إن هناك شركات قد سجلت أعلى معدلات العائد لأسهمها مقارنة بمعدل العائد لمحفظه السوق وتمثلت في خمس شركات والتي على أساسها تم اختيار المحفظة تستند على هذا المؤشر فقط دون أن تأخذ بنظر الاعتبار المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة .

ب- وجد من النتائج في مؤشر المخاطرة الكلية (التباين) إن هناك شركات قد سجلت أدنى مستوى لها من هذه المخاطرة قياساً بتباين محفظة السوق وتمثلت أيضاً في خمس شركات وعلى أساسها تم اختيار المحفظة الاستثمارية تستند فقط على هذا المؤشر دون أن تأخذ معدلات العائد لهذه الشركات .

ج- وجد من النقطتين أعلاه أن هناك شركتين تم ضمها على أساس العائد مرة والمخاطرة مرة أخرى وتمثلت في المعمورة العقارية والأهلية للتأمين مما يؤكد كفاءة أدائهما في ضوء المؤشرين العائد والمخاطرة .

د- وجد إن هناك ست شركات تم اختيارها كمحفظة استثمارية كفوءة مستندة إلى مقياس  $M^2$  ( بعده أحد المقاييس المهمة لأداء المحفظة من خلال مقارنته مع معدل العائد لمحفظه السوق .

هـ - وجد أن هناك ثماني شركات من عينة البحث تتوافق مع فرضية البحث الأولى عدا مصرف الاستثمار وشركة بغداد الغازية ، فكلتا الشركتين منخفضة العائد ومرتفعة المخاطرة مما تناقضت مع هذه الفرضية وتم استبعادها من المحفظتين (العائد والمخاطرة) .

و- إن الاستنتاج الذي وجد في نقطة (٤) يتوافق مع الفرضية الثانية للبحث عدا شركتين هما مصرف الاستثمار وشركة بغداد الغازية لذا تم استبعادهما من المحفظة الاستثمارية الكفوءة وذلك لانخفاض مقياس  $M^2$  لهما عن معدل العائد لمحفظه السوق.

ز- إن المستثمر على وفق هذه النتائج حر في اختيار أي من المحافظ الثلاثة على وفق تفضيلاً ته المبنية على الخبرة الى جانب التحليل والدراسة ، إلا إن أفضل محفظة يمكن أن يختارها المستثمر كمحفظة كفوءة وفق هذا التحليل هي محفظة  $M^2$  وذلك لان هذا المقياس يأخذ بنظر الاعتبار العائد والمخاطرة دون أن يستبعد احدهما دون الآخر .

## ثانياً - التوصيات

- أ- ضرورة قيام المستثمرين بالدراسة والتحليل للشركات المراد الاستثمار في أسهمها قبل الشروع في عملية الاستثمار بشكل عام والمحفظة بشكل خاص.
- ب- تنشيط المعلومات لدى المستثمرين على المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية في مجال الاستثمارات وكيفية تنويعها واستخدام المشتقات المالية في التحويط .
- ج- ضرورة تنشيط وإعداد برامج تدريبية وتنقيفية بمختلف الوسائل في توضيح أهم التطورات التي تحدث على حركة الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية لكي يكون المستثمر على إطلاع دائم لهذه التطورات.
- د- ضرورة الابتعاد عن الأساليب الكلاسيكية في مزاوله الأعمال الاستثمارية والعمل بالاعتماد على الأساليب الحديثة والمتطورة في عرض وقائع السوق وإجراء التحليلات عليها من قبل مختصين وخبراء في هذا المجال .
- هـ - ضرورة تفعيل استخدام المقاييس المالية المعتمدة عليها عالميا في تقييم أداء أي مشاريع استثمارية والتي من ضمنها المحفظة ، وماهي النتائج التي يتم التوصل إليها في ضوء هذه المقاييس مع الأخذ بنظر الاعتبار حالة التغييرات التي يشهدها البلد .

## المصادر

- ١- التميمي و الجنابي ، ارشد فؤاد مجيد، لميس محمد مطرود: ( تصميم محفظة الأسهم العادية المثلى والمحفظة البديلة ) دراسة تطبيقية، الكلية التقنية الإدارية، ٢٠٠١.
- ٢- الحسيني والدوري، فلاح حسن عداي، مؤيد عبد الرحمن عبد الله: ( إدارة البنوك - مدخل كمي واستراتيجي معاصر ) عمان، الأردن، دار وائل للطباعة والنشر، ٢٠٠٠.
- ٣- العاني، محمد علي عبد اللطيف: ( اندماج الأسواق المالية الدولية - أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ) بغداد، بيت الحكمة، ٢٠٠٢.
- ٤- العامري والعلي، محمد علي إبراهيم، اسعد حميد عبيد: ( استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية ) دراسة تطبيقية، مجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد (١)، العدد (٤)، حزيران، ٢٠٠٢.
- ٦- الكروي ، بلال نوري سعيد : ( إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية ) ، رسالة ماجستير ، جامعة كربلاء ، ٢٠٠٥.

- ٧- الميداني ، محمد أيمن عزت: ( الإدارة التمويلية في الشركات ) الظهران، المملكة العربية السعودية، ١٩٨٩ .
- ٨- هندي، منير إبراهيم: ( إدارة البنوك التجارية - مدخل اتخاذ القرارات ) ط٣، ٢٠٠٠.
- ٩- نشرة سوق العراق للأوراق المالية: (النشرات السنوية للشركات للمدة من ٢٠٠١ - ٢٠٠٥).
- 9- Bodie / Zvi : Alex, Kane :Alan ,Marcus : (Investments) 4<sup>th</sup> . ed Irwin Mc Graw-Hill 1999 .
- 10- Bodie / Zvi :Alex ,Kane: Alan, Marcus: (Essentials of Investment ) 4<sup>th</sup> . ed Irwin Mc Graw-Hill 2001.
- 11- Brealey , Richard and Myers , Stewart: (principles of Companies Inc, international Edition )1991.
- 12- Fabozzi, Frank and Modigliani , Franco ( Capital Market) Prentice Hall Upper Seddle River , New Jersey , 1996.
- 13-Francis , Jack Clerk ( Investment : Analysis And management ) 5<sup>th</sup> . ed Mc Graw ,Inc 1991.
- 14- Hempel , George and Simonson , Donald : (Bank Management text And Cases )5<sup>th</sup> .ed John Wiley and Sons , Inc., 1999.
- 15- Hornby . As :( Oxford Advanced learner's Dictionary ) 7ed.Oxford university press .2004
- 16- Jones , Charles ( Investment ) 7<sup>th</sup> .ed John Wiley And Sons ,Inc, 2000
- 17-Merriam.Webster's:(Collegiate dictionary) 0ed .Incorporated .U.S.A. 1999.
- 18-Rao , K S Ramesh ;( Financial Management )2<sup>nd</sup> .ed ., Macmillan pub ,1992.
- 19-Ross, Stephen ; Westerfield ,Randolph ,W .and Jordan ,d., Bradford : (Fundamentals Of Corporate Finance) 4<sup>th</sup> .ed Irwine /Mc Graw -Hill Companies,1998.