



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الكويت

كلية الإدارة والاقتصاد / قسم إدارة الأعمال

الدراسة التحضيرية لامتحان شركات القطاع الخاص العمومية

ورمالة مقدمة

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة الكويت وهي جزء من
متطلبات نيل درجة الماجستير علوم في إدارة الأعمال

تقدمت بها

إيليا ماسن الحسن اللخيم

بإشرافه

الأستاذ الدكتور

إلكم ماسن محمد الربيعي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الحمد لله



{ وَأَنَّ لَيْسَ لِلْإِنْسَانِ إِلَّا مَا سَعَى (39) وَأَنَّ سَعْيَهُ سَوْفَ يُرَى (40) ثُمَّ
يُجْزَاهُ الْجَزَاءَ الْأَوْفَى (41) وَأَنَّ إِلَى رَبِّكَ الْمُتَّقَى (42) } النجم

{ وَقُلْ أَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولَهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَى
عَالَمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ } التوبة 105

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



إلى من :-

حملوا أمام الأجيال مشعل العلم فبقروا العلم بقرا وفتحوا
لي مدينة العلم بأوسع أبوابها هم : محمد وأهل بيته
الطاهرين صلوات الله عليهم أجمعين أهدبهم سطوربي
المتواضعة .

دفعوني جاهدة لأسلك فجاج العلم وأخوض غمراته في كل
لحظة من حياتي مع أيديهم التي ظلت مرفوعة إلى السماء
تدعولي رب السماء والأرض ليخرجني من ظلمات الوهم
ويكرمني بنور الفهم هم : والدي الكريمين هذه ثمرتهم
أهدبها إليهما وكلماتي بين هاتين الدفتين شكراً لهما.

صحبوني طفلة ورافقوني لأتسلق جبال الفكر الصحيح
وأكتشف أعماق الآثار العلمية وأقتحم ميادين حملة
السلاح الفكري حتى أكون في عداد الباقيين بأثارهم ما
بقى الدهر وهم أساتذتي أهدبهم ما تعلمته منهم هدية
مقرونة بالإخلاص والفخر .

هم مني وأنا منهم هم فخري وعزي هم من أفتخر
بخدمتهم وأعمل لأجلهم هم أهل وطني وثمار
بلدتي أهدبهم جهدي المتواضع أتمنى أن يكون
مسطراً على قلوبهم يذكروني إذا ضمني التراب
وغمالي الثرى .

لكن

شكر وتقدير

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
أَشْكُرُكَ يَا رَبِّ الْعَالَمِينَ
أَشْكُرُكَ يَا رَبِّ الْعَالَمِينَ
أَشْكُرُكَ يَا رَبِّ الْعَالَمِينَ

رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت عليّ وعلى والديّ وأن أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين)(النمل 19)(سبح الله العظيم) والصلاة والسلام على جميع الأنبياء والمرسلين نخص منهم بالذكر سيدنا محمداً صلى الله عليه وآله وسلم سيد أهل العزم وخاتمهم , وصفوة الخلق أجمعين , وعلى أهل بيته السادة الغر المحجلين من العترة الطاهرة النبوية , وعلى أصحابه أصحاب الفضائل القوية والنفحات الشذية .

في البدء أتقدم بوافر الشكر والتقدير والاحترام إلى من أسند جهدي وشجعت صبري وتعقب أمرني بالبصيرة النيرة إلى أسنّاذي ومعلمي ((أ.د.حاکم محسن محمد)) عميد الكلية الذي تفضل بالإشراف على هذه الرسالة داعية من الله أن يبارك لنا في أسنّاذنا القدوة وأن يثيبه على جهاده الشاق النبيل في خدمة العلم وطلابه .

وأقدم شكري وثنائي للسادة الأساتذة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بمناقشة هذه الدراسة , وإبداء ملاحظاتهم العلمية القيمة .

ويدعو واجب العرفان أن أتقدم بخالص شكري وتقديري إلى جميع أساتذتي الأفاضل في كلية الإدارة والاقتصاد الذين نهلت من علمهم في المرحلة الجامعية وأخص منهم بالذكر , (أ.د. عباس الحميري), (أ.د. هاشم مرزوك) رئيس قسم الاقتصاد, (أ.د. علاء فرحان) رئيس قسم العلوم المالية والمصرفية, (أ.د. عبد المسين حسن حبيب) معاون العميد العلمي, (أ.م.د. توفيق عباس عبد عون) معاون العميد الإداري, (أ.م.د. محسن عبد الله حسن), (أ.م. فارس جعباز), (أ.م. فؤاد حمودي), (م.د. كريم ضمد) وفقهم الله لكل خير .

وخالص شكري وتقديري إلى (أ.م.د. أكرم الياسري) رئيس قسم إدارة الأعمال و (أ.م.د. طلال محمد علي) رئيس قسم المحاسبة وفقهم الله .

ويقتضي الوفاء أن أقدم شكري وتقديري إلى أسنّاذي الفاضل (أ.م.د. عواد كاظم شعلان) رئيس قسم الإحصاء لما قدمه لي من مساعدة وإرشادات علمية وفقه الله .

وكما أشكر (أ.د. عبود جودي الحلبي) رئيس جامعة أهل البيت لمراجعتة الرسالة لغوياً بكل إخلاص وإتقان .



وأسعدني أن أقدم خالص شكري وتقديري إلى كل
من الأساتذة (م.د. صفاء عبد الجبار) و(م.د. رحيم كاظم)
(م.د. عامر عمران) و(م.م. محمد علي جعفر) و(م.م. سعدي أحمد
شهيد) و(م.م. مشكور حنون) و(م.م. محمود فهد)
و(م.م. علي خلف).

كما يقتضي الوفاء أن أتقدم بالشكر الخاص وعظيم
امتناني إلى كل من الأساتذة (م.م. ميثاق هاتف عبد السادة)
و (م.م. بلال نوري سعيد) و(م.م. سحر عباس حسين) على ما
وجدت فيهم من راحة صدر وحسن مساعدة ولما قدموه لي من
نصائح وإرشادات .

ومن واجب الاعتراف بالجميل لا يسعني إلا أن أتقدم بخالص شكري وثنائي
للإخوة والأخوات منتسبي المكتبة المركزية في الجامعة ومكتبة كلية
الإدارة والاقتصاد على ما بذلوه وبذلونه من جهد وعناء خدمة لإخوانهم طلبة
الدراسات العليا.

ويسرني أن أتقدم بوافر شكري وتقديري واعتزازي إلى الأخت العزيزة
(زينب حسن عبود) سكرتارية مكتب العميد لما قدمته لي من رعاية واهتمام
بالخيرين.

وجزيل شكري وامتناني إلى الأخت (جنان مهدي شهيد) وإلى كادر شعبة
المسابقات وإلى كافة إخواني وأخواتي منتسبي كلية الإدارة والاقتصاد.
ويقتضي الوفاء أن اخص باعتزاز وتقدير عميقين وبالامتنان الصادق إلى
إخواني وزملائي طلبة الدراسات العليا وإني مدينة بالعرفان لهم لتعاونهم
التام وإخلاصهم الصادق وصحبهم الأخوية الطيبة , إخواني (علي , عبود , أمير
, حسام , ماجد , فاطمة , نغم) .

وأتقدم بكل كلمات البر وأسمى معاني الإجلال والإكبار وخفض الجناح إلى
اللذين ربياني صغيراً والديّ الكريمين وإلى جميع أهلي وإخوتي وأخواتي
وبالأخص أخي (سيد زيد) عسى أن أكون ثمرة طالحة فأرد بعضاً من فضلهم .
وشكري وتقديري لكل من مد يد العون والمساعدة لي والمشورة الصادقة وإلى
كل من أعانني ولو بكلمة طيبة وفقهم الله جميعاً فلن أنسى فضلهم وجزاهم
الله عني خير الجزاء.

وأخيراً ، أسأل الله تعالى أن يجزي الجميع عني خير الجزاء ، وأن أكون
قد وفقت في إعداد هذه الرسالة على درجة من الإتقان تيمناً بقول
الرسول (ﷺ) " إِذَا عَمَلَ أَحَدُكُمْ عَمَلًا فَلْيَتَّقِنْ " (صدق رسول الله) .

الباحثة

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
أ	الإهداء
ب - ج	شكر وتقدير
د - هـ	قائمة المحتويات
و - ح	قائمة الجداول
ط	قائمة الأشكال
ي	قائمة الملاحق
ك - ل	المستخلص
1 - 2	المقدمة
3 - 60	الفصل الأول : الإطار النظري للدراسة
3 - 32	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للمحفظة الاستثمارية
33 - 60	المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي للعائد والمخاطرة
61 - 79	الفصل الثاني : منهجية الدراسة ومراجعة بعض الدراسات السابقة
61 - 70	المبحث الأول : منهجية الدراسة
71 - 79	المبحث الثاني : دراسات سابقة
80 - 137	الفصل الثالث : بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية
80 - 101	المبحث الأول : بناء المحفظة الاستثمارية
102 - 133	المبحث الثاني : تحليل المحفظة الاستثمارية
134 - 137	المبحث الثالث : اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى
138 - 159	الفصل الرابع : اختبار الفرضيات
138 - 146	المبحث الأول : تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات
147 - 151	المبحث الثاني : تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب

159 - 152	المبحث الثالث : تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية
164 - 160	الفصل الخامس : الاستنتاجات والتوصيات
162 - 160	المبحث الأول : الاستنتاجات
164 - 163	المبحث الثاني : التوصيات
171 - 165	المصادر والمراجع
IX - I	الملاحق
	المستخلص باللغة الإنكليزية

قائمة الجداول

رقم الصفحة	الوصف	رقم الجدول
64	الشركات عينة الدراسة وفقاً للقطاعات الاقتصادية	1
65	أسعار الفائدة الرسمية	2
82	الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	3
84	الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	4
85	الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	5
86	الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	6
87	الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	7
88	الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	8
90	مصادر التمويل الممتك والمقترض لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	9
91	مصادر التمويل الممتك والمقترض لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	10
92	مصادر التمويل الممتك والمقترض لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	11
93	مصادر التمويل الممتك والمقترض لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	12
94	مصادر التمويل الممتك والمقترض لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	13
95	مصادر التمويل الممتك والمقترض لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	14
97	حقوق الملكية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	15
98	حقوق الملكية لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	16
99	حقوق الملكية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	17
100	حقوق الملكية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	18
101	حقوق الملكية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	19
101	حقوق الملكية لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	20
103	معدل العائد على الموجودات لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	21
104	معدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	22
106	معدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	23
107	معدل العائد على الموجودات لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	24
108	معدل العائد على الموجودات لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	25
109	معدل العائد على الموجودات لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	26
111	معدل العائد على الموجودات للقطاعات والسوق للفترة من 2000 - 2006	27
112	معدل العائد المطلوب لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	28
113	معدل العائد المطلوب لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	29
114	معدل العائد المطلوب لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	30
115	معدل العائد المطلوب لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	31

115	معدل العائد المطلوب لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	32
116	معدل العائد المطلوب لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	33
117	معدل العائد المطلوب للقطاعات والسوق للفترة من 2000 - 2006	34
119	معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	35
120	معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	36
122	معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	37
123	معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	38
124	معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	39
124	معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	40
126	معدل العائد على حق الملكية للقطاعات والسوق للفترة من 2000 - 2006	41
127	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	42
128	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	43
129	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	44
130	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	45
131	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	46
131	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	47
133	المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية للقطاعات للفترة من 2000 - 2006	48
133	مخاطرة محفظة السوق للفترة من 2000 - 2006	49
136	المحفظة المثلى للمستثمر المغامر	50
137	المحفظة المثلى للمستثمر المتجنب (المتحفظ)	51
139	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	52
140	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	53
142	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006	54
143	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006	55
144	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006	56
144	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات للقطاع المالي للفترة من 2000 - 2006	57
146	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات للسوق للفترة من 2000 - 2006	58
147	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006	59
148	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006	60

149	خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000	61
149	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2000	62
150	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2000	63
151	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للسوق للفترة من 2006 - 2000	64
153	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2006 - 2000	65
154	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2006 - 2000	66
156	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000	67
157	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2000	68
158	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2000	69
159	خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية للسوق للفترة من 2006 - 2000	70

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
6	نموذج المحفظة الاستثمارية المتنوعة	1
9	العلاقة بين المنفعة وثرروة المستثمر	2
10	تنوع المحفظة	3
12	تأثير تنوع ماركوتز على مخاطر المحفظة	4
13	أثر التنوع في المخاطرة غير النظامية للمحفظة	5
23	نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى	6
37	تحليل دو بونت	7
38	أشكال منحنيات العوائد	8
45	أثر حجم المحفظة على مخاطر المحفظة لمعدل الأسم	9
52	تفضيلات المخاطرة	10
59	خط سوق الأوراق المالية	11
60	علاقة العائد / المخاطرة	12

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان
١	المؤشرات المالية لعينة قطاع المصارف
١٧	المؤشرات المالية لعينة القطاع الصناعي
٧١	المؤشرات المالية لعينة القطاع الزراعي
٧١١	المؤشرات المالية لعينة قطاع الخدمات
٧١١١	المؤشرات المالية لعينة قطاع التأمين
١٣٠	المؤشرات المالية لعينة القطاع المالي

المستخلص

تحاول هذه الدراسة إبراز معالم المحفظة الاستثمارية التي تعد من أكثر المنظمات التي أخذت حيزاً هاماً في الدراسات الاستثمارية ، واتخذت صيغاً وأشكالاً متعددة . وهذا يتطلب تحديداً دقيقاً لكافة عناصرها وأنواعها مع التركيز على بعض هذه الأنواع التي تتسم بأهمية خاصة في الاستثمار .

وقد وقعت الدراسة في عدة فصول تناولت الجوانب النظرية والتطبيقية لإدارة المحافظ الاستثمارية وهي تنظيم وتخطيط لكل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية والرقابة عليها من أجل تنمية قيمتها .

وتنبع أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية من المتغيرات الاقتصادية والمالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي من خلال زيادة تدفق رؤوس الأموال في الاستثمار في الأسواق المالية عن طريق المؤسسات الاستثمارية وصناديق الادخار ، وتطور المؤسسات المالية وغير المالية والمصرفية ، والاهتمام بتحقيق الإرباح السريعة والابتعاد عن المخاطرة . وركزت الدراسة على مشكلة متمثلة في (إن وجود الاستثمارات يكون في الغالب دون دراسة وتحليل وفق أسس علمية لطبيعة ونشاط هذه المشروعات والمخاطر التي تنزامن مع نشاطها الاقتصادي ، إضافة إلى غياب المعرفة العلمية بأساليب التحليل المالي والإحصائي في دراسة الاستثمار في صناعة المشروعات وبناء محفظة استثمارية إذ إن الظروف الاقتصادية تعكس أثرها في قلب العائد والمخاطرة) .

وعليه قامت الدراسة على جملة من الأهداف تمثلت في بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية لبعض شركات القطاع الخاص من خلال تحليل العائد والمخاطرة للشركات عينة الدراسة ، وتحديد أفضل شركة من حيث تحقيقها أقل مخاطرة مع معدل عائد يفوق معدل عائد محفظة السوق وتقديم منهم علمي للمستثمر العراقي يجمع بين النظرية والتطبيق لإدارة المحفظة الاستثمارية ، وتصميم وإدارة المحفظة الاستثمارية المثلى لشركات القطاع الخاص المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

ولتحقيق هذه الأهداف قامت الدراسة على عدد من الفرضيات هي:-

1- اعتماد الأسس العلمية في بناء واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى يقلل المخاطرة التي يتعرض لها الاستثمار .

2- عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدلات العوائد (على الموجودات , المطلوب , على حق الملكية).

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات منها (بأن المخاطرة من أكثر المتغيرات تأثيراً على العائد وهي التي تحدد مستوى العائد المطلوب على الاستثمار للمحافظ الاستثمارية).

وتضمنت الدراسة بعض التوصيات منها:

محاولة النهوض بالقطاعات التي تدهورت في السنين الأخيرة والتي كان لها عائدات كبيرة سابقاً وانخفضت بسبب المشاكل السياسية والاقتصادية والأمنية وخصوصاً القطاع الصناعي والزراعي , ودعم وتطوير أسواق الأوراق المالية لفتح مجال أكبر للمستثمرين في معرفة ودراسة السوق العراقية ومستويات أداء الشركات وتسهيل إجراءات بيع وشراء الأسهم وعمليات الاكتتاب والدخول والخروج إلى هذه السوق وذلك لدعم الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي وتحقيق الازدهار في جميع القطاعات.

المقدمة

تعد محفظة الأوراق المالية من أدوات الاستثمار المركبة , فهي تتكون على الأقل من ورقتين أو أكثر تختلف من حيث النوع والجودة لمكوناتها , وإن عنصرى العائد والمخاطرة هما المعيار الحاسم للحكم على جودة المحفظة. حتى شكلت المحفظة ونظرية المحفظة حيزاً كبيراً في أدبيات الاستثمار لدورها الأساس في وضع الأسس العلمية السليمة للاستثمار بالموجودات بشكل عام , والاستثمار بالأوراق المالية بشكل خاص. ويعد "ماركوتز" من الرواد الأوائل الذين نظروا في أدبيات المحفظة ونظرية المحفظة , وأحدث نقلة نوعية في مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية من خلال مبدأ التنوع والذي يمثل جوهر نظرية المحفظة وينطوي عليه القرار الاستثماري ومن شأنه أن يسهم في تخفيض درجة التقلب في عائد الاستثمار, ويمثل العائد المتوقع والمخاطرة المتغيرين الأساسيين للقرار الاستثماري.

وإذا كانت نظرية المحفظة الحديثة قد توجت جهودها ببناء المحفظة المثلى (الكفوءة) التي هي من أهم ما توصلت إليه العلوم المالية في كيفية حماية المستثمر من مخاطر تقلبات أسعار السلع والأوراق المالية , ولما كانت السوق المالية تمتاز بالتقلب المستمر والمتأثر بعدم استقرار العوامل السياسية والاقتصادية وبالخصوص في هذه المرحلة التي تعاني من تداعيات النظرية الرأسمالية (السوق الحرة) وآثارها الكبيرة على السوق بشكل عام وعلى المستثمرين بشكل خاص, ومن هنا فإن المستثمر يحتاج إلى وعي كبير بأساليب التنوع والتحوط لحماية أمواله واستثماراته من أي اهتزاز كبير في الأسواق المالية.

لذا جاءت هذه الدراسة متناولة إدارة المحفظة الاستثمارية لبعض شركات القطاع الخاص العاملة في القطاع الاقتصادي السـة وهي (المصارف,الصناعي,الزراعي,الخدمات,التأمين,المالي) واختيرت ثلاث وثلاثين من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كعينة للدراسة للمدة 2006-2000 لضمان الوصول إلى استنتاجات وفق أسس موضوعية .

وتحقيقاً لما تقدم قامت الباحثة بتقسيم الدراسة إلى خمسة فصول إذ جاء الفصل الأول بمبحثين وذلك للإحاطة بالإطار النظري والفكري للمحفظة الاستثمارية , تناول المبحث الأول الإطار المفاهيمي للمحفظة الاستثمارية , أما المبحث الثاني فقد تناول الإطار المفاهيمي للعائد والمخاطرة .

أما الفصل الثاني فإنه ينقسم إلى مبحثين يختص المبحث الأول بمنهجية الدراسة أما المبحث الثاني فقد اختص بالدراسات السابقة العربية والأجنبية.

في حين تضمن الفصل الثالث الإطار التطبيقي للدراسة وفق ثلاث مباحث الأول بناء المحفظة الاستثمارية واختص الثاني بتحليل المحفظة الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة أما المبحث الثالث فقد اختص باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى .

في حين تناول الفصل الرابع اختبار الفرضيات إذ تضمن المبحث الأول تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات واختص المبحث الثاني بتحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب أما المبحث الثالث فقد اختص بتحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية.

بينما تناول الفصل الخامس الاستنتاجات والتوصيات بمبحثين.

الفصل الأول

الإطار النظري للدراسة
الإطار النظري للدراسة

الصفحة الأولى

الإطار المفاهيمي المحفظة الاستثمارية

الصفحة الثانية

الإطار المفاهيمي للعائد والمخاطرة

المبحث الأول

الإطار المفاهيمي للمحفظة الاستثمارية

يتناول هذا المبحث الإطار المفاهيمي للمحفظة الاستثمارية والذي يتضمن مفهوم وأهداف ونظريات المحفظة الاستثمارية وكما يلي :-

أولاً :- المحفظة الاستثمارية : المفهوم - الأهداف

Investment Portfolio : Concept , Objectives

1- المفهوم

عندما يفكر أحد الأفراد في الاستثمار في ورقة مالية جديدة يضيفها إلى محفظته الاستثمارية , يكون من المفيد الأخذ في الاعتبار علاقة هذا الاستثمار بالاستثمارات الموجودة فعلا في محفظته أو التي ستظهر في المستقبل , وبالتالي يصبح الخطر في هذه الحالة (خطرا مجمعا) تظهر فيه (محصلة) جميع الأخطار , ويكون الخطر هنا هو (خطر المحفظة) وليس خطر الاستثمار الفردي . وإن عملية الاستثمار تصف الطريق الذي يسلكه المستثمر في اتخاذ القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية ومقدار الاستثمار فيها واختيار الوقت الملائم للاستثمار (الغناوي , 2006 : 267).

والعملية الاستثمارية تهتم بكيفية تحقيق المستثمر للعائدات من خلال اتخاذ القرارات المتعلقة بالأوراق المالية التي سوف يستثمر فيها وما هو نطاق هذا الاستثمار وفي أي مكان ممكن أن يكون مناسباً . والاستثمار بشكله الواسع يعني التضحية بأموال حالية من أجل الحصول على أموال مستقبلية , والتضحية تشمل نوعين مختلفين هما الوقت والمخاطرة (Sharpe 1999 , et.al .), ويستمد مفهوم الاستثمار أصوله من علم الاقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها : الدخل والاستهلاك والادخار والاقتراض , كما عرف الاستثمار بأنه " التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن (رمضان , 2002 : 13) :-

- أ- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الموجود أو الموجودات .
- ب- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم .
- ج- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها " .
- ويعرف الاستثمار كذلك بأنه : " إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس الاكتناز " (حنفي و قريبا قصي ، 2006 : 16) .
- أما مفهوم المحفظة الاستثمارية فيطلق على مجموعة الموجودات المختلفة التي يحتفظ بها الفرد أو الشركات الاستثمارية سواء كانت تلك الموجودات تمثل عقارات أو أراضي أو أسهم وسندات ، وحتى المعادن الثمينة كالذهب والفضة والسلع المختلفة لغرض الاستثمار ، ويتحدد مفهوم المحفظة الاستثمارية في مجال التخصص بالاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصات وأسواق النقد ، وتعد المحفظة الاستثمارية أداة استثمارية مرنة يمكن الاكتتاب بها عند إصدار وحداتها أو شرائها في أي وقت من الأوقات ، كما يمكن تحويلها إلى نقد بالبيع الفوري أو الاسترداد مع استلام العائد شهرياً أو سنوياً
- (المعارف العربية ، 2001 ، 96) .
- فقد عرفت المحفظة لغوياً في قاموس (Webster) إنها " قائمة من الأسهم والسندات والأوراق التجارية المملوكة للمصرف أو المسثمر أو غيره (Webster, 2003:110) ، أما قاموس (Oxford) فعرفها بأنها " مجموعة من الأسهم المملوكة بواسطة شخص واحد أو منظمة معينة (Horn by , 2004 : 981) .
- وقد وردت مفاهيم متعددة للمحفظة الاستثمارية من قبل العديد من الباحثين والكتاب في الإدارة المالية فمنهم من يرى المحفظة إنها تشكيلة من الأوراق المالية التي تأخذ (أو لا تأخذ) بنظر الاعتبار الخصائص لأي مكون من مكوناتها (Neveu, 1981:304) (Fischer & Jordan , 1987:559) ، أو "أنها تشكيلة من الموجودات وقد تكون هذه الموجودات حقيقية كالعقارات أو مالية كالأسهم والسندات" (Weston & Copeland , 1988 :336) ، وهناك من يرى " أنها مجموعة من الأوراق المالية التي يمتلكها مستثمر معين وتتكون من عدة أنواع من الموجودات المالية " (Ross et.al, 1996:278) ، وأيضاً عرفت بأنها " عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من الأوراق الاستثمارية سواء كانت حقيقية أو مالية يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد وعند

مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنويع مكوناتها بإتباع الأساليب العلمية الصحيحة (المسيبي و الدوري , 2000 : 154) , وهناك تعاريف أخرى يتضح منها أن المحفظة أداة مالية مركبة وخليطاً من الموجودات تختلف من حيث النوع والجودة , الهدف منها الحصول على أكبر عائد بأدنى مخاطرة (Ross. ,(Gitman,2000:250) .et.al ,2000:358)

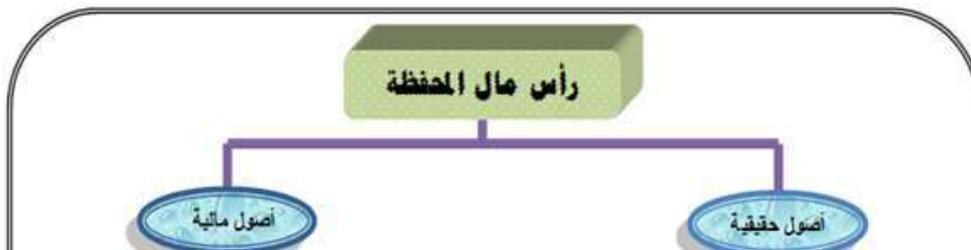
يتضح من التعاريف إن بعضها ركز على إن المحفظة تتكون من الأسهم والسندات في حين ركزت التعاريف الأخرى على إن المحفظة تتكون من العقارات إلا أنها عرفت بشكل أكثر تفصيلاً بأنها " توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية:كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والأذونات وحسابات الصرف الأجنبي, وأدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة والمنتجات الفنية , وذلك حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء إستراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعينة في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة " (الحاج مولا , 2003 : 222) , ويتضح من هذا التعريف إن المحفظة الاستثمارية تعتمد في مدى فاعلية دورها على ثلاثة عوامل رئيسية:-

أ- توليفة متنوعة من الأدوات التي تتسم بجوداها الاقتصادية المرتفعة نسبياً .

ب- إدارة تتميز بكفاءة عالية للأداء .

ج- مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام وبوجود فرص متعددة .

فالمحفظة هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة , وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها أو مأجوراً وحينئذ ستتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة , وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها , ويمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب , والعقار , والسلع... الخ , يمكن أيضاً أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم , والسندات , وأذونات الخزينة والخيارات... الخ , لكن في أغلب الأحوال تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع الأصول الحقيقية والأصول المالية معا (مطر و تيم , 2005 : 169) , ويشير الشكل 1 إلى ذلك (مطر , 1999 : 91) :-



الشكل 1

نموذج المحفظة الاستثمارية المتنوعة

المصدر : مطر , 1999 : 91

ويحاول المستثمر تجميع الأسهم في محفظة واحدة بحيث يحصل على أعلى عائدات متوقعة دون تغيير يذكر في معدل الانحراف المعياري (المخاطرة) أو يحصل على معدلات أقل في الانحراف المعياري دون أي نقصان في مستويات العائد (Van Horn , 2002 : 58).

وتناقش المحفظة الاستثمارية نظريتين هما النظرية التقليدية والنظرية الحديثة , وتقوم النظرية التقليدية لإدارة المحفظة على تقييم العائد وظروف المخاطرة لكل ورقة مالية على حدة فهي تكشف طبيعتها الذاتية , ولهذه النظرية عدة فرضيات (Gangadhar & Bahu , 2006 : 311) :-

- 1- تفترض أن السوق غير كفوءة .
- 2- إمكانية الاستفادة من حالات عدم كفاءة السوق .
- 3- يتوقع أصحاب هذه النظرية الحصول على أرباح سريعة .
- 4- كما يتوقعون بأن هناك احتمالية النمو لشركة معينة من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم .

- أما افتراضات النظرية الحديثة للمحفظة فهي كما يلي
- (Gangadhar & Bahu , 2006 : 314)-.
- 1- تفترض وجود تدفق حر وكامل للمعلومات .
 - 2- الأسواق كفوءة وتستجيب لجميع المعلومات بسرعة .
 - 3- مخاطرة الموجودات المالية داخل المحفظة تكون مرتبطة بمجال الأسواق أو بمخاطرة المحفظة وليس بشكل منفصل (منعزل) .
- والفرق بين المحفظة التقليدية والمحفظة الحديثة هو كما يلي
- (Gangadhar & Bahu , 2006 : 314)-.

المحفظة الحديثة

المحفظة التقليدية

- 1- تعتمد على تقييم العائد والمخاطرة 1- تعتمد على تعظيم العائد من لكل ورقة مالية.
 - 1- تقاس من خلال عمليات متنوعة .
 - 2- تقاس من خلال الانحراف المعياري
 - 3- تفترض أن السوق كفوءة وجميع المعلومات متوافرة للمساهمين .
 - 4- تعطي أهمية كبيرة للبيتا في قياس مخاطرتها .
- 2- يمكن تقييمها من خلال الانحراف المعياري
 - 1- تقاس من خلال عمليات متنوعة .
 - 2- تقاس من خلال الانحراف المعياري
 - 3- تفترض أن السوق غير كفوءة
 - 4- تعطي أهمية كبيرة للانحراف المعياري
- 3- تفترض أن السوق غير كفوءة
 - 1- تقاس من خلال عمليات متنوعة .
 - 2- تقاس من خلال الانحراف المعياري
 - 3- تفترض أن السوق كفوءة وجميع المعلومات متوافرة للمساهمين .
 - 4- تعطي أهمية كبيرة للبيتا في قياس مخاطرتها .
- 4- تعطي أهمية كبيرة للانحراف المعياري
 - 1- تقاس من خلال عمليات متنوعة .
 - 2- تقاس من خلال الانحراف المعياري
 - 3- تفترض أن السوق كفوءة وجميع المعلومات متوافرة للمساهمين .
 - 4- تعطي أهمية كبيرة للبيتا في قياس مخاطرتها .

إن مفهوم المحفظة جاء كرد فعل للاعتقاد السائد بأن تخفيض مستوى المخاطرة يتحدد من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الأوراق , لكن المحاولات التي عززت هذا الاعتقاد بشكل علمي سليم هو مفهوم المحفظة ونظريتها , ويعد " ماركوتز " 1952 من الرواد الأوائل الذين صاغوا افتراضات نظرية المحفظة , وأعطى المقياس الكمي للمخاطرة التي تصاحب عوائد الأوراق المالية (Corner & Mayers, 1983:1) .

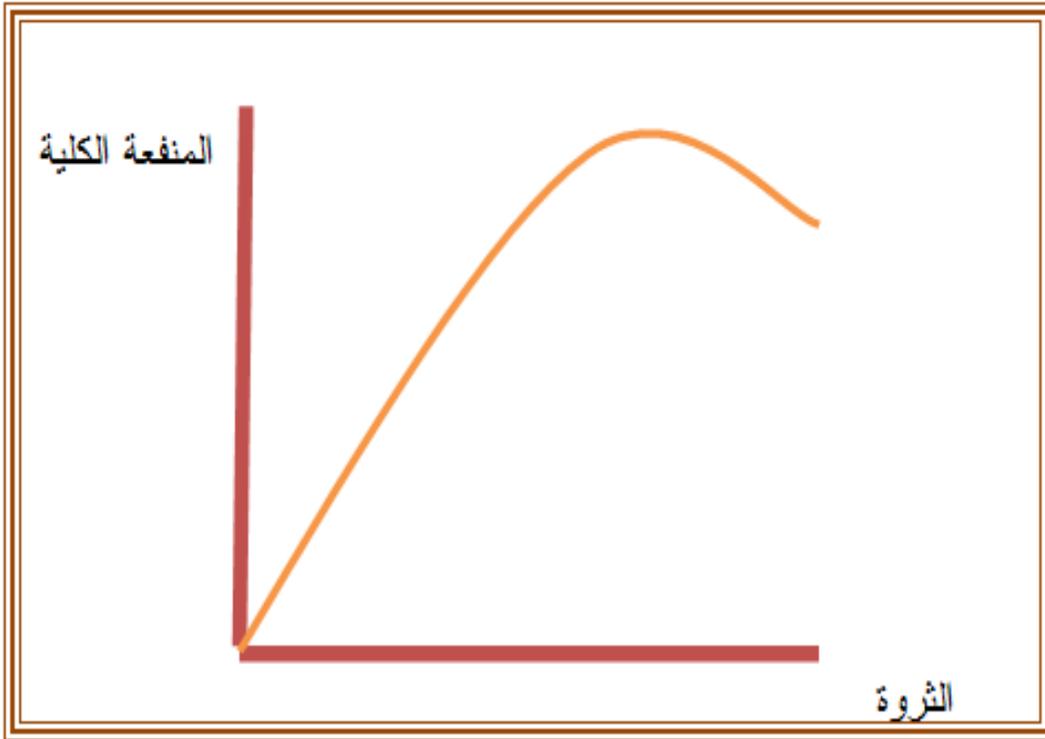
والنظرية التي صاغها " ماركوتز " نظرية معيارية تصف المستثمر بالرشد والعقلانية , أي أن المستثمر يبحث عن تنوع كفاء لمحفظته لتحقيق أعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة , أو تمتلك أقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد , وأظهر ماركوتز في هذه النظرية كيف يمكن للمستثمر تقليل الانحراف المعياري لعائدات المحفظة من خلال اختيار أسهم لا تتحرك أسعارها بنفس المستوى بالضبط (Brealey & Myers , 2000 :187) , وإن حجر الزاوية لهذه النظرية

هو قدرة المستثمرين على التنويع لتجنب المخاطر غير النظامية من خلال امتلاك مجموعة محافظ تتكون من عدد من الأسهم المختلفة (Watson & Head , 2001:227).

وتعرف نظرية المحفظة بأنها " الإطار المعرفي الذي يمكن بواسطته تقدير مقدار العائد المتوقع والمخاطرة للمحفظة " (Gangadhar & Bahu , 2006 , 288) .
وأستند ماركوتز في نظريته على عدة افتراضات فيما يتعلق بسلوك المستثمر وعلى وفق الآتي (Reilly & Brown , 2006 , 202) :-

- 1- يهتم المستثمر بالبدائل الاستثمارية والتي تكون ممثلة من خلال التوزيع الاحتمالي للعائدات خلال فترة امتلاك المحفظة .
 - 2- يعظم المستثمر المنفعة خلال الفترة الواحدة .
 - 3- يخمن المستثمرون مخاطرة المحفظة اعتماداً على التنويع في العائدات المتوقعة .
 - 4- يعتمد المستثمر في قراراته على العائد والمخاطرة ومنحنيات دالة المنفعة وعلى الانحراف المعياري والتباين للعائدات .
 - 5- عند مستوى محدد من المخاطرة يفضل المستثمرين العائدات العالية , وكذلك عند مستوى محدد من العائد المتوقع يفضل المستثمر أقل مستوى من المخاطرة .
- ثم تناول نظرية المحفظة آخرون بعد " ماركوتز " بالدراسة والتطوير أمثال: (Turner , Conan , Sharpe) وغيرهم (مطر و تيه , 2005 , 169) , ولهذه النظرية قواعدها وأصولها العلمية التي تهدف إلى حماية المستثمر من أية مفاجآت غير متوقعة قد تحدث في السوق (جابر , 1982 : 234) .

وقد استمدت نظرية المحفظة الحديثة أفكارها الأساسية من نظرية المنفعة الحدية في علم الاقتصاد اعتماداً على مبدأ تناقص المنفعة الحدية , إذ إن المستثمر يرتب البدائل الاستثمارية وفقاً لقيمة المنفعة المتوقعة لاسيما في الأجل الطويل (Sharan, 1991, 68) , معتمداً بذلك على الموازنة بين العائد والمخاطرة , لأن مثل هذه الموازنة سوف تمنح المستثمر وحدة إضافية نتيجة التغير في الثروة , وكما هو واضح في الشكل 2 , ومنه يتضح أن منحنى المنفعة يستمر في الارتفاع إلى أن يصل حداً تصبح فيه أية زيادة في الثروة تسبب تناقصاً في إجمالي المنفعة المتحققة من الأموال المستثمرة (Gitman , et.al , 1985 : 250) .



الشكل 2

العلاقة بين المنفعة وثروة المستثمر

Source : Gitman , et.al , 1985 : 250

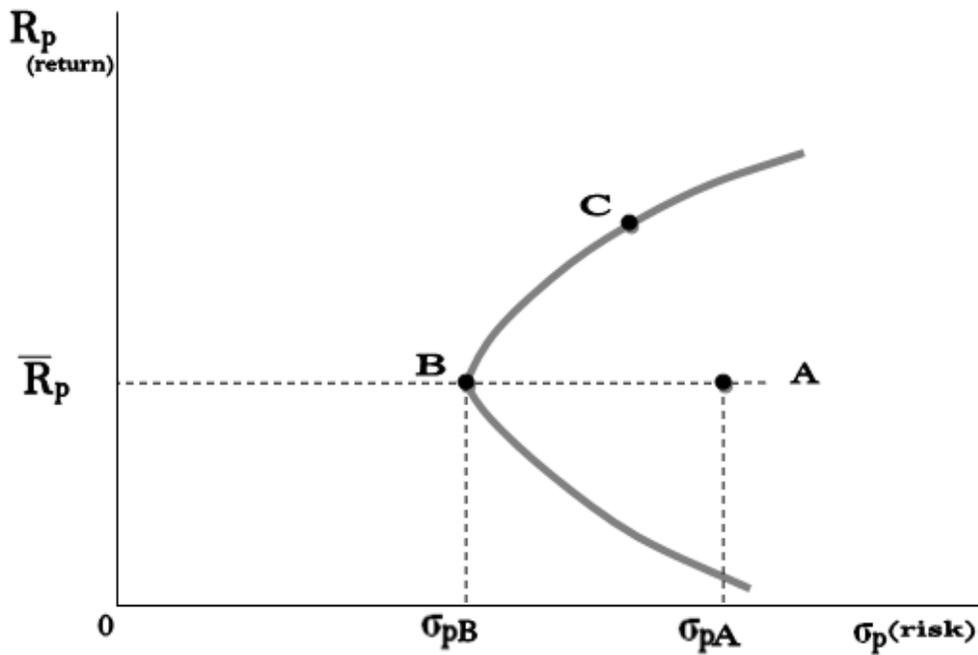
وتعتمد نظرية المحفظة الحديثة على العوامل التالية

-(Gangadhar & Bahu , 2006 : 311)-

1- التنوع 2- إدارة المحفظة 3- دور ألبيتا β **التنوع Diversification**

إن مضمون المنفعة الحدية للأموال المستثمرة ينعكس في قاعدة التنوع (Diversification) لماركوتز ومفادها إن امتلاك المستثمر أوراقاً مالية متنوعة يقلل من نسبة المخاطرة لأن العائدات غالباً ما لا تسير باتجاه واحد , فالتنوع هو " توزيع المبلغ المستثمر على عدد من الموجودات والذي سيؤدي إلى إزالة جزء من مخاطرها " , وتظهر مزايا التنوع من خلال الشكل رقم 3 إذ يلاحظ بأن النقطة A تمثل محفظة قليلة التنوع مع تركيز كبير على عدد من الأوراق المالية . ومع تنوع جيد مع ارتباطات سالبة أو موجبة ضعيفة فإن مخاطرة المحفظة سوف تنتقل من σA إلى σB والتي لها نفس العائد مع A , فإن المحفظة B هي الأكفأ أو الأقل مخاطرة ضمن مستوى العائد R_p ومن خلال التنوع فإن مستوى R_p يرتفع وينخفض وعندها يمكن

للمدير أن يدرك الحدود الكلية لمزيج المحافظ الكلية ، فالمحفظة الكفوءة هي التي تعرض أقل مستوى من المخاطرة ضمن مستوى واحد من العائد ، والرسم يُوّشر كل المحافظ الكفوءة الممكنة . والمحفظة B تنتج أقل مخاطرة ممكنة في هذا الشكل فهي تعظم العائدات من التنويع من خلال كل الخيارات المتوفرة لذلك فإن مدير المحفظة لا يمكنه أن يقلل المخاطرة أقل من σ_B ولذلك فإن B هي المحفظة الأقل مخاطرة وهي تجمع عدد من الموجودات يقلل التباين لعائدات المحفظة إلى أقل مستوى ممكن ، وإن النقطة B لا تولد عائدات عالية لذلك فقد تكون هي خيار المستثمر المتجنب للمخاطرة بشكل كبير والذي يسعى لأقل مخاطرة ممكنة بغض النظر عن العائد . وأغلب المستثمرين لهم رغبة بمبادلة العائد بالمخاطرة وهم يفضلون قبول مخاطرة أكثر إذا تم تعويضهم بعائدات متوقعة أكثر وأحياناً تكون عند النقطة C وهي محفظة كفوءة أيضاً لأنها تعتبر أقل مخاطرة ضمن المستوى من العائد على الحد الكفاء (, Cornett & Saunders , 1999 : 238) .



الشكل 3

تنويع المحفظة

Source , Cornett & Saunders , 1999 , 239

وهناك مدخلان أساسيان للتنوع (I) التنوع الساذج أو البسيط (2) تنوع ماركوتز

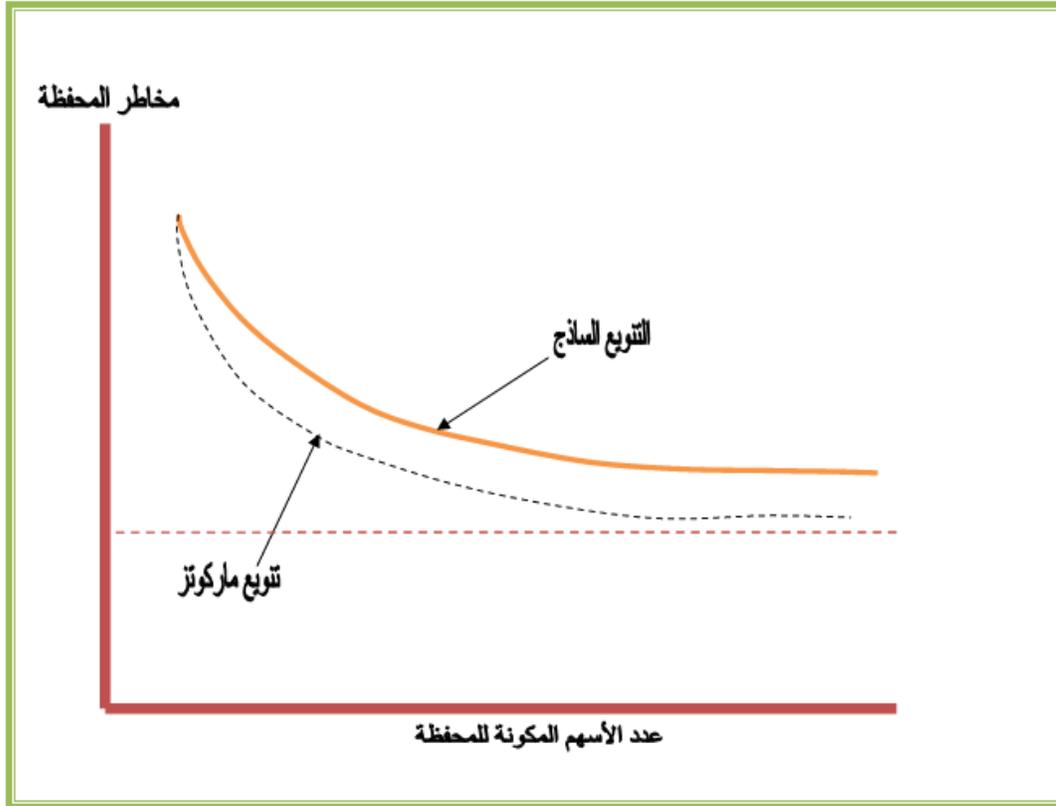
أ) التنوع الساذج أو البسيط Simple or Naive Diversification

إن أسلوب التنوع البسيط أو الساذج يقوم على فكرة أساسية مفادها انه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها ، فمحفظة الأوراق المالية المتكونة من أسهم أصدرتها ثلاث منظمات يتعرض عائدها لمخاطرة أقل من تلك التي تتعرض لها محفظة أخرى مكونة من أسهم أصدرتها منطمتين (Ross, et.al, 2000:395) ، ويمكن التعبير عن أسلوب التنوع البسيط بالحكمة التي تقول: (لا تضع كل البيض في سلة واحدة) (Not Putting All the eggs in one basket) ، وإن استخدام هذه الأساليب الساذجة لإنجاز التنوع البسيط لا تلغي قابليتها على تقليل مخاطرة المحفظة المنوعة ، فقد أوضحت إحدى الدراسات التي أجراها (Evans & Archer) إلى إن استخدام ما بين (10-15) من الأوراق المالية التي تم اختيارها بأسلوب ساذج في محفظة يتم تشكيلها لهذا الغرض ستخفض المخاطرة الكلية إلى ما يقرب النصف كمعدل (Francis , 1991 : 229) .

2) تنوع ماركوتز Markowitz Diversification

يقوم تنوع ماركوتز على فكرة أساسية مفادها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها ، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط بين عوائد تلك الاستثمارات ، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة ، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها . فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها أو توجد علاقة عكسية ، أي أن هناك معامل التباين المشترك (Covariance(COV) من شأنه عكس العلاقة بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة ، فالتباين المشترك يقيس مدى واتجاه التلازم الذي يربط بين عوائد الاستثمارات ، وأن تنوع ماركوتز من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض المخاطر بكفاءة أعلى من التنوع الساذج ، كما يشير إلى ذلك الشكل 4 (هندي . 2004 : 87 ، 101)

-:

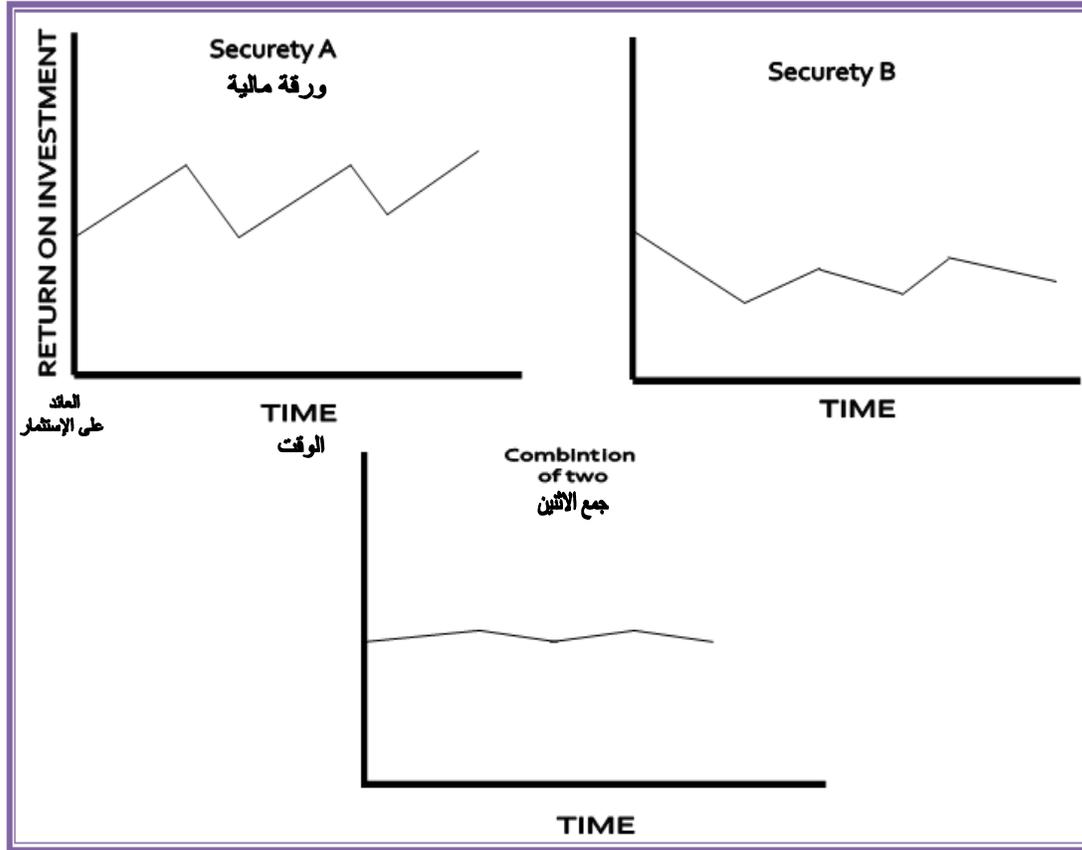


الشكل 4

تأثير تنويع ماركوتز على مخاطرة المحفظة

المصدر : مندي , 2004 : 101

أما الشكل 5 فيوضح أثر التنويع على المخاطرة , إذ يلاحظ أن في الورقة المالية A تنذباً بشكل دوري مع حركة الاقتصاد وبشكل عام , بالمقابل الورقة المالية B تكون حركتها أقل تنذباً من الورقة A ومعاكسة لها في الاتجاه وجمع هاتين الورقتين الماليتين سوف يقلل من الانحراف في العائد للاستثمار الكلي (Van Horn ,2002,51) .



الشكل 5

أثر التنوع في المخاطرة عبر النظامية المحفظة

Source :Van Horn , 2002 , 52

2- أهداف المحفظة Portfolio Objectives

يمكن تقسيم أهداف المحفظة إلى قسمين رئيسيين هما

(Gangadhar & Bahu , 2006 :285) :-

أ- الأهداف الأساسية :- وتقسّم بدورها إلى نوعين :- (1) تعظيم العائد (2) تخفيض المخاطرة

ب- الأهداف الثانوية :- هي توقع دخل مقبول وتقدير رأس المال في الوقت المطلوب وحماية السيولة... الخ , ويمكن إجمال أهداف المحفظة كالتالي

-(Hempel & Simonson,1999 , 275-276):-

1. تستخدم المحفظة الاستثمارية لإدارة مخاطر أسعار الفائدة : الأوراق المالية تسمح للمصارف بتعديل حساسية أسعار الفائدة بسرعة لأنها ممكن أن تباع وتشتري بسرعة وفي تواريخ استحقاق مختلفة .
2. إدارة السيولة : أغلب المؤسسات المالية تستخدم محفظة الأوراق المالية كمصدر أولي للسيولة ولتقليل مخاطر السيولة .
3. تحقق دخل : تعتبر محفظة الأوراق المالية من المصادر الأساسية في تحقيق العائدات للمؤسسات المالية .
4. العائد الكلي : هو هدف غير تقليدي لقياس كفاءة إدارة محفظة الأوراق المالية كأرباح الفوائد والأرباح الرأسمالية .
5. تستخدم لإدارة رأس المال المعرض للمخاطرة (Risk-Based Capital) : أغلب الأوراق المالية التي تمتلكها المصارف تمتلك وزن مخاطر منخفض جدا قد يصل إلى الصفر .
6. أرباح المحفظة الاستثمارية: وهو هدف مباشر للتجارة الفاعلة بالأوراق المالية مع الاهتمام بالحصول على الأرباح قصيرة الأمد من خلال أسعار هذه الأوراق المالية.

3- أسس إدارة المحفظة الاستثمارية Bases Of Managing Portfolio

يختار المستثمر محفظته بما ينسجم واحتياجاته في إطار التركيز على العائد الأفضل عند مستوى معين من المخاطرة أو تجنب المخاطرة وتخفيضها عند أدنى مستوى مقبول من العائد , ولتحقيق هذا المبدأ فإن للمحفظة أسساً لإدارتها يسعى إليها مدير المحفظة وعلى وفق الآتي (التميمي و سلاه , 2004 : 194) :-

أ- التخطيط :- يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة , إذ إن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر , عليه تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تنسجم وأهداف المستثمر .

ب- التوقيت :- تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية نتيجة لتأثرها بالظرف الاقتصادي والسياسي للبلد المعني , فتقلب الأسعار بمديات تجعل من الصعوبة دراسة السوق واحتمالات تحركاته , وكما يساعد المستثمر في توقيت دخوله إلى السوق والخروج منه , وتجنب الارتفاعات غير المبررة للأسعار .

ج- التحفظ والتحمل :- يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية طبقاً إلى مبدأ المنفعة , فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير المتوقعة , التي قد تؤثر على رأس مال المحفظة .

د- الإشراف والمتابعة :- إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي لها , تدعو مدير المحفظة إلى أن يقوم بمراجعة دورية وإشراف مباشر لموقف مكونات محفظته , إذ إن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر .

ثانياً:- طبيعة المحفظة الاستثمارية Nature of Portfolio

تشتمل طبيعة المحفظة الاستثمارية مجموعة من النشاطات والإجراءات المرتبطة بسياسات المحفظة وقياس أداؤها وكما يلي :-

أ- سياسات المحفظة الاستثمارية Policies Of Portfolio

يراعي المستثمر عند بناء محفظته السياسة التي يروم إتباعها التي بدورها تؤثر بنوعية مكونات محفظته , وفي هذا الإطار توجد ثلاث سياسات لإدارة المحفظة وعلى وفق الآتي (التميمي و ملام , 2004 : 196 - 197):-

أ- السياسة الهجومية (المغامرة) Aggressive Policy

يهدف مدير المحفظة من هذه السياسة الحصول على أرباح رأسمالية مستقيماً من الفروقات بالأسعار السوقية لمكونات محفظته , ويطلق على هكذا محافظ (محافظ رأس المال) , وتتسم هذه المحافظ بالمخاطرة العالية , وأفضل أدواتها الأسهم العادية وعادة يلجأ إليها المستثمر ومدير المحفظة في الأوقات التي تظهر فيها مؤشرات الانتعاش الاقتصادي .

ب- السياسة الدفاعية (المتحفظة) Defensive Policy

يهدف مدير المحفظة إلى التركيز على الأمان والحد من المخاطر قدر الإمكان , وأنسب أدوات مالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل الأسهم الممتازة والسندات) , ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ الدخل , فهي تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل , كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر .

ج- السياسة المتوازنة Balanced Policy

تحقق هذه السياسة للمستثمرين استقراراً نسبياً في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة عند مستويات مقبولة من المخاطرة وهم بذلك يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تؤمن فرصة الحصول على دخل مستقر نسبياً في حدود لا تمنع مدير المحفظة من استثماره في فرصة تحقق له عائداً رأسمالياً ، وسمة هذه المحافظ هي الجمع بين الهجومية والدفاعية ، قاعدتها الأساسية الموائمة بين السيولة والأمان والدخل ، كما توفر هذه المحافظ خاصية الأفق الزمني ، فإذا ما توقع المستثمر ارتفاعاً محتملاً في أسعار الفائدة فإنه يستثمر في حوالات الخزينة ، فإذا حصل وتحقق التوقع يستبدل الحوالات بسندات طويلة الأجل تضمن له تدفقاً نقدياً مستمراً .

2- قياس أداء المحافظ

Measurement Of Portfolio Performance

يعتمد قياس أداء المحفظة الاستثمارية على اخذ عنصري العائد والمخاطرة معاً بنظر الاعتبار ، حيث إن ترتيب المحافظ وفقاً لمعدلات العوائد المتحققة عنها فقط ، سيعني إهمال دور المهارة الإدارية في المساعدة على تقليل مخاطرة المحفظة ومن ثم فإن ذلك سيعكس صورة غير حقيقية عن أداء المحفظة الاستثمارية . ويتطلب قياس أداء المحفظة الاستثمارية وجود مؤشر يساعد على ترتيب المحافظ وفقاً لأدائها الاستثماري ويأخذ بنظر الاعتبار عنصري العائد والمخاطرة معاً ، وفي هذا الميدان قدمت عدة مؤشرات لاحتساب أداء المحافظ الاستثمارية ، وسيتم عرض عدداً من هذه المؤشرات وكما يأتي :-

أ- مؤشر شارب Sharpe Index

قدم (Sharpe) مؤشراً لأداء المحفظة الاستثمارية ، ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة معينة على الانحراف المعياري للعائد في تلك المدة ، إذ أن 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 ويمكن التعبير عنه وفق المعادلة الآتية (Bodie , et.al, 2008 : 854) :-

$$S_i = \frac{\text{علاوة المخاطرة}}{\text{المخاطرة الكلية}} = \frac{\bar{R}_i - R_f}{\sigma_i}$$

حيث إن :-

$$S_i = \text{مؤشر شارب}$$

$$\bar{R}_i = \text{معدل العائد على المحفظة } (i)$$

$$\sigma_i = \text{الانحراف المعياري لمعدل عوائد المحفظة } (i)$$

$$R_f = \text{العائد الخالي من المخاطرة}$$

ب- مؤشر تريனர் Treynor Index

أحد مؤشرات الأداء , وهو نسبة العائد الإضافي للمحفظة إلى ألبيتا وهو مشابه لمؤشر (Sharpe) إذ أنه يعطي معدل العائد الإضافي لوحدة واحدة من المخاطرة لكنه يستعمل المخاطرة النظامية مقابل المخاطرة الكلية ويحسب وفق المعادلة التالية (Bodie , et.al , 1999 : 607) :-

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta_p}$$

حيث إن:

$$T_p = \text{مؤشر تريனர்}$$

$$\bar{R}_p = \text{معدل العائد على المحفظة } (p)$$

$$\beta_p = \text{معامل بيتا } (p)$$

$$R_f = \text{العائد على الموجود الخالي من المخاطرة}$$

ج- مؤشر جنسن Jensen Index

يتعلق مقياس Jensen بتعديل علاوة المخاطرة الخاصة بنموذج (CAPM) ليكون العائد الزائد دالة للمخاطرة النظامية للمحفظة ويشار إليه بقيمة (Alpha) (α) ، وكلما زادت قيمة (Alpha) ، كان أداء المحفظة في تحقيق عائد يفوق عائد السوق (Bodie , et.al , 1999 , 810) ، وهو بذلك يحمل قيمة ظاهرية لقياس الأداء غير الاعتيادي للصندوق عبر خط سوق الورقة المالية للقيمة المعطاة ، ويرتكز هذا المؤشر على تحويل معادلة الانحدار الخطي واستخدامها في قياس أداء المحفظة الاستثمارية ، ويفترض (Jensen) توازن السوق المالي مما يؤدي إلى أن (α) للمحفظة ستكون صفراً ، أما إذا كانت

(α) سالبة فإن ذلك دليل على الأداء الضعيف للمحفظة , وإذا ما كانت صفراً فذلك دليل على أن أداء المحفظة يماثل أداء محفظة السوق (العامري والعلي , 2002 : 170) ويكتب وفق المعادلة الآتية (Francis, 1991:654-660) :-

$$R_{jt} - R_{ft} = A_j + B_j (R_{mt} - R_{ft})$$

حيث إن:

$$R_{jt} = \text{معدل عائد المحفظة } j \text{ في المدة } t$$

$$R_{ft} = \text{معدل العائد على الموجود الخالي من المخاطرة في المدة } t$$

$$A_j = \text{مقياس القدرة التنبؤية لمدير المحفظة}$$

$$B_j = \text{مقياس المخاطرة النظامية}$$

$$R_{mt} = \text{معدل عائد محفظة السوق خلال الفترة } t$$

د- مؤشر M^2 Index

هو أحد مؤشرات أداء المحفظة ونشأ نتيجة إجراء بعض التغييرات في مؤشر (Sharpe) وهذا المؤشر يرمز له (M^2) (Modigliani Squared) ويشبه نسبة (Sharpe) لأنه يركز على التقلبات الكلية كمقياس للمخاطرة , لكن مؤشر الأداء المعدل بالمخاطرة هو سهل التفسير في تفاوت أو اختلاف العائد قياساً إلى مؤشر (Sharpe) والمؤشر كما في المعادلة التالية (Bodie , et.al ,1999 : 608) :-

$$M^2 = R_{p^*} - R_m \\ = [R(P^*) + R(1 - P^*)] - R_m$$

حيث أن :-

$$R = \text{معدل العائد للمحفظة } P \text{ ومعدل العائد للورقة المالية .}$$

$$P^* = \text{المحفظة المعدلة من قسمة الانحراف المعياري للسوق على الانحراف المعياري للعائد .}$$

$$R_m = \text{معدل العائد لمحفظة السوق .}$$

وفكرة هذا المقياس أن نأخذ معدل العائد للمحفظة 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 .

ثالثاً :- المحفظة الاستثمارية المثلى Optimal Portfolio

1- المفهوم

المحفظة المثلى ليست مفهوماً مطلقاً وإنما هي مفهوم نسبي ، لذا من الصعب تحديد نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين ، وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط ، مستثمر له من الميول والاتجاهات ما قد يختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر ، مما يجعل محفظة مثلى بالنسبة لمستثمر رشيد معين وليكن (س) مثلاً غير مثلى بالنسبة لمستثمر مخاطر مثل (ص) والعكس بالعكس (مطر و تيه ، 2005 : 205) . وفي بناء محفظة الموجودات ينشد المستثمرون تعظيم العائد المتوقع لاستثماراتهم مع مستوى مقبول من المخاطرة ، ولبناء المحفظة الكفوءة للموجودات الخطرة فمن الضروري وضع بعض الافتراضات حول كيفية تصرف المستثمرين في صنع قرارهم الاستثماري والافتراض المقبول هو أن المستثمر يكره المخاطرة ، ولذلك من الضروري لبناء المحفظة الكفوءة فهم معنى العائد المتوقع ومعنى المخاطرة (Fabozzi & Modigliani , 1996 : 166) ، والمستثمر سوف يختار المحفظة المثلى من مجموع المحافظ وهي التي (Sharpe , et.al , 1999 : 171) :-

أ- تعرض أعلى عائد متوقع لمستويات مختلفة من المخاطرة .

ب- أو تعرض أقل مخاطرة لمستويات مختلفة من العائدات المتوقعة .

ويقصد بالمحفظة المثلى ، المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الموجودات الاستثمارية وبشكل يجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر (مطر و تيه ، 2005 : 206) ، وكذلك عرفت على إنها " المحفظة التي تحقق عائدات أعلى من المتوقع مع مسعى مقبول من المخاطرة " (Gangadhar & Bahu , 2006 : 290) ، أو إنها " المحافظ التي توفر أعلى عائد محتمل لأي درجة معينة من المخاطر أو أقل مخاطرة محتملة لأي عائد محدد " (Weston & Copeland , 1988 : 336) ، أو هي " تلك المحفظة التي يتم اختيار الأسهم التي في جعبتها وفقاً لقواعد معينة (جابر ، 1982 : 243) .

ويسعى المستثمر العادي إلى تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى أي التي تحقق عائداً يفوق المخاطرة وأهم قرار يتخذه في تكوين محفظته هو القرار المتعلق بتحديد نسب أو أوزان العناصر التي ستدخل في تكوين المحفظة ويسمى قرار المزج والذي بموجبه يتحدد (رمضان ، 2002 : 75)

أ- نوع الموجودات أو العناصر التي ستدخل في تركيب المحفظة .
 ب- أوزان هذه الموجودات أي نسبة كل منها إلى مجموع المحفظة .
 ويمكن أن تعرف المحفظة المثلى بشكل عام " بأنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها " , وبما أن للمستثمرين أنماطاً مختلفة حسب اختلاف أهدافهم الاستثمارية يتوجب علينا حينئذ أن نتوقع وجود أنماط مختلفة للمحفظة المثلى .
 ويتحدد نمط المستثمر بشكل عام في ضوء متغيرين أساسيين يقوم عليهما أي قرار (ملر و تبه , 2005 : 206):-

1- العائد على الاستثمار ROI والذي يمثل عائد المحفظة ويقصد به " الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة الإجمالية لهذه الأصول في بداية العام ممثلة في صورة نسبة مئوية " .
 2- مستوى المخاطرة Risk المقبولة وتعرف بأنها " مقدار الانحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع .

والمبادئ الأساسية لاختيار المحفظة هي (Brealey , et.al , 2008 : 216):-

1- المستثمرون يرغبون بعائد متوقع عالٍ وانحراف معياري منخفض , والمحافظ الشائعة هي التي تعرض العائد المتوقع الأعلى لمعدل انحراف معياري معروف وهذه تعرف بالمحفظة الكفوءة .

2- إذا كان المستثمر يستطيع أن يقرض أو يقترض بسعر خالٍ من المخاطرة فأن المحفظة الأفضل هي المحفظة التي تعرض النسبة الأعلى من علاوة المخاطرة للانحراف المعياري , والمستثمر الذي يتجنب المخاطرة سوف يضع جزء من أمواله في هذه المحفظة الكفوءة وجزء آخر في الموجود خالي المخاطرة , أما المستثمر الذي يفضل المخاطرة فقد يضع جميع أمواله في هذه المحفظة .

3- إن هيكل المحفظة الكفوءة يعتمد على تخمينات المستثمر للعائدات المتوقعة والانحرافات المعيارية المتوقعة والارتباطات , ولكن إذا كان كل شخص له نفس المعلومات ونفس التخمينات ولم تكن هناك معلومات جديدة فأن كل مستثمر سوف يحمل نفس المحفظة وهي محفظة السوق .

4- عدم النظر لمخاطرة السهم بشكل منفصل ولكن إلى مساهمته في مخاطرة المحفظة وهذه المساهمة تعتمد على حساسية السهم للتغيرات في قيمة المحفظة .

5- حساسية السهم للتغيرات في محفظة السوق تعرف بالبيتا β لذلك فبيتا تقيس المساهمة الحدية للسهم في مخاطرة محفظة السوق .
 إذا كان كل شخص يحمل محفظة سوق وإذا كانت ألبيتا تقيس مساهمة كل ورقة مالية في مخاطرة محفظة السوق فعندها ليس هناك مفاجئة بأن علاوة المخاطرة التي تطلب من قبل المستثمر سوف تكون تناسب طردي مع ألبيتا وهذا ما تقوله نظرية تسعير الموجودات الرأسمالية . CAPM .

2- بناء المحفظة الاستثمارية المثلى Construction of The Optimal Portfolio

إن المستثمر الذي يقوم ببناء المحفظة سوف يقوم بحساب مخاطرة المحفظة والعائد المتوقع ، وهذا المستثمر سوف يختار المحفظة التي تعظم له العائد المتوقع عند مستوى معين من مخاطرة المحفظة ، وهذه المحفظة هي المحفظة الكفوءة لماركوتز .
 (Fabozzi & Modigliani , 1996 : 178 - 179).

وهناك ثلاث قواعد أساسية لبناء محفظة مكونة من موجودين سهم S وسهم B
 -: (Bodie ,et.al, 2008 : 157)

أ- إن معدل عائد المحفظة هو المعدل الموزون للعائدات على الأوراق المالية المكونة للمحفظة
 أي أن :

$$r_p = W_B r_B + W_S r_S$$

حيث r_p معدل عائد المحفظة و W_B الوزن النسبي للسند B و r_B عائد للسند B و W_S الوزن النسبي للسهم S و r_S عائد السهم S .
 ب- معدل العائد المتوقع للمحفظة هو المعدل الموزون للعائدات المتوقعة للأوراق المالية المكونة للمحفظة أي أن :

$$E(r_p) = W_B E(r_B) + W_S E(r_S)$$

حيث $E(r_p)$ معدل العائد المتوقع للمحفظة ، وهاتين المعادلتين هما معادلتين خطيتين .

ج- التباين لعائد المحفظة المتكونة من سهمين هو :

$$\sigma_P^2 = (W_B \sigma_B)^2 + (W_S \sigma_S)^2 + 2(W_B \sigma_B) (W_S \sigma_S) P_{BS}$$

حيث P_{BS} هو معامل الارتباط بين السهم والسند وهذه المعادلة تظهر أثر التنويع ولماذا تقل المخاطرة للمحفظة إذا كان الارتباط بين مكوناتها صغير نسبياً أو يقترب من الصفر .

ويتطلب القرار الاستثماري الأمثل من جانب المستثمر قيامه باتخاذ قرارين منفصلين وهما

(الميداني . 1989:391) :-

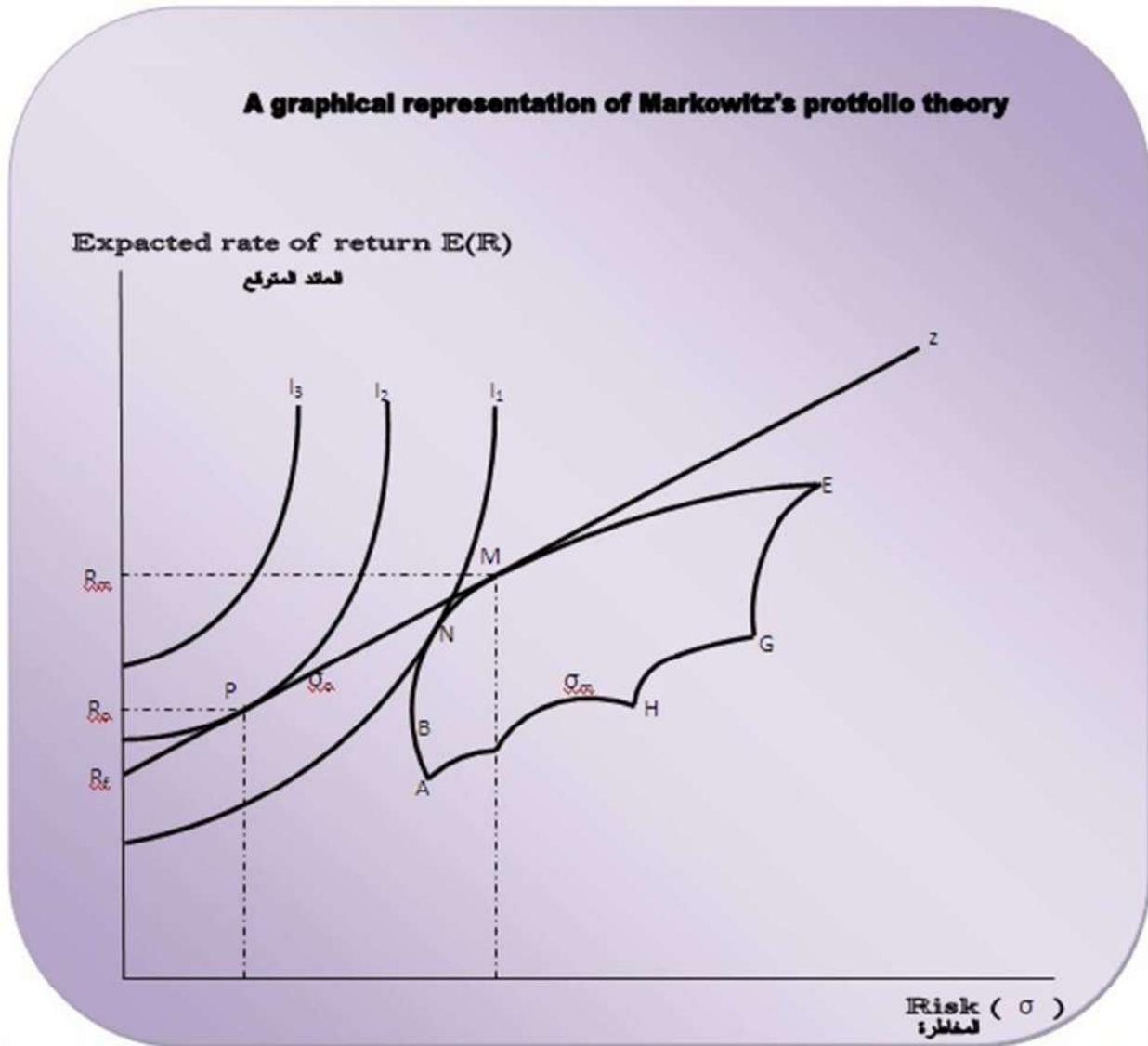
أ- تحديد مجموعة المحافظ الكفوءة.

ب- اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من بين مجموعة المحافظ الكفوءة.

وماركوتز ابتداءً بإنشاء ما يعرف بمنحنى الحدود الكفوءة (Envelope Curve) والتي

تمثل مجموعة من المحافظ المختارة المتوفرة للمستثمرين عند الاستثمار في مجموعات مختلفة من الأوراق المالية ذات المخاطرة , وهذا المنحنى يمثل بواسطة المنطقة المتمثلة بالنقاط

AMEG الظاهرة في الشكل 6 (Watson & Head, 2001: 227) :-



الشكل 6

نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى

Source : Watson & Head, 2001 : 228

والمستثمر يمكن أن يضع استثماره في أي مكان على هذا المنحنى ولكن المستثمر الرشيد يستثمر فقط في تلك المحافظ التي تقع على الحدود الكفوءة الممثلة في النقاط B,M,E في الشكل السابق وذلك لأن المحافظ على قوس الدائرة هذه أكثر كفاءة من جميع المحافظ الأخرى على منحنى المحافظ الكفوءة فهي إما أن تعطي أعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة أو أقل مخاطرة لمستوى معين من العائد , وإذا ما تمت مقارنة مجموعة المحافظ A مع N على حدود المنحنى فنجد إن كلاهما له نفس المستوى من المخاطرة ولكننا نستطيع أن نرى بأن محفظة N تعطي عائداً أعلى من غير حدوث أي مخاطرة إضافية , وأن كل المحافظ على قوس الدائرة بين E و A محاطة بواسطة المحافظ على القوس B , M , E لذلك يمكن أن نعتبرها كفوءة , بالنسبة لأي مستثمر مع منحنيات المنفعة الممثلة ب (I₁ , I₂ , I₃) في الشكل 6 فإن محفظة مثلى للاستثمارات ذات المخاطرة سوف تتكون عند النقطة N عندما يكون منحنى المنفعة ملامساً للحدود الكفوءة (Efficiency Frontier) (Watson & Head , 2001: 228) .

وترى الباحثة بأن السبب في كون النقاط B,M,E هي أكثر كفاءة هو :-

- إن محفظة E تحقق أعلى عائد في كل المحافظ على الرغم من مخاطرتها العالية .
- إن محفظة B تحقق أقل مخاطرة من كل المحافظ .
- إن محفظة M هي المحفظة المثلى التي تجمع ما بين العائد العالي نسبياً والمخاطرة المنخفضة نسبياً وهذا يجعلها أفضل محفظة من كل المحافظ في السوق .

وأن المجموعة الكفوءة (Efficient Set) الممثلة بالحد الكفء (Efficient Frontier) لا بد أن تكون مقعرة Concave , والتقع في هذا الصدد يعني أنه إذا ما حاولنا مد خط مستقيم بين أي محفظتين (نقطتين) على الحد الكفء فلا بد أن يقع الخط أسفل ذلك الحد , وهذا يعني في مفهوم نظرية المحفظة أنه لا توجد سوى نقطة تماس واحدة بين منحنى السواء للمستثمر وبين حدود المجموعة الكفوءة من الاستثمارات , أي لا توجد سوى محفظة مثلى واحدة لكل مستثمر (هندي , 2004 : 127) .

وبعد بناء مجموعة من محافظ (ماركوتز) الكفوءة , تكون الخطوة التالية تحديد المحفظة المثلى , والمستثمر يقوم باختيار إحدى هذه المحافظ (المحفظة المثلى) والتي تتوقف على تفضيل المستثمر أو رضاه من خلال المقارنة بين المخاطرة والعائد المتوقع وكيفية تقييم مستوى الرضا أو الإشباع إلى الحد الذي يستطيع فيه تحديد المحفظة المثلى (Fabozzi & Modigliani , 1996 : 180) .

رابعاً :- نظريات المحفظة الاستثمارية

1- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

The Capital Asset Pricing Model (CAPM)

أدى استمرار الأبحاث المالية والدراسات المتعلقة بنظرية المحفظة , إلى تطوير أسلوب منهجي للموازنة بين المخاطرة والعائد وأحد هذه الأساليب أو النماذج هو أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM (محمد الله , 1992 : 63) , يعد هذا النموذج من الإسهامات الرئيسية لنظرية المحفظة ويمثله عدد من الباحثين بالامتداد الجوهري لنظرية المحفظة في الوقت الذي يوحى عند آخرين أنه الحبل الذي يوصل من نموذج اختيار المحفظة لماركوتز إلى CAPM (العالمي , 1990 : 60) , هذا النموذج يبين العلاقة بين العائد والمخاطرة وقد طور هذا النموذج من قبل (Sharpe) عام 1964 عندما قدم ورقة بحثية محاولاً فيها بناء نظرية متوازنة في السوق لتسعير الموجودات تحت ظروف المخاطرة (Watson & Head , 2001 : 229) , ويستند هذا النموذج على سلوك المستثمر الذي يتجنب المخاطرة , ويدل هذا النموذج على العلاقة المتوازنة بين المخاطرة والعائد المتوقع لكل ورقة مالية , والورقة المالية في السوق المتوازن متوقع أن تعطي عائداً متكافئاً مع المخاطرة التي لا يمكن تجنبها من خلال التنوع فزيادة تلك المخاطرة يجب أن تؤدي إلى زيادة العائد المتوقع للمستثمر من هذه الورقة المالية (Van Horn , 2002 : 62) .

وعرف نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM " بأنه نظرية معيارية وليست بالضرورة تصف ماذا يعمل المستثمرون ولكنها تعمل في حدود سلوكياتهم " (Bin) (hammer & Sephton, 1998:134) , في حين يوضحها آخرون بأنها " مقياس نظري غير عملي للمخاطرة والعائد المطلوب , والمفهوم الضمني لها هو فكرة التباين المشترك في العائد النسبي لمخاطرة سوق معينة " (Clarke , et.al , 1988 : 110) , وأيضاً هو معادلة خط ورقة السوق SML والتي تبين العلاقة بين العائد المتوقع والبيتا (Ross , et.al , 2003 : 440) , وما يظهره النموذج فعلاً هو العائد المتوقع لموجود معين حيث يعتمد على ثلاثة أشياء (Ross , et.al , 2008 : 360) :-

- أ- القيمة الزمنية الخالصة للنقود والتي تقيس نسبة الفائدة الخالية من المخاطرة R_F وهي مكافأة التخلي عن النقود لفترة معينة من غير المخاطرة .
- ب- المكافأة والعلاوة على المخاطرة النظامية $R_M - R_F$.
- ج- مقدار المخاطرة النظامية وهي مقاسه ببيتا β .

مع ملاحظة إن CAPM للمحفظة يعمل تماماً مثل CAPM للورقة المالية المفردة .
 إن نموذج CAPM هو امتداد لنظرية المحفظة لماركوتز , ولكي يتم تجاهل تأثير المخاطر
 اللا نظامية على تقييم الأوراق المالية فإنه يتطلب من المستثمرين الحصول على تنوع لهذه
 المخاطر من خلال تنوع المحافظ التي يمتلكونها (Watson)
 . (& Head , 2001 : 229 - 230)

وهناك نقاط يجب ملاحظتها في نموذج CAPM (Ross , et.al , 2002 : 286) :-
 أ- الخطية :- العلاقة بين المخاطرة (بيتا) والعائد المتوقع هي علاقة خطية لأن البيتا
 مقياس ملائم للمخاطرة حيث أن الأوراق المالية التي لها بيتا عالية لها عائد متوقع أعلى
 من الأوراق المالية التي لها بيتا منخفضة .
 ب- المحافظ مثل الأوراق المالية :- أي يمكن استخدام نفس النموذج للحصول على العائد
 المتوقع للمحفظة كما يستخدم لاستخراج العائد المتوقع للورقة المالية .
 هناك عدة ملاحظات هامة عند دراسة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وهي
 (الحناوي , 2006 : 319 - 320) :-

أ- أن المساهمة الرئيسية لهذا النموذج هي تزويد المستثمر بمقياس للخطر لموجود واحد
 والذي يجب ربطه بالمحفظة , ولابد إذا من الاقتناع بأن الاستثمار بموجود واحد يعتمد بصورة
 أساسية على تأثير هذا الاستثمار على مخاطرة المحفظة .

ب- يركز نموذج CAPM على المخاطر العامة وهي تلك المخاطر التي يتعرض لها العائد
 المتوقع لجميع الاستثمارات القائمة أو المتوقعة في كافة المنشآت , وهي أيضاً تلك
 المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع .

ج- تقاس المخاطرة العامة باستخدام بيتا , والمفروض أن يتم حساب بيتا على أساس الربط بين
 تقلب قيمة عائد الاستثمار مع تقلب عائد السوق في المستقبل . وحيث أنه من الصعوبة بمكان
 تقدير هذه العوائد في المستقبل , لذا نلجأ إلى البيانات التاريخية لتقدير بيتا .

ويعتمد نموذج CAPM على عدة افتراضات أهمها أنه يفترض إن الاستثمار في سندات
 الخزينة الأمريكية هي خالية من المخاطرة وهذا صحيح فهناك احتمال قليل جداً لعدم الإيفاء ,
 ولكن هذه السندات لا تضمن لنا عائداً حقيقياً , فيبقى هناك بعض من عدم التأكد حول التضخم
 , والافتراض الآخر هو إن المستثمر يمكن أن يقتصر النقود بنفس سعر الفائدة التي يستطيع أن
 يقرض بها , ولكن عموماً إن سعر فائدة الاقتراض أعلى من سعر فائدة الإقراض , بالمقابل فأن
 هناك العديد من الافتراضات الأخرى , ومع قليل من الأخذ والرد ممكن أن يعدل نموذج CAPM

لاستخدامه , والفكرة المهمة هي أن المستثمرين مقتنعون باستثمار أموالهم في عدد محدد من المحافظ المؤشرة . (وحسب قاعدة CAPM فإن هذه المحافظ تتمثل في سندات الخزينة ومحفظة السوق) , وحسب هذا التعديل فإن العائد المتوقع يبقى يعتمد على مخاطرة السوق ولكن تعريف مخاطرة السوق يعتمد على طبيعة هذه المحافظ (Brealey .)
 . (et.al , 2008 : 221-222)

لقد تطور هذا النموذج من قبل Mosshn , Lintner , Sharpe , Treynor في بداية الستينات ليوضح سلوك أسعار الأوراق المالية ولإعطاء آلية للمستثمرين يستطيعون من خلالها تخمين أثر الاستثمار في أي ورقة مالية على العائد والمخاطرة الكلية للمحفظة , وهناك عدة افتراضات تقود إلى نموذج CAPM فمع الافتراض الأساسي بأن المستثمر متجنب للمخاطرة بطبيعته فهناك افتراضات أخرى أهمها (Gitman , 2009 : 232) ,
 (Brigham & Ehrhardt , 2005: 182), (Bodie ,et.al, 2008 : 193) :-

- أ- يتم التعامل بسوق المنافسة التامة حيث إن خروج أو دخول أي مستثمر إلى السوق لا يؤثر على الأسعار .
 - ب- كل المستثمرين يحللون الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون بنفس النظرة الاقتصادية , أي إن لهم تخمينات متطابقة وتوقعات متجانسة .
 - ج- لا يدفع المستثمرون ضرائب ولا كلف صفقات أي إن المستثمر لا يهتم بالاختلاف بين العائد من الأرباح الرأسمالية والعائد من المقسوم .
 - د- المستثمرون يستطيعون الاقتراض والإقراض بسعر فائدة خالية من المخاطرة وبكميات غير محدودة .
 - هـ- كل المستثمرين يحاولون بناء محافظ كفوءة أي إنهم يتسمون بالرشد والعقلانية بحيث يفضلون العائد العالي والمخاطرة المنخفضة .
 - و- كل المستثمرين يخططون لامتلاك الورقة المالية لفترة واحدة متطابقة .
 - ز- المستثمرون يكونون المحافظ من أنواع مختلفة من الموجودات مثل الأسهم والسندات .
 - ل- السوق الرأسمالية في حالة توازن ويعني إن كل المستثمرين يبدءون بنفس مستوى السعر المرتبط بمستوى المخاطرة .
 - ي- جميع كميات الموجودات معروفة وثابتة .
- ورغم إن هذه الافتراضات غالباً ما تكون غير واقعية إلا إن النموذج أستخدمها لأنه يأخذ بنظر الاعتبار مخاطرة السوق معالجة بمعامل بيتا .

وتعتمد هذه النظرية على فرضية تجانس التوقعات للمستثمرين وهذا التجانس مستمد من كفاءة السوق أي توافر المعلومات بشكل كامل لجميع المستثمرين ومن نفس المصادر , وهذا يعني أن جميع المستثمرين سوف يختارون نفس المجموعة الكفؤة لمجموعة الموجودات ذات المخاطرة (Ross , et.al , 2002 : 268) .

ومعادلة نموذج CAPM يمكن تقسيمها إلى جزئين (Gitman , 2009 : 254) ,
-(Ross , et.al , 2004 : 346) :-

1-العائد الخالي من المخاطر (Risk Free Return, R_f) :- هو العائد المطلوب للموجود خالي من المخاطرة وخصوصاً سندات الخزينة (T-bill) لثلاثة أشهر وهي سندات قصيرة الأجل صادرة من قبل الخزينة الأمريكية , أو هو العائد المحدد مسبقاً ويخلو من المخاطرة كالفوائد التي تمنح على ودائع التوفير في المصارف .

2- علاوة المخاطرة (Risk Premium) :- وهي عادة مكونة من عنصرين هما (R_m - R_f) وهي علاوة مخاطرة السوق وهي تمثل العلاوة التي يستلمها المستثمر مقابل قبوله لمعدل مخاطرة موجودات محفظة السوق , أو هي عائد إضافي كتعويض عن المخاطرة وتزداد هذه العلاوة بزيادة المخاطرة وتقل بانخفاضها , أو هي ميل SML , الاختلاف بين العائد المتوقع لمحفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة .

ويمكن كتابة المعادلة بالصيغة التالية (Ross , et.al , 2008 : 308) :-

$$R_m = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

ولعل من أهم المؤشرات المستخدمة في نموذج CAPM ما يعرف بمعامل بيتا β وكان أول من طوره (Sharpe) , ويمثل " مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه معدل عائد السهم السوقي " لذا فهو يستخدم مقياساً لتقييم المخاطرة السوقية للسهم أو المحفظة (مطر و تيه , 2005 : 213 , 214) , وتعرف ألبيتا بأنها " مؤشر لاستجابة التغيرات في العائد لورقة مالية نسبة للتغير في بورصة الأسهم (السوق) وهو يقيس حساسية العائد لأسهم الشركة للتغيرات الحاصلة في العوامل النظامية " (Watson & Head , 2001 : 231) , " و ألبيتا مقياس المخاطرة النظامية للأوراق المالية التي لا يمكن تجنبها من خلال التنوع " (Jones , 2000 : 178) , أو " بأنها مقياس للتذبذب الذي يواجه موجوداً معيناً أو محفظة معينة أو عائداً لمشروع معين". والمخاطر النظامية وتسمى أيضاً مخاطرة السوق ممكن أن تقاس بواسطة ألبيتا (Gangadhar & Bahu , 2006 : 289) .

2- نموذج التسعير المرجح (APM) Arbitrage Pricing Model

المراجعة هي عملية الحصول على أرباح بلا مخاطرة من خلال أخذ الفائدة من التمايز في أسعار نفس الموجودات المادية أو نفس الأوراق المالية في سوقين مختلفين . وبتطبيق أوسع على تقنيات الاستثمار فإن المراجعة تستلزم بيع الأوراق المالية بسعر مرتفع نسبياً وشراءها بسعر منخفض بنفس الوقت , ونشاط المراجعة يعتبر عنصراً حاسماً في أسواق الأوراق المالية الكفوءة والحديثة , وطبيعة المراجعة واضحة عندما تعرف كاختلاف في الأسعار لموجود مالي معين , ولكن أغلب فرص المراجحات يشمل أوراقاً مالية أو محافظ متشابهة , وهذا التشابه يمكن أن يعرف بطرق مختلفة , أحد أهم هذه الطرق هي التعرض لعوامل كثيرة تؤثر على أسعار الورقة المالية , ونموذج العامل الواحد يطبق على المحافظ أو الأوراق المالية ذات الحساسية المتساوية لهذا العامل وأنها سوف تتصرف بطريقة متشابهة إذا تعرضت لنفس مقدار المخاطرة من العامل , والأوراق المالية والمحافظ مع استجابات متشابهة للعامل يجب أن تعطي نفس العائد المتوقع , وهذه هي المبادئ المنطقية الأساسية لنموذج التسعير المرجح (Sharpe , et.al , 1999 : 284)

بينما بدأت نظرية CAPM مع كيفية تشكيل المحفظة الكفوءة , فقد وضع (Stephen Ross) نظرية التسعير المرجح APM , وفيها لا يتم السؤال أي المحافظ كفوءة بالمقابل فهي تبدأ من خلال افتراض إن كل عائد لسهم يعتمد جزئياً على تأثير الاقتصاد الكلي العام أو (العوامل) , وجزئياً على الأحداث الفريدة للشركة (Brealey , et.al , 2008 : 224) , وهذه النظرية وضعت على أساس إن المراجعة في الأسواق المالية التنافسية تشير إلى إن الموجودات المالية الخالية من المخاطرة تعطي نفس العائد المتوقع , والمراجعة ببساطة تعني إيجاد شيين متشابهين بسعرين مختلفين ومن ثم شراء الأرخص وبيع الأكثر كلفة , والنموذج موضوع على افتراض بسيط هو إن أسعار الأوراق المالية تعدل من خلال تشكيل المحفظة ومن خلال ربح المراجعة , وعندما تستنفذ فرص الربح فإن الأسعار سوف تتوازن , وفي السوق الكفوءة تغيب فرص المراجعة , وإن نموذج APM يقترح بأن عملية توازن السوق تشتق من إزالة أرباح المراجعة عبر العوامل المتعددة , والنموذج لا يخبرنا ما هذه العوامل أو لماذا تؤثر اقتصادياً على الموجودات , لكن مجرد أن هناك علاقة بين عائد الورقة المالية وعدد محدد من العناصر , وقد حدد كل من Roll و Ross خمسة عوامل تعتبر المصادر الأساسية لمخاطرة محفظة الأوراق المالية وهذه العوامل هي (94 - 93 : Van Horne , 2002):-

- أ- التغيرات المتوقعة للتضخم .
 ب- التغيرات غير المتوقعة للتضخم .
 ج- التغيرات غير المتوقعة في الإنتاج الصناعي .
 د- التغيرات غير المتوقعة في العائد المتمايز بين انخفاض وارتفاع مستوى مكافأة مخاطر عدم الإيفاء (علاوة عدم الإيفاء) .
 هـ- التغيرات غير المتوقعة في العائد المتمايز بين السندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل (هيكل أسعار الفائدة).

والعوامل الثلاثة الأولى تؤثر على التدفق النقدي للشركة وكذلك مقسومها ونمو هذا المقسوم . أما العاملين الأخيران فيؤثران على رأس المال ونسبة الخصم .
 ونموذج التسعير المرجح APM هو بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM وفي بعض الأحيان يكون أقل تعقيداً من CAPM , لأن نموذج CAPM يتطلب عدداً من الافتراضات تتضمن تلك التي وضعها ماركوتز عندما طور نموذج قاعدة الوسط الحسابي - التباين , على سبيل المثال : على فرض إن كل مستثمر يختار محفظته المثلى من خلال استخدام منحنياتها المتشابهة الموضوعية على أساس الانحراف المعياري والعائد المتوقع لهذه المحافظ , بالمقابل فإن نموذج APM يضع افتراضات مختلفة أحدها إن كل مستثمر عندما يمنح فرصة لزيادة عائد محفظته من غير زيادة مخاطرتها فسوف يستمر بعمله إلى حد ما , وإن آلية عمل ذلك تتضمن استخدام محافظ المراجعة , وكذلك يفترض APM بأن عائد المحفظة مرتبط بعدد غير معلوم من العوامل غير المعروفة (Sharpe , et.al ,

284 - 283 , 1999)

ويعتبر نموذج APM مدخلاً حديثاً ومختلفاً لتحديد أسعار الموجودات , وهي موضوعية على قاعدة السعر الواحد : فلا تباع فقرتان متشابهتان بسعرين مختلفين , والافتراضات القوية حول نظرية المنفعة في اشتقاق CAPM غير ضرورية , حيث أن افتراض التجانس في التوقعات ضروري , أما افتراض منفعة المستثمر ضمن إطار التباين والوسط الحسابي فيبدل بافتراض آخر هو عملية توليد (generate) عائدات الأوراق المالية (Elton & Gruber , 1995 : 368-369) .

وحسب نموذج APM فإن العلاقة بين المخاطرة والعائد يمكن أن تكتب بالشكل التالي
 --(Ross , et.al , 2002 , 298)--

$$\dot{R} = R_F + (\dot{R}_1 - R_F)\beta_1 + (\dot{R}_2 - R_F)\beta_2 + (\dot{R}_3 - R_F)\beta_3 \dots + (\dot{R}_K - R_F)\beta_K$$

حيث β_1 تشير إلى بيتا الورقة المالية في مجال العامل الأول و β_2 للعامل الثاني وهكذا ولأن العديد من العوامل يظهر في الجانب الأيمن من المعادلة فإن صيغة APM لها احتمال أكبر بأن تقيس العائد المتوقع بشكل أكثر دقة من CAPM , ولا نستطيع تحديد أي من العوامل يكون مناسباً أكثر من غيره في الاستخدام , فإن أغلب هذه العوامل تشتق من الواقع وليس من النظرية .

إن CAPM و APM كليهما نماذج تجريبية تقيس مخاطرة الورقة المالية بواسطة بيتا لمخاطرة نظامية واحدة كل منهما يناقش كيف يجب أن يكون العائد نسبة إلى هذه المخاطرة .

3- مقارنة بين CAPM و APM

إن الاختلاف بين النموذجين , ينشأ من إن نموذج APM يتعامل مع العلاقات المتبادلة بين العائدات على الأوراق المالية , ويفترض إن العائدات على الأوراق المالية تتولد بواسطة عدد من العوامل المتعلقة بالسوق والصناعة , والارتباط بين زوج من الأوراق المالية يحدث عندما تتأثر كلا الورقتين بنفس العامل أو العوامل بالمقابل , وبرغم إن APM يظهر الارتباط بين الأوراق المالية ولكنه لا يحدد العوامل الأساسية المسببة لهذا الارتباط , وكلا النموذجين CAPM و APM يتضمنان علاقة إيجابية بين العائد المتوقع والمخاطرة , فإن APM يسمح لهذه العلاقة بالتطور بوسيلة بديهية خاصة , بالإضافة لذلك فإن APM يظهر المخاطرة بشكل أكثر عمومية من مجرد معامل تباين والانحراف المعياري أو بيتا للأوراق المالية مع محفظة السوق (Ross , et.al , 2002 , 285) .

وكما في CAPM فإن APM تفترض بأن العائد المتوقع يعتمد على مقدار المخاطرة الناتجة عن الآثار الاقتصادية ولا تتأثر بالمخاطرة الفريدة , ويمكن أن نعتقد بأن العوامل في APM تمثل محافظ خاصة من الأسهم والتي تميل لأن تخضع إلى مؤشرات مشتركة , إذا كانت علاوة المخاطرة لكل من هذه المحافظ متناسبة مع بيتا السوق للمحفظة فإن APM و CAPM سوف تعطي نفس الجواب , وفي أي حالة أخرى سوف لن يكونا كذلك , إن نظرية APM لها

بعض المعالم الجذابة , على سبيل المثال :إن محفظة السوق التي تلعب دوراً مركزياً في نموذج CAPM سوف لن تلعب نفس الدور في APM , لذلك فسوف لن يكون هناك قلق تجاه مشاكل قياس محفظة السوق وبشكل مبدئي يمكن لنا اختبار نظرية APM حتى لو كان هناك بيانات لعينة فقط من الموجودات ذات المخاطرة (Brealey .)
225 : 2008 , et.al .

وترى الباحثة إن الاختلاف الجوهرى بين المعادلتين هو إن نموذج CAPM يستخدم الرمز R_m (عائد السوق) والذي لن يكون موجوداً في معادلة APM لأن كل عامل في APM يؤخذ على حدة ولا تجمع العوامل في السوق كما يحدث في نموذج CAPM .



الجمهورية العراقية
البنك المركزي
البنك المركزي
البنك المركزي

الإطار المفاهيمي للعائد والمخاطرة

يتناول هذا المبحث الإطار المفاهيمي للعائد والمخاطرة وكما يلي :-

أولاً :- العائد Return

1- المفهوم

يهتم المستثمرون بتقدير العوائد المستقبلية للمشاريع التي يستثمرون أموالهم فيها , ويبني هذا التقدير على أساس قرارات استثمارية يجب أن تتسم بطابع الرشيد (Rational Decision) إن هذه القرارات الخاصة بشراء الأوراق المالية قائمة على دراسة وتحليل البيئتين الداخلية والخارجية للمنظمات المصدرة لتلك الأوراق , وذلك للوقوف على الفرص والتهديدات التي تواجهها ونقاط القوة والضعف التي تعاني منها , ومن خلال هذا التحليل يمكن للمستثمرين التعرف بدقة على أثر تلك المتغيرات في حجم التدفقات النقدية الخارجة والداخلية للمنظمة وعلى سير أنشطتها وعملياتها الداخلية , وتبعاً لذلك إمكانية تقدير العائد الحقيقي للاستثمار في مشروع معين (الحسيني و الدويري , 2000 : 160) .

وعرف العائد في قاموس (Webster) بأنه " الربح الناتج من مبادلة السلع أو من العمل أو الاستثمار أو غيره " (Webster, 2003 : 1216) , أو هو " المبلغ أو نسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار " وأيضاً عرف بأنه " القوة التحفيزية أو قوة المكافئة وراء كل استثمار " (Gangadhar & Bahu , 2006 : 28) , أو هو الأرباح أو الخسائر الكلية المتوقعة من أي استثمار خلال فترة محددة من الزمن والمحسوب من خلال قسمة التوزيعات النقدية للموجود مضاف إليها مقدار التغير في القيمة على القيمة الأولية للاستثمار في بداية الفترة (Gitman , 2009 : 228 – 230) :-

$$r_t = \frac{C_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

حيث أن :-

r_t = هي نسبة العائد المطلوب أو الحقيقي أو المتوقع خلال الفترة t .

C_t = التدفق النقدي المستلم من الاستثمار في الموجد للفترة $t - 1$ إلى t .

P_t = قيمة (سعر) الموجد عند الفترة t .

$P_t - 1$ = قيمة (سعر) الموجد للفترة $t - 1$.

والعائد r_t يعكس أثر التدفق النقدي C_t مضافاً إليه أثر التغيرات في القيمة $(P_t - P_{t-1})$ خلال

الفترة t .

$P_t - 1$ هي القيمة عند بداية الفترة .

P_t هي القيمة عند نهاية الفترة .

أما (Feibel) فقد عرف العائد بأنه " قيمة الفرق بين القيمة الأولية للاستثمار والقيمة

النهائية خلال فترة من الزمن". أما نسبة العائد فهو " مقدار العائد الذي يستلم من أي استثمار

خلال فترة زمنية معينة .

وإن قيمة العائد المتراكمة = الاستثمار \times (1 + نسبة العائد)

لذلك فإن العائد كنسبة مئوية = (الأرباح أو الخسائر / الاستثمار) \times 100

وإن القيمة السوقية تمثل المبالغ الحالية التي يفضل أن يدفعها أي طرف ثالث لشراء

الموجودات , وعملية تحديد القيمة الحالية للمحفظة تسمى التقييم وبواسطة استخدام القيمة

السوقية للاستثمار سوف يكتشف بأن عائدات الاستثمار هي ليست نفسها المتحققة عند بيع

الاستثمار , ولحساب العوائد غير المتحققة فعلاً يتطلب تقييم الأموال في نهاية كل فترة , ونهاية

كل فترة تسمى تاريخ التقييم , والعائد المحسوب بين فترتين للتقييم يدعى عائد الفترة , والقيمة

السوقية لكل ورقة مالية " هي المبلغ الذي يتوقع استلامه عند بيع الاستثمار إلى المشتري في

تاريخ التقييم (Feibel , 2003 : 16,17,19,20) .

2- أنواع العائد Types Of Return

هناك عدة أنواع للعائدات أهمها :-

أ- هامش الربح Profit Margin

وهو حاصل قسمة صافي الدخل على المبيعات الكلية (Block & Hirt , 2000 : 56) :-

$$Profit\ Margin = \frac{Net\ Income}{Sales}$$

وعادة ما تستخدم هذه النسبة لمعرفة مستوى الربح مقارنة بمستوى الربح العام في نفس الصناعة

ب- العائد على الموجودات (ROA) Return On Assets (Investment)

تقيس هذه النسبة القوة الإيرادية للأصول المستثمرة في الشركة , أو بعبارة أخرى تقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال التي تحصل عليها الشركة من جميع مصادر التمويل الخارجية والداخلية على حد سواء , لذا تعتبر مؤشراً لقياس ربحية الشركة بوجه عام (مطر , 2003 : 46) , ويمكن الحصول على هذه النسبة من عدة طرائق أهمها ضرب هامش الربح في دوران الموجودات (Block & Hirt , 2000 : 56) :-

$$ROA = Profit\ Margin \times Asset\ Turnover$$

ويمكن استخراجها من قسمة صافي الدخل على الموجودات الكلية :-

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$$

وهذا يعني بأن العائد على الموجودات ممكن رفعه من خلال أما زيادة هامش الربح أو زيادة سرعة دوران الموجودات حيث أن :-

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Sales} \times \frac{Sales}{Total\ Asset}$$

وزيادة هامش الربح تؤثر سيطرة كبيرة على التكاليف , أما سرعة نسبة دوران الموجودات فتؤثر كفاءة استخدام الموجودات في كشف الميزانية .

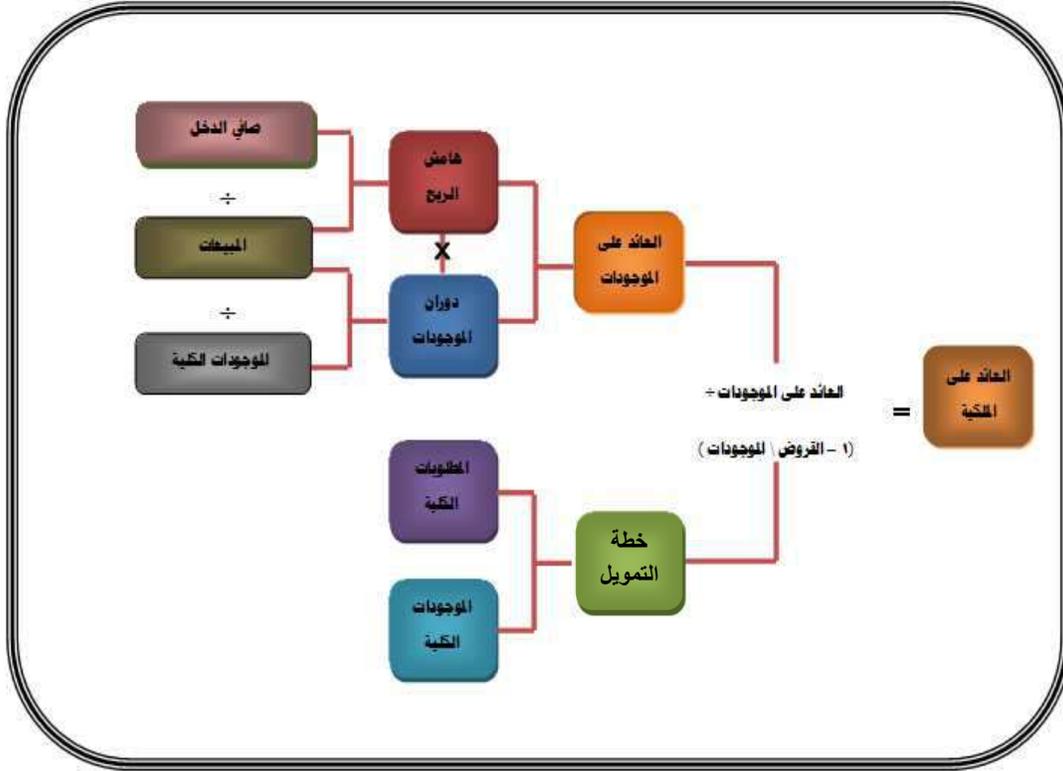
ج- العائد على حق الملكية (ROE) Return On Equity

تقيس هذه النسبة العائد المتحقق للمساهمين من أموالهم المستثمرة في الشركة (مطر ، 2003 : 48) ، وان معدل العائد على حقوق الملكية هو المعيار الأكثر شمولاً لقياس فاعلية الإدارة ، ذلك أنه يعكس ربحية الأصول و ربحية هيكل التمويل ، بل ويحدد إسهام كل منهما في معدل العائد على حقوق الملكية ، أي ، أنه يعتبر مقياساً لربحية كل من قرارات الاستثمار وقرارات التمويل (هندي ، 2004 : 105 - 106) .

وهذا المقياس هو بنفس أهمية المقاييس الأخرى للربحية ، فأن حصول الشركة على ROE أعلى من معدل الصناعة يؤشر أن المساهمين يحصلون على مكافآت أعلى من نظرائهم في الصناعة ، وتستخرج هذه النسبة من خلال المعادلة التالية (Block & Hirt , 2000 : 56) :-

$$ROE = \frac{ROA}{1 - \frac{Debt}{Asset}} \quad \text{أو} \quad ROE = \frac{Net\ Incom}{Equity}$$

إن الهدف الرئيس للمنظمة هو تعظيم قيمة أوراقها المالية وهذا الهدف قد يتحقق أو لا يتحقق من خلال استخدام القروض لزيادة ROE لأن القرض يمثل زيادة المخاطرة وبذلك فأن كل حالة قد تقيم بشكل منفصل عن الأخرى . وقد وضع دو بونت شكلاً يضم جميع النسب الربحية وبطريقة مختصرة يوضحها الشكل 7 (Block & Hirt , 2000 : 58) :-



الشكل 7

تحليل حدو بوننه

Source : Block & Hirt , 2000 : 58

د- معدل العائد المطلوب RRR Required Rate of Return

هو معدل العائد المطلوب عند شراء الأوراق المالية ، إن RRR هي أقل نسبة عائد متوقعة للمستثمر من جراء شراء الورقة المالية المعروف مخاطرتها ، وهذه النسبة تتكون من مكونين هما نسبة العائد الخالية من المخاطرة ، والمكون الثاني هو علاوة المخاطرة (Gangadhar & Bahu , 2006 : 29).

$$RRR = \text{نسبة العائد الخالية من المخاطرة} + \text{علاوة المخاطرة}$$

$$RRR = R_F + R_p$$

ه- العائد المتوقع / العائد المتحقق Expected Return / Realized Return

وهو العائد الذي يتوقعه الأفراد على الأسهم خلال الفترة القادمة (Ross , et.al , 2002 : 243) . أن العائد غير مضمون ، غالباً ما يتم توقعه وقد يتحقق أولاً لذلك فإن العائد المتوقع هو العائد المرغوب للمستثمر الذي يتنبأ به ضمن ظروف عدم التأكد .

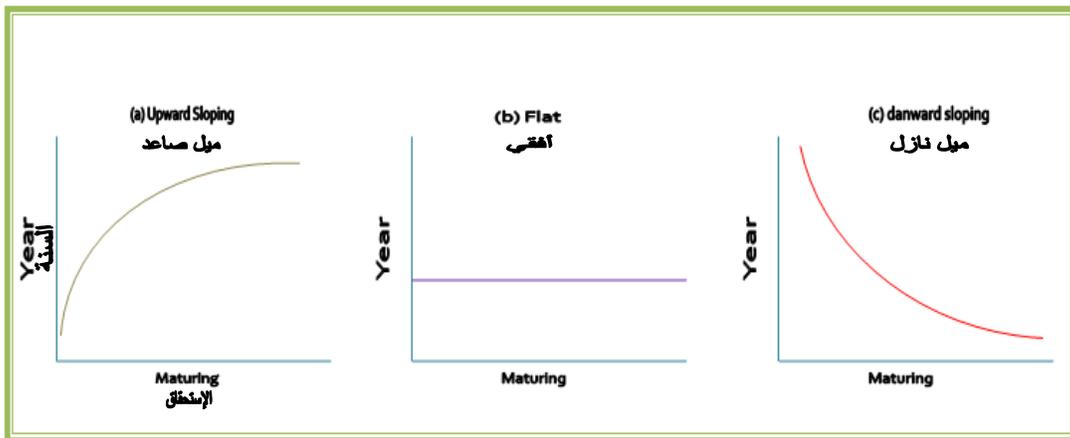
أما العائد الحقيقي فيعني الأرباح المتحققة والمستلمة فعلاً (Gangadhar, 29) : 2006 , Bahu & فالعائد المتوقع هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع ويتم حسابه بأن يضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه ثم تجمع الإجابات فيكون الجواب هو العائد المتوقع , ويعبر عنه رياضياً بالمعادلة التالية (رمضان , 2002 : 315)-:

$$\text{العائد المتوقع } (R) = E (\text{العائد المحتمل } \times \text{احتمال حدوثه})$$

3- أشكال منحنيات العوائد

يختلف شكل منحنى العائد عبر الزمن وجزء من أسباب هذا الاختلاف هو أن العائد يتغير بالنسبة للأوراق المالية حسب مقدار المعالجات الضريبية والقدرة على الشراء والسيولة وغيرها من المؤشرات السابقة (Sharpe , et.al ,1999 : 120). وتغير منحنيات العوائد أشكالها تبعاً لمراحل الدورة الاقتصادية فالشكل العادي للمنحنى هو انحدار موجب أي أنه يتجه نحو الأعلى , ويمكن أن يأخذ منحنى العائد انحداراً سالباً في بعض الأحيان خاصة في فترات زيادة الطلب على النقود بكميات تفوق عرضها Tight Money وعندها تكون أسعار الفائدة في أعلى مستوياتها أو قريبة من أعلى مستوياتها , وفي بعض حالات الـ Tight Money (زيادة الطلب على النقود وعدم كفاية عرضها لمواجهة الطلب عليها) و في حالات أخرى يكون منحنى العائد أفقياً Flat (رمضان , 2002 : 318-319) , وكما مبين في الشكل التالي 8

-(Sharpe , et.al ,1999 : 121)



الشكل 8

أشكال منحنيات العوائد

Source : Sharpe , et.al , 1999 :121

ثانياً :- المخاطرة Risk

1- المفهوم

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول , لذلك تعتبر المخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري , ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة .

والمخاطرة تنشأ عن حالة عدم التأكد (Uncertainty) المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار , ذلك لأن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر , يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره , ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر , لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة 100% , ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها ارتفاعاً كلما انخفضت احتمالات تحقق هذه التدفقات والعكس بالعكس

(مطروتيه ,

2005 : 31) .

وعدم التأكد موجود في أغلب المهام التي يضطلع بها مدراء المالية بسبب عدم معرفتهم الدقيقة بالتغيرات التي ستحدث في المستقبل مثل قوانين الضريبة , طلبات الزبائن , الاقتصاد أو معدلات الفائدة (النجيمي وأخرون , 2007 : 135) .

عليه فإن مصطلحي المخاطرة (Risk) واللا تأكد (Uncertainty) يستخدمان في أغلب الأحيان للتعبير عن المعنى نفسه , أي أنهما يستخدمان بشكل مترادف , غير أن هناك فارق بين المصطلحين المذكورين , فمصطلح اللا تأكد هو عدم معرفة ما الذي سوف يحصل في المستقبل , في حين أن مصطلح المخاطرة ينصرف إلى مقدار درجة اللا تأكد الموجود . فإن ارتفاع درجة اللا تأكد يعني مخاطرة عالية عليه أي أن المخاطرة هي درجة اللا تأكد (النجيمي والتميمي , 2008 : 340) .

ليس هناك تعريف متفق عليه عالمياً للمخاطرة , فمخاطرة العائدات على الأسهم العادية تمثل مدى الانتشار بين التوزيعات التكرارية لهذه العائدات , والانتشار هنا هو مقياس

لمدى ابتعاد العائد المحدد عن الوسط الحسابي للعائدات ، وكلما كان الانتشار كبيراً كانت حالة عدم التأكد كبيرة أيضاً (Ross , et.al , 2008 :267) .

وعرفت المخاطرة في قاموس (Webster) بأنها " إمكانية التعرض إلى الخسارة أو الضرر أو المجازفة ، أي أنها تتضمن احتمالية حصول أحداث غير مرغوب بها " (Moyer , et.al , 1988 : 133) أو هي " احتمالية الخسارة المستقبلية التي يمكن إدراكها " ، والمخرجات الحقيقية للاستثمار قد تكون أقل من المخرجات المتوقعة ، وكلما كان التذبذب أكبر في المخرجات المحتملة كانت المخاطرة أكبر ، فالتباين والانحراف المعياري للعائد تستخدم كمقاييس إحصائية لمخاطر الموجودات المالية وكذلك هناك مقياس معامل التباين يقيس مخاطرة موجود نسبة لموجود آخر في المحفظة ، والمخاطرة يمكن أن تكون بسبب عوامل مثل ، قرار خاطئ في الاستثمار قد يشمل التوقيت الخاطئ في الاستثمار أو أنواع الأدوات الاستثمارية وكمية الاستثمار وفترة استحقاق الاستثمار وطريقة الاستثمار وطبيعة الصناعة والعوامل الاقتصادية المحلية والعالمية ، أي من هذه العوامل سوف يؤثر على المخاطرة وحدوثها - 21 (Gangadhar & Bahu , 2006 : 22) .

وكذلك تعرف المخاطرة بأنها " احتمالية التعرض للأذى أو الخسارة (Allen , et.al , 2004 : 10) ، وعرفها آخرون بأنها " احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضاً ، أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضاً (Brockington ,1993 : 123) ، " أو هي إمكانية أن يكون العائد الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع ، وبمعنى آخر التقلبات المحتملة في العوائد " (McMenamin,1999:190). وفي العلوم الإدارية هناك تمايز بين مفهومي المخاطرة وعدم التأكد ، فعندما يتم اتخاذ قراراً تحت ظروف المخاطرة ، فإن مقدار احتمالية مخاطرة الحدث يكون معروف عند اختياره ، أما عند اتخاذ قراراً تحت ظروف عدم التأكد فلا يمكن معرفة مقدار احتمالية هذه المخاطر (Frame,2003:8) ،

والمخاطرة المالية (Financial Risk) أما مخاطرة عدم امتلاك تمويل كاف للمطلوبات المستقبلية وتسمى مخاطرة العجز (Shortfall risk) ، أو مخاطرة خسارة المبلغ الأساسي المرتبطة مع نسبة العائد السالبة خلال المدة ، أو هي المخاطرة المرتبطة بموقع المحفظة ومدى اختلاف وتذبذب هذا الموقع وهذه المخاطرة تسمى (Active Risk) مخاطرة النشاط (Feibel ,) (125 : 2003) . والمبدأ الأساسي للمخاطرة الاستثمارية هو أنها مرتبطة دائماً بالعائد بعلاقة

إيجابية فكلهما يسيران بنفس الاتجاه عند مقارنة إستراتيجيات الاستثمار أحدها مع الآخر, فالأوراق المالية التي لها معدلات عالية تتجه لأن تكون لها معدلات أكبر من المخاطرة (Sharpe , et.al , 1999 : 8) .

2- أنواع المخاطرة Types Of Risk

هناك عدة تصنيفات للمخاطرة أشهرها :

1- التصنيف العام للمخاطرة 2- التصنيف المعتمد على نوع المخاطرة

1 - التصنيف العام للمخاطرة

حيث قسمت حسب هذا التصنيف إلى :

أ- المخاطرة النظامية ب- المخاطرة غير النظامية ج- المخاطرة الكلية

أ- المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق Systematic or Market Risk

وهي المخاطرة غير القابلة للتنويع , وتكون مرتبطة بعوامل السوق التي تؤثر على جميع المنظمات ولا يمكن إزالتها من خلال التنويع (Gitman , 2009 : 250) , وهي تنشأ من حقيقة أن هناك مخاطر أخرى تؤثر على الشركة في الاقتصاد الكلي للبلد والتي تهدد كل المنظمات وهذا ما يجعل الأسهم تميل إلى التحرك معا أو باتجاه واحد وهذا ما يجعل المستثمرين يتعرضون إلى مخاطر السوق بغض النظر عن عدد الأسهم التي يمتلكونها أو أنواع هذه الأسهم (Brealey, et.al, 2001 : 167) , وتعرف أيضا بأنها تقلبات عائد الموجودات ونسبتطيع أن ننسبها إلى عامل طبيعي خارج إرادة الشركة (Fabozzi & Modigliani , 1996 : 194) , وهي أي مخاطرة تؤثر على عدد كبير من الموجودات كل واحد منها بدرجة أقل أو أكثر من غيرها (Ross et.al , 2008 : 322) .

وتقاس المخاطرة النظامية من خلال المعادلة التالية (Archer , et.al , 1983 : 109) :-

$$\text{Systematic Risk} = \beta^2 \sigma_M^2$$

حيث أن :-

Systematic Risk = المخاطرة النظامية .

β^2 = مربع معامل أبيتا .

$\sigma_M^2 =$ تباين عائد السوق .

أما ألبيتا فيمكن استخراجها من خلال الصيغة التالية (Ross,et.al,2008:306) :-

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$$

حيث أن $Cov(R_i, R_M)$ هو معامل التباين المشترك بين عائد الموجود i وعائد محفظة السوق R_M ، و σ^2 يمثل تباين السوق، ومن الخصائص المهمة هو أن مجموع قيم معامل بيتا خلال كل الأوراق المالية عندما توزن بحصة لكل ورقة مالية إلى القيمة السوقية لمحفظة السوق هي 1.

$$\sum_{i=1}^n X_i B_i = 1$$

عندما يكون X_i هي القيمة السوقية لحصة السهم i داخل السوق و n هي عدد الأوراق المالية في السوق .

ومن أهم خصائص المخاطرة النظامية (رمضان، 2002، 333) :-

- 1- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام .
 - 2- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين .
 - 3- ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالأضرار العامة أو حالات الكساد أو التضخم أو ارتفاع معدلات أسعار الفائدة فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل بدرجات متفاوتة .
 - 4- تكون درجة المخاطرة النظامية أو السوقية مرتفعة في الحالات التالية :-
- أ- في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات والمطاط .

ب- في الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران .

ج- في الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية والشركات التي تكون درجات الرفع التشغيلي فيها مرتفعة (الرفع التشغيلي : هو زيادة التكاليف الثابتة على حساب المتغيرة بهدف تحسين الربح) .

أي بصورة عامة يمكن القول أن أكثر الشركات تعرضا للمخاطرة المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بنشاط سوق الأوراق المالية . وهذه الشركات كبيرة الحساسية للتغيرات التي تطرأ على السوق.

ب- المخاطرة غير النظامية أو مخاطرة الشركة

Unsystematic or Unique or Company Risk

وهي مخاطرة الموجود المرتبطة بمنظمة معينة ولأسباب عشوائية ويمكن إزالتها بالنسبة للشركات المستثمرة من خلال التنويع لاستثماراتها وتعديل سياساتها التشغيلية والإدارية والمالية والرقابية (Gitman , 2009 : 250) , وتنشأ هذه المخاطرة من مخاطر متعددة تحيط بالشركة الفردية وتكون خاصة بهذه الشركة وربما يكونها المنافسون المباشرون للشركة (Brealey & Myers , 2001: 167) , ومن هذا المنطلق فإنه لا وجود لأية علاقة نظامية بين هذا الجزء من المخاطرة وبين التقلبات العامة الحاصلة في السوق (Levy & Sarnat , 1988 : 185) , وتعرف أيضاً بأنها مخاطرة الشركة أي المخاطرة الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار وتسمى أيضاً مخاطرة العمل Business Risk (رمضان , 2002 : 333) , أو أنها المخاطرة التي تؤثر على موجود واحد أو عدد قليل من الموجودات (Ross,et.al,2008:322) , ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما

(رمضان , 2002 : 334) :-

- 1- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة .
 - 2- عدم كفاءة الإدارة في تلك الشركة .
 - 3- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة .
 - 4- الحملات الإعلانية من المنافسين .
 - 5- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة .
 - 6- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة .
- وتقاس المخاطرة اللا نظامية بمعامل تباين العائد على حق الملكية , ولذلك لا يختلف قياس هذه المخاطرة عن تباين العائد على الموجودات (الاستثمار) ROI في المنشآت التي لا تستخدم الرفع المالي , حيث تصبح المخاطرة اللا نظامية لهذه المنشآت مخاطرة تشغيلية فقط , في حين تشمل جزءها المالي في المنشآت التي تستخدم الرفع المالي .

لذا فإنه يمكن الحصول على المخاطرة اللا نظامية وفقاً للصيغة الآتية
 --: (Brewer , 1989 : 17)

$$\sigma e = \sigma^2 P - \beta p OM$$

حيث أن :-

$$\sigma^2 P = \text{تباين محفظة السوق} .$$

$$\beta p OM = \text{تباين المخاطرة النظامية} .$$

$$\sigma e = \text{المخاطرة اللا نظامية} .$$

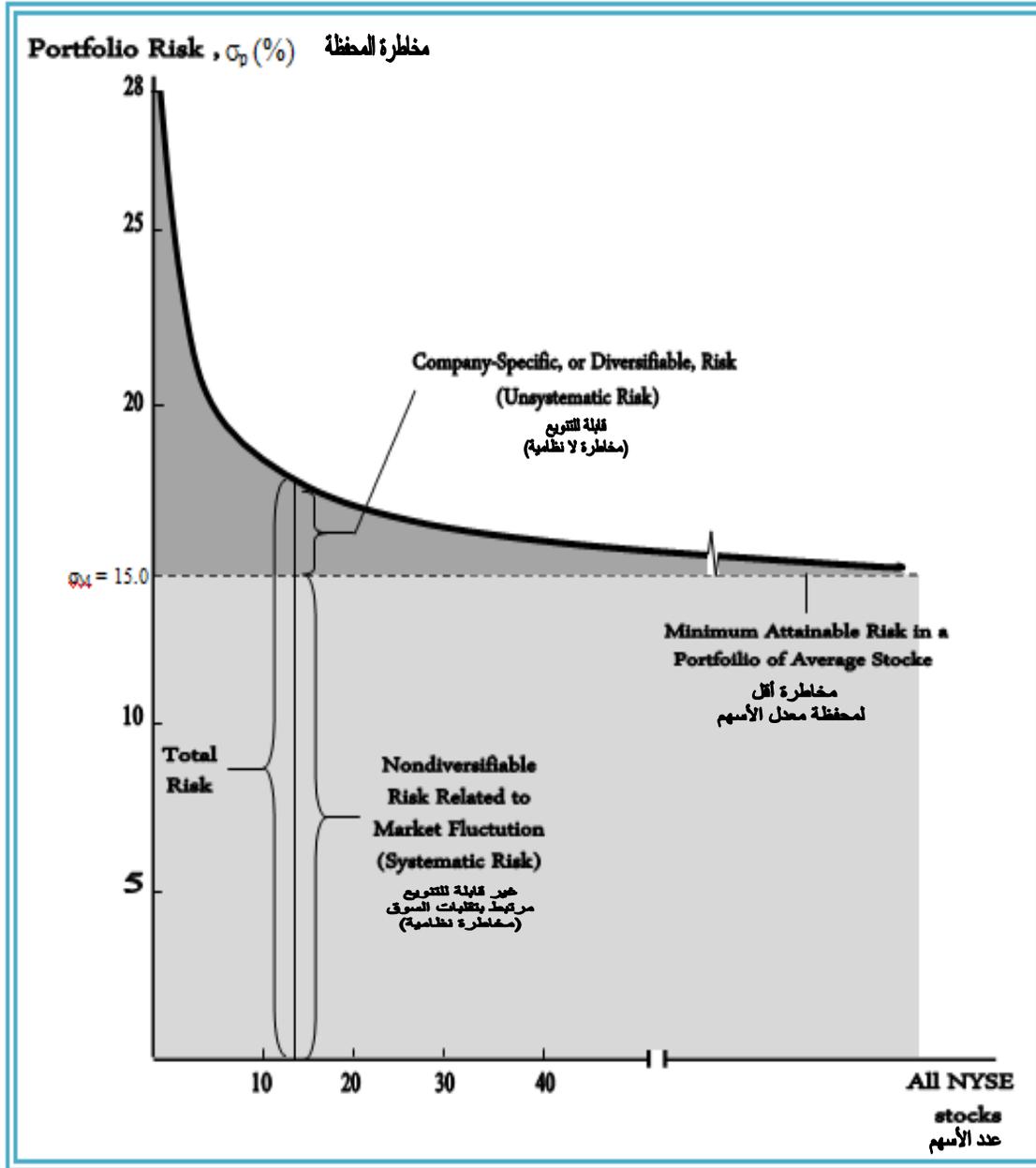
ج- المخاطرة الكلية Total Risk

تعرف المخاطرة الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار سواء كان ذلك استثماراً في أوراق مالية أو أي مجال استثماري آخر (Archer , et.al , 1983 : 363) , ويشمل كل من المخاطرة النظامية (مخاطرة السوق) والمخاطر اللا نظامية أي أنها مجموع التباين في معدل العائد المتحقق عن المتوقع والناتج عن مجموع المخاطرتين (Weston & Copeland , 1988 : 363) , ويبين الشكل 9 هاتين المخاطرتين ودور التنوع في تقادي المخاطرة اللا نظامية في حين لا يمكن تقادي المخاطرة النظامية التي يبين الشكل ثباتها , بينما يقل أثر المخاطرة اللا نظامية بالتنوع ويعتمد ذلك على انتهاج المنشأة سياسة مالية وتشغيلية مؤثرة بشكل ايجابي تمكنها من تقادي هذه المخاطرة , وتقاس وفقاً للصيغة الآتية (Ross , et.al , 2002 : 262) --:

$$Total Risk = Systematic Risk + Unsystematic Risk$$

$$\overline{(Var)} = \overline{(Cov)} + \overline{(Var - Cov)}$$

$$\text{المخاطرة الكلية (تباين العائد الكلي)} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة اللا نظامية}$$



الشكل 9

أثر حجم المحفظة على مخاطرة المحفظة لمعدل الأسهم

Source : Besley & Brigham , 2008 : 323

2- التصنيف المعتمد على نوع المخاطرة

حيث قسمت حسب هذا التصنيف إلى (24 - 22 : Gangadhar & Bahu , 2006):-

أ- المخاطرة الائتمانية Credit Risk

وتعني فشل المقرض في دفع الفائدة والمبلغ الأساس خلال الفترة المشترطة من الزمن.

ب- مخاطرة السيولة Liquidity Risk

وهي تشير إلى عدم القدرة على مقابلة مطلوبات المقرضين عندما يريدون سحب هذه

الأموال , وهي عدم قدرة الشركة على بيع الموجود بسرعة لتحويله إلى سيولة .

ج- مخاطرة الاستحقاق Maturity Risk

وترتفع هذه المخاطرة عندما لا تستلم الأموال في وقت استحقاق الورقة المالية , وهي تحدث

عندما تكون فترة الاستحقاق طويلة جداً فكلما ازدادت هذه الفترة ازدادت المخاطرة .

د- مخاطرة سعر الفائدة Interest Rate Risk

وهي الاختلاف بين سعر الفائدة المتوقع وسعر الفائدة الحالي للسوق , فالأسواق لها أسعار

فائدة مختلفة بحسب حالة السوق , وموقع العرض والطلب على النقد أو على الائتمان , وإن

درجة مخاطرة سعر الفائدة مرتبطة بطول الفترة الزمنية لاستحقاق الورقة المالية فكلما كانت فترة

الاستحقاق أطول فإن القيمة السوقية للورقة المالية قد تتذبذب بشكل أوسع , حيث إن نشاط

السوق وتوقعات المستثمرين تتغير مع تغيرات أسعار الفائدة , وأسعار الفائدة تعتمد أيضاً على

طبيعة الأدوات المستخدمة مثل السندات أو غيرها .

تعرف مخاطرة سعر الفائدة بأنها: " التقلبات الحاصلة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات

الحادثة في مستويات معدلات الفائدة " (Jones,1996:140) , وتتأثر أسعار الأوراق المالية

بالتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة , فارتفاع معدلات الفائدة يصاحبه انخفاض في أسعار

الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات ذات الأجل الطويل والأسهم الممتازة , وبالعكس فإن

انخفاض معدلات الفائدة يصاحبه ارتفاع في أسعار هذه الأوراق , فهناك علاقة نظامية عكسية

بين أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت من جهة وبين التغيرات في معدلات الفائدة من

جهة أخرى (Mayo , 1988 : 141).

هـ- مخاطرة التضخم Inflation Risk

وهي تسمى أيضا مخاطرة القوة الشرائية وهي مرتبطة بشكل كبير بمخاطرة سعر الفائدة لأن سعر الفائدة يزداد بشكل عام عندما يحدث التضخم . مخاطرة التضخم أكثر تأثيرا في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت , وهي المخاطرة التي تكون فيها نسبة العائد الحقيقي للورقة المالية أقل من العائد الاسمي , وهناك احتمال كبير بأن القوة الشرائية للنقود المستثمرة تنخفض أو أن العائد الحقيقي ينخفض بسبب التضخم .

و- مخاطرة سعر الصرف أو مخاطرة العملة Currency Risk / Exchange Risk

وهي مرتبطة بتقلبات أسعار الصرف في البورصات الأجنبية في التعاقدات العالمية , وهذه المخاطرة تكون لعدد محدود من المنظمات تلك التي تتعامل بالاستيراد والتصدير , وهذه المخاطرة ترتفع بسبب التغير في أسعار صرف العملة .

فعندما يتم التعاقد في التجارة الدولية فهناك دائما مخاطرة من تذبذب أسعار صرف العملات بين الأقطار المختلفة , وكنتيجة لذلك فإن قيمة العملة الأجنبية المستلمة أو المدفوعة عندما تحول إلى عملة البلد الذي تعمل فيه المنظمة قد تكون أكثر أو أقل من المتوقع (Atrill , 2000 : 247).

وبذلك فإن مخاطرة سعر الصرف تمثل درجة التذبذب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو نسبة إلى العملة المرجحة (Shapiro , 2003 : 534) .
وهناك عدة أنواع لمخاطر أسعار الصرف أهمها :-

1- مخاطر الصفقات :

وتظهر هذه المخاطرة عندما تقوم شركة ما بعقد صفقات بيع مع شركة أخرى في بلد مختلف ينتج عن هذه الصفقات استلام أو دفع نقود بالعملة الأجنبية , فإذا كان البائع يملك القوة في السوق وإذا صادف إن المشتري سهل التعامل فإن فاتورة التسديد قد تكون بعملة البائع وهذا سوف يزيح مخاطرة سعر الصرف عن البائع ولكن ليس المشتري , أما إذا حدث العكس فإن على البائع أن يواجه مشاكل العملة (Knight , 1999 : 261) .

2- المخاطر التشغيلية (مخاطرة العمل) Operational Risk

وهو من المصطلحات الواسعة والتي تشير إلى خطر الخسائر من نظام الأعمال أو فشل العملية , وبذلك فهو يتضمن جميع العمليات الميكانيكية أو البشرية أو الأخطاء في تصميم الإجراءات أو وظيفة النظام (Chong , 2004 : 16) .

ويطلق عليها أيضا المخاطر الاقتصادية (Economic) أو المخاطر التنافسية (Competitive) أو المخاطر الإستراتيجية (Strategic) وهي تقيس التغير في القيمة الحالية للمنشأة الناتجة من أي تغير في التدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية والتي يكون سببها التغير غير المتوقع في أسعار صرف العملات , والتغير في هذه القيمة يعتمد على أثر تغير سعر الصرف على حجم وأسعار وكلف المبيعات المستقبلية (Eiteman , et.al , 1998 : 186) . وهي تتكون من عدة عناصر تجعل التدفقات المستقبلية غير أكيدة (Neale & McElroy ,2004 :372) :-

- مخاطرة الإنتاج : وتشمل فشل المكان وعجز الإنتاج ومخاطرة عدم كفاءة العمليات الإنتاجية .
 - مخاطرة المدخلات : وهي مخاطرة زيادة الكلف أو فقدان الكادر الوظيفي الرئيسي أو فقدان قوى العمل .
 - مخاطرة السوق : وهي مخاطرة تغير الطلب أو زيادة المنافسة أو دخول منافسين جدد .
 - مخاطرة التشريعات : مثل التغير في التشريعات المتعلقة بالصحة والأمان للعاملين وحقوق الموظفين والاحتكار والتشريعات البيئية .
 - المخاطرة الإستراتيجية : وهي مخاطرة اتخاذ القرار الخاطئ مثل قرارات التوسع والاستحواذ .
 - مخاطرة السمعة : وهي مخاطرة فشل المنتج المطروح للسوق .
- 3- مخاطر التحويل

وهي مقدار التباين في قيمة الكشوفات المالية نتيجة التغير في أسعار الصرف (Van horn , 2002 : 654) .

ز- المخاطرة المالية Financial Risk

- وهي مخاطرة كلف التمويل للعمليات وطرق الحصول على هذا التمويل , وهي تتضمن (Neale & McElroy ,2004 :373) :-
- مخاطرة استخدام أسلوب التمويل , فالقرض الرخيص نسبياً يقلل من كلف رأس المال ولكنه يحمل مخاطرة عالية بسبب الالتزام بدفع الفائدة .
 - زيادة كلف التمويل الناتجة من زيادة أسعار الفائدة .
 - التغير في مستويات الضريبة وخصوصاً ضريبة الشركات ونظام السماحات على رأس المال أو وجود الضريبة المضاعفة .
 - التغير في المتغيرات الاقتصادية مثل تغيرات أسعار الصرف .
- ومن أشكال المخاطرة (Frame , 2003 : 10 , 11) :-

1- المخاطرة الخالصة Pure Risk

وهي احتمالية الخسارة أو الأذى ، وهي مرتبطة بحدوث الأمور السيئة القابلة للتأمين (Insurable Risk) لأننا ممكن أن نحمي أنفسنا من هذه المخاطرة من خلال بوليصة التأمين .

2- مخاطرة المشروع Project Risk

وهي المخاطرة المرتبطة بالتخمين فإذا لم نخمن المهام أو الكلف أو الموارد فإن المشروع المستهدف سوف يعاني من المشاكل .

4- المخاطرة التقنية Technical Risk

عندما تبدأ المهمة فإن مخاطرة عدم الوصول إلى الهدف المنشود تكون كبيرة ، وهي مرتبطة بطبيعة التكنولوجيا الحديثة ، والتي بواسطتها سوف نواجه ظروف عدم تأكد أكثر من المعتاد .

5- المخاطرة السياسية Political Risk

وهي تحدث عندما يكون صنع القرار مرتبطاً بشكل كبير بالعوامل السياسية ، والمنظمات في كل بلد معرضة للخطر من النشاطات غير المتوقعة للحكومات أو للأنظمة والقوانين الحكومية (809 : 2000 ، Bearley & Myers) ، ولأن المخاطر السياسية لها آثار خطيرة على المخاطرة الكلية للمشروع الاستثماري ، فأنها يجب أن تقيم بشكل واقعي وبشكل أساسي ، هي وظيفة التنبؤ بمقدار اللا استقرار السياسي، ويحتاج هذا التنبؤ إلى بعض الإجابات عن مجموعة من الأسئلة قد تعطي بصيرة واضحة ومعتبرة لما تتضمنه المخاطر السياسية للمشروع وأهم هذه الأسئلة : ما مقدار استقرار الحكومة السياسية ؟ ما احتمالية أن تغير الحكومة وجهة نظرها تجاه الاستثمارات الأجنبية ؟ ما مقدار الثبات الاقتصادي والتضخم في البلد ؟ ما مدى قوة وعدالة المحاكم في هذا البلد ؟ وبعض المنظمات تصنف البلدان بحسب مقدار مخاطرها السياسية ، فإذا صنف بلد انه من الصنف غير المرغوب فمن المحتمل أن الاستثمار سوف يلغى بغض النظر عن مقدار العائد المتوقع (Van Horn,2002:751).

فالمخاطر السياسية هي الإجراءات الحكومية التي تتخذ ، فرض ضرائب ومنع إخراج الإرباح ولتأمين عمليات شركة أو مشروع أجنبي تمت إقامته في البلد الذي يقوم بالتأمين ولذلك لا ينصح الغربيون القيام بالاستثمار في دول اعتبرت غير مستقرة مثل ليبيا وإيران والسودان والعراق وأفغانستان وكوبا ، تعتبر بريطانيا وسويسرا والنمسا دول مستقرة ويمكن الاستثمار فيها . وأهم تصنيفات الأخطار السياسية هي

(الدباغ

، 2007 : 149 - 155) :-

أ- التأميم ونزع الملكية Nationalization & Expropriation

يشير التأميم إلى البيع الإجباري للمشتريين المحليين مع بعض التعويض للشركة , وربما تترك لها حصص ملكية قليلة , أما نزع الملكية فهو عملية استيلاء الحكومة على ممتلكات الشركات الأجنبية مقابل تعويضات غير كافية أو حتى بلا تعويض .

ب- الخطر الكلي والخطر الجزئي Macro & Micro Risk

الخطر الكلي هو الذي يهدد الشركات الموجودة في البلد كافة , محلية كانت أو دولية وبغض النظر عن نوع الصناعة وأهم هذه الأخطار هي الفساد الحكومي والعنف والحروب . والخطر الجزئي يهدد الشركات ضمن صناعات معينة مثل فرض تعريفات كبيرة من قبل حكومة الدولة ضد سلع من دولة أخرى .

ج- تصنيف الخطر حسب الأنشطة التي تسبب ظهوره وتشمل :-

- 1) الصراع والعنف المحليين .
- 2) الإرهاب والاختطاف .
- 3) مصادرة الممتلكات .
- 4) التغييرات السياسية .
- 5) متطلبات الرضا المحلي تشمل قوانين الحكومة التي تشترط استخدام بعض موارد الدولة .

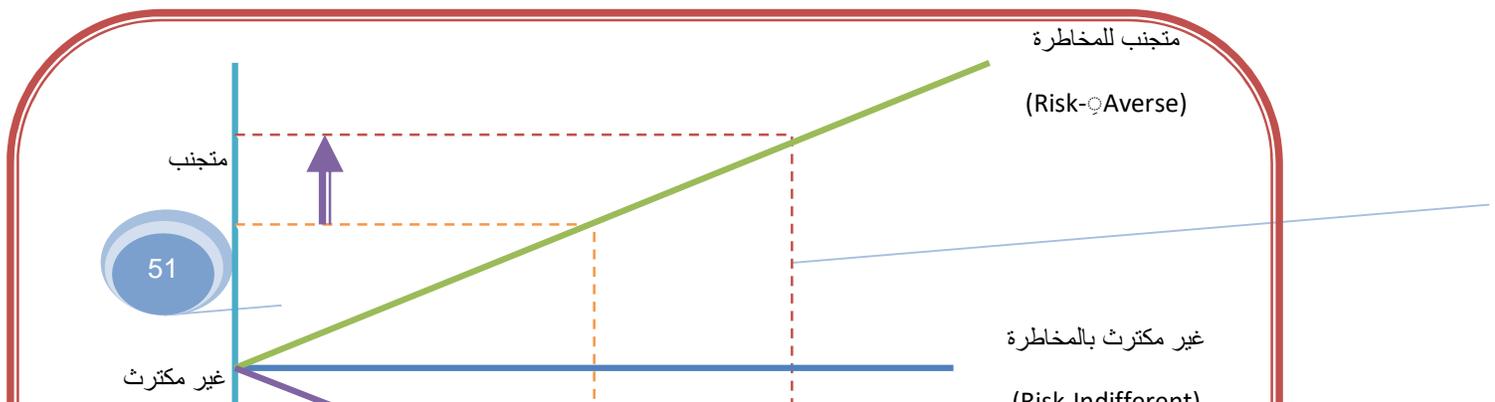
3- تفضيلات المخاطرة Risk Preferences

إن الشعور بالمخاطرة مختلف بين المدراء والمنظمات , لذلك فمن المهم تحديد المستوى المقبول من المخاطرة وهناك ثلاثة أنواع من السلوك الأساسي في تفضيلات المخاطرة وهذه الأنواع كما موضحة في الشكل 10 هي (Gitman , 2009 : 232) :-

1- **المستثمر غير المكترث بالمخاطرة:-** وهي موقف تجاه المخاطرة حيث لا يتطلب تغيير مستوى العائد عند زيادة مستوى المخاطرة حيث نجد أن المخاطرة عندما تنتقل من X_1 إلى X_2 فإن العائد لن يتغير .

2- **المستثمر الباحث عن المخاطرة:-** وهو موقف تجاه المخاطرة حيث يعتبر نقصان العائد مقبول مع زيادة المخاطرة , والمستثمر هنا يستمتع بالمخاطرة حيث يفضل المستثمر بعض العائد ليقبل مخاطرة أكبر , وهذا السلوك من غير المحتمل أن ينفذ المنظمة .

3- **المستثمر المتجنب للمخاطرة:-** وهو موقف تجاه المخاطرة حيث يطلب المستثمر زيادة في العائد مع أي زيادة في المخاطرة , وأغلب المستثمرين هم من هذا النوع . والمستثمر الذي يتجنب المخاطرة هو المستثمر الذي يرفض المحافظ الاستثمارية السيئة فهم يفضلون الاستثمار في الأوراق خالية من المخاطرة أو المضاربة مع علاوة مخاطرة ايجابية . (Bodie , et.al , 2008 : 167)



x_1

الشكل 10

توزيع المخاطرة

Source : Gitman , 2009 : 232

4- مقاييس المخاطرة Risk Measures

1- معامل بيتا β : باستخدام معامل بيتا (Beta Coefficient) نستطيع التعامل مع المخاطرة النظامية مثل التضخم , و β مقياس للمخاطرة النظامية ومؤشر لدرجة حركة عائد سهم معين استجابة لتغير عائد السوق (Gitman , 2009 : 250), وهذا النوع من الاستجابة استخدم

لتطوير نموذج CAPM , فإذا كان سهم شركة مرتبطاً ايجابياً مع مخاطرة التضخم فإن السهم يملك بيتا موجبة للتضخم , وبالعكس إن كانت العلاقة سلبية فإن أليتا تكون سالبة أو يكون مقدارها صفراً إذا لم تكن هناك علاقة أبداً بين الاثنتين وليس من الصعب تصور وجود بعض الأسهم مع بيتا موجبة للتضخم وغيرها لها بيتا سالبة للتضخم (Ross , et.al , 2002 : 288) .

2- التباين والانحراف المعياري Variance & Standard Deviation

إن التباين لمحفظة مكونة من سهمين A و B هو

$$Var (Portfolio) = X_A^2 \sigma_A^2 + 2X_A X_B \sigma_{A,B} + X_B^2 \sigma_B^2$$

يلاحظ أن هناك ثلاث فقرات على الجانب الأيمن من المعادلة هي أولاً تباين السهم A σ_A^2 والثانية تتضمن معامل التباين المشترك بين السهمين $\sigma_{A,B}$ والثالثة تتضمن التباين للسهم B σ_B^2 , وهذه الصيغة توضح نقطة مهمة وهي أن تباين المحفظة يعتمد على تباينات الأسهم مفردة وعلى معامل التباين المشترك بين السهمين , حيث إن التباين للورقة المالية يقيس مقدار التغير (التقلب) لعائد الورقة المالية , أما معامل التباين فيقيس العلاقة بين الورقتين الماليتين , فإذا كانت العلاقة موجبة بين التباينات للأوراق المالية فإن ذلك يؤدي إلى زيادة التباين داخل المحفظة , أما العلاقة السلبية (معامل التباين السلبي) فذلك سوف يقلل من التباين داخل المحفظة , وهذا يعني أنه إذا اتجهت إحدى الأوراق المالية للارتفاع والأخرى للانخفاض أو بالعكس فإن ذلك يجعل انخفاض العائد في أحد الأوراق يقابله ارتفاع في العائد للورقة الأخرى وبذلك فإن أحدهما تحوط الأخرى أو تعوضها وعندها سوف تقلل مخاطرة المحفظة .

إن التباين \overline{Var} يجب أن يكون أكبر من معامل التباين المشترك \overline{Cov} لذلك فإن تباين عائد الورقة المالية يكتب بالطريقة التالية :

$$\overline{Var} = \overline{Cov} + (\overline{Var} - \overline{Cov})$$

أو المخاطرة الكلية للورقة المالية = مخاطرة المحفظة + المخاطرة اللا نظامية

$$\overline{Var} = \overline{Cov} + (\overline{Var} - \overline{Cov})$$

وبذلك فإن \overline{Var} هي مخاطرة حمل ورقة مالية واحدة فقط . ومخاطرة المحفظة هي المخاطرة الباقية بعد الوصول إلى التنويع التام وهي Cov , ومخاطرة المحفظة تسمى المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق , أما المخاطرة غير النظامية أو الفريدة أو القابلة للتنويع هي المخاطرة التي يمكن تجنبها من خلال المحفظة الكبيرة وهي $(Var - Cov)$ (Ross , et.al , 2008 : 286 , 299).

ويعرف التباين بأنه " مقياس لتشتت النواتج المحتملة حول القيمة المتوقعة " (Brigham & Gapenski , 1996 : 63) , وهو أكثر المقاييس شيوعاً لقياس التشتت , والرمز σ هو حرف سيغما باللغة اليونانية والذي يمثل الانحراف المعياري , أما الصيغة الرياضية للتباين فهي (Ross , et.al , 2008 : 268 - 269) :-

$$Var = [(R_1 - \bar{R})^2 + (R_2 - \bar{R})^2 + \dots + (R_n - \bar{R})^2] / T - 1$$

حيث أن :-

T = عدد مفردات العينة المستخدمة .

R_1 , R_2 , R_n = العائدات المفردة .

\bar{R} = الوسط الحسابي للعائدات .

ويمثل مجموع مربعات انحرافات القيم عن وسطها الحسابي مقسوماً على عددها ويكتب بالصيغة التالية (Van Horn , 2002 : 38) :-

$$Variance = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i$$

حيث V = تمثل التباين

R_i = يمثل العائد الفعلي

\bar{R} = يمثل العائد المتوقع

P_i = يمثل الاحتمالية

يتضح من المعادلة أعلاه بأن التباين هو المجموع الجبري لمربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي موزونة باحتمالية حدوث الانحراف , أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين ويستخدم عادة لقياس المخاطرة اللا نظامية أو الخاصة ويستخرج بالمعادلة الآتية:-

$$Standard Deviation = SD = \sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i}$$

3- معامل الاختلاف Coefficient of Variation

يعرف بأنه " حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد مضروباً في 100، أي انه يشير إلى المخاطرة للوحدة الواحدة من العائد ، مما يؤدي إلى مقارنة ذات معنى عندما لا تتساوى المردودات المتوقعة من البدائل الاستثمارية " (الهامم , 1992 : 141) , وهو مقياس يقيس التغير النسبي وليس المطلق كما في الانحراف المعياري , ويكتب بالصيغة التالية
-: (Chong, 2004 : 92)

$$(Coefficient\ of\ Variation) = CV = Risk / Return = (\sigma / R) 100$$

حيث σ = الانحراف المعياري .

R = متوسط العائد .

ثالثاً :- عائِد ومخاطرة المحفظة

The Return And Risk For Portfolio

للعلاقة بين العائد والمخاطرة أهمية خاصة عند تحديد تشكيلة الاستثمار في الأوراق المالية فإذا أرادت الإدارة أن تحصل على عائد أعلى من استثمارها فيجب أن تكون على استعداد لتحمل درجة أعلى من المخاطرة (الحناوي و محمد السلام , 2000 : 254) .

أن العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة طردية (موجبة) , لأن الأفراد يحملون موجودات ذات مخاطرة فقط عندما يتوقعون عائداً يعوضهم عن هذه المخاطرة , وإن المستثمر يستطيع تحديد أفضل المجاميع من الأوراق المالية أو أفضل المحافظ , وبالتأكيد إن المستثمر يرغب بالمحفظة التي تحتوي على أعلى عائد متوقع وأقل انحراف معياري , لذلك فهو يجب أن يلاحظ (Ross , 285 : et.al , 2008) :-

أ- العلاقة بين العائد المتوقع للأوراق المالية الفردية والعائد المتوقع للمحفظة الذي يمثل مجموعة هذه الأوراق .

ب- العلاقة بين الانحرافات المعيارية للأوراق الفردية والارتباطات بين هذه الأوراق والانحراف المعياري للمحفظة .

وإن العائد المتوقع على السوق يكتب بالشكل التالي :-

$$R_M = R_f + Risk\ Premium$$

أي هو العائد الخالي من المخاطرة مضاف إليه علاوة المخاطرة ، وتشير هذه المعادلة إلى العائد المتوقع في السوق وليس العائد الحقيقي لسنة أو أشهر ، وذلك بسبب إن الأسهم لها مخاطرة والعائد الحقيقي على السوق خلال فترة معينة قد يكون أقل من R_F أو حتى يمكن أن يكون سالباً ، وإن بيتا الأوراق المالية هي مقياس مناسب لمخاطرة المحفظة المتنوعة الكبيرة ، ولأن أغلب المستثمرين ينوعون محافظهم فالعائد المتوقع على الورقة المالية يجب أن يكون ذا ارتباط موجب بالبيتا .

والشكل الأساسي لنموذج CAPM هو علاقة خطية بين العائدات على الأسهم الفردية وعائدات سهم السوق عبر فترة زمنية ، وإن المعادلة التي تربط العائد بالمخاطرة هي معادلة (معادلة الانحدار) (Block & Hirt , 2000 : 330) :-

$$R_j = \alpha + \beta R_m + e$$

حيث أن :-

R_j = العائد على السهم للشركة .

α = الفا .

β = معامل بيتا .

R_m = عائد سهم السوق (وعادة ما يستخدم مؤشر S & P 500)¹ .

e = مقدار الخطأ لمعادلة الانحدار .

ويعتمد هذا النموذج أساساً على البيانات التاريخية لتقدير معدلات العائد وأن (البيتا) المستخدمة لقياس المخاطرة الموجودة باستخدام هذه البيانات قد لا تعكس بالفعل التقلبات المستقبلية للعوائد ، لذلك فإن العوائد المطلوبة والمحددة في النموذج يمكن النظر إليها على أنها تقريبية (265 : 2000 ، Gitman) ، وبذلك فإن CAPM هو نموذج توقعي (يعتمد على التوقعات) وليس هناك ضمان بأن البيانات التاريخية سوف تتكرر بنفس الشكل ، وأحد مجالات الاختبار التجريبية هو أنها تتضمن ثبات β والقدرة على التنبؤ بها من خلال البيانات التاريخية ، وقد برهنت البحوث أن معامل β هو أكثر فائدة لأن بيتا للأسهم الفردية أقل ثباتاً من فترة لفترة من β المحفظة في مجال المحفظة (Block & Hirt , 2000 : 331).

¹(Standard & Poor 500) {وهو مؤشر قائم على أساس مدخل الوزن أو على أساس القيمة ويتكون المؤشر من (500) سهم تمثل المنشآت الصناعية منها (400) سهم ومنشآت المنافع العامة (40) سهماً ومنشآت النقل (20) سهماً ومنشآت تعمل في المجال المالي (40) سهماً ، وعادة ما تنشر معلومات هذه المؤشرات في صحف المال اليومية أو الأسبوعية ، وهو مقياس واسع الاستخدام لسوق الأسهم العام ويستخدمه المستثمرون كمقارن مرجعي لتقييم أداء الاستثمار ، علماً إن الأسهم التي يتضمنها المؤشر هي لأكبر الشركات في الولايات المتحدة وتمثل الأغلبية الرئيسية في السوق (Stanley, et. al, 2002: 18) }

وأن نموذج CAPM تطور من الصيغة السابقة إلى صيغة علاوة مخاطرة السوق حيث الافتراض الأساس لها هو أن المستثمرين يجب أن يعوضوا المخاطرة العالية بالحصول على عائدات أعلى ويجب أن لا يقبلوا بعائد أقل من عائدات الموجودات الخالية من المخاطرة , وبذلك يصبح النموذج النظري الأكثر فائدة هو (Block & Hirt , 2000 : 332):-

$$R_j = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

حيث أن :-

R_j = العائد على السهم للشركة .

R_f = العائد الخالي من المخاطرة .

β = معامل بيتا .

R_m = العائد لمؤشر السوق .

$R_m - R_f$ = علاوة المخاطرة .

$\beta (R_m - R_f)$ = العائد المتوقع أن يكون أعلى من النسبة الخالية من المخاطرة لأسهم الشركة j مع مستوى معين من المخاطرة , و β تقيس حساسية (تقلب) عائد الورقة المالية نسبة للسوق , وبذلك فإن β تقيس مخاطرة الاستثمار المرتبطة بالسوق .
وكما موضح في الشكل II فإن العلاقة بين العائد المتوقع وبيتا تبينها المعادلة التالية (Ross , et.al , 2008 : 308):-

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

وهي معادلة CAPM تؤثر ارتباط العائد المتوقع مع مقياس بيتا , وهذه الحالة يمكن أن توضح من خلال عدة افتراضات :-

1- نفترض أن $\beta = 0$, فعندها $r = r_f$, أي إن العائد المتوقع للورقة المالية سوف

يساوي العائد خالياً من المخاطرة .

2- نفترض أن $\beta = 1$, وبذلك فإن المعادلة سوف تختصر إلى $r = r_m$, أي أن العائد

المتوقع للورقة المالية يساوي العائد المتوقع للسوق .

وهذه المعادلة تمثل بشكل بياني من خلال خط الميل الصاعد في الشكل II نلاحظ أن الخط يبدأ من r_f ويرتفع إلى r_m عندما تكون $\beta = 1$, وهذا الخط يسمى خط الورقة المالية للسوق (Security Market Line) (SML) لذلك فهذا الشكل والمعادلة تظهر العلاقة بين العائد المتوقع و β على شكل خط مستقيم , وهو تمثيل لنموذج CAPM على شكل رسم بياني

يعكس العائد المطلوب في السوق لكل مستوى من المخاطرة النظامية (بيتا) ، ويتأثر هذا الخط بقوتين أساسيتين هما توقعات التضخم وتجنب المخاطرة (Gitman , 2009 : 255):-

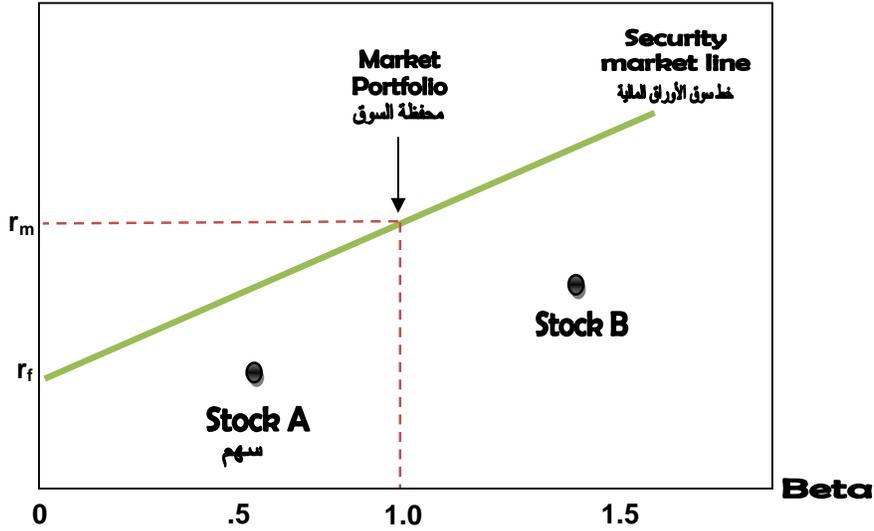
1- توقعات التضخم :- إن التغيير في توقعات التضخم تؤثر على معدل العائد الخالي من المخاطرة حيث $R_F = r^* + IP$ وهذه المعادلة تفترض إن نسبة العائد الاسمية r^* و IP هي علاوة التضخم لذلك فأي تغيير في التوقعات للتضخم سوف يغير من SML .

2- تجنب المخاطرة :- أما التغيير في تجنب المخاطرة فإن SML يعكس تفضيلات المستثمرين للمخاطرة في السوق فأغلب المستثمرين هم متجنبين للمخاطرة أي يطلبون زيادة في العائد مقابل أي زيادة في المخاطرة وهذه العلاقة الإيجابية هي التي تظهر الميل الموجب ل SML في الرسم ، وهذا الميل يمثل درجة التجنب في المخاطرة فكلما كانت درجة تجنب المخاطرة عالية فإن الميل يكون أكبر لأن علاوة المخاطرة تزداد كلما ازداد مستوى تجنب المخاطرة .

ومن خلال الشكل 11 يظهر ما يلي (Brealey , et.al , 2008 : 216-217) :-

أن المستثمر عندما يواجه السهم A فلا يمكن شراؤه ، فإذا أراد أن يستثمر مع بيتا مقدارها 0.5 فيمكن أن يحصل على عائد متوقع أعلى من خلال استثمار نصف أمواله في سندات الخزينة (خالية من المخاطرة) والنصف الآخر في محفظة السوق ، وإذا شارك كل شخص فإن سعر A سوف ينخفض حتى يطابق العائد المتوقع مع ما يستطيع الحصول عليه في مكان آخر ، أما بالنسبة للسهم B فلا يهتم بالعائد العالي المتحقق ، ويمكن أن يحصل على عائد متوقع أعلى لنفس البيت من خلال اقتراض 50 سنت لكل دولار يمتلكه ومن ثم يستثمر في محفظة السوق ، وإن سعر السهم B لا يمكن أن يدوم فسوف ينخفض حتى يساوي العائد المتوقع على B مع العائد المتوقع من جمع الاقتراض والاستثمار في محفظة السوق . إن المستثمر يمكنه دائماً الحصول على علاوة مخاطرة متوقعة مقدارها $\beta (r_m - r_f)$ من خلال امتلاك خليط من محفظة السوق والقرض خالي من المخاطرة ، لذلك ففي السوق الكفوءة ليس هناك أحد سوف يمتلك سهماً يعرض علاوة مخاطرة متوقعة أقل من $\beta (r_m - r_f)$ ، فإذا أخذ المستثمر كل الأسهم سوية فسوف يمتلك محفظة السوق ويعلم بأن الأسهم في المعدل تقع على هذا الخط ، فكما أنه ليس هناك سهم يقع تحت الخط فليس هناك سهم يقع فوق الخط أيضاً ، لذلك فإن كل سهم يجب أن يقع على هذا الخط ويعرض علاوة مخاطرة متوقعة هي :-

$$r - r_f = \beta (r_m - r_f)$$

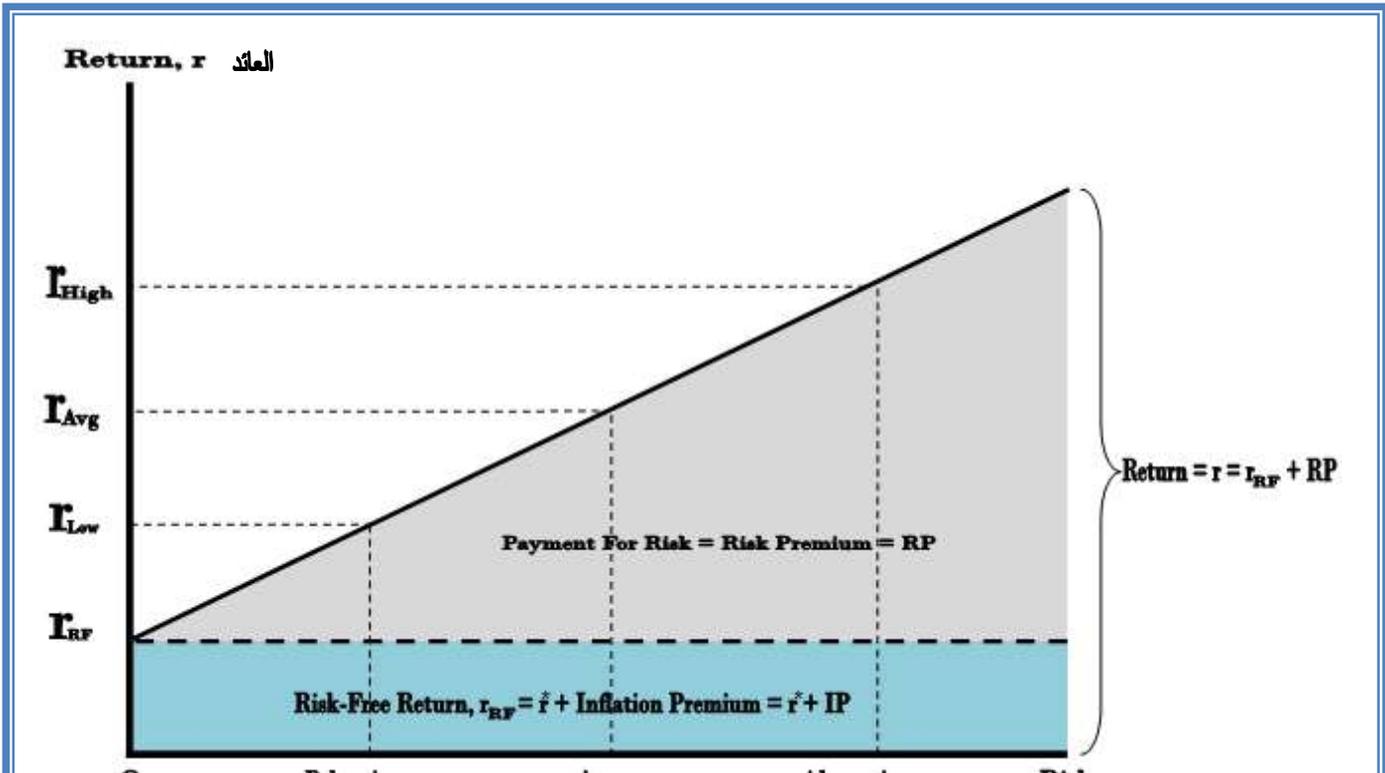


الشكل 11

خط سوق الأوراق المالية

Source : Brealey, et.al, 2008 : 217

والشكل 12 يوضح علاقة العائد والمخاطرة ويبين بأن المستثمرين يتوقعون الحصول على عائد أعلى كلما كانت مخاطرة الأوراق المالية أعلى ، وإذا لم تحصل هذه الحالة فإن المستثمرين سوف يشترون ويبيعون بالاستثمارات والأسعار سوف تستمر بالتغيير حتى تتحقق هذه الفرضية (Besley & Brigham , 2008 : 320)-



علاوة المخاطرة

العائد الخالي من المخاطرة

علاوة التضخم

الشكل 12

علاقة العائد / المخاطرة

Source : Besley & Brigham , 2008 : 320



المفصل الثاني

منهجية الدراسة ومراجعة بعض الدراسات السابقة

الصفحة الأولى

منهجية الدراسة

الصفحة الثانية

دراسات سابقة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

مِنْهُ يُبْرِئُ

يتناول هذا المبحث منهجية الدراسة حيث تقسم المنهجية على عدة محاور تشمل (مشكلة الدراسة , أهداف الدراسة , أهمية الدراسة , فرضيات الدراسة , حدود الدراسة المكانية والزمنية , الأساليب المالية والإحصائية المستخدمة في الدراسة) وعلى النحو الآتي :-

أولاً :- مشكلة الدراسة

يمكن تلخيص مشكلة الدراسة بما يأتي :-

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 وإقليمياً وقطرياً إذ إن المشروعات الاستثمارية تعمل في بيئة متغيرة تعكس آثار هذا التغير على النشاط الاقتصادي عموماً 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 التي يمكن أن تواجه الشركات , ولذلك فإن المشكلة تتلخص في إن الاستثمارات التي تقوم بها الشركات لا تستند إلى التحليل المالي للعائد والمخاطرة وفق الأساليب الإحصائية المعتمدة في قياس العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية .

ثانياً :- أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق الآتي :-

- 1- المساهمة الفكرية والنظرية في موضوع نظرية المحفظة الاستثمارية والعائد والمخاطرة .
- 2- بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية لبعض شركات القطاع الخاص عينة الدراسة من خلال أ- تحليل العائد بأنواعه (العائد على الموجودات والعائد المطلوب والعائد على حق الملكية).
ب- تحليل المخاطرة (النظامية واللا نظامية والكلية) للشركات وللسوق.

- 3- تحديد أفضل شركة من حيث تحقيقها أقل مخاطرة مع معدل عائد يفوق معدل عائد محفظة السوق .
- 4- تقديم منهج علمي للمستثمر العراقي يجمع بين النظرية والتطبيق لإدارة المحفظة الاستثمارية .
- 5- تصميم وإدارة المحفظة الاستثمارية المثلى لشركات القطاع الخاص المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

ثالثاً:- أهمية الدراسة

- 1- في ضوء معالم المشكلة وخصوصيتها جاءت أهمية الدراسة لتأطير منهج فكري وتطبيقي يمكن أن يسترشد به المستثمر العراقي ومحللو الأوراق المالية لإدارة محافظهم الاستثمارية من الأوراق المالية من جانب , ومن جانب آخر تحاول الدراسة أن توائم النظرية مع التطبيق على سوق العراق للأوراق المالية وهو من الأسواق الناشئة .
- 2- تتناول الدراسة أبراز نظرية المحفظة والتي أسهمت في ترسيخ المفاهيم العلمية المعاصرة للاستثمار .
- 3- تكتسب الدراسة أهميتها من إحدى حقائق نظرية المحفظة وهي عدم إمكانية تخفيض المخاطرة النظامية للمحفظة والتي باتت تشكل اهتمام كل من المنظرين والمهتمين في المجال التطبيقي وخصوصاً في ظل ارتفاع حالة عدم التأكد وزيادة تقلبات الأسواق المالية .
- 4- تجسد 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 .

رابعاً:- فرضيات الدراسة

- لغرض تحقيق أهداف الدراسة تم صياغة جملة فرضيات هي :-
- 1- اعتماد الأسس العلمية في بناء واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى يقلل المخاطرة التي يتعرض لها الاستثمار .
 - 2- عدم وجود علاقة ارتباط و تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات .

3- عدم وجود علاقة ارتباط و تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب .

4- عدم وجود علاقة ارتباط و تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية .

خامساً :- عينة ومدة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة عينة من شركات القطاع الخاص العاملة في القطاعات الاقتصادية الستة التالية (المصارف , الصناعي , الزراعي , الخدمات , التأمين , المالي) والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية , وقد اختير منها 33 شركة تمثل عينة الدراسة كان منها 10 مصارف من القطاع المصرفي و 10 شركات من القطاع الصناعي و 4 شركات من القطاع الزراعي و 4 شركات من قطاع الخدمات و 3 شركات من قطاع التأمين و 2 شركات من القطاع المالي وكما يوضحه الجدول 1 . وتشتمل المدة الزمنية للدراسة على سبع سنوات امتدت من عام 2000 ولغاية عام 2006 , ومبرر اختيار هذه المدة يعود لصلاحية واكتمال بياناتها من جانب , ومن جانب آخر اختلاف وتغير الظروف السياسية والاقتصادية بشكل كبير يبرز المخاطرة التي ممكن أن يتعرض لها المستثمر .

الجدول 1

الشركات عينة الدراسة وفقاً للقطاعات الاقتصادية

مصارف القطاع المصرفي	تاريخ الإدراج ورأس المال عند الإدراج (مليون دينار)	شركات القطاع الصناعي	تاريخ الإدراج ورأس المال عند الإدراج (مليون دينار)	شركات القطاع الزراعي	شركات قطاع الخدمات	تاريخ الإدراج ورأس المال عند الإدراج (مليون دينار)	شركات قطاع التأمين	تاريخ الإدراج ورأس المال عند الإدراج (مليون دينار)	شركات القطاع المالي	تاريخ الإدراج ورأس المال عند الإدراج (مليون دينار)
الوركاء للاستثمار	2004/6/15 2500	التعبئة والتعليب العراقية	2004/8/8 9	الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الأسماك	مدينة ألعاب الكرخ السياحية	2004/8/3 236	دار السلام للتأمين	2004/7/25 60	الأيام للاستثمار المالي	2006/1/9 400
العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية	2004/7/25 1516	ميسان للصناعات الغذائية	2004/9/4 24	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم المحاصيل الحقلية	مدينة ألعاب الرصافة	2005/8/3 100	الأهلية للتأمين	2004/9/4 250	الأمين للاستثمار المالي	2004/6/15 300
الاستثمار العراقي	2004/6/15 5760	الصناعات الكيماوية العصرية	2004/7/25 60	الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي	بغداد لخدمات السيارات	2004/9/4 160	الأمين للتأمين	2006/1/9 300		2004/8/3 150
الأهلي العراقي	2004/7/8 1143	نينوى للصناعات الغذائية	2004/8/3 300	الأهلية للإنتاج الزراعي	المعمورة للاستثمارات العقارية	2004/5/16 227		2004/6/15 2700		
الائتمان العراقي	2004/7/8 1600	الخطاطبة الحديثة	2004/7/8 900							
الخليج التجاري	2004/7/25 4120	العراقية للسجاد والمفروشات	2004/7/25 500							
بغداد	2004/6/15 5280	المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية	2004/9/4 1350							
التجاري العراقي	2004/7/25 400	بغداد لصناعة مواد التغليف	2004/7/25 90							
الشرق الأوسط العراقي للاستثمار	2004/7/8 7500	المنصور الدوائية والمستلزمات الطبية	2004/11/2 7 330							
دار السلام للاستثمار	2004/6/15 2400	البيرة الشرقية	2004/9/18 1050							

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورفاه المالية للشركات عينة الدراسة

أ- الجزء النظري من الدراسة

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

ب- الجزء التطبيقي من الدراسة

تم استخدام الكشوفات المالية الخاصة بالشركات عينة الدراسة والمتمثلة بكشف الميزانية العمومية وكشف الدخل في التحليل وقد أخذت من سوق العراق للأوراق المالية .
وفيما يتعلق بحساب معدل العائد الخالي من المخاطرة فقد تم استخدام أسعار الفائدة الرسمية المحددة في مصرف الرافدين وذلك باستخراج المعدل والبالغ 0.071 , وجدول 2 يعرض أسعار الفائدة الرسمية .

الجدول 2**أسعار الفائدة الرسمية**

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المعدل
أسعار الفائدة	0.09	0.09	0.07	0.07	0.06	0.05	0.06	0.071

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على نشرة أسعار الفائدة الرسمية لمصرف الراجحي

سابعاً :- الأساليب المالية والإحصائية المستخدمة في الدراسة**أ- الأساليب المالية****1- معدل العائد على الموجودات**

يرمز له اختصاراً بالرمز ROA ويمكن استخراجه من قسمة صافي الدخل على الموجودات الكلية وفقاً للمعادلة التالية (56 : Block & Hirt , 2000) :-

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

حيث أن :-

ROA = معدل العائد على الموجودات .

$Net Income$ = الربح بعد الفائدة والضريبة (صافي الدخل) .

$Total Assets$ = الموجودات الكلية .

2- معدل العائد المطلوب

يرمز له اختصاراً بالرمز RRR ويمكن استخراجاه وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية

CAPM (308 : Ross , et.al, 2008) :-

$$RRR = R_F + (R_M - R_F)\beta$$

حيث أن :-

RRR = معدل العائد المطلوب .

R_F = معدل العائد الخالي من المخاطرة .

R_M = معدل عائد السوق .

β = معامل أبيتا

3- معدل العائد على حق الملكية

يرمز له اختصاراً بالرمز ROE ويمكن استخراجاه من قسمة صافي الدخل على حق الملكية

(حقوق المساهمين) وفقاً للمعادلة التالية (56 : Block & Hirt , 2000) :-

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

حيث أن :-

ROE = معدل العائد على حق الملكية .

$Net Income$ = الربح بعد الفائدة والضريبة (صافي الدخل) .

$Equity$ = حقوق الملكية .

4- معامل أبيتا Beta

ويرمز لها بالرمز β ويمكن استخراجها من قسمة معامل التباين المشترك بين عائد الموجود i وعائد محفظة السوق R_M على التباين لعائد محفظة السوق وفقاً للمعادلة التالية (Ross , et.al, 2008 : 306):-

$$\beta_i = \frac{Cov (R_i , R_M)}{\sigma^2 R_M}$$

حيث أن :-

β_i = معامل أبيتا .

$COV(R_i, R_M)$ = التباين المشترك بين عائد الموجود i وعائد محفظة السوق R_M .

$\sigma^2 R_M$ = تباين عائد محفظة السوق .

5- معامل الاختلاف

ويرمز لها بالرمز CV ويمكن استخراجها من حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد مضروباً في 100 وفقاً للمعادلة التالية (Chong, 2004 : 92) :-

$$(Coefficient\ of\ Variation) = CV = Risk / Return = (\sigma / R) 100$$

حيث σ = الانحراف المعياري .

R = متوسط العائد .

6- المخاطرة الكلية

يمكن استخراج المخاطرة الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار وتقاس وفقاً للمعادلة التالية (Ross , et.al , 2002 : 262) :-

$$Total\ Risk = Systematic\ Risk + Unsystematic\ Risk$$

$$(\overline{Var}) = (\overline{Cov}) + (\overline{Var - Cov})$$

المخاطرة الكلية (تباين العائد الكلي) = المخاطرة النظامية + المخاطرة اللا نظامية

حيث أن :-

$Total Risk$ = المخاطرة الكلية .

$Systematic Risk$ = المخاطرة النظامية .

$Unsystematic Risk$ = المخاطرة اللا نظامية .

7- المخاطرة السوقية (النظامية)

يمكن استخراجها من حاصل ضرب مربع معامل ألبيتا β^2 مع تباين عائد السوق وفقاً للمعادلة

التالية (Archer , et.al , 1983 : 109) :-

$$Systematic Risk = \beta^2 \sigma_M^2$$

حيث أن :-

$Systematic Risk$ = المخاطرة النظامية .

β^2 = مربع معامل ألبيتا .

σ_M^2 = تباين عائد السوق .

ب - الأساليب الإحصائية (Pelosi & Sandifer,2003: 510-538)

1- الوسط الحسابي

ويستخرج الوسط الحسابي بموجب الصيغة التالية :-

$$\bar{x} = \frac{\sum x_i}{n}$$

أو

$$\bar{y} = \frac{\sum y_i}{n}$$

حيث أن :-

\bar{x} , \bar{y} = الوسط الحسابي لقيم x_i و y_i على التوالي .

2- معادلة الانحدار

وتستخرج معادلة الانحدار الخطي بين العائد والمخاطرة بموجب الصيغة التالية :-

$$y_i = \hat{a} + bx_i$$

حيث أن :-

$$y_i = \text{العائد.}$$

$$x_i = \text{المخاطرة.}$$

\hat{a} = الثابت (قيمة العائد عندما تكون المخاطرة صفراً) وتستخرج بموجب الصيغة التالية :-

$$\hat{a} = \bar{y} - b^{\wedge} \bar{x}$$

b^{\wedge} = الميل (مقدار العائد عندما تتغير المخاطرة بمقدار وحدة واحدة) ويستخرج بموجب الصيغة

التالية :-

$$b^{\wedge} = \frac{n \sum x_i y_i - \sum x_i \sum y_i}{n \sum x_i^2 - (\sum x_i)^2}$$

3- معامل الارتباط r

هو مقياس لقوة العلاقة الخطية بين متغيرين (المخاطرة الكلية ومعدل العائد) أو أكثر وقيمة

r تتحصر بين (1+ و 1-) ويستخرج بموجب الصيغة التالية :-

$$r = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n \sum x^2 - (\sum x)^2} \sqrt{n \sum y^2 - (\sum y)^2}}$$

4- معامل التفسير (التحديد, التوضيح) R²

هو مقياس لمعرفة نسبة التغيير في معدل العائد بدلالة تأثير المخاطرة الكلية ويستخرج معامل

التوضيح بموجب الصيغة التالية :-

$$R^2 = r^2$$

5- الانحراف المعياري σ

ويقيس متوسط مجموع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي ويستخرج بموجب الصيغة التالية :-

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(x_i - \bar{x})^2}{n-1}}$$

6- التباين σ^2

ويقيس متوسط مجموع مربعات انحرافات القيم عن وسطها الحسابي (مربع الانحراف المعياري) ويستخرج بموجب الصيغة التالية :-

$$\sigma^2 = \frac{\sum(x_i - \bar{x})^2}{n-1}$$

المبحث الثاني

دراسات سابقة

تعد مراجعة الأدبيات النظرية والدراسات والأبحاث التطبيقية السابقة بمثابة قاعدة تساعد في وضع المعالم الأساسية للجوانب التطبيقية للموضوع المبحوث وفقاً لخصوصية بيئة الفحص والاختبار ، وقد أنجزت عدة دراسات عربية وأجنبية ، سوف يتم تناول بعضها وفقاً لتسلسلها الزمني ، وعلى وفق الآتي :-

أولاً :- دراسات عربية

1- دراسة (مهجد ، 1995)

عنوان هذه الدراسة :-

"تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة – دراسة تطبيقية في شركات صناعية عراقية "

تتلخص أهداف الدراسة بالنقاط الآتية :-

- أ- الإسهام في الفكر المالي :- تعد هذه الأطروحة واحدة من البحوث التطبيقية التي تسهم في أغناء وتطوير الفكر المالي وإنها اعتمدت الهيكل المالي (التمويل الطويل والقصير الأجل).
 - ب- اختيار الهيكل المالي الأمثل الذي يحقق أدنى كلفة تمويل مع أعلى عائد وبما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المنشأة.
 - ت- الكشف عن أداء المنشأة.
 - ث- التحقق من آثار الهيكل المالي في قيمة المنشأة.
- واعتمدت الدراسة على الفرضيات الرئيسة التالية :-
- أ. يرتفع معدل العائد على الاستثمار بارتفاع نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي.
 - ب. تنخفض المخاطرة التشغيلية بارتفاع التمويل المقترض في الهيكل المالي.
 - ت. يرتفع معدل العائد المطلوب بارتفاع نسبة التمويل إلى الهيكل المالي وازدياد المخاطرة النظامية.

- ث. ينخفض المعدل الموزون لكلفة التمويل بارتفاع نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل.
- ج. ترتفع المخاطرة النظامية بارتفاع المخاطرة المالية الناتجة عن ارتفاع نسبة التمويل في الهيكل المالي.

2- دراسة (العلي ، 2002)

عنوان هذه الدراسة :-

" تحوير المحفظة الكفوءة بإطار نظرية الخيارات - دراسة تطبيقية "

إن الغرض من هذه الأطروحة هو اختبار إمكانية تخفيض المخاطرة النظامية للمحفظة الكفوءة والتي تشكل أكثر من نصف مخاطرة المحفظة الكلية ، وذلك بتوظيف إستراتيجيات تحوير المحفظة بإطار نظرية الخيارات الحديثة MOT . فعلى الرغم من إن نظرية المحفظة الحديثة MPT قد أثبتت إمكانية تخفيض أو إزالة معظم المخاطرة اللا نظامية بالتنوع ، إلا أنها أكدت في الوقت ذاته عدم إمكانية إزالة المخاطرة النظامية أو تخفيضها ، مما يعني استمرار تعرض المحافظ الاستثمارية لمخاطرة التقلبات السوقية ، التي أصبحت السمة الغالبة لأغلب الأسواق المالية في العقود الثلاثة الماضية . تهدف الدراسة إلى :-

أ- الدراسة المستفيضة لموضوع هام وحيوي هو تحوير المحفظة الكفوءة باستخدام الخيارات واختباره تطبيقياً في سوق مالية حديثة ، وبيان ما سيسفر عن ذلك من نتائج ومدى اقترابها أو ابتعادها عن نتائج الدراسات التطبيقية السابقة التي تناولت تحوير محفظة الأوراق المالية .

ب- الكشف عن الأثر الذي يتركه تحوير المحفظة الكفوءة في مخاطرتها، بنوعها المخاطرة النظامية واللا نظامية .

ت- الكشف عن الأثر الذي يتركه تحوير المحفظة الكفوءة في معدلات عائدها وفي تكاليف الفرصة البديلة .

ث- مواكبة التطورات العالمية المعاصرة وما رافقها من أدوات مالية جديدة وأسواق مالية وآليات تداول ومداخل جديدة كالاستثمار والمضاربة والتحوير بالخيارات .

ج- تحليل خصائص الاستثمار بالأسهم العادية في سوق بغداد للأوراق المالية وبناء محفظة سوق بديلة لغرض:

1- حساب معدلات عائد ومخاطرة الأسهم العادية بنوعها النظامية واللا نظامية .

2 - بناء محافظ كفوءة من الأسهم العادية وفقاً لنموذج Simple Ranking Model .

3- استخدام نموذج Black and Scholes لتسعير الخيارات ومن ثم تحويط المحافظ الكفوءة .

4- تقييم أداء المحافظ الكفوءة المحوطة وغير المحوطة والوصول إلى استنتاجات وتوصيات يمكن تعميمها لتشكّل مساهمة متواضعة بالفكر المالي .
واعتمدت الدراسة على الفرضيات الرئيسية التالية :-

أ- يؤدي تحويط المحفظة الكفوءة باستخدام الخيارات إلى تخفيض كبير في مخاطرتها النظامية .

ب- لا يؤدي تحويط المحفظة الكفوءة باستخدام الخيارات إلى تغيير كبير في معدل عائدها ، ذلك أنه من المتوقع أن تحقق معدل عائد أكبر من المعدل الخالي من المخاطرة.

ت- من المتوقع أن تحقق إستراتيجية شراء خيارات البيع المغطاة Purchasing Coverd Puts إلى نتائج أفضل من حيث بعدي العائد والمخاطرة من إستراتيجية بيع خيارات الشراء المغطاة Writing Coverd Calls عند تطبيقها في سوق بغداد للأوراق المالية .

3- دراسة (الوندائي ، 2002)

عنوان هذه الدراسة :-

" أثر الميزة التنافسية في الأداء ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة -

دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية "

وتلخصت أهداف الدراسة بالنقاط الآتية :-

أ. إيجاد منطقية العلاقة بين الميزة التنافسية والأداء في ظل البيئة المالية والاستثمارية العراقية الوليدة .

ب. السعي إلى تكييف نماذج مبسطة تتسجم مع طبيعة المستثمر العراقي .

ت. تمييز المحافظ البسيطة الكفوءة عن المحافظ البسيطة غير الكفوءة في إطار الدالة التمييزية للنماذج المكيفة.

ث. تصنيف المحافظ المكونة حسب طبيعتها إلى محافظ استثمارية مبنية على أساس نسبة عائد السهم إلى مخاطرته وإلى محافظ استثمارية مبنية على أساس نسبة القيمة السوقية للسهم إلى ربحيته .

وقد اعتمد الباحث على فرضية رئيسة واحدة مفادها أن هناك علاقة معنوية ذات دلالة

إحصائية بين الميزة التنافسية والأداء عند بناء المحافظ الاستثمارية البسيطة الكفوءة .

4- دراسة (الأعرابي ، 2003)

عنوان هذه الدراسة :-

" إدارة محفظة صناديق الاستثمار وإمكانية التطبيق في المصارف العراقية - دراسة تطبيقية "

تهدف الدراسة إلى اختبار إمكانية تطبيق إدارة محفظة صناديق الاستثمار في المصارف التجارية العراقية الأهلية بوصفها بيئة للتطبيق ، لتعزيز ربحية المصارف وتحقيق عوائد أعلى من العوائد التشغيلية ، وذلك من خلال بناء محافظ مالية بعد تحليل الأسهم المتداولة في سوق بغداد للأوراق المالية واختيار محفظة السوق البديلة المكونة من 48 سهماً ، اختيرت من مجموع 100 سهم متداولة في سوق بغداد على أساس الحد الأدنى لعدد المشاهدات في فترة الدراسة . واعتمدت الدراسة الفرضيات التالية:-

- أ- ينجم عن صناديق الاستثمار بالإدارة الساكنة عوائد تماثل عوائد محفظة السوق بينما تزيد عوائد محفظة الإدارة النشطة عن عوائد محفظة السوق .
 - ب- يحقق نمط الإدارة الساكنة أداء أفضل من نمط الإدارة النشطة .
 - ت- يتحقق عن صناديق الاستثمار للإدارة الساكنة والإدارة النشطة عوائد تزيد عن العوائد التشغيلية للمصارف ، أي إن المصارف مع صناديق الاستثمار تكون أفضل أداء من المصارف بدون صناديق الاستثمار . واستنتجت الدراسة إمكانية تطبيق إدارة محفظة صناديق الاستثمار في بيئة الدراسة التطبيقية ، وتوصلت إلى مجموعة توصيات أهمها ضرورة الإسراع بإصدار تشريع خاص لصناديق الاستثمار
- وتشجيع التعامل بهذه الصناديق مع ضرورة متابعة ومراقبة هذا النشاط من قبل البنك المركزي العراقي .

عنوان هذه الدراسة :-

" إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية - دراسة تطبيقية في عينة من

المصارف الأردنية الدولية "

قامت الدراسة جملة من الأهداف تمثلت في تحليل المحفظة الاستثمارية المصرفية الدولية من حيث العائد والمخاطرة وكلف التمويل وبيان أثر هذا التحليل في إدارة المحفظة الاستثمارية ومدى إمكانية وقدرته على توزيع استثماراته في ظل هذا التحليل . وقامت هذه الدراسة على عدد من الفرضيات مفادها عدم وجود علاقة ارتباط أو تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية بين كل من :-

- أ- كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المطلوب .
- ب- المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب .
- ت- كلفة التمويل الموزونة ومعدل العائد المتحقق .
- ث- المخاطرة الكلية ومعدل العائد المتحقق .

6- دراسة (الدليمي ، 2005)

عنوان هذه الدراسة :-

" أثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية في مصارف

دولية أردنية "

تهدف الدراسة إلى تحديد أثر التنويع في الاستثمارات الدولية على قيمة المنشأة , وعلى معدل العائد على الاستثمار , وفي تخفيض المخاطرة . ويهدف أيضاً إلى تقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات لتحسين واقع الحال في المصارف الدولية المبحوثة والاستفادة منها من قبل المصارف الأخرى ومنها المصارف العراقية عند القيام بالاستثمارات الدولية . منطلقاً من فرضية رئيسة مفادها "إن تنويع الاستثمارات الدولية يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المنشأة" وتتفرع من هذه الفرضية فرضيتان فرعيتان وهما :-

- أ- هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين قيمة المنشأة ومعدل العائد على الاستثمار .
- ب- إن تنويع الاستثمارات يقلل من المخاطرة الكلية .

7- دراسة (التميمي ، 2007)

عنوان هذه الدراسة :-

" تصميم وإدارة محفظة الأسهم العادية للشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق

المالية - دراسة تطبيقية "

قدمت الدراسة محاولة لمعالجة مشكلة حقيقية ملازمة للاستثمار بالأوراق المالية , ألا وهي مسألة تخفيض المخاطر . ونظراً لخصوصية المشكلة في بيئة الفحص والاختبار ممثلة في سوق المال في العراق , والتي تتسم بمحدودية الأدوات العلمية عند توظيف الأموال , جاء البحث هدافاً أسلوباً علمياً في تصميم محفظة الأسهم العادية المثلى والمحافظ البديلة لها وتقييم أدائها . وأعتمد البحث الفرضيات الرئيسة الآتية :-

أ- الأوزان النسبية لمكونات محفظة الأسهم العادية المثلى والمحافظ البديلة لها محدد لعائد ومخاطرة المحفظة .

ب- تتفوق محافظ الأسهم العادية البديلة بأدائها المحفظة المثلى وفقاً لعلاوة المخاطرة .

ثانياً :- دراسات أجنبية

1- دراسة (Rama Swamy , 1998)

عنوان هذه الدراسة :-

" اختيار المحفظة باستخدام نظرية القرار الصعب "

لقد أوجدت هذه الدراسة مدخلاً لاختيار المحفظة من خلال هذه النظرية وهذا المدخل يعطي نسبة عائد مستهدفة ومفترض الوصول إليها من خلال سيناريو مفترض للسوق . فإذا اتجه السيناريو لأن يكون غير صحيح فإن المحفظة سوف تضمن الحصول على أقل نسبة عائد ممكنة , وهذه النظرية مفيدة في كيفية إدارة الموجودات مقابل المطلوبات أو في إنشاء محفظة تضمن الحصول على أقل نسبة عائد ممكنة . وهي تساعد مدراء المالية الذين يواجهون باستمرار قرارات تتضمن التخمين لحركات السوق المباشرة حيث عدم التأكد يكون الصفة الملازمة للأسواق المالية , وهذه النظرية ممكن أن تكون الأفضل في تشكيل المحفظة المثلى عندما يكون القرار صعباً والظروف المالية تتسم بالغموض . وهي تضع معايير عدة لمشكلة الأمثلية , وقد تم استخدام دوال خطية لحساب تشكيل المحفظة مقابل أهداف مدراء التمويل , ومن الممكن الاستفادة من هذه الدراسة أيضاً في التعبير عن الهدف المطلوب ضمن المدى المتوقع من نسبة

العائد لسيناريوهات متنوعة للسوق حيث يكون من الممكن التجارة بمجموعات من المحافظ ممكن أن تمويل من خلال **Libor** لتحقيق عائد يتجاوز كلفة الاقتراض.

2- دراسة (Rachev , et.al , 2005)

عنوان هذه الدراسة :-

" الاستخدام المناسب لمقاييس المخاطرة في نظرية المحفظة "

في هذه الدراسة ناقش وحل الباحثون خصائص مقياس المخاطرة لفهم كيفية استخدام هذا المقياس لجعل خيارات محفظة المستثمرين تكون بأفضل صورة , وبشكل خاص ميز بين نوعين معترف بهما من مقاييس المخاطرة ومقترحة في ما كتب عن المحفظة وهذان النوعان هما مقاييس الأمن - المخاطرة ومقاييس التشتت , وأختبر الباحث وناقش الاختلاف بين نموذج المعالم الإحصائية ومعالم فصل التمويل الخطي , واقترح الباحث مقارنة تجريبية بين ثلاثة نماذج من اختيار المحفظة والتي تعتمد على الوسط الحسابي وعلى مقياس المخاطرة وعلى معلم الانحراف . لذلك فقد ضمن وقيم الباحث الأثر على أداء المستثمرين لمقاييس الخطر الثلاثة السابقة حتى مع اعتبار لبعض الموجودات المشتقة بين الخيارات المحتملة.

برهن الباحث في هذا البحث على إن خصائص مقاييس المخاطرة التي تصف استخدام هذه المقاييس , بشكل خاص مقاييس التشتت يجب أن تعظم الثروة بمستوى ثابت تحت مخاطرة معينة وذلك للحصول على محافظ مثلى للمستثمرين , لذلك فإن الانحراف المعياري كما في كل مقياس تشتت لن يكون مقياساً مناسباً للمخاطرة , وإن أكثر مقاييس المخاطرة المقترحة في أغلب الكتابات يمكن أن تكون مهمة وبشكل متوازٍ خصوصاً عندما تعتمد العائدات فقط على الوسط الحسابي والمخاطرة , في هذه الحالة يمكن امتلاك نوعين من التمويل منفصلين عندما تكون توزيعات العائد لها ذيول وفروع متشابكة ومائلة , والعائدات لا يمكن وصفها عموماً بواسطة النماذج الخطية . في هذه الحالة يمكن فقط أن نقول بأن امتلاك نوعين منفصلين من التمويل بين المحافظ مع نفس المعالم المتماثلة عندما توجد الموجودات الخطرة , وإن التحليل التجريبي يظهر بأن هناك محفزات باقية لتحليل أثر المقاييس المختلفة المخاطرة والانحراف لنظرية المحفظة والمعالم الثلاثة تبقى غير كافية في تقييم التعقيد في مشكلة اختيار المحفظة وبشكل خاص عند اعتبار مجموعة العائدات المطلوبة . والتحليل والمقارنة والمناقشة تبقى ضرورية لتقرير أي مقياس للمخاطرة يعطي أفضل أداء , ومحتمل لأجل هذا الغرض من الأفضل مقارنة نماذج الوسط الحسابي - الخطر لأن الأثر على مقياس المخاطرة في اختيار المحفظة يكون

هناك أكثر وضوحاً , ومن ناحية أخرى فإن العديد من المجالات الأخرى للسلوك التوزيعي للعائدات يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار .

3- دراسة (Devereu & Sait , 2006)

عنوان هذه الدراسة :-

" نظرية المحفظة للتدفقات الرأسمالية الدولية "

تسعى هذه الدراسة إلى بناء نموذج يكون فيه موقع المحافظ الوطنية عنصراً أساسياً في تسهيل إجراءات التدفقات الرأسمالية الدولية , فكل قطر يختار محفظة مثلى لمواجهة المخاطر الاسمية والحقيقية. وصافي التدفقات النقدية سوف يولد تحركات في علاوة المخاطرة حيث نسبة العائد على القروض على إجمالي الموجودات , والشئ الإجمالي في هذا النموذج هو أن أسهم المحفظة وعائداتها وتوزيعها الصحيح يمكن أن تحلل بشكل نموذجي. ويساعد هذا النموذج على المطابقة الصحيحة بين المقاييس المستعملة لإجمالي الموجودات والمطلوبات , ويعمل هذا النموذج على اشتقاق محفظة مثلى فريدة لكل قطر وتعتمد هذه المحافظ أساساً على خصائص العائدات الاسمية للسند. ويزوج هذا النموذج بين نموذج محفظة الاستهلاك والمدخل الوتقي للمحفظة.

4- دراسة (Heyde , 2007)

عنوان هذه الدراسة :-

" نظرية المحفظة مع المقاييس المحدبة للمخاطرة "

اهتمت الدراسة بمشكلة انتقاء محفظة ماركوتز عندما تقاس المخاطرة بواسطة مقياس محدب للمخاطرة . وقد توصلت الدراسة إلى الظروف الضرورية والكافية للحصول على النتائج المثلى للمحفظة , وفي الحالة المنطقية تم وضع حلول للمشكلة الثنائية التي تستخدم مقياس الكثافة الاحتمالية الطبيعية للمخاطرة , وقد تم أيضاً في هذه الدراسة تحليل مشاكل تعظيم المنفعة للمستثمر .

5- دراسة (INtech , 2008)

عنوان هذه الدراسة :-

" نظرية محفظة التكمين Stochastic "

تعطي هذه الدراسة إطاراً تحليلياً لفهم سلوك المحفظة وهيكل سوق الملكية , وقد كانت هذه الدراسة محصلة لدراسات كثيرة سابقة أهمها دراسة (Fernhotzinthe 1999) والتي نشرت في مجلة الاقتصاد الرياضي وقد طورها نفس الباحث عام 2005 في دراسته المعنونة " التحليل المالي " , وقدمت هذه الدراسة إدارة نظرية من خلال هذا الإطار التحليلي عبر إيجاد مجموعة كبيرة من الأسئلة التي تطرح بخصوص هيكل سوق الأسهم وسوق المراجعة والتي يمكن استخدامها لبناء محفظة يمكن السيطرة على سلوكها , وقدمت أيضاً أداة عملية حيث طبقت نظرية محفظة Stochastic في تحليل الأداة للمحفظة المثلى وقد وضعت أسس استراتيجيات الاستثمار الناجح في أي وقت . وقد جمعت هذه الدراسة بين النظرية التقليدية للمحفظة لماركوتز وبين نظرية التسعير الديناميكي للموجودات وهي من أحدث نظريات التسعير اشتقت من نموذج التوازن العام للاقتصاد الرياضي للأسواق المالية والتي تطورت من نظرية تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM .

ثالثاً :- مناقشة الدراسات السابقة

وقد استفادت الباحثة من جميع هذه الدراسات في الجوانب النظرية , إذ استخدمت جميع الدراسات العربية موضوع المحفظة الاستثمارية فتشابهت هذه الدراسات مع الدراسة الحالية في مجال استخدام المحافظ الكفوءة وأثرها على تقليل المخاطرة اللا نظامية للشركات وقد اختلفت الباحثة مع هذه الدراسات من خلال عدد ونوع القطاعات المستخدمة وتوسعت في فصل هذه القطاعات عن بعضها لإظهار الفرق بين القطاعات في السوق العراقية فضلاً عن أفضل الشركات التي يمكن الاستثمار في أسهمها لتشكيل محفظة كفوءة .

أما الدراسات الأجنبية فقد استخدمت مداخل حديثة تظهر مدى التطور الكبير في موضوع المحفظة في الأدبيات الأجنبية وتظهر استخدام مداخل حديثة مثل مدخل القرار الصعب ونظرية محفظة التكمين ونظرية التسعير الديناميكي للموجودات وكيفية اختيار محفظة ماركوتز عندما يتم قياس المخاطرة بواسطة مقياس مخاطرة محذب .



التفصيل الثالث

بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية

المرحلة الأولى

بناء المحفظة الاستثمارية

المرحلة الثانية

تحليل المحفظة الاستثمارية

المرحلة الثالثة

اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى

المبحث الثاني
الدراسة الأولى

بناء المحفظة الاستثمارية

يهتم هذا المبحث ببناء المحفظة الاستثمارية لعينة من شركات القطاع الخاص العاملة في القطاعات الاقتصادية الستة التالية (المصارف ، الصناعي ، الزراعي ، الخدمات ، التأمين ، المالي) التي تمثل عينة الدراسة المختارة وعددها 33 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولمدة سبعة سنوات ابتداءً من كانون الثاني عام 2000 ولغاية كانون الأول عام 2006 ، ويتضمن هذا المبحث تحليل الربح بعد الفائدة والضريبة وتحليل مصادر التمويل الممتلك والمقترض وتحليل حقوق الملكية وعلى النحو الآتي :-

أولاً :- تحليل الربح بعد الفائدة والضريبة

يعد مؤشر الربح بعد الفائدة والضريبة من المؤشرات المالية المهمة لأنه يسهم في استخراج غالبية المؤشرات المالية الأخرى ، وقد تم استخدامه لإيجاد عائد محفظة القطاعات والسوق وكذلك معدل العائد على حق الملكية ROE . وفيما يلي تحليل الربح بعد الفائدة والضريبة لكل عينة من القطاعات :-

1- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 3 الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة من المصارف العاملة في هذا القطاع . وقد ظهر من ذلك إن مصرف الوركاء الذي استثمر والتمويل حصل على أكبر متوسط للأرباح قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي المصارف خلال المدة إذ بلغ 5714688.9 ألف ديناراً وذلك إن زيادة أرباحه متفوقة على مقدار انخفاضها خلال مدة الدراسة حيث كانت هناك زيادة في حجم الأرباح في عام 2004 - 2006 وانخفاضها في عام 2001 - 2003 وخسارة في عام 2000 إذ بلغت 10022- ويليه مصرف الشرق الأوسط العراقي الذي استثمر من حيث متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة وهو أيضاً يتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي المصارف إذ بلغ خلال مدة الدراسة 3793820.9 ألف ديناراً ، ويليه مصرف الائتمان العراقي من حيث متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة إذ بلغ 3310060.1 ألف ديناراً خلال المدة ، ومصرف بغداد إذ بلغ 2556460.6 ألف ديناراً ، أما أقل متوسط للأرباح قياساً لمتوسط العام

للقطاع حيث كان لمصرف الاستثمار العراقي و التجاري العراقي و الخليج التجاري والأهلي العراقي حيث بلغ 1429137.4 , 1362119.4 , 745209.57 , 304318.29 ألف ديناراً على التوالي خلال المدة , أما أقل مجموع سجل فقد كان في مصرف دار السلام للاستثمار إذ بلغ 1313700- ألف ديناراً ويعود سبب ذلك إلى الخسارة التي تعرض لها المصرف في السنتين 2001 , 2006 إذ بلغت على التوالي 993- , 10707217- ألف ديناراً وإن مجموعها يفوق مجموع الأرباح لباقي السنوات مما أثر ذلك على متوسط الأرباح للمصرف وكانت قيمته سالبة , أما المصرف الذي يسبقه من حيث أقل متوسط للأرباح فهو العراقي الإسلامي حيث بلغ 87965.714 ألف ديناراً ويعود سبب انخفاض هذا المتوسط عن مستوى الأرباح المتحققة خلال مدة الدراسة هو مقدار الخسارة التي تعرض لها هذا المصرف في السنتين 2003 , 2006 إذ بلغت 9401- , 255289- ألف ديناراً على التوالي .

ويرجع التفاوت في العائد السنوي لقطاع المصارف إلى أسباب عديدة من أبرزها إن هذه المصارف تعد القطاع المتخصص بتجهيز الأموال إلى القطاعات التي تحتاج إليها من خلال عملية الإقراض , وتنمو عملية الإقراض عندما يكون هناك استثمارات وحركة اقتصادية نشطة أي يزداد الطلب على الأموال في حالة الراجح الاقتصادي في حين إن الحال مختلف تماماً في العراق إذ إن فترة البحث والدراسة جمعت بين سنوات من الحصار الاقتصادي الذي فرض على العراق دون مبررات أو مسوغات قانونية فكان له أثره الواضح في شكل الاقتصاد العراقي , والجزء الثاني من الفترة يدخل ضمن الاحتمال الذي بدء في 2003/4/9 ومازال مستمراً وما سببه من مشكلات أمنية أثرت بشكل كبير على الاستثمارات إذ إن رأس المال يبحث عن الأمان ولذلك انحسر نشاط المصارف مما أدى إلى شل الحركة المصرفية وتدني مستويات عوائدها .

الجدول 3

الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006

المبالغ بالآلاف

€ لمصرف/لسنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	€ لمتوسط
الوركاء للاستثمار	13680655	10220485	15740523	338479	21323	11379	-10022	5714688.9
العراقي الإسلامي	-255289	446728	67187	-9401	264194	9902	92439	87965.714
الاستثمار العراقي	497789	6000492	1377761	3745	1223023	378127	523025	1429137.4
الأهلي العراقي	-742895	1808594	411932	259142	226386	9120	157949	304318.29
الائتمان العراقي	14275318	6440653	730915	622137	658987	82265	360146	3310060.1
الخليج التجاري	2709436	1489249	370239	64007	234918	306836	41782	745209.57
بغداد	9694203	2371985	2863871	603813	1017731	706747	636874	2556460.6
التجاري العراقي	2100698	1659965	1415696	967860	1231027	1159098	1000492	1362119.4
الشرق الأوسط	5682577	11097363	5332276	1127781	1607419	1152062	557268	3793820.9
دار السلام	-10707217	684914	22396	234828	442139	-993	128033	-1313700
€ لمتوسط	3693527.5	4222042.8	2833279.6	421239.1	692714.7	381454.3	348798.6	1799008.086

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراه المالية للشركات هيئة الدراسة

2- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 4 الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة من الشركات العاملة في هذا القطاع . وقد ظهر من خلاله إن الشركة العراقية للسجاد والمفروشات حصلت على أكبر متوسط للأرباح قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 390011.286 ألف ديناراً وذلك لزيادة أرباحها خلال مدة الدراسة , وتليها شركة الخياطة الحديثة و البيرة الشرقية من حيث متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة إذ بلغ على التوالي 317335.857 , 148567 ألف ديناراً , أما أقل متوسط للأرباح قياساً لمتوسط العام للقطاع حيث كان لشركة الصناعات الكيماوية العصرية و المشروبات الغازية و المنصور الدوائية و التعبئة والتعليب و بغداد لمواد التغليف حيث بلغ 113275.857 , 95269.857 ,

69192.286 , 36202.143 , 23439.429 ألف ديناراً على التوالي خلال المدة , وأيضاً أقل متوسط للأرباح فقد كان لشركة ميسان الغذائية إذ بلغ 4397.429 ألف ديناراً ويعود سبب

ذلك إلى الخسارة التي تعرضت لها الشركة في السنتين 2005 , 2006 إذ بلغت على التوالي - 37551,70828 ألف ديناراً , أما الشركة التي تسبقها من حيث أقل متوسط للأرباح فهي نينوى الغذائية حيث بلغ 25906 ألف ديناراً ويعود سبب انخفاض هذا المتوسط عن مستوى الأرباح المتحققة خلال مدة الدراسة إلى مقدار الخسارة التي تعرضت لها هذه الشركة في السنوات 2004 - 2006 إذ بلغت -25065 , -11663 , -271667 ألف ديناراً على التوالي.

ويعود سبب تفاوت عوائد شركات القطاع الصناعي إلى التأثير بالحصار الاقتصادي الذي منع الاستيراد والتصدير على العراق , وحيث إن بعض شركات القطاع الصناعي تعتمد على مواد أولية تستورد من الخارج أدى ذلك إلى شل عملياتها الإنتاجية وبالتالي انخفاض الإنتاج والمبيعات وبالتالي الأرباح , وقد جمع ذلك بين الحصار والاحتلال والأمر الآخر إن الاحتلال فتح باب الاستيراد بشكل كامل الأمر الذي أدى إلى دخول صناعات لا ترقى إلى مستوى الصناعات الوطنية والذي أدى إلى توقف الشركات الصناعية الوطنية .

الجدول 4

الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006

المبالغ بالآلاف

شركة / نسبة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط

36202.143	37330	24820	42026	31221	43551	27757	46710	التعبئة والتعليب
4397.429	-37551	-70828	27765	24020	21585	33777	32014	ميسان الغذائية
113275.857	73403	77998	69446	85097	152670	151207	183110	الصناعات الكيميائية
25906	-271667	-11663	-25065	105082	98082	137889	148684	نينوى الغذائية
317335.857	-267281	-832276	1975337	392787	439709	203225	309850	الخيطة الحديثة
390011.286	331264	251856	378933	342997	405584	527019	492426	العراقية للسجاد
95269.857	-605099	-86444	-183615	-141648	705143	516536	462016	المشروبات الغازية
23439.429	-3181	90	-13950	154	137658	14215	29090	بغداد لمواد التغليف
69192.286	60428	224187	-3174	18399	92035	59343	33128	المنصور الدوائية
148567	-837051	1094536	-312676	-284290	409078	488513	481859	البيرة الشرقية
122359.714	-151940.5	67227.6	195502.7	57381.9	250509.5	215948.1	221888.7	المتوسط

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوريات المالية للشركات بمحة الدراسة

3- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 5 الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة من شركات القطاع الزراعي . إذ يظهر من خلاله إن الشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم قد حققت أكبر متوسط للأرباح قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 1162075.9 ألف ديناراً ويلاحظ إن زيادة أرباحها متفوقة على مقدار انخفاضها خلال مدة الدراسة حيث كانت هناك زيادة في حجم الأرباح في الأعوام 2000 , 2001 , 2002 , 2005 , وانخفاضها في عامي 2004 , 2006 , وخسارة في عام 2003 , وتليها شركة الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الأسماك من حيث متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة وهو أقل من متوسط القطاع إذ بلغ خلال مدة الدراسة 77057.429 ألف ديناراً , أما أقل متوسط للأرباح فقد كان للشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي إذ بلغ 20593.714 ألف ديناراً ويعود سبب ذلك لانخفاض أرباحها خلال مدة الدراسة , أما الشركة التي تسبقها من حيث أقل متوسط للأرباح فهي الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي حيث بلغ

58969 ألف ديناراً , ويعود سبب انخفاض هذا المتوسط لانخفاض حجم أرباحها المتحققة خلال مدة الدراسة .

أما بالنسبة لشركات القطاع الزراعي عينة البحث فإن القطاع الزراعي تأثر بشكل كبير بالحصار الاقتصادي لحاجته إلى بعض المستلزمات التي تنمي هذا القطاع إلا إن استيرادها غير مسموح به بموجب الحصار الدولي إضافة إلى فترة الاحتلال التي فتحت باب الاستيراد بشكل واسع حيث إن الأسواق العراقية مليئة بالمنتجات ومن مختلف المناشئ , وإن أسعار بعضها هي أقل من كلفة إنتاجها في العراق ولذلك أثر الاستيراد على القطاع الزراعي بشكل كبير وسيستمر هذا التأثير ما لم تتخذ الإجراءات القانونية لتوفير الحماية .

الجدول 5

الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة/ السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	10511	83402	105823	102315	75811	80770	80770	77057.429
العراقية لتسويق اللحوم	1787935	2462908	3156952	-934313	366942	1162076	132031	1162075.9
الحديثة للإنتاج الزراعي	17887	12831	18203	8062	15808	15302	56063	20593.714
الأهلية للإنتاج الزراعي	42554	28524	118961	84544	55598	41301	41301	58969
المتوسط	464721.8	646916.25	849984.8	-184848	128539.75	324862.25	77541.25	329674

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات عينة الدراسة

4- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 6 الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة من شركات القطاع الخدمي . إذ يظهر من خلاله إن المعمورة لـ استثمارات العقارية قد حصلت على أكبر متوسط للأرباح قياساً لمتوسط

العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 145820.43 ألف ديناراً ويلاحظ إن زيادة أرباحها متفوقة على مقدار انخفاضها خلال مدة الدراسة حيث كانت هناك زيادة في حجم الأرباح في عام 2003 - 2005 وانخفاضها في السنوات الثلاث الأولى وخسارة في عام 2006 ، وتليها مدينة ألعاب الرصافة من حيث متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة وهي أيضاً تتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات إذ بلغ خلال مدة الدراسة 62231.714 ألف ديناراً ، أما أقل معدل سجل فقد كان لشركة بغداد لخدمات السيارات إذ بلغ -4389.429 ألف ديناراً ويعود سبب ذلك إلى الخسارة التي تعرضت لها الشركة في السنوات 2003 - 2006 فكانت قيمتها سالبة ، أما الشركة التي تسبقها من حيث أقل متوسط للأرباح فهي مدينة ألعاب الكرخ السياحية حيث بلغ 36619.857 ألف ديناراً ويعود سبب انخفاض هذا المتوسط لانخفاض حجم أرباحها المتحققة خلال مدة الدراسة .

وقد عانى قطاع الخدمات كغيره من القطاعات الاقتصادية الأخرى التي تأثرت بالحصار الاقتصادي وبالأحتمال إذ إن الحالة الاقتصادية تتسم بالركود والكساد وبالتالي ليس هناك نشاط اقتصادي يساعد على تنشيط هذا القطاع ولذلك تأثرت شركات قطاع الخدمات بشكل كبير انعكس على عوائدها السنوية .

الجدول 6

الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة/عينة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
مدينة ألعاب الكرخ	75303	72824	64403	5029	915	16904	20961	36619.857
مدينة ألعاب الرصافة	225544	255719	258002	-8129	-270010	-205932	180428	62231.714
بغداد لخدمات السيارات	15782	19682	24211	-5195	-7731	-32752	-44723	-4389.429
المعمورة للاستثمارات	82049	4166	22254	524947	291856	354182	-258711	145820.43
متوسط	99669.5	88097.75	92217.5	129163	3757.5	33100.5	-25511.25	60070.643

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراف المالية للشركات عينة الدراسة

5- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 7 الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة من شركات قطاع التأمين . إذ يظهر من خلاله إن شركة دار السلام للتأمين قد حصلت على أكبر متوسط من الأرباح قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 61592.857 ألف ديناراً وقد تصدرت باقي

الشركات ويلاحظ إن زيادة أرباحها متفوقة على مقدار انخفاضها خلال مدة الدراسة حيث كانت هناك زيادة في حجم الأرباح في عام 2005 ، 2006 وانخفاضها في الأعوام 2000 ، 2002 ، 2003 ، 2004 وخسارة في عام 2001 ، وتليها شركة الأمين للتأمين من حيث متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة وهي أيضاً تتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات إذ بلغ خلال مدة الدراسة 38374.571 ألف ديناراً ، أما أقل متوسط للأرباح فقد كانت للشركة الأهلية للتأمين إذ بلغ 12435.571 ألف ديناراً ويعود سبب ذلك إلى الخسارة التي تعرضت لها الشركة في السنتين 2001 ، 2006 ولانخفاض حجم أرباحها المتحققة خلال مدة الدراسة. ويرجع ذلك إلى انحسار النشاط التأميني إذ إن التوجه نحو التأمين كان بشكل أقل من السنوات السابقة إذ إن سنوات السبعينات كانت حركة التأمين أكثر نشاطاً فهي لم تقتصر على دوائر ومنشآت الدولة المركزية والقطاع الخاص بل كان هناك توجه من الأفراد نحو التأمين إلا إن الحصار وما تركه من آثار على الحياة المعاشية للناس جعل المواطن يهتم بتوفير كلفة الغذاء بعيداً عن التفكير بالتأمين ويسري ذلك على الشركات ودوائر الدولة التي باتت تهتم بالأمر بشكل مختلف فهي تبحث عن توفير ما تحتاج إليه وليس هناك ما يدعو إلى التأمين.

الجدول 7

الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006

المبالغ بالآلاف

شركة / سنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
دار السلام للتأمين	125	-333	48027	56693	20210	135325	171103	61592.857
الأهلية للتأمين	12436	-24672	13462	47818	8669	36639	-7303	12435.571
الأمين للتأمين	27	1898	23720	21889	54016	62209	104863	38374.571
المتوسط	4196	-7702.333	28403	42133.33	27631.667	78057.666	89554.333	37467.666

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورحات المالية للشركات هيئة الدراسة

6- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 8 الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة من الشركات العاملة في القطاع المالي . وقد ظهر من خلاله إن شركة الأمين للاستثمار المالي قد حصلت على أكبر متوسط من الأرباح قياساً لمتوسط العام للقطاع خلال المدة إذ بلغ 58264.286 ألف ديناراً ويلاحظ إن زيادة أرباحها متفوقة على مقدار انخفاضها خلال مدة الدراسة حيث كانت هناك زيادة في حجم الأرباح

في عام 2003 - 2005 وانخفاضها في عام 2000, 2002 وخسارة في عامي 2001 , 2006 وقد تصدرت على شركة الأيام للاستثمار المالي حيث بلغ متوسط الربح بعد الفائدة والضريبة خلال مدة الدراسة 7579.429 ألف ديناراً، ويعود سبب ذلك إلى الخسارة التي تعرضت لها الشركة في السنوات 2002 , 2003 , 2006 ولانخفاض حجم أرباحها المتحققة خلال مدة الدراسة .

إن هذا القطاع قطاع استثماري مالي ينشط حيث تنشط الحركة الاقتصادية ويصاب بالكساد حيث تشل الحركة الاقتصادية ولما كانت هذه الحركة مشلولة بسبب الحصار والاحتلال فبالتأكيد يؤثر ذلك على نشاط شركات القطاع المالي ويقلل من أرباحها .

الجدول 8

الربح بعد الفائدة والضريبة لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006

المبالغ بالآلاف

شركة/ السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الأيام للاستثمار المالي	22661	46289	-5843	-10802	3722	69639	-72610	7579.429
الأمين للاستثمار المالي	18424	-18387	146	36725	146632	233994	-9684	58264.286
المتوسط	20542.5	13951	-2848.5	12961.5	75177	151816.5	-41147	32921.857

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للشركات هيئة الدراسة

ثانياً :- تحليل مجموع مصادر التمويل الممتك والمقترض

إن مجموع مصادر التمويل الممتك والمقترض هو حاصل جمع المطوبات مع حق الملكية، وفيما يلي تحليل مصادر التمويل الممتك والمقترض لكل عينة من القطاعات التي تمثل مجتمع الدراسة :-

1- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 9 مبالغ مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة من قطاع المصارف . إذ أن مجموع مصادر التمويل تعادل مجموع الموجودات , ويوضح هذا الجدول إن متوسط مصادر التمويل لمصرف الشرق الأوسط العراقي للاستثمار هو الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي المصارف خلال المدة إذ بلغ 143374966.3 ألف ديناراً , ويليه مصرف الوركاء وهو أيضاً يتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي المصارف إذ بلغ خلال مدة الدراسة من حيث متوسط مصادر التمويل 134939569.4 ألف ديناراً , وكذلك مصرف بغداد الذي يليه من حيث متوسط مصادر التمويل إذ بلغ 125862858.4 ألف ديناراً خلال المدة , ويليه مصرف الائتمان العراقي و التجاري العراقي من حيث متوسط مصادر التمويل إذ بلغ 94631099.14, 78249408.71 , أما أقل متوسط لمصادر التمويل قياساً لمتوسط العام للقطاع حيث كان لمصرف الاستثمار العراقي و دار السلام و الخليج التجاري والأهلي العراقي و العراقي الإسلامي حيث بلغ متوسط مصادر التمويل 76611463, 25493959.14, 57221374.43, 20515793.43 , 20486119.43 ألف ديناراً على التوالي خلال مدة الدراسة .

الجدول 9

مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006

المصرف / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
----------------	------	------	------	------	------	------	------	---------

134939569.4	376900960	336133690	201377518	17631017	5420152	3324581	3789068	الوركاء
20486119.43	44393617	41314168	17300352	9228876	13086297	11089787	6989739	الإسلامي
76611463	167731022	138577952	130582225	36508242	25575572	23985958	13319270	الاستثمار
20515793.43	43925751	64006501	12498961	8776775	7385475	4744601	2272490	الأهلي
94631099.14	357423459	213869681	27394308	22389603	19044958	14758437	7537248	الائتمان
25493959.14	81847074	45733266	15136854	15423964	9517423	8150332	2648801	الخليج
125862858.4	331209583	318090429	61877903	65992645	45373905	37733699	20761845	بغداد
78249408.71	164594171	155584802	73465764	56578313	42681322	32769040	22072449	التجاري
143374966.3	299385631	319496069	175541477	60409544	70465108	51385133	26941802	الشرق الأوسط
57221374.43	253988020	37192621	32712567	34573146	20889710	13544191	7649366	دار السلام
77738661.11	212139928.8	166999917.9	74788792.9	32751212.5	25943992.2	20148575.9	11398207.8	متوسط

المبالغ بالآلاف

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراه المالية للشركات مئة الدراسة

2- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 10 مبالغ مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة من الشركات العاملة في القطاع الصناعي . ويوضح هذا الجدول إن متوسط مصادر التمويل لشركة المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية يعد الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 7831600.429 ألف ديناراً , وتليها شركة البيرة الشرقية وهي أيضاً تتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات من حيث متوسط مصادر التمويل إذ بلغ 2292040.857 ألف ديناراً , أما أقل متوسط لمصادر التمويل قياساً لمتوسط العام للقطاع حيث كان لشركة الخياطة الحديثة والعراقية للسجاد والمفروشات و نينوى الغذائية و المنصور الدوائية و الصنائع الكيماوية و ميسان الغذائية و التعبئة والتعليب حيث بلغ 1614178.571 , 306602.857, 352796.143, 896527,1027028.857,1600660.571 , 190395.143 ألف ديناراً على التوالي خلال مدة الدراسة .

الجدول 10

مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006

المبالغ بالآلاف

شركة/ السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
التعبئة والتعليب	125175	170153	163705	183774	196345	262362	231252	190395.143
ميسان الغذائية	300186	308699	284288	353688	317815	298460	283084	306602.857
الصناعات الكيماوية	286984	336985	328730	418643	366687	350341	381203	352796.143
نيوى الغذائية	252482	428067	506682	591535	519631	1904820	2985985	1027028.857
الخيطة الحديثة	1083628	1031672	1098088	1347403	3335914	1832786	1569759	1614178.571
العراقية للسجاد	1055926	1364049	1307669	1437528	1644850	2071192	2323410	1600660.571
المشروبات الغازية	2909925	3555071	3531439	3340749	3948924	12409257	25125838	7831600.429
بغداد لمواد التغليف	51305	186088	202461	152722	102423	280791	280640	179490
المنصور الدوائية	449071	554836	581885	623213	763191	1624065	1679428	896527
البيرة الشرقية	1074412	1177060	1959545	2631618	2760889	3498101	2942661	2292040.857
متوسط	758909.4	911268	996449.2	1108087.3	1395666.9	2453217.5	3780326	1629132.043

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوريات المالية للشركات هيئة الدراسة

3- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 11 مبالغ مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة من الشركات العاملة في القطاع الزراعي . ويوضح هذا الجدول متوسط مصادر التمويل للشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم هي الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ

7691126 ألف ديناراً , أما أقل متوسط لمصادر التمويل قياساً لمتوسط العام للقطاع حيث كان لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي و شركة الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الأسماك و شركة الأهلية للإنتاج الزراعي إذ بلغ 2325831 , 494591.857 , 454820.429 ألف ديناراً على التوالي أثناء مدة الدراسة .

الجدول 11

مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة / السنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	566658	566658	517615	547477	415832	402737	445166	494591.857
العراقية لتسويق اللحوم	8667013	7691126	10514709	7945393	8162546	5974080	4883015	7691126
الحديثة للإنتاج الزراعي	3955922	3770470	3744737	3708615	440074	353110	307889	2325831
الأهلية للإنتاج الزراعي	672662	672662	615167	406638	353561	245551	217502	454820.429
متوسط	3465563.75	3175229	3848057	3152030.75	2343003.25	1743869.5	1463393	2741592.321

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورفات المالية للشركات عينة الدراسة

4- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 12 مبالغ مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة من الشركات العاملة في قطاع الخدمات . ويوضح هذا الجدول متوسط مصادر التمويل للشركة العراقية المعمورة لإستثمارات العقارية هي الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 3382284.429 ألف ديناراً , وتليها مدينة ألعاب الرصافة وهي أيضاً تتفوق قياساً

لمتوسط العام للقطاع من حيث متوسط مصادر التمويل خلال المدة إذ بلغ 1294902.429 ألف ديناراً أما أقل متوسط لمصادر التمويل قياساً لمتوسط العام للقطاع حيث كان لشركة مدينة ألعاب الكرخ السياحية و شركة بغداد لخدمات السيارات إذ بلغ 183030.857 , 152247.571 ألف ديناراً على التوالي في أثناء مدة الدراسة .

الجدول 12

مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

الشركة / السنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المتوسط
مدينة ألعاب الكرخ	180904	182153	157144	166192	206210	228817	159796	183030.857
مدينة ألعاب الرصافة	1462750	1364478	1271955	1401357	1524452	1228708	810617	1294902.429
بغداد لخدمات السيارات	303576	347474	75024	78345	96704	89533	75077	152247.571
المعمورة للاستثمارات	6226865	6521006	6338002	1939371	1110244	969006	571497	3382284.429
المتوسط	2043523.75	2103777.75	1960531.25	896316.25	734402.5	629016	404246.75	1253116.321

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للشركات بينة الدراسة

5- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 13 مبالغ مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة من الشركات العاملة في قطاع التأمين . ويوضح هذا الجدول متوسط مصادر التمويل لشركة دار السلام للتأمين هي الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 845154.143 ألف ديناراً , وتليها الشركة الأهلية للتأمين وهي أيضاً تتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع من

حيث متوسط مصادر التمويل إذ بلغ 792383.143 ألف ديناراً , أما أقل متوسط مصادر التمويل قياساً لمتوسط العام للقطاع فقد كان لشركة الأمين للتأمين إذ بلغ 449080.286 ألف ديناراً في أثناء مدة الدراسة .

الجدول 13

مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006
البيانات بالآلاف

شركة / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
دار السلام	307212	347379	416794	469694	796434	1615585	1962981	845154.143
الأهلية للتأمين	500260	511145	551763	594642	668686	1310135	1410051	792383.143
الأمين للتأمين	150781	188619	216155	202678	296449	939606	1149274	449080.286
متوسط	319417.666	349047.667	394904	422338	587189.667	1288442	1507435.333	695539.191

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوريات المالية للشركات عينة الدراسة

6- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 14 مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة من الشركات العاملة في القطاع المالي . حيث يوضح هذا الجدول إن متوسط مصادر التمويل لشركة الأمين للاستثمار هو الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع خلال المدة إذ بلغ 494813.143 ألف ديناراً وقد تفوقت على شركة الأيام للاستثمار المالي حيث بلغ متوسط مصادر التمويل خلال مدة الدراسة 211067.714 ألف ديناراً .

الجدول 14

مصادر التمويل الممتلك والمقترض لعينة القطاع المالي للفترة من 2000 - 2006
البيانات بالآلاف

شركة / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
الأيام للاستثمار المالي	123083	84309	100978	112098	188907	414393	453706	211067.714

494813.143	821367	1089207	461097	339079	303897	210387	238658	الأمين للاستثمار المالي
352940.43	637536.5	751800	325002	225588.5	202437.5	147348	180870.5	المتوسط

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراف المالية للشركات عينة الدراسة

إن جميع عينة القطاعات الستة التي جرى تناولها في فقرة تحليل مصادر التمويل الممتلك والمقترض والذي يشمل الهيكل المالي تتأثر بظروف الاقتصاد العراقي والتي سبق أن أشير إليها في فقرة بناء المحفظة إذ إن الربح يتحقق عند توافر التمويل الكافي واستثماره بشكل سليم في ظل حركة اقتصادية نشطة وبالعكس يتأثر بتأثر مصادر التمويل لذلك فإن مرجع هذا الكساد يعود إلى الظروف الاقتصادية ولكل القطاعات الاقتصادية .

ثالثاً :- تحليل مجموع حقوق الملكية للقطاعات

إن مجموع حقوق الملكية هو حاصل جمع رأس المال المدفوع و الاحتياطات التي تعادل حقوق المساهمين . وفيما يلي تحليل مجموع حقوق الملكية لكل قطاع من القطاعات:-

1- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 15 حقوق الملكية لعينة قطاع المصارف . ويوضح هذا الجدول إن متوسط حق الملكية للمصرف التجاري العراقي الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي المصارف خلال المدة إذ بلغ 22005873.43 ألف ديناراً , ويليه مصرف بغداد وهو أيضاً يتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي المصارف من حيث متوسط حق الملكية إذ بلغ 19357201 ألف ديناراً في أثناء مدة الدراسة , ويليه مصرف الوركاء و مصرف الشرق الأوسط من حيث متوسط حق الملكية إذ بلغ 16580661.29 , 13342448.29 ألف ديناراً على التوالي في أثناء المدة , أما أقل متوسط حق الملكية قياساً لمتوسط العام للقطاع فقد كان لمصرف دار السلام و الاستثمار العراقي و الائتمان العراقي و الأهلي العراقي والعراقي الإسلامي و الخليج التجاري حيث بلغ 10946199.57 , 11361521.71 , 8375714.571 , 8447941.429 , 10510268.71 ألف ديناراً على التوالي في أثناء مدة الدراسة.

الجدول 15

حقوق الملكية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006

المصرف / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط

16580661.29	57706551	46744783	7476119	1147400	1004036	995763	989977	الوراء
8375714.571	25853434	26161966	4759630	651159	660560	324946	218307	الإسلامي
10946199.57	31184654	30686865	7446630	2349356	2345611	1436889	1173392	الاستثمار
8447941.429	26361122	27104017	1668748	1305196	1046053	826223	824231	الأهلي
10510268.71	33709380	30972153	2566980	2400163	1778026	1082636	1062543	الائتمان
6586463.571	24157588	12118920	4629754	1625148	1560396	1372371	641068	الخليج
19357201	59489254	55921810	8634560	3745792	3342746	2346730	2019515	بغداد
22005873.43	63776569	62661419	12549401	5239633	4271772	3132991	2409329	التجاري
13342448.29	35782811	27359512	13433555	6183580	5075513	3724098	1838069	الشرق الأوسط
11361521.71	44513855	25885160	2677913	2725565	1590738	1268214	869207	دار السلام
12751429.36	40253521.8	34561660.5	6584329	2737299.2	2267545.1	1651086.1	1204563.8	المتوسط

المبالغ بالآلاف

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورنا المالية للشركات بينة الدراسة

2- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 16 حقوق الملكية لعينة من الشركات العاملة في القطاع الصناعي . ويوضح هذا الجدول متوسط حق الملكية لشركة المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 7531918.857 ألف ديناراً , ويليه البيرة الشرقية وهي أيضاً تتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات من حيث متوسط حق الملكية إذ بلغ 1401970.143 ألف ديناراً خلال مدة الدراسة , أما أقل متوسط حق الملكية قياساً لمتوسط العام للقطاع فقد كان لشركة الخياطة الحديثة و الشركة العراقية للسجاد والمفروشات و نينوى الغذائية و المنصور الدوائية و الصنائع الكيماوية و ميسان الغذائية و بغداد لمواد التغليف و شركة التعبئة والتعليب إذ بلغ 1291194 , 320206.2857, 793843.7143 , 994431.1429, 1016062.143 , 145567.2857 , 141755.5714 , 122500.1429 ألف ديناراً على التوالي خلال مدة الدراسة . كما يلاحظ التباين في حق الملكية للشركات في أثناء السنوات ويرجع ذلك إلى

الظروف الاقتصادية الناتجة عن الحصار الاقتصادي وظروف الاحتلال وعدم الاستقرار الأمني

الجدول 16

حقوق الملكية لشركات لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006

المبالغ بالآلاف

شركة / سنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
التعبئة والتعليب	157745	146734	144149	127235	113559	93125	74954	122500.1429
ميسان الغذائية	68077	135627	205049	180984	166325	147131	115778	145567.2857
الصناعات الكيماوية	324312	321094	312967	395334	305487	308432	273818	320206.2857
نينوى الغذائية	3524886	1396553	508216	523038	417957	359587	230781	994431.1429
الخيطة الحديثة	1388525	1642495	2487159	1043362	645380	922583	908854	1291194
العراقية للسجاد	1489331	1418128	1311486	819911	737315	683514	652750	1016062.143
المشروبات الغازية	25519438	11871982	3653527	2934899	3075792	3103956	2563838	7531918.857
بغداد لمواد التغليف	282060	278880	98789	114556	114402	56882	46720	141755.5714
المنصور الدوائية	1481092	1427277	576718	579892	561492	491298	439137	793843.7143
البيرة الشرقية	1980622	2807932	1371374	916719	1122491	981465	633188	1401970.143
متوسط	3621608.8	2144670.2	1066943.4	763593	726020	714797.3	593981.8	1375944.929

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورفات المالية للشركات بمينة الدراسة

3- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 17 حقوق الملكية لعينة من الشركات العاملة في القطاع الزراعي . ويوضح هذا الجدول إن متوسط حق الملكية للشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 5964560.714 ألف ديناراً , أما أقل متوسط حق الملكية قياساً لمتوسط العام للقطاع فقد كان لشركة الحديثة للإنتاج الحيواني

والزراعي و الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي و شركة الشرق الأوسط لتسويق الأسماك إذ بلغ
691420.8571 , 393549.5714 , 299869.7143 ألف ديناراً على التوالي خلال مدة
الدراسة .

الجدول 17

حقوق الملكية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة / عينة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	358494	358494	348692	325082	269966	236981	201379	299869.7143
العراقية لتسويق اللحوم	6374133	5822965	8061968	7017512	6889942	4996449	2588956	5964560.714
الحديثة للإنتاج الزراعي	2979985	383389	368087	374295	372534	173773	187883	691420.8571
الأهلية للإنتاج الزراعي	597558	597558	564811	337719	262943	196240	198018	393549.5714
متوسط	2577542.5	1790601.5	2335889.5	2013652	1948846.25	1400860.75	794059	1837350.214

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات عينة الدراسة

4- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 18 حقوق الملكية لعينة من الشركات العاملة في قطاع الخدمات . حيث
يوضح هذا الجدول إن متوسط حق الملكية لشركة المعمورة للاستثمارات العقارية الأكبر قياساً
لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة في أثناء المدة إذ بلغ
3265092.143 ألف ديناراً , أما أقل متوسط حق الملكية قياساً لمتوسط العام للقطاع فقد كان
لشركة مدينة ألعاب الرصافة و شركة مدينة ألعاب الكرخ السياحية و شركة بغداد لخدمات

السيارات إذ بلغ 555176.5714 , 149325.5714 , 143251.5714 ألف ديناراً خلال مدة الدراسة .

الجدول 18

حقوق الملكية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة/سنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
مدينة ألعاب الكرخ	157249	159171	142268	141446	172418	146988	125739	149325.5714
مدينة ألعاب الرصافة	267436	354663	354663	569212	952340	786331	601591	555176.5714
بغداد لخدمات السيارات	299103	343635	66292	74017	79207	75750	64757	143251.5714
المعمورة للاستثمارات	6157595	6396267	6044481	1840882	944984	923422	548014	3265092.143
متوسط	1720345.75	1813434	1651926	656389.25	537237.25	483122.75	335025.25	1028211.464

المصدر : من إمداد الباحثة بالاعتماد على كشوراف المالية للشركات بمينة الدراسة

5- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 19 حقوق الملكية لعينة من الشركات العاملة في قطاع التأمين . حيث يوضح هذا الجدول إن متوسط حق الملكية للشركة الأهلية للتأمين كان الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات خلال المدة إذ بلغ 742728.1429 ألف ديناراً , وتليها شركة دار السلام للتأمين وهي أيضاً تتفوق قياساً لمتوسط العام للقطاع ومتوسط باقي الشركات من حيث متوسط حق الملكية إذ بلغ 697801 ألف ديناراً في أثناء مدة الدراسة , في حين شركة الأمين للتأمين تعد أقل الشركات من حيث متوسط حق الملكية قياساً لمتوسط العام للقطاع إذ بلغ 314329.5714 ألف ديناراً في أثناء المدة .

الجدول 19

حقوق الملكية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة/سنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط

697801	1856662	1515585	142390	406882	362231	300724	300133	دار السلام للتأمين
742728.1429	1242377	1305702	584416	568311	516870	481421	500000	الأهلية للتأمين
314329.5714	696616	606170	211544	187899	181581	166482	150015	الأمين للتأمين
584952.9047	1265218.333	1142485.667	312783.3333	387697.333	353560.6667	316209	316716	متوسط

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورناح المالية للشركات هيئة الدراسة

6- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 20 حقوق الملكية لعينة من الشركات العاملة في القطاع المالي . حيث يوضح هذا الجدول إن متوسط حق الملكية لشركة الأمين للاستثمار هو الأكبر قياساً لمتوسط العام للقطاع خلال المدة إذ بلغ 392166.7143 ألف ديناراً وقد تصدرت على شركة الأيام للاستثمار المالي حيث بلغ متوسط حق الملكية 169618.7143 ألف ديناراً في أثناء مدة الدراسة .

الجدول 20

حقوق الملكية لعينة القطاع المالي للفترة من 2006 - 2000

المبالغ بالآلاف

شركة / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
الأيام للاستثمار المالي	116337	55048	49205	38490	156379	418038	353834	169618.7143
الأمين للاستثمار المالي	214616	214616	300988	302824	309331	626308	776484	392166.7143
متوسط	165476.5	134832	175096.5	170657	232855	522173	565159	280892.7143

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورناح المالية للشركات هيئة الدراسة

الجدول 21

معدل العائد على الموجودات لعينة قطاع المصارف للفترة من 2006 - 2000

المصرف/السنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
الورقاء للاستثمار	0.036	0.03	0.078	0.019	0.0039	0.0034	-0.0026	0.024
العراقي الإسلامي	-0.00575	0.011	0.0039	-0.001	0.02	0.00089	0.013	0.006
الاستثمار العراقي	0.003	0.043	0.011	0.0001	0.0478	0.016	0.039	0.0228
الأهلي العراقي	-0.017	0.028	0.033	0.03	0.031	0.0019	0.07	0.0253
الائتمان العراقي	0.04	0.03	0.027	0.028	0.035	0.0056	0.048	0.0305
الخليج التجاري	0.033	0.033	0.024	0.0041	0.025	0.038	0.016	0.0247
بغداد	0.029	0.0075	0.046	0.0091	0.022	0.019	0.031	0.0234
التجاري العراقي	0.013	0.011	0.019	0.017	0.029	0.035	0.0453	0.0242
الشرق الأوسط	0.019	0.035	0.03	0.019	0.023	0.022	0.021	0.0241
دار السلام	-0.042	0.018	0.00068	0.0068	0.021	-0.00007	0.017	0.0031
متوسط	0.01082	0.02465	0.02726	0.01321	0.02577	0.01417	0.0298	0.021

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراث المالية للشركات هيئة الدراسة

ب- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 22 معدل العائد على الموجودات لعينة من الشركات العاملة في القطاع الصناعي . وقد ظهر من خلاله إن شركة الصنائع الكيماوية العصرية قد حققت أعلى معدل للعائد على الموجودات خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.337 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.1576 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.638, 0.449, 0.464 وقد سجلت في السنوات الباقية أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.203, 0.189, 0.223, 0.193 , وتليها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات حيث حققت متوسط عائد على الموجودات خلال المدة مقداره 0.2708 وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً , فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.466, 0.386 , 0.31 وقد سجلت في عامي 2003, 2004 أعلى معدلات للعائد قياساً لمحفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.239, 0.23 أما في عامي 2005, 2006 فقد حققت أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.143, 0.122 , وتليها شركات التعبئة والتعليب وبغداد لمواد التغليف والخياطة الحديثة و نينوى الغذائية حيث بلغ متوسط العائد خلال المدة 0.206 , 0.1682 ,

البيرة الشرقية والمنصور الدوائية فقد حققنا متوسط عائد على الموجودات أقل من معدل عائد محفظة هذا القطاع إذ بلغ 0.1257 , 0.077 على التوالي , أما شركة المشروبات الغازية فقد حققت متوسط العائد على الموجودات أقل من معدل عائد محفظة هذا القطاع حيث بلغ 0.055 , ففي عام 2000 حققت الشركة أعلى معدل عائد قياساً لمحفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة إذ بلغ 0.159 أما في عام 2003 - 2006 فقد تعرضت الشركة لخسارة قدرها -0.042 , - 0.046 , -0.007 , -0.024 على التوالي , ويظهر من الجدول أيضاً إن شركة ميسان للصناعات الغذائية هي أقل الشركات من حيث متوسط العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة المعلومة إذ بلغ 0.011 ففي عام 2001 حققت الشركة أعلى معدل عائد قياساً لمتوسط عائد الشركة إذ بلغ 0.109 أما في عامي 2005 , 2006 فقد تعرضت الشركة لخسارة قدرها - 0.133 , 0.237 على التوالي .

الجدول 22

معدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006

شركة / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
التعبئة والتعليب	0.373	0.163	0.266	0.17	0.214	0.095	0.161	0.206
ميسان الغذائية	0.107	0.109	0.076	0.068	0.087	-0.237	-0.133	0.011
الصناعات الكيماوية	0.638	0.449	0.464	0.203	0.189	0.223	0.193	0.337
نينوى الغذائية	0.589	0.322	0.194	0.178	-0.0482	-0.0061	-0.091	0.1625
الخطاطة الحديثة	0.286	0.197	0.4	0.292	0.592	-0.454	-0.17	0.1633
العراقية للسجاد	0.466	0.386	0.31	0.239	0.23	0.122	0.143	0.2708
المشروبات الغازية	0.159	0.145	0.2	-0.042	-0.046	-0.007	-0.024	0.055
بغداد لمواد التغليف	0.567	0.076	0.68	0.001	-0.136	0.0003	-0.011	0.1682
المنصور الدوائية	0.074	0.107	0.158	0.03	-0.004	0.138	0.036	0.077
البيرة الشرقية	0.448	0.415	0.209	-0.108	-0.113	0.313	-0.284	0.1257
المتوسط	0.3707	0.2369	0.2957	0.1031	0.0965	0.01872	-0.018	0.1576

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوريات المالية للشركات هيئة الدراسة

ج- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 23 معدل العائد على الموجودات لعينة من الشركات العاملة في القطاع الزراعي . وقد ظهر من خلاله إن الشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم قد حققت أعلى متوسط العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.1783 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.1278 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.387, 0.412, 0.366 وقد سجلت في السنوات الثلاث الأخيرة أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.015, 0.151, 0.035 عدا عام 2005 فهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع بينما في عام 2003 تعرضت الشركة لخسارة قدرها 0.118- , وتليها شركة الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الأسماك حيث حققت متوسط العائد على الموجودات 0.1577 خلال المدة وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع ففي عام 2000 حققت الشركة أقل معدل عائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت 0.024 أما السنوات الثلاث التالية حيث حققت معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.187, 0.254, 0.207 أما السنوات الثلاث الأخيرة فقد حققت معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة القطاع وأقل من متوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.143, 0.143, 0.146 , وتليها الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي فقد حققت متوسط العائد على الموجودات إذ بلغ 0.1526 خلال المدة وهو أيضاً أعلى من معدل عائد محفظة القطاع ففي السنوات 2000, 2002, 2003 حققت معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.208, 0.336, 0.196 أما باقي السنوات حققت معدل عائد أقل من معدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.061, 0.061, 0.09, 0.116 والزراعي هي أقل الشركات من حيث معدل العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة المعلومة إذ بلغ 0.0228 وهو أقل من معدل عائد محفظة القطاع فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع وأعلى قياساً لمتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.041, 0.036, 0.058 أما باقي مدة الدراسة فقد سجلت أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.014, 0.0041, 0.00422, 0.00217 , ويعود سبب هذا التباين في معدل العائد على الموجودات إلى الاختلاف في النشاط الاقتصادي للشركات سنوياً وتبعاً للظروف الاقتصادية والأمنية ومستوى إنتاج هذه الشركات والطلب على منتجاتها.

الجدول 23

معدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000

شركة/ السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	0.024	0.207	0.254	0.187	0.146	0.143	0.143	0.1577
العراقية لتسويق اللحوم	0.366	0.412	0.387	-0.118	0.035	0.151	0.015	0.1783
الحديثة للإنتاج الزراعي	0.058	0.036	0.041	0.00217	0.00422	0.0041	0.014	0.0228
الأهلية للإنتاج الزراعي	0.196	0.116	0.336	0.208	0.09	0.061	0.061	0.1526
متوسط	0.161	0.19275	0.2545	0.0698	0.0688	0.0898	0.05825	0.1278

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراف المالية للشركات عينة الدراسة

د- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 24 معدل العائد على الموجودات لعينة من الشركات العاملة في قطاع الخدمات . وقد ظهر من خلاله إن مدينة ألعاب الكرخ السياحية قد حققت أعلى متوسط العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.1923 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.09 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.312, 0.318, 0.471 أما عامي 2004, 2003 فقد سجلت أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.03, 0.0058 بينما عامي 2005, 2006 فقد حققت معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة القطاع وأقل من متوسط عائد الشركة إذ بلغ على التوالي 0.093, 0.116, أما شركة المعمورة للاستثمارات العقارية فقد حققت متوسط العائد على الموجودات أقل من معدل عائد محفظة القطاع إذ بلغ 0.071 خلال المدة ففي عامي 2000, 2003 فقد حققت معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة إذ بلغ على التوالي 0.144, 0.271 أما باقي السنوات حققت معدل عائد أقل من معدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.02, 0.0043, 0.054, 0.046 بينما في عام 2006 تعرضت الشركة لخسارة قدرها -0.042, أما الشركات التي حققت أقل متوسط للعائد على الموجودات قياساً على معدل عائد محفظة القطاع هي مدينة ألعاب الرصافة إذ بلغ 0.0585 خلال المدة فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.278, 0.208, 0.169 وأيضاً عام 2006 إذ بلغ 0.123 بينما تعرضت الشركة لخسارة في السنوات 2003 - 2005 إذ بلغ على التوالي -0.0058, -0.212,

0.151- , وكذلك شركة بغداد لخدمات السيارات هي أقل الشركات من حيث متوسط العائد على الموجودات قياساً مع معدل عائد محفظة القطاع إذ بلغ خلال 0.0386 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.21, 0.22, 0.25 بينما تعرضت الشركة لخسارة في السنوات 2003 - 2006 إذ بلغ على التوالي 0.066- , 0.103- , 0.094- , 0.147- , ويعود السبب في تراجع عائد بعض الشركات إلى انخفاض الطلب على خدمات هذه الشركات إذ في ظل الحصار والظروف الاقتصادية إذ يزداد الطلب على الغذاء وعلى غيره من ضرورات الحياة وليس على خدمات من هذا النوع.

الجدول 24

معدل العائد على الموجودات لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006

شركة/نسبة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
مدينة ألعاب الكرخ	0.471	0.318	0.312	0.03	0.0058	0.093	0.116	0.1923
مدينة ألعاب الرصافة	0.278	0.208	0.169	-0.0058	-0.212	-0.151	0.123	0.0585
بغداد لخدمات السيارات	0.21	0.22	0.25	-0.066	-0.103	-0.094	-0.147	0.0386
المعمورة للاستثمارات	0.144	0.0043	0.02	0.271	0.046	0.054	-0.042	0.071
متوسط	0.2757	0.1876	0.18775	0.0573	-0.0658	-0.0245	0.0125	0.09

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للشركات هيئة الدراسة

هـ - عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 25 معدل العائد على الموجودات لعينة من الشركات العاملة في قطاع التأمين . وقد ظهر من خلاله إن شركة الأمين للتأمين قد حققت أعلى متوسط العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.08134 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.053 , وقد حققت هذه الشركة في عام 2002 - 2004 وعام 2006 أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.11, 0.11 , 0.0912 أما أقل معدل عائد حققته الشركة قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة كان في عامي 2000 , 2001 إذ بلغ 0.00018 , 0.01 أما في عام 2005 حققت الشركة معدل عائد البالغ 0.066 وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع وأقل من متوسط عائد الشركة , ويظهر من الجدول أيضاً إن الشركات التي حققت أقل متوسط للعائد على الموجودات قياساً مع معدل عائد محفظة القطاع هي دار السلام للتأمين إذ بلغ 0.0616 ففي عامي 2000 , 2004 حققت الشركة أقل معدل عائد على الموجودات قياساً لمعدل عائد

محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.025, 0.00041 بينما في عام 2001 تعرضت الشركة لخسارة قدرها -0.00096- أما باقي السنوات فقد حققت أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.115, 0.087, 0.084, 0.121, وكذلك الشركة الأهلية للتأمين هي أقل الشركات من حيث متوسط العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة المعلومة إذ بلغ 0.0167 في عامي 2003, 2005, فقد حققت أعلى معدل للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.08, 0.028, والشركة تعرضت لخسارة في السنتين 2001, 2006 قدرها -0.0052, 0.048- أما باقي السنوات فقد حققت أقل معدل عائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.025, 0.024, 0.013, وبسبب الاختلاف في العائد هو قلة طالبي التأمين إذ إن هناك طلبات تكون لها الأولوية على التأمين لاسيما في مثل الظروف التي يمر بها العراق .

الجدول 25

معدل العائد على الموجودات لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2000

شركة/أسنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
دار السلام للتأمين	0.00041	-0.00096	0.115	0.121	0.025	0.084	0.087	0.0616
الأهلية للتأمين	0.025	-0.048	0.024	0.08	0.013	0.028	-0.0052	0.0167
الأمين للتأمين	0.00018	0.01	0.11	0.11	0.182	0.066	0.0912	0.08134
متوسط	0.00853	-0.0130	0.083	0.1037	0.0733	0.059	0.0577	0.053

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراه المالية للشركات بينة الدراسة

و- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 26 معدل العائد على الموجودات لعينة من الشركات العاملة في قطاع الاستثمار . وقد ظهر من خلاله إن شركة الأمين للاستثمار قد حققت متوسط العائد على الموجودات إذ بلغ 0.0885 خلال مدة الدراسة وهو يساوي تقريباً معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.0876, فقد سجلت في السنوات 2003 - 2005 أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.108, 0.318, 0.215, بينما تعرضت الشركة لخسارة في السنتين 2001, 2006 قدرها -0.087, -0.012- أما باقي السنوات فقد حققت أقل معدل عائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.077, 0.00048, أما شركة الأيام للاستثمار فقد حققت متوسط العائد على الموجودات خلال المدة بلغ 0.0867 وهو أيضاً يساوي تقريباً معدل عائد

محفظة القطاع ففي أول سنتين فقد سجلت أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.549, 0.184 وأيضاً عام 2005 إذ بلغ 0.168 بينما باقي السنوات تعرضت الشركة لخسارة قدرها -0.058 , -0.096 , -0.16 على التوالي .

الجدول 26

معدل العائد على الموجودات لعينة القطاع المالي للفترة من 2006 - 2000

شركة/السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الأيام للاستثمار المالي	0.184	0.549	-0.058	-0.096	0.02	0.168	-0.16	0.0867
الأمين للاستثمار المالي	0.077	-0.087	0.00048	0.108	0.318	0.215	-0.012	0.0885
المتوسط	0.1305	0.231	-0.0288	0.006	0.169	0.1915	-0.086	0.0876

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للشركات هيئة الدراسة

2- معدل العائد على الموجودات للسوق :-

يوضح الجدول 27 معدل العائد على الموجودات لمحفظة السوق خلال مدة الدراسة قد بلغ 0.0895 , وإن القطاع الصناعي قد حقق معدل العائد على الموجودات خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.1576 وهو أعلى من معدل العائد لمحفظة السوق , فقد سجل في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمحفظة القطاع والسوق وبلغت 0.3707 , 0.2957, 0.2369 على التوالي وبالنسبة لعامي 2003 , 2004 أيضاً مرتفعة قياساً لمحفظة السوق وأقل قياساً لمحفظة القطاع وبلغت 0.1031 , 0.0965 على التوالي أما أقل معدل العائد على الموجودات كان في عام 2005 بلغ 0.01872 أما في عام 2006 تعرض القطاع إلى خسارة قدرها -0.018 , ويليه القطاع الزراعي حيث حقق معدل العائد على الموجودات خلال المدة بلغ 0.1278 وهو أيضاً أعلى من معدل عائد محفظة السوق , فقد سجل في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمحفظة القطاع والسوق وبلغت 0.161 , 0.2545, 0.19275 على التوالي أما السنوات الباقية حيث حقق أقل معدل العائد على الموجودات قياساً لمحفظة القطاع والسوق وبلغت على التوالي 0.0698 , 0.0688 , 0.0898 , 0.05825 , أما قطاع الخدمات فقد حقق معدل العائد على الموجودات خلال المدة 0.09 وهو أعلى من معدل عائد محفظة السوق , فقد سجل في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمحفظة القطاع والسوق وبلغت على التوالي 0.2757 , 0.1876 , 0.18775 أما أقل معدل العائد على الموجودات فقد حققه القطاع كان في عامي 2003 , 2006 إذ بلغ على التوالي 0.0573 , 0.0125 بينما في عامي 2004 , 2005 تعرض

القطاع إلى خسارة قدرها -0.0658 , -0.0245 , ويليه القطاع المالي حيث حقق معدل العائد على الموجودات أقل قياساً لمحفظه السوق خلال المدة إذ بلغ 0.0876 حيث حقق أعلى معدلات للعائد قياساً لمحفظه القطاع والسوق للأعوام 2000, 2001, 2004, 2005 إذ بلغ على التوالي 0.1305, 0.231, 0.169, 0.1915 أما أقل معدل للعائد حققه القطاع فقد كان في عام 2003 إذ بلغ 0.006 وفي عامي 2002, 2006 تعرض القطاع لخسارة قدرها -0.0288, -0.086 , ويليه قطاع التأمين فقد حقق أقل معدل للعائد قياساً لمحفظه السوق إذ بلغ 0.053 حيث حقق أعلى معدلات للعائد قياساً لمحفظه القطاع والسوق في عام 2003 إذ بلغ 0.1037 بينما الأعوام 2002, 2004, 2006 حقق أعلى معدل للعائد قياساً للقطاع وأقل قياساً للسوق إذ بلغ على التوالي 0.083, 0.0733, 0.059, 0.0577 وفي عام 2000 حقق أقل معدل للعائد قياساً للقطاع والسوق إذ بلغ 0.00853 بينما في عام 2001 تعرض القطاع إلى خسارة قدرها -0.0130 , ويليه قطاع المصارف فقد حقق أقل معدل للعائد قياساً لمحفظه السوق إذ بلغ 0.021 ففي الأعوام 2000, 2002, 2004, 2005 حيث حقق أعلى معدل للعائد قياساً للقطاع وأقل قياساً للسوق إذ بلغ على التوالي 0.0298, 0.02577, 0.02726, 0.02465 أما السنوات الباقية فقد حقق أقل معدل للعائد على الموجودات قياساً لمحفظه القطاع والسوق وبلغت على التوالي 0.01417, 0.0132, 0.01082.

ويمكن القول إن سبب خسارة النشاط الاقتصادي هو ظروف العراق الاستثمارية وهذا يؤدي إلى عدم وجود فرص استثمارية لأن السيولة متوافرة لدى المصارف العراقية دون إمكانية استثمارها لأسباب عديدة أهمها فقدان الاستقرار الأمني وعدم توافر فرص استثمارية مشجعة مضافة لتحقيق العائد المقبول في ظل مخاطرة مقبولة , والأمر الآخر إن بعض إدارات المصارف ليس لها صلاحية التوجه إلى استثمارات أخرى كالأستثمار في الأسهم أو في الأوراق المالية خارج القطر ولذلك بقيت تمارس النشاط المصرفي التقليدي الذي يركز بقبول الودائع وعملية الإقراض والخدمات المصرفية الأخرى التي تشكل مردوداً كبيراً بالنسبة للمصارف.

الجدول 27

معدل العائد على الموجودات للقطاعات والسوق للفترة من 2000 - 2006

معدل عائد محفظه	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	القطاع / السنة
--------------------	------	------	------	------	------	------	------	----------------

القطاع								
0.021	0.01082	0.02465	0.02726	0.01321	0.02577	0.01417	0.0298	قطاع المصارف
0.1576	-0.018	0.01872	0.0965	0.1031	0.2957	0.2369	0.3707	القطاع الصناعي
0.1278	0.05825	0.0898	0.0688	0.0698	0.2545	0.19275	0.161	القطاع الزراعي
0.09	0.0125	-0.0245	-0.0658	0.0573	0.18775	0.1876	0.2757	قطاع الخدمات
0.053	0.0577	0.059	0.0733	0.1037	0.083	-0.0130	0.00853	قطاع التأمين
0.0876	-0.086	0.1915	0.169	0.006	-0.0288	0.231	0.1305	القطاع المالي
0.0895	0.00588	0.06	0.06151	0.05885	0.13632	0.1416	0.1627	معدل عائد محفظة السوق

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الشركات المالية للشركات هيئة الدراسة

3- معدل العائد المطلوب للقطاعات :-

أ - عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 28 معدل العائد المطلوب لعينة قطاع المصارف . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب لمصرف الأهلي العراقي بلغ 0.0753 وهو أكبر نسبة وأعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة هذا القطاع البالغ 0.072 , بينما معدل العائد المتحقق فعلاً لهذا المصرف خلال مدة الدراسة بلغ 0.0253 كما في الجدول 21 وهو أقل من معدل العائد المطلوب بنسبة 0.05 وكان الارتفاع في معدل العائد المطلوب ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألييتا لهذا المصرف 0.233823262, كما يليه مصرف دار السلام , التجاري العراقي , الاستثمار العراقي , العراقي الإسلامي في ارتفاع هذا المؤشر إذ بلغ على التوالي 0.075 , 0.0742 , 0.0743 , 0.0726 وكان الارتفاع في معدل العائد المطلوب ناتجاً أيضاً عن الارتفاع في معامل ألييتا إذ بلغ على التوالي , 0.214780362 , 0.173677643 , 0.176429003 , 0.086750453 كما يبينه الجدول 42 وهذا يؤيد القاعدة العامة التي تنص على أنه يزداد معدل العائد المطلوب بازدياد المخاطرة , بينما المصارف التي ظهر معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد المطلوب لمحفظة هذا القطاع هي الوركاء للاستثمار , الائتمان العراقي , الخليج التجاري , بغداد , الشرق الأوسط إذ بلغ 0.0658 , 0.071 , 0.071 , 0.071 , 0.071 على التوالي وهي نسب مقاربة

ومساوية لمعدل العائد الخالي من المخاطرة البالغ 0.071 والسبب في ذلك هو القيمة السالبة لمعامل ألبيتا البالغة على التوالي -0.280539274 , -0.026178247 , -0.003361027 , 0.002175528 , -0.005076132 كما في الجدول 42.

الجدول 28

معدل العائد المطلوب لعينة قطاع المصارف للفترة من 2006 - 2000

معدل عائد المحفظة	دار السلام	الشرق الأوسط	التجاري	بغداد	الخليج	الائتمان	الأهلي	الاستثمار	الإسلامي	الورقاء	المصرف
0.072	0.075	0.071	0.0742	0.071	0.071	0.071	0.0753	0.0743	0.0726	0.0658	معدل العائد المطلوب

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات هيئة الدراسة

ب- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 29 معدل العائد المطلوب لعينة من الشركات القطاع الصناعي . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب لشركة البيرة الشرقية بلغت 0.139 وهو أعلى نسبة قياساً بالشركات المبحوثة ولمعدل العائد لمحفظة هذا القطاع البالغ 0.1096 , بينما معدل العائد المتوقع فعلاً لهذه الشركة خلال مدة الدراسة بلغ 0.1257 كما في الجدول 22 وهو أقل من معدل العائد المطلوب بنسبة 0.0133 وكان الارتفاع في معدل العائد المطلوب ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا لشركة البيرة الشرقية 3.674703323 , وتليها الشركات بغداد لمواد التغليف , نينوى الغذائية , الصناعات الكيماوية , الخياطة الحديثة فإن معدل العائد المطلوب لهذه الشركات أعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة هذا القطاع إذ بلغ على التوالي 0.1364 , 0.129 , 0.1169 , 0.1125 كما إن هذا الارتفاع كان ناتجاً أيضاً عن ارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا على التوالي 3.535952266 , 3.133291239 , 2.480295166 , 2.24240997 وهذا يؤيد القاعدة العامة , بينما حققت الشركات الأخرى معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد المطلوب لمحفظة هذا القطاع إذ بلغ على التوالي 0.0875 , 0.0955 , 0.1024 , 0.0976 , 0.0794 وكان الانخفاض في هذا المعدل ناتجاً عن الانخفاض في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا على التوالي 0.893835951 ,

الجدول 43. 1.323232326 , 1.696969486 , 1.438313293 , 0.451984592 كما بينه

الجدول 29

معدل العائد المطلوب لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2006 - 2006

معدل عائد المحفظة	البيرة الشرقية	المنصور الدوائية	بغداد للتغليف	المشروبات الغازية	العراقية للسجاد	الخيطة الحديثة	نينوى الغذائية	الصناعات الكيماوية	ميسان الغذائية	التعبئة والتعليب	الشركة
0.1096	0.139	0.0794	0.1364	0.0976	0.1024	0.1125	0.129	0.1169	0.0955	0.0875	معدل العائد المطلوب

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات هيئة الدراسة

ج - عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 30 معدل العائد المطلوب لعينة من شركات القطاع الزراعي . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب للشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم بلغ 0.1215 وهو أعلى نسبة قياساً بالشركات المبحوثة ولمعدل العائد لمحفظة هذا القطاع البالغ 0.0887 , بينما معدل العائد المتوقع فعلاً لهذه الشركة خلال مدة الدراسة بلغ 0.1783 كما في الجدول 23 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب بنسبة 0.0568 وكان الارتفاع في هذا المعدل ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا لهذه الشركة 2.729383082 وهذا يؤيد القاعدة العامة , بينما باقي الشركات فقد حققت معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد المطلوب لمحفظة هذا القطاع إذ بلغت على التوالي 0.07 , 0.0762 , 0.0872 وكان الانخفاض في هذا المعدل ناتجاً عن الانخفاض في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا على التوالي 0.874958006 , 0.2829676737 , -0.069799093

كما بينه الجدول 44.

الجدول 30

معدل العائد المطلوب لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2006

شركة	الشرق الأوسط لتسويق الآسماك	العراقية لتسويق اللحوم	الحديشة للإنتاج والزراعي	اللامبية للإنتاج الزراعي	معدل العائد المطلوب لمحفظه القطاع
	0.07	0.1215	0.0762	0.0872	0.0887

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات هيئة الدراسة

د- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 31 معدل العائد المطلوب لعينة من شركات قطاع الخدمات . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب لشركة بغداد لخدمات السيارات بلغ 0.1177 وهو أعلى نسبة قياساً بالشركات المبجوتة ولمعدل العائد لمحفظه هذا القطاع البالغ 0.1017 , بينما معدل العائد المتوقع فعلاً لهذه الشركة خلال مدة الدراسة بلغ 0.0386 كما في الجدول 24 وهو أقل من معدل العائد المطلوب بنسبة 0.0791 وكان الارتفاع في معدل العائد المطلوب ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا 2.524649245 , أما معدل العائد المطلوب لمدينة ألعاب الكرخ السياحية بلغ 0.1126 وهي أيضاً أعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظه القطاع وكان الارتفاع في هذا المعدل ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا لهذه الشركة 2.246800302 وهذا يؤيد القاعدة العامة , أما شركة المعمورة للاستثمارات العقارية فإن معدل العائد المطلوب لها أقل من معدل العائد لمحفظه القطاع إذ بلغ 0.0742 وكان الانخفاض في هذا المعدل ناتجاً عن الانخفاض في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا 0.172680362 , أما بالنسبة لشركة مدينة ألعاب الرصافة فإن معدل العائد المطلوب كان مساوياً تقريباً لمعدل العائد المطلوب لمحفظه هذا القطاع إذ بلغ 0.1024 وإن معامل بيتا لهذه الشركة بلغ 1.698697583 كما يبينه الجدول 45.

الجدول 31

معدل العائد المطلوب لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2009

شركة	مدينة ألعاب الكرخ	مدينة ألعاب الرصافة	بغداد خدمات السيارات	المعمورة للاستثمارات	معدل العائد المطلوب لمحفظة القطاع
معدل العائد المطلوب	0.1126	0.1024	0.1177	0.0742	0.1017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات هيئة الدراسة

هـ- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 32 معدل العائد المطلوب لعينة من شركات قطاع التأمين . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب للشركات دار السلام للتأمين و الأهلية للتأمين و الأمين للتأمين البالغ على التوالي 0,064 , 0,0688 , 0,0611 كان مقارباً لمعدل العائد المطلوب لمحفظة القطاع البالغ 0,0646 وإن معامل بيتا لهذه الشركات بلغ على التوالي 0,380631419- , 0,119126888- , 0,534472507- كما يبينه الجدول 46.

الجدول 32

معدل العائد المطلوب لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2000

شركة	دار السلام للتأمين	الأهلية للتأمين	الأمين للتأمين	معدل العائد المطلوب لمحفظة القطاع
معدل العائد المطلوب	0.064	0.0688	0.0611	0.0646

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات هيئة الدراسة

و- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 33 معدل العائد المطلوب لعينة من شركات القطاع المالي . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب لشركة الأيام للاستثمار بلغ نسبة 0.111 وهو أكبر نسبة وأعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة هذا القطاع البالغ 0,0844 , بينما معدل العائد المتوقع فعلاً لهذه الشركة خلال مدة الدراسة بلغ 0,0867 كما في الجدول 26 وهو أقل من معدل العائد المطلوب بنسبة 0,0243 وكان الارتفاع في معدل العائد المطلوب ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل أبيتا لهذه الشركة 2,163604834 , أما شركة الأمين للاستثمار المالي فإن معدل العائد المطلوب بلغ 0,0579 وهو أقل من معدل العائد المطلوب لمحفظة القطاع وكان الانخفاض في هذا المعدل ناتجاً عن الانخفاض في

- معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا 0.710218731 كما يبينه الجدول 47 , إذ يزداد معدل العائد المطلوب بازدياد المخاطرة حيث هناك علاقة تبادلية بين المخاطرة والعائد وتبعاً لذلك كان المعدل المطلوب متفاوتاً أيضاً لجميع شركات القطاعات المشمولة بالتحليل وهذا التفاوت ينسجم مع التفاوت في حجم المخاطرة التي تواجه كل شركة أو قطاع من القطاعات الاقتصادية .

الجدول 33

معدل العائد المطلوب لمدينة القطاع المالي للفترة من 2006 - 2006

معدل العائد المطلوب لمحفظة القطاع	الأمين للاستثمار المالي	الأيام للاستثمار المالي	الشركة
0.0844	0.0579	0.111	معدل العائد المطلوب

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراث المالية للشركات هيئة الدراسة

4- معدل العائد المطلوب للسوق :-

يوضح الجدول 34 معدل العائد المطلوب للسوق خلال مدة الدراسة . وقد ظهر من خلاله إن معدل العائد المطلوب للقطاع الصناعي بلغ 0.1096 وهو أكبر نسبة وأعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق البالغ 0.0868 وكان الارتفاع في معدل العائد المطلوب ناتجاً عن الارتفاع في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا لهذا القطاع 2.046350453 , وكما هو الحال لقطاع الخدمات فمعدل العائد المطلوب بلغ 0.1017 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق وحيث بلغ معامل ألبيتا 1.660605136 , ويليه القطاع الزراعي إذ بلغ معدل العائد المطلوب 0.0887 وهو أيضاً أعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق وحيث بلغ معامل ألبيتا 0.954341691 أما قطاع المصارف والتأمين والمالي فمعدل العائد المطلوب بلغ على التوالي 0.072 , 0.0646 , 0.0844 وهو أقل من معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق وكان الانخفاض في معدل العائد المطلوب ناتجاً عن الانخفاض في معامل مخاطرة السوق (المخاطرة النظامية) إذ بلغ معامل ألبيتا على التوالي 0.056920241 , -0.344472809 , 0.726612386 , وكما يبينه الجدول 48.

الجدول 34

معدل العائد المطلوب للقطاعات والسوق للفترة من 2000 - 2006

شركة	قطاع المصارف	قطاع الصناعي	قطاع الزراعي	قطاع الخدمات	قطاع التأمين	قطاع المال	معدل العائد المطلوب لمحفظه السوق
معدل العائد المطلوب	0.072	0.1096	0.0887	0.1017	0.0646	0.0844	0.0868

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورناج المالية للشركات بينة الدراسة

5- معدل العائد على حق الملكية للقطاعات :-

أ- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 35 معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع المصارف . وقد ظهر من خلاله إن مصرف الوركاء للاستثمار قد حقق أعلى متوسط للعائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.411 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.2063 ففي عام 2004 فقد حقق هذا المصرف أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع ومتوسط عائد المصرف إذ بلغ 2.105 أما في الأعوام 2003 , 2005 , 2006 فقد حقق أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد المصرف إذ بلغ على التوالي 0.295, 0.219 , 0.237 وفي عامي 2001, 2002 حقق أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع ومتوسط عائد المصرف إذ بلغ على التوالي 0.011 , 0.021 بينما عام 2000 فإن المصرف تعرض لخسارة قدرها -0.01 , ويليه مصرف الشرق الأوسط حيث حقق متوسط العائد على حق الملكية خلال المدة وبلغ 0.296 وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً ففي عامي 2003 , 2006 فقد حقق أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع ومتوسط عائد المصرف إذ بلغ على التوالي 0.182, 0.159 أما باقي مدة الدراسة فقد حقق المصرف أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع ومتوسط عائد المصرف إذ بلغ على التوالي 0.303, 0.309, 0.317 , 0.397, 0.406 , ويليه مصرف الائتمان العراقي حيث حقق متوسط العائد أعلى خلال المدة وبلغ 0.28 قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع وإن أغلب مدة الدراسة تحققت فيها أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظه القطاع ومتوسط عائد المصرف ويليه مصرف الاستثمار العراقي و بغداد حيث كان متوسط العائد لهما أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً خلال المدة إذ بلغا على التوالي 0.233 , 0.231, أما المصارف الأخرى فقد حققت أقل متوسط

العائد على حق الملكية قياساً لمعدل العائد لمحفظة هذا القطاع وهو المصرف العراقي الإسلامي والأهلي العراقي و التجاري العراقي إذ بلغ على التوالي 0.123 , 0.129 , 0.204 , وأيضاً مصرف الخليج التجاري حيث بلغ 0.113 ففي عام 2001 حقق أعلى معدل عائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع ولمتوسط العائد للمصرف إذ بلغ 0.224 أما في عامي 2002 , 2005 حقق أقل معدل عائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع وأعلى قياساً لمتوسط العائد للمصرف إذ بلغا على التوالي 0.151 , 0.123 أما باقي السنوات فقد حقق أقل معدل عائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع ولمتوسط العائد للمصرف وبلغت على التوالي 0.065 , 0.039 , 0.08 , 0.112 , أما مصرف دار السلام هو أقل المصارف من حيث متوسط العائد على حق الملكية في أثناء مدة الدراسة إذ بلغ 0.043 ففي عامي 2000 , 2003 حقق المصرف أعلى معدل عائد قياساً لمتوسط العائد للمصرف وأقل قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع إذ بلغ على التوالي 0.147 , 0.086 أما أعلى معدل عائد حققه المصرف قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع ولمتوسط العائد للمصرف فقد كان في عام 2002 إذ بلغ 0.278 أما أقل معدل عائد تحقق قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع ولمتوسط العائد للمصرف كان في عامي 2004 , 2005 إذ بلغا على التوالي 0.008 , 0.026 بينما في عامي 2001 , 2006 تعرض المصرف لخسارة قدرها على التوالي -0.0008 , -0.241 .

إن هذا التباين في متوسط العائد على حق الملكية أمر اعتيادي لاختلاف حجم ونشاط كل مصرف إضافة إلى الاختلاف في إمكانية مواجهة الظروف الاقتصادية السائدة في العراق وكيفية التعامل معها إذ إن الوضع الاقتصادي لم يستقر في هذا البلد منذ أن بدأت عسكرة الاقتصاد في أوائل الثمانينات مروراً بالحصار الاقتصادي بعد التسعينات واستمراره لحين احتلال العراق واستمرار هذا الاحتلال لحد الآن الأمر الذي لم يتوفر فيه الاستقرار الأمني السياسي والاقتصادي للعراق وبالتأكيد فإن هذه العوامل تلعب دوراً كبيراً في انعكاس المؤثرات السلبية على الاقتصاد العراقي.

معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2000 - 2006

المصرف / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
الوراء للاستثمار	-0.01	0.011	0.021	0.295	2.105	0.219	0.237	0.411
العراقي الإسلامي	0.423	0.03	0.4	-0.014	0.014	0.017	-0.01	0.123
الاستثمار العراقي	0.446	0.263	0.521	0.002	0.185	0.196	0.016	0.233
الأهلي العراقي	0.192	0.011	0.216	0.199	0.247	0.067	-0.028	0.129
الانتماء العراقي	0.339	0.076	0.371	0.259	0.285	0.208	0.423	0.28
الخليج التجاري	0.065	0.224	0.151	0.039	0.08	0.123	0.112	0.113
بغداد	0.315	0.301	0.304	0.161	0.332	0.042	0.163	0.231
التجاري العراقي	0.415	0.37	0.288	0.185	0.113	0.026	0.033	0.204
الشرق الأوسط	0.303	0.309	0.317	0.182	0.397	0.406	0.159	0.296
دار السلام	0.147	-0.0008	0.278	0.086	0.008	0.026	-0.241	0.043
متوسط	0.2635	0.1594	0.2867	0.1394	0.3766	0.133	0.0864	0.2063

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوروات المالية للشركات هيئة الدراسة

ب- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 36 معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الصناعي . وقد ظهر من خلاله إن الشركة العراقية للسجاد والمفروشات قد حققت أعلى متوسط للعائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.455 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.2098 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.754, 0.771, 0.55 أما أقل معدل عائد حققته الشركة فقد كان في عام 2005 إذ بلغ 0.178 بينما باقي مدة الدراسة حققت أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.418, 0.289, 0.222 , وتليها شركة الصناعات الكيماوية حيث حققت متوسط العائد على حق الملكية خلال المدة 0.368 وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.669, 0.5, 0.5 بينما باقي مدة الدراسة حققت أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل عائد محفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.215, 0.222, 0.243, 0.226 , وتليها شركة التعبئة والتعليب وبغداد لمواد التغليف والخياطة الحديثة حيث حققت متوسط العائد على حق الملكية خلال المدة إذ بلغ 0.321, 0.275, 0.216 على التوالي وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً , أما الشركات الأخرى فقد سجلت أقل من معدل عائد محفظة هذا القطاع وهي نينوى الغذائية والبيرة الشرقية إذ بلغ على التوالي

0.1897 , 0.1503, وشركة المنصور الدوائية حيث بلغ 0.083 ففي عام 2002 حققت الشركة أعلى معدل عائد إذ بلغ 0.164 أما في عام 2003 فقد حققت الشركة أقل معدل عائد إذ بلغ 0.032 وفي عام 2004 تعرضت الشركة لخسارة قدرها -0.006, أما شركة المشروبات الغازية هي أقل الشركات من حيث متوسط العائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.064 ففي عام 2002 حققت الشركة أعلى معدل عائد إذ بلغ 0.229 وفي عام 2000, 2001 حققت الشركة أقل معدل عائد إذ بلغ على التوالي 0.18, 0.166 أما في عام 2003-2006 فقد تعرضت الشركة لخسارة قدرها على التوالي -0.048, -0.05, -0.0073, -0.024, أما شركة ميسان الغذائية فلم تحقق متوسط خلال مدة الدراسة إذ بلغ -0.024 وذلك بسبب تعرض الشركة إلى خسارة أعلى من تحققها لمعدل العائد ففي عامي 2005, 2006 بلغ مجموع الخسائر 1.044- وهي أعلى من مجموع معدل العائد المتحقق في الأعوام 2000 - 2004 وبلغ 0.905 .

الجدول 36

معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2000 - 2006

شركة/عينة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
التعبئة والتعليب	0.237	0.169	0.292	0.245	0.384	0.298	0.623	0.321
ميسان الغذائية	-0.552	-0.522	0.135	0.133	0.13	0.23	0.277	-0.024
الصناعات الكيماوية	0.226	0.243	0.222	0.215	0.5	0.5	0.669	0.368
نينوى الغذائية	-0.077	-0.0084	-0.05	0.201	0.235	0.383	0.644	0.1897
الخطاطة الحديثة	-0.192	-0.507	0.592	0.376	0.681	0.22	0.341	0.216
العراقية للسجاد	0.222	0.178	0.289	0.418	0.55	0.771	0.754	0.455
المشروبات الغازية	-0.024	-0.0073	-0.05	-0.048	0.229	0.166	0.18	0.064
بغداد لمواد التغليف	-0.0113	0.0003	-0.141	0.001	1.203	0.25	0.623	0.275
المنصور الدوائية	0.041	0.157	-0.006	0.032	0.164	0.121	0.075	0.083
البيرة الشرقية	-0.423	0.39	-0.228	-0.31	0.364	0.498	0.761	0.1503
متوسط	-0.05533	0.00926	0.1055	0.1263	0.444	0.3437	0.4947	0.2098

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورناح المالية للشركات عينة الدراسة

ج- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 37 معدل العائد على حق الملكية لعينة الشركات العاملة في القطاع الزراعي . وقد ظهر من خلاله إن شركة الشرق الأوسط لتسويق الأسماك قد حققت أعلى متوسط للعائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.254 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.1855 فقد سجلت في السنوات 2001-2003 أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.352, 0.392, 0.315 , وقد سجلت في السنوات الثلاث الأخيرة أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.217, 0.225, 0.225 أما أقل معدل عائد حققته الشركة كان في عام 2000 إذ بلغ 0.052 , وكذلك الحال للشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم حيث حققت متوسط العائد على حق الملكية إذ بلغ 0.254 خلال المدة وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع وبلغت على التوالي 0.691 , 0.493, 0.458 وفي عام 2005 حيث حققت أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع و أقل لمتوسط عائد الشركة إذ بلغ 0.2 أما أقل معدل عائد حققته الشركة كان في عامي 2004, 2006 إذ بلغا على التوالي 0.046, 0.021 وقد تعرضت الشركة لخسارة في عام 2003 قدرها -0.133 , أما الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي فقد حققت متوسط العائد خلال المدة إذ بلغ 0.185 وهو مساوٍ لمعدل عائد محفظة القطاع ففي الأعوام 2000, 2002 , 2003 حققت الشركة أعلى معدل عائد إذ بلغ على التوالي 0.215, 0.452, 0.25 أما أقل معدل عائد حققته الشركة كان في عام 2001, 2005, 2006 إذ بلغ على التوالي 0.145, 0.069, 0.069 , ويظهر من الجدول أيضاً إن الشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والزراعي هي أقل الشركات من حيث متوسط العائد خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.049 وهو أقل من معدل عائد محفظة القطاع وبفارق انخفاض بلغ 0.1365 , ففي عامي 2000, 2001 حققت الشركة أقل معدل عائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع وأعلى قياساً لمتوسط عائد الشركة إذ بلغ 0.095, 0.074 أما في عام 2002 فقد بلغ 0.049 وهو مساوٍ لمتوسط عائد الشركة أما أقل معدل عائد حققته الشركة كان في عام 2006 إذ بلغ 0.019.

معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2000 - 2006

شركة/ السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	0.052	0.352	0.392	0.315	0.217	0.225	0.225	0.254
العراقية لتسويق اللحوم	0.691	0.493	0.458	-0.133	0.046	0.2	0.021	0.254
الحديثة للإنتاج الزراعي	0.095	0.074	0.049	0.022	0.043	0.04	0.019	0.049
الأهلية للإنتاج الزراعي	0.215	0.145	0.452	0.25	0.098	0.069	0.069	0.185
متوسط	0.2633	0.266	0.3378	0.1135	0.101	0.1335	0.0835	0.1855

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورنا المالية للشركات هيئة الدراسة

د- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 38 معدل العائد على حق الملكية لعينة شركات قطاع الخدمات . وقد ظهر من خلاله إن مدينة ألعاب الكرخ السياحية قد حققت أعلى متوسط للعائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.25 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.1051 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.6, 0.495, 0.374 وفي عامي 2005, 2006 حققت الشركة أعلى معدل عائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة إذ بلغ على التوالي 0.106, 0.1333 بينما في عامي 2003, 2004 حققت الشركة أقل معدل عائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع ولمتوسط عائد الشركة إذ بلغ على التوالي 0.036, 0.006 على التوالي أما باقي الشركات فقد حققت أقل متوسط للعائد من معدل عائد محفظة القطاع , فإن شركة المعمورة للاستثمارات العقارية حيث بلغ متوسط العائد 0.0751 ففي عامي 2000, 2003 حققت أعلى معدل للعائد إذ بلغ على التوالي 0.15, 0.285 وقد تعرضت الشركة لخسارة في عام 2006 قدرها -0.0420- أما باقي مدة الدراسة فقد حققت أقل معدل للعائد إذ بلغ على التوالي 0.005, 0.024, 0.0483, 0.0554, وتليها شركة بغداد لخدمات السيارات فقد حققت متوسط العائد على حق الملكية خلال المدة إذ بلغ 0.0541 وهو أيضاً أقل من معدل عائد محفظة القطاع وقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي 0.244, 0.26, 0.306 بينما باقي مدة الدراسة تعرضت الشركة لخسارة قدرها على التوالي -0.07, -0.117, -0.095- , 0.1495-, وتليها مدينة ألعاب الرصافة وهي أقل الشركات بالنسبة لمتوسط العائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.041 وهو أقل من معدل عائد محفظة القطاع وبفارق انخفاض بلغ 0.0641 فقد سجلت في السنوات الثلاث الأولى وعام 2006 أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل محفظة القطاع ومتوسط عائد الشركة وبلغت على التوالي

على التوالي 0.675, 0.271, 0.325, 0.375 بينما باقي مدة الدراسة تعرضت فيها الشركة لخسارة قدرها -0.581, -0.761, -0.014 .

الجدول 38

معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006

شركة / السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
مدينة ألعاب الكرخ	0.6	0.495	0.374	0.036	0.006	0.106	0.1333	0.25
مدينة ألعاب الرصافة	0.375	0.325	0.271	-0.014	-0.761	-0.581	0.675	0.041
بغداد لخدمات السيارات	0.244	0.26	0.306	-0.07	-0.117	-0.095	-0.1495	0.0541
المعمورة للاستثمارات	0.15	0.005	0.024	0.285	0.0483	0.0554	-0.0420	0.0751
متوسط	0.3422	0.2712	0.2437	0.0592	-0.2059	-0.1286	0.1542	0.1051

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشورناج المالية للشركات هيئة الدراسة

هـ- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 39 معدل العائد على حق الملكية لعينة الشركات العاملة في قطاع التأمين . وقد ظهر من خلاله إن شركة الأمين للتأمين قد حققت أعلى متوسط العائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.1097 وهو أعلى من معدل عائد محفظة هذا القطاع البالغ 0.071 , ففي عامي 2000, 2001 حققت أقل معدل للعائد إذ بلغ على التوالي 0.0002, 0.0114 أما عام 2005 حققت هذه الشركة أعلى معدل للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة القطاع وأقل قياساً لمتوسط عائد الشركة إذ بلغ 0.103 أما باقي مدة الدراسة فقد حققت أعلى معدل للعائد إذ بلغ على التوالي 0.131, 0.1165, 0.255, 0.151, وتليها شركة دار السلام للتأمين حيث حققت متوسط العائد على حق الملكية 0.085 خلال المدة وهو أعلى من معدل عائد محفظة القطاع أيضاً , ففي عام 2002-2006 حققت الشركة أعلى معدل للعائد قياساً للمحفظة وللمتوسط إذ بلغ على التوالي 0.133, 0.139, 0.142, 0.0893, 0.0922 أما أقل معدل عائد حققته الشركة فقد كان في عام 2000 إذ بلغ 0.0004 وقد تعرضت الشركة لخسارة في عام 2001 قدرها -0.0011 , أما الشركة الأهلية للتأمين فقد حققت متوسط للعائد خلال المدة بلغ 0.0173 وهو أقل من معدل عائد محفظة القطاع , ففي عامي 2001, 2006 تعرضت الشركة لخسارة بلغت على التوالي -0.051, -0.0059 أما باقي السنوات فقد حققت أعلى معدل للعائد .

الجدول 39

معدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2000

شركة/سنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
دار السلام للتأمين	0.0922	0.0893	0.142	0.139	0.133	-0.0011	0.0004	0.085
الأهلية للتأمين	-0.0059	0.0281	0.015	0.084	0.026	-0.051	0.02487	0.0173
الأمين للتأمين	0.151	0.103	0.255	0.1165	0.131	0.0114	0.0002	0.1097
متوسط	0.0791	0.07346	0.13733	0.11316	0.0966	-0.01356	0.00849	0.071

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراف المالية للشركات هيئة الدراسة

٥- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 40 معدل العائد على حق الملكية لعينة الشركات العاملة في القطاع المالي. وقد ظهر من خلاله إن القطاع لم يحقق أي عائد حيث بلغ -0.0074 وذلك لأن شركة الأيام للاستثمار المالي لم تحقق أي متوسط للعائد على حق الملكية خلال المدة حيث بلغ -0.1515 وذلك لتعرض الشركة إلى خسائر خلال المدة ففي عام 2001 - 2003 ، 2006 حيث بلغت على التوالي -0.841 ، -0.1187 ، -0.281 ، -0.2052 وإن أعلى معدل عائد على حق الملكية فقد حققته الشركة في عام 2000 إذ بلغ 0.195 وفي عام 2005 بلغ 0.1666 وإن أقل معدل عائد حققته الشركة كان في عام 2004 إذ بلغ 0.0238 ، بينما شركة الأمين للاستثمار المالي قد حققت متوسط العائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.1367 وقد حققت هذه الشركة أعلى معدل عائد خلال عامي 2004 ، 2006 ، إذ بلغ على التوالي 0.474 ، 0.3736 أما أقل معدل عائد حققته الشركة كان في الأعوام 2000 ، 2002 ، 2003 ، إذ بلغ على التوالي 0.0858 ، 0.00049 ، 0.121 أما في عام 2001 ، 2006 ، فإن الشركة تعرضت لخسارة قدرها -0.0857 ، -0.0125 على التوالي .

الجدول 40

معدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع المالي للفترة من 2006 - 2000

شركة/سنة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	متوسط
الأيام للاستثمار المالي	-0.2052	0.1666	0.0238	-0.281	-0.1187	-0.841	0.195	-0.1515
الأمين للاستثمار المالي	-0.0125	0.3736	0.474	0.121	0.00049	-0.0857	0.0858	0.1367
متوسط	-0.10885	0.2701	0.2489	-0.08	-0.0591	-0.4633	0.1404	-0.0074

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراف المالية للشركات هيئة الدراسة

6- معدل العائد على حق الملكية للسوق :-

يوضح الجدول 41 معدل العائد على حق الملكية لمحفظة السوق خلال مدة الدراسة قد بلغ 0.1284 , وإن القطاع الصناعي قد حقق أعلى معدل للعائد على حق الملكية خلال مدة الدراسة إذ بلغ 0.2098 وهو أعلى من معدل العائد لمحفظة السوق , فقد سجل في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق ولمعدل عائد القطاع وبلغت على التوالي 0.4947, 0.3437, 0.444 أما أقل معدل العائد حققه القطاع قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق ولمعدل عائد القطاع كان في السنوات الثلاث التالية وبلغت على التوالي 0.1263, 0.1055, 0.00926 وفي عام 2006 تعرض القطاع إلى خسارة قدرها - 0.05533 , ويليه قطاع المصارف حيث حقق معدل العائد خلال المدة بلغ 0.2063 وهو أيضاً أعلى من معدل عائد محفظة السوق ففي الأعوام 2000, 2002, 2004 حقق القطاع أعلى معدلات للعائد على حق الملكية قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق والقطاع إذ بلغ على التوالي 0.2635, 0.2867, 0.3766 أما في الأعوام 2001, 2003, 2005 فقد حقق القطاع أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق وأقل قياساً لمعدل العائد للقطاع إذ بلغ على التوالي 0.1594, 0.1394, 0.133 أما أقل معدل للعائد حققه القطاع قياساً للسوق والقطاع كان في عام 2006 بلغ 0.0864 , ويليه القطاع الزراعي حيث حقق معدل العائد على حق الملكية خلال المدة 0.1855 وهو أيضاً أعلى من معدل عائد محفظة السوق , فقد سجل في السنوات الثلاث الأولى أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق ولمعدل عائد القطاع وبلغت على التوالي 0.2633, 0.266, 0.3378 أما في الأعوام 2003, 2004 , 2006 فقد حقق أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق ولمعدل عائد القطاع وبلغت على التوالي 0.1135, 0.101, 0.0835 بينما في عام 2005 حقق أعلى معدل للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق وأقل قياساً لمعدل عائد القطاع إذ بلغ 0.1335 , أما باقي القطاعات فقد حققت أقل معدلات للعائد على حق الملكية قياساً لمعدل عائد محفظة السوق وهي قطاع الخدمات إذ بلغ المعدل خلال المدة 0.1051 إذ سجل في السنوات الثلاث الأولى وعام 2006 أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق ولمعدل عائد القطاع وبلغت على التوالي 0.3422, 0.2712, 0.2437, 0.1542 أما أقل معدل للعائد حققه القطاع كان في عام 2003 إذ بلغ 0.0592 بينما في عامي 2004, 2005 تعرض القطاع إلى خسارة قدرها على التوالي -0.2059, -0.1286, أما قطاع التأمين فهو أقل القطاعات التي حققت معدل العائد على حق الملكية من معدل عائد محفظة السوق حيث بلغ 0.071, ففي عامي 2003, 2004 حقق القطاع أعلى معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد

لمحفظة السوق ولمعدل عائد القطاع وبلغت على التوالي 0.11316, 0.13733 أما في عامي 2002, 2006 فقد حقق القطاع أقل معدلات للعائد قياساً لمعدل العائد لمحفظة السوق وأعلى قياساً لمعدل عائد القطاع وبلغت على التوالي 0.0966, 0.0791 بينما في عام 2001 تعرض القطاع إلى خسارة قدرها -0.01356, أما القطاع المالي فلم يحقق أي معدل العائد على حق الملكية خلال المدة حيث بلغ -0.0074 وذلك لتعرض القطاع إلى خسائر خلال أكبر مدة من الدراسة ففي عام 2001 - 2003 و عام 2006 بلغت الخسارة على التوالي -0.4633, -0.10885, -0.08, 0.0591.

إن معدل العائد على حق الملكية يتأثر بالبسط وبالمقام, إذ إن المقام الذي هو حق الملكية (رأس المال الممتلك) قد يكون منخفضاً ولذلك يظهر معدل العائد على حق الملكية كبيراً رغم أن الربح قليل ولذلك فإن بعض الأرقام قد تكون غير دقيقة إلا إن هذا المعدل يقع ضمن العائد الذي يحصلون عليه في استثماراتهم لملاكياتهم وبالتالي فإن التحسن فيه يعد تحسناً في مستوى الأداء وبالتالي فإن الاستثمار يعد مقبولاً.

الجدول 41

معدل العائد على حق الملكية للقطاعات والسوق للفترة من 2006 - 2000

معدل عائد محفظة القطاع	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	القطاع / النسبة
0.2063	0.0864	0.133	0.3766	0.1394	0.2867	0.1594	0.2635	قطاع المصارف
0.2098	-0.05533	0.00926	0.1055	0.1263	0.444	0.3437	0.4947	القطاع الصناعي
0.1855	0.0835	0.1335	0.101	0.1135	0.3378	0.266	0.2633	القطاع الزراعي
0.1051	0.1542	-0.1286	-0.2059	0.0592	0.2437	0.2712	0.3422	قطاع الخدمات
0.071	0.0791	0.07346	0.13733	0.11316	0.0966	-0.01356	0.00849	قطاع التأمين
-0.0074	-0.10885	0.2701	0.2489	-0.08	-0.0591	-0.4633	0.1404	القطاع المالي
0.1284	0.03984	0.0818	0.1272	0.0786	0.22495	0.09391	0.2521	معدل عائد محفظة السوق

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراه المالية للشركات هيئة الدراسة

ثانياً :- تحليل المخاطرة

1- المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية للشركات

أ- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 42 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية حيث تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار (المخاطرة الكلية) لجميع المصارف كانت على التوالي 0.0008 , 0.00008 , 0.0004 , 0.0007 , 0.0002 , 0.00014 , 0.00018 , 0.00016 , 0.00047 مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع البالغة 0.00006 ومنخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق البالغة 0.00331 كما في الجدول 49 عدا مصرف الشرق الأوسط حيث بلغت المخاطرة الكلية 0.00004 وهي منخفضة قياساً للقطاع وللسوق , وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهذه المصارف إذ بلغ على التوالي 1.1625 , 1.5 , 0.8772 , 1.07905 , 0.4361 , 0.4721 , 0.57265 , 0.5248 , 6.9677 وبالنسبة لمصرف الشرق الأوسط فإن حجم المخاطرة المنخفض ينسجم مع معامل الاختلاف المنخفض إذ بلغ 0.2531.

الجدول 42

المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة قطاع المصارف للفترة من 2006 - 2006

معامل الاختلاف CV	الانحراف المعياري σ	معامل بيتا β_i	المخاطرة الكلية σ_i^2	المخاطرة اللا نظامية σ_{ei}^2	المخاطرة النظامية $\beta_i^2 \sigma_m^2$	المخاطرة المصارف
1.1625	0.0279	-0.280539274	0.0008	0.0005	0.0003	الورقاء للاستثمار
1.5	0.009	0.086750453	0.00008	0.00006	0.00002	العراقي الإسلامي
0.8772	0.02	0.176429003	0.0004	0.0003	0.0001	الاستثمار العراقي
1.07905	0.0273	0.233823262	0.0007	0.0005	0.0002	الأهلي العراقي
0.4361	0.0133	-0.026178247	0.0002	0.0002	0.000002	الائتمان العراقي
0.4721	0.01166	-0.003361027	0.00014	0.00014	0.00000004	الخليج التجاري
0.57265	0.0134	0.002175528	0.00018	0.00018	0.000000015	بغداد
0.5248	0.0127	0.173677643	0.00016	0.00006	0.0001	التجاري العراقي
0.2531	0.0061	-0.005076132	0.00004	0.00004	0.000000008	الشرق الأوسط
6.9677	0.0216	0.214780362	0.00047	0.00032	0.00015	دار السلام
0.3714	0.0078	0.056920241	0.00006	0.000049	0.000011	مخاطرة القطاع

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركات بينة الدراسة

ب- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 43 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية حيث تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار لشركة الصناعات الكيماوية ونيوى الغذائية والخياطة الحديثة وبغداد لمواد التغليف والبيرة الشرقية كانت على التوالي 0.0321, 0.05761, 0.12745, 0.101713, 0.08486 مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق البالغة 0.00331 وللقطاع البالغة 0.02127 وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهذه الشركات إذ بلغ على التوالي 1.89596, 2.18616, 1.4769, 0.53205, 2.31742 بينما باقي الشركات فإن المخاطرة الكلية كانت منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع ومرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق إذ بلغت على التوالي 0.0082, 0.01904, 0.01568, 0.0116, 0.0036 وإن معامل الاختلاف لهذه الشركات إذ بلغ على التوالي 0.77922, 1.9582, 0.4624, 12.54545, 0.43883.

الجدول 43

المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2006 - 2006

مخاطرة الشركة/المخاطرة	المخاطرة النظامية $\beta^2 \sigma^2 m$	المخاطرة اللا نظامية $\sigma^2 e_i$	المخاطرة الكلية σ^2	معامل بيتا β_i	الانحراف المعياري σ	معامل الاختلاف CV
التعبئة والتعليب	0.00264	0.00556	0.0082	0.893835951	0.0904	0.43883
ميسان الغذائية	0.0058	0.01324	0.01904	1.323232326	0.138	12.54545
الصناعات الكيماوية	0.0204	0.0117	0.0321	2.480295166	0.1793	0.53205
نيوى الغذائية	0.0325	0.0251	0.0576	3.133291239	0.24	1.4769
الخياطة الحديثة	0.01664	0.11081	0.12745	2.24240997	0.357	2.18616
العراقية للسجاد	0.0095	0.00618	0.01568	1.696969486	0.12521	0.4624
المشروبات الغازية	0.00685	0.00475	0.0116	1.438313293	0.1077	1.9582
بغداد لمواد التغليف	0.04138	0.06032	0.1017	3.535952266	0.3189	1.89596
المنصور الدوائية	0.00068	0.00292	0.0036	0.451984592	0.06	0.77922
البيرة الشرقية	0.0447	0.04016	0.08486	3.674703323	0.2913	2.31742
مخاطرة القطاع	0.014418	0.006852	0.02127	2.087074622	0.14583	0.9253

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوريات المالية للشركات بينة الدراسة

ج- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 44 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية حيث تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار للشركة العراقية لتسويق اللحوم والأهلية للإنتاج الزراعي كانت على التوالي 0.0101, 0.0448 مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق البالغة 0.00331 وللقطاع البالغة 0.00575 وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهذه الشركات إذ بلغ على التوالي 1.1879, 0.6587, أما شركة الشرق الأوسط لتسويق الأسماك فإن المخاطرة الكلية البالغة 0.0052 كانت منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع ومرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق وحيث إن معامل الاختلاف لهذه الشركة بلغ 0.4559, بينما الشركة الحديثة للإنتاج الزراعي فإن المخاطرة الكلية البالغة 0.0005 كانت منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع وللسوق إن معامل الاختلاف لهذه الشركة بلغ 0.9693.

الجدول 44

المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2009

مخاطرة الشركة/ المخاطرة	المخاطرة النظامية $\beta_i^2 \sigma^2 m$	المخاطرة اللا نظامية $\sigma^2 e_i$	المخاطرة الكلية σ_i^2	معامل بيتا β_i	الانحراف المعياري σ	معامل الاختلاف CV
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	0.000016	0.005184	0.0052	-0.069799093	0.0719	0.4559
العراقية لتسويق اللحوم	0.02466	0.02014	0.0448	2.729383082	0.2118	1.1879
الحديثة للإنتاج الزراعي	0.000265	0.000235	0.0005	0.282967673	0.0221	0.9693
الأهلية للإنتاج الزراعي	0.002534	0.007566	0.0101	0.874958006	0.10052	0.6587
مخاطرة القطاع	0.003015	0.002735	0.00575	0.954341691	0.07583	0.59335

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراه المالية للشركات عينة الدراسة

د- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 45 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية حيث تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار لمدينة ألعاب الكرخ ومدينة ألعاب الرصافة وبغداد لخدمات السيارات كانت على التوالي 0.0347, 0.0308, 0.0317 مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق البالغة 0.00331 وللقطاع البالغة 0.01634 وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهذه الشركات إذ بلغ على التوالي 0.91217, 3.18291, 4.6114 أما شركة المعمورة للاستثمارات فإن المخاطرة الكلية البالغة 0.011 كانت منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع ومرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق وحيث إن معامل الاختلاف لهذه الشركة بلغ 1.4789 .

الجدول 45

المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2000 - 2006

معامل الاختلاف CV	انحراف معياري σ	معامل بيتا β_i	المخاطرة الكلية σ_i^2	المخاطرة اللا نظامية σ_{ei}^2	المخاطرة النظامية $\beta_i^2 \sigma_m^2$	الشركة / المخاطرة
0.91217	0.17541	2.246800302	0.0308	0.01409	0.01671	مدينة ألعاب الكرخ
3.18291	0.1862	1.698697583	0.0347	0.02515	0.00955	مدينة ألعاب الرصافة
4.6114	0.178	2.524649245	0.0317	0.0106	0.0211	بغداد لخدمات السيارات
1.4789	0.105	0.172680362	0.011	0.0109	0.0001	المعمورة للاستثمارات
1.42022	0.12782	1.660605136	0.01634	0.007212	0.009128	مخاطرة القطاع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراج المالية للشركات هيئة الدراسة

هـ- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 46 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية حيث تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار للشركة الأهلية للتأمين والأمين للتأمين كانت على التوالي 0.0149, 0.004, كانت مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق البالغة 0.00331 وللقطاع البالغة 0.00171 وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهذه الشركات إذ بلغ 2.3114, 0.7745 أما شركة دار السلام للتأمين فإن المخاطرة الكلية البالغة 0.00276 كانت مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع ومنخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق وحيث إن معامل الاختلاف لهذه الشركة بلغ 0.8523 .

الجدول 46

المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية لعينة قطاع التأمين للفترة من 2000 - 2006

معامل الاختلاف CV	الانحراف المعياري σ	معامل بيتا β_i	المخاطرة الكليّة σ_i^2	المخاطرة النظامية $\sigma^2 e_i$	المخاطرة النظامية $\beta_i^2 \sigma^2 m$	الشركة/المخاطرة
0.8523	0.0525	-0.380631419	0.00276	0.00228	0.00048	دار السلام للتأمين
2.3114	0.0386	-0.119126888	0.0149	0.01485	0.00005	الأهلية للتأمين
0.7745	0.063	-0.534472507	0.004	0.00305	0.00095	الأمين للتأمين
0.78075	0.04138	-0.344472809	0.00171	0.001317	0.000393	مخاطرة القطاع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراه المالية للشركات هيئة الدراسة

و- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 47 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار لشركتي الأيام للاستثمار المالي والأمين للاستثمار المالي كانت على التوالي 0.05823, 0.01964 كانت مرتفعة قياساً للمخاطرة الكلية للسوق البالغة 0.00331 وللقطاع البالغة 0.01503 وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهاتين الشركتين إذ بلغ على التوالي 2.7832, 1.5835.

الجدول 47

المخاطرة النظامية والنظامية والكليّة لعينة القطاع المالي للفترة من 2006 - 2009

معامل الاختلاف CV	الانحراف المعياري σ	معامل بيتا β_i	المخاطرة الكليّة σ_i^2	المخاطرة النظامية $\sigma^2 e_i$	المخاطرة النظامية $\beta_i^2 \sigma^2 m$	الشركة/المخاطرة
2.7832	0.2413	2.163604834	0.05823	0.042735	0.015495	الأيام للاستثمار المالي
1.5835	0.14014	-0.710218731	0.01964	0.01797	0.00167	الأمين للاستثمار المالي
1.39943	0.12259	0.726612386	0.01503	0.013282	0.001748	مخاطرة القطاع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كشوراه المالية للشركات هيئة الدراسة

2- المخاطرة النظامية والنظامية والكليّة للقطاعات

يوضح الجدول 48 تحليلاً لمعدلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية تبين أن مستوى مخاطرة الاستثمار للقطاعات (الصناعي، الزراعي، الخدمات، المالي) مرتفعة كانت على التوالي 0.02127, 0.00575 ,

0.01634, 0.01503 وهي أعلى مخاطرة قياساً للمخاطرة الكلية لمحفظة السوق البالغة 0.00331 وإن حجم المخاطرة المرتفع ينسجم مع معامل الاختلاف المرتفع لهذه القطاعات البالغ على التوالي 0.9253, 0.59335, 1.42022, 1.39943, أما قطاع المصارف حيث بلغت المخاطرة الكلية 0.00006 وهي أقل مخاطرة قياساً للمخاطرة الكلية لمحفظة السوق وإن معامل الاختلاف لهذا القطاع بلغ 0.3714, بينما بلغت المخاطرة الكلية لقطاع التأمين 0.00171 وهي أقل من المخاطرة الكلية لمحفظة السوق وإن معامل الاختلاف لهذا القطاع بلغ 0.78075 .

أما من حيث نسب المخاطرة النظامية واللا نظامية إلى المخاطرة الكلية للقطاعات ففي قطاع المصارف كانت المخاطرة اللا نظامية أعلى نسبة من النظامية إذ بلغت 0.82 , أما قطاع التأمين كانت المخاطرة اللا نظامية أعلى نسبة من النظامية أيضاً إذ بلغت 0.77 , وكذلك بالنسبة للقطاع المالي كانت المخاطرة اللا نظامية أعلى نسبة من النظامية إذ بلغت 0.88 , فهذه القطاعات شكلت المخاطرة اللا نظامية الجزء الأكبر من المخاطرة الكلية فهذا يعني أن القطاعات تواجه مخاطرة يمكن تفاديها من خلال التنوع لاستثماراتها وتعديل سياساتها التشغيلية وإتباعها طرائق إدارية ومالية ورقابية فعالة.

أما بالنسبة إلى القطاع الصناعي فقد كانت المخاطرة النظامية أعلى نسبة من اللا نظامية إذ بلغت 0.68 , أما القطاع الزراعي فقد كانت المخاطرة النظامية أعلى نسبة من اللا نظامية أيضاً إذ بلغت 0.52 , وكذلك بالنسبة لقطاع الخدمات كانت المخاطرة النظامية أعلى نسبة من اللا نظامية إذ بلغت 0.56 , فهذا يعني أن القطاعات تواجه مخاطر سوقية لا يمكن منعها من خلال التنوع .

إن التفاوت في المخاطرة التي تواجه شركات القطاعات باختلاف نشاطها الاقتصادي يرجع إلى الاختلاف في مستوى المخاطرة التي تواجه كل نشاط من أنشطة الشركات والقطاعات وحيث تزداد المخاطرة يزداد معدل العائد المطلوب والذي يجب أن ينسجم مع حجم المخاطرة , وإن المخاطرة النظامية هي مازالت مخاطرة غير قابلة للتنوع رغم ادعاءات البعض في أنه يمكن أن تعود إلى رداءة المواد الأولية وعدم تطابقها مع المواصفات المطلوبة أو ربما عدم كفاءة الإدارة وكثيراً ما عزي فشل بعض الشركات إلى فشل الإدارات وعدم كفاءتها وهذه المخاطرة يمكن تجنبها من خلال تنوع الاستثمارات وإبدال الإدارات .

الجدول 48

المخاطرة النظامية واللا نظامية والكلية للقطاعات للفترة من 2006 - 2000

شركة/المخاطرة	المخاطرة	المخاطرة	المخاطرة	معامل بيتا β_i	الانحراف	معامل
---------------	----------	----------	----------	----------------------	----------	-------

الاختلاف CV	المعياري σ		الكثبية σ^2	اللا نظمية $\sigma^2 ei$	المنظمية $\beta^2 \sigma^2 m$	
0.3714	0.0078	0.056920241	0.00006	0.000049	0.000011	قطاع المصارف
0.9253	0.14583	2.087074622	0.02127	0.006852	0.014418	القطاع الصناعي
0.59335	0.07583	0.954341691	0.00575	0.002735	0.003015	القطاع الزراعي
1.42022	0.12782	1.660605136	0.01634	0.007212	0.009128	قطاع الخدمات
0.78075	0.04138	-0.344472809	0.00171	0.001317	0.000393	قطاع التأمين
1.39943	0.12259	0.726612386	0.01503	0.013282	0.001748	القطاع المالي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراث المالية للشركات بينة الدراسة

3- مخاطرة محفظة السوق

يمكن استخراج مخاطرة محفظة السوق من خلال معدل العائد على الموجودات لمحفظة السوق في أثناء مدة الدراسة كما في الجدول 49 , إذ سوف يتم التوصل إليها من خلال التباين لمعدل عائد مدة الدراسة والبالغ 0.00331 .

الجدول 49

مخاطرة محفظة السوق للفترة من 2006 - 2000

المتباين V	المعياري σ	معدل عائد محفظة السوق	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنة
			0.00331	0.05752	0.0895	0.00588	0.06	0.06151	0.05885	0.13632

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراث المالية للشركات بينة الدراسة

المستشار
المستشار

إدارة المحفظة الاستثمارية المتلج

بعد أن تم الانتهاء من تحليل العائد والمخاطرة لجميع القطاعات والشركات لعينة الدراسة يهتم هذا المبحث باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى (الكفوءة) وهي المحفظة التي تحقق عائدات أعلى من العائد المطلوب مع مستوى مقبول من المخاطرة .

وإن الغرض من تشكيل محفظة مثلى هو الإفادة من المزايا الربحية التي تحققها بعض الشركات وفي نفس الوقت تقليل مخاطرة هذه الشركات من خلال التنويع والاستفادة من المزايا التي تحققها الشركات ذات مستوى المخاطرة المنخفض .

لذا فإن العينة التي يتم اختيارها في المحفظة المثلى هي على أساس أفضل شركة في القطاعات الستة عينة الدراسة من حيث تحقيقها معدل عائد يفوق معدل عائدها المطلوب وكذلك يفوق معدل عائد محفظة السوق البالغ 0.0895 , فالمرشح الأول من هذه الشركات هي شركة الصناعات الكيماوية حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.337 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.1169 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.0321, أما المرشح الثاني هي الشركة العراقية للسجاد حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.2708 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.1024 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.01568 , أما المرشح الثالث فهو شركة التعبئة والتغليف حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.206 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.0875 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.0082 , وتعتبر مدينة ألعاب الكرخ السياحية المرشح الرابع حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1923 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.1126 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.0308 , في حين كانت الشركة العراقية لتسويق اللحوم هي المرشح الخامس حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1783 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.1215 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.045 , بينما شركة بغداد لمواد التغليف هي المرشح السادس حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1682 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.1364 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.101713 , أما شركة الخياطة الحديثة هي المرشح السابع حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1633 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.1125 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.12745 , وشركة نينوى الغذائية هي المرشح الثامن حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1625 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.129 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.05761 , والمرشح التاسع هي شركة الشرق الأوسط لتسويق الأسماك حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1577 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب البالغ 0.07 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.0052 , وإن الشركة الأهلية للإنتاج الزراعي هي المرشح العاشر حيث بلغ معدل العائد المتوقع 0.1526 وهو أعلى

من معدل العائد المطلوب 0.0872 في حين بلغت المخاطرة الكلية 0.0101 , وكما يبينه الجدول 50 .

وبهذا تم تشكيل محفظة مثلى للمستثمر المغامر تتكون من عشر شركات حيث بلغ معدل عائد المحفظة المثلى 0.19887 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق البالغ 0.0868 كما يبينه الجدول 34 وكذلك يفوق معدل عائد محفظة السوق البالغ 0.0895 كما في الجدول 49 في حين بلغ الانحراف المعياري للمحفظة المثلى 0.05975 وبلغ التباين 0.00357 .

إن معدل عائد المحفظة المثلى البالغ 0.19887 هو أقل قياساً لمعدل العائد المتوقع للشركات وهي الصناعات الكيماوية البالغ 0.337 بنسبة 0.13813 والعراقية للسجاد والمفروشات البالغ 0.2708 بنسبة 0.07193 و التعبئة والتعليب البالغ 0.206 بنسبة 0.00713 , وأعلى قياساً لمعدل العائد المتوقع للشركات وهي مدينة ألعاب الكرخ السياحية البالغ 0.1923 بنسبة 0.00657 والعراقية لتسويق اللحوم البالغ 0.1783 بنسبة 0.02057 و بغداد لمواد التغليف البالغ 0.1682 بنسبة 0.03067 والخياطة الحديثة البالغ 0.1633 بنسبة 0.03557 و نينوى الغذائية البالغ 0.1625 بنسبة 0.03637 والشرق الأوسط لتسويق الأسماك البالغ 0.1577 بنسبة 0.04117 والأهلية للإنتاج الزراعي البالغ 0.1526 بنسبة 0.04627 . وأما من حيث مخاطرة المحفظة المثلى البالغة 0.00357 فهي أقل من مخاطرة كافة الشركات وهي الصناعات الكيماوية البالغة 0.0321 بنسبة 0.02853 والعراقية للسجاد والمفروشات البالغ 0.01568 بنسبة 0.01211 والتعبئة والتعليب البالغة 0.0082 بنسبة 0.00463 ومدينة ألعاب الكرخ السياحية البالغة 0.0308 بنسبة 0.02723 والعراقية لتسويق اللحوم البالغة 0.0448 بنسبة 0.04123 و بغداد لمواد التغليف البالغة 0.1017 بنسبة 0.09813 والخياطة الحديثة البالغة 0.12745 بنسبة 0.12388 و نينوى الغذائية البالغة 0.05761 بنسبة 0.05404 والشرق الأوسط لتسويق الأسماك البالغة 0.0052 بنسبة 0.00163 والأهلية للإنتاج الزراعي البالغة 0.0101 بنسبة 0.00653 .

الجدول 50

المحفظة المثلى للمستثمر المغامر

الشركة	معدل العائد المطلوب	معدل العائد المتوقع	المخاطرة الكلية
الصناعات الكيماوية	0.1169	0.337	0.0321
العراقية للسجاد والمفروشات	0.1024	0.2708	0.01568
التعبئة والتعليب	0.0875	0.206	0.0082
مدينة ألعاب الكرخ السياحية	0.1126	0.1923	0.0308
العراقية لتسويق اللحوم	0.1215	0.1783	0.0448

0.1017	0.1682	0.1364	بغداد لمواد التغليف
0.12745	0.1633	0.1125	الخيطة الحديثة
0.0576	0.1625	0.129	نينوى الغذائية
0.0052	0.1577	0.07	الشرق الأوسط لتسويق الأسماك
0.0101	0.1526	0.0872	الأهلية للإنتاج الزراعي
التباين V	الانحراف المعياري σ	معدل عائد المحفظة المشتمل	
0.00357	0.05975	0.19887	

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على الكشوراث المالية للشركات هيئة الدراسة

فيما سبق التحليل للمحفظة التي تخص المستثمر المغامر (المتقبل) للمخاطرة الذي يركز اهتمامه على العائد ولا يهيمه مستوى المخاطرة , أما من حيث المستثمر المتجنب (المتحفظ) للمخاطرة الذي يركز اهتمامه على مستوى المخاطرة ولا يهيمه مستوى العائد , فمن خلال الجدول 50 يتم ترشيح الشركات التي بلغت مخاطرتها الكلية أقل قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع الذي تنتمي إليه الشركات , فالمرشح الأول هي شركة الشرق الأوسط لتسويق الأسماك والتي بلغت مخاطرتها الكلية 0.0052 وهي نسبة منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع الزراعي البالغة 0.00575 , أما المرشح الثاني فهي شركة التعبئة والتعليب حيث بلغت مخاطرتها الكلية 0.0082 وهي نسبة منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع الصناعي البالغة 0.02127 , وتعتبر الشركة العراقية للسجاد والمفروشات المرشح الثالث حيث بلغت مخاطرتها الكلية 0.01568 وهي نسبة منخفضة قياساً للمخاطرة الكلية للقطاع الصناعي البالغة 0.02127 , وكما يبينه الجدول 51 . أما باقي الشركات يتم استبعادها وذلك لأن مخاطرتها الكلية بلغت نسبة أعلى من المخاطرة الكلية للقطاع الذي تنتمي إليه الشركات.

وبهذا تم تشكيل محفظة مثلى للمستثمر المتحفظ التي تتكون من ثلاث شركات حيث بلغ معدل عائد المحفظة المثلى 0.2115 وهو أعلى من معدل العائد المطلوب لمحفظة السوق البالغ 0.0868 وكذلك يفوق معدل عائد محفظة السوق البالغ 0.0895 في حين بلغ الانحراف المعياري للمحفظة 0.05675 وبلغ التباين 0.00322 .

إن معدل عائد المحفظة المثلى البالغ 0.2115 هو أعلى قياساً لمعدل العائد المتحقق للشركات وهي الشرق الأوسط لتسويق الأسماك البالغ 0.1577 بنسبة 0.0538 والتعبئة والتعليب البالغ 0.206 بنسبة 0.0055 , وأقل من معدل العائد المتحقق للشركة العراقية للسجاد والمفروشات البالغ 0.2708 بنسبة 0.0593 .

بينما من حيث مخاطرة المحفظة المثلى البالغة 0.00322 فهي أقل من مخاطرة كافة الشركات وهي الشرق الأوسط لتسويق الأسماك البالغة 0.0052 بنسبة 0.00198 والتعبئة والتعليب البالغة 0.0082 بنسبة 0.00498 والعراقية للسجاد والمفروشات البالغ 0.01568 بنسبة 0.01246 .

وهذه النتائج تحقق الفرضية الرابعة التي مفادها (اعتماد الأسس العلمية في بناء واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى يقلل المخاطرة التي يتعرض لها الاستثمار) .

الجدول 51

المحفظة المثلى للمستثمر المتجنب (المحفظة)

الشركة	المخاطرة الكلية لشركة	المخاطرة الكلية للقطاع	معدل العائد المتوقع
الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	0.0052	0.00575	0.1577
التعبئة والتعليب	0.0082	0.02127	0.206
العراقية للسجاد والمفروشات	0.01568	0.02127	0.2708
معدل عائد المحفظة المثلى	0.05675		0.00322
معدل عائد إلتباين	0.05675		0.00322

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الخشونات المالية للشركات بمئة الدراسة



التفصيل الرابع

إختبار الفرضيات

الفصل الأول

تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات

الفصل الثاني

تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب

الفصل الثالث

تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية

المبحث الأول

تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعامل العائد

على الموجودات

يهتم هذا المبحث بتحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعامل العائد على الموجودات لعينة من شركات القطاع الخاص العاملة في القطاعات الاقتصادية الستة (المصارف , الصناعي , الزراعي , الخدمات , التأمين , المالي) وللسوق , وعلى النحو التالي:-

أولاً :- تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعامل العائد على الموجودات للقطاعات

1- عينة قطاع المصارف

لغرض إجراء التحليل اللازم لعلاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية (المتغير المستقل) ومعامل العائد على الموجودات (المتغير المعتمد) لعينة قطاع المصارف , تم استخدام معادلة الارتباط r لقياس قوة العلاقة الخطية بين المتغيرين , ولمعرفة التغيير في معامل العائد على الموجودات بدلالة تأثير المخاطرة الكلية تم استخدام معامل التوضيح (التحديد) R^2 , ولحساب مقدار التغيير في العائد بتأثير المخاطرة الكلية تم تقدير معادلة الانحدار $\hat{y}_i = a + b x_i$ حيث تمثل b (الميل) مقدار التغيير في العائد y_i عندما تتغير المخاطرة الكلية x_i بمقدار وحدة واحدة , وتمثل a الثابت قيمة العائد عندما تكون المخاطرة صفر .

ويبين الجدول 52 نتائج التحليل الإحصائي لقطاع المصارف في أثناء مدة الدراسة . وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط خلال هذه المدة وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض الجزء الأول من فرضية العدم الثانية المتمثلة (عدم وجود علاقة ارتباط بين المخاطرة الكلية ومعامل العائد على الموجودات).

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الثانية المتمثلة (عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعامل العائد على الموجودات) , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 52 عدم

وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد خلال مدة الدراسة انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 52

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة قطاع المصارف للفترة من 2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط r	0.0987	-0.4582	-0.0980	0.2103	-0.0582	-0.1583	0.1672	-0.0238
الشايت a	0.0309	0.0227	0.0289	0.0099	0.0231	0.0264	0.0033	0.0208
الميل b	6.6714	-23.6384	-3.1155	8.6168	-3.0465	-7.0756	15.7187	-0.7917
التوضيح R ²	0.0097	0.2099	0.0096	0.0442	0.0034	0.0251	0.0279	0.0006

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

2- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 53 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع الصناعي في أثناء مدة الدراسة . وقد ظهر إن معامل الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عام 2002 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغ 0.5494 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية إذ ما قورنت بباقي الأعوام أما إحصائياً فإن قيمة معامل الارتباط تشير إلى أن العلاقة متوسطة بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , وفي عام 2000 ظهر وجود علاقة ارتباط موجبة وضعيفة إذ بلغت 0.3636 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط للأعوام 2001, 2003, 2004 إذ بلغت على التوالي 0.0640, 0.0556 , 0.1968 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم , بينما كانت علاقة الارتباط لعامي 2005 , 2006 سالبة وعكسية إذ بلغت على التوالي -0.3877, -0.5927. وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين المخاطرة والعائد لمتوسط سنوات العائد لسنوات الدراسة إذ بلغت 0.0769 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم.

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 53 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً للقطاع في عام 2002 إذ بلغ 30.19% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقداره 2.1982 في العائد وهذا يعني إن 30.19% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 30.19% منها وهذا يناقض الجزء

الثاني من الفرضية , أما في عام 2006 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً أيضاً للقطاع إذ بلغ 35.13% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره 2.0838- في العائد وهذا يعني إن 35.13% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 35.13% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 53

خلاصة العلاقة و التاثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
ارتباط r	0.3636	0.0556	0.5494	0.0640	0.1968	-0.3877	-0.5927	0.0769
ثابت a	0.2925	0.2287	0.1942	0.0943	0.0513	0.1091	0.0782	0.1498
ميل b	1.6932	0.1780	2.1982	0.1908	0.9775	-1.9577	-2.0838	0.1709
متوضيح R ²	0.1322	0.0031	0.3019	0.0041	0.0387	0.1503	0.3513	0.0059

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

3- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 54 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع الزراعي في أثناء مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عامي 2000 , 2001 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت على التوالي 0.9327 , 0.9233 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية جداً إذ ما قورنت بباقي الأعوام بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , وكذلك الحال لعامي 2002 , 2005 وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية حيث بلغت على التوالي 0.7212 , 0.6337 وهو ما يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما كانت علاقة الارتباط الأعوام 2003 , 2004 , 2006 سالبة وعكسية إذ بلغت على التوالي -0.6846 , -0.4070 , 0.2464 ولكن ظهرت علاقة ارتباط موجبة وقوية بلغت 0.6094 بين المخاطرة والعائد لمتوسط سنوات العائد لسنوات الدراسة وهو ما يناقض الجزء الأول من الفرضية . أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 54 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للقطاع لعام

2000 - 2002 إذ بلغ على التوالي 87% , 85.25% , 52.02% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 7.2018 , 7.4229 , 5.4585 على التوالي في العائد وهذا يعني إن 87% , 85.25% , 52.02% على التوالي من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 87% , 85.25% , 52.02% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , وكذلك الحال للعام 2005 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً للقطاع إذ بلغ 40.16% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 2.2050 في العائد وهذا يعني إن 40.16% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 40.16% وهذا أيضاً يناقض الجزء الثاني من الفرضية , وبالنسبة لعام 2003 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت 46.86% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره 5.2875- في العائد وهذا يعني إن 46.86% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 46.86% منها وهذا أيضاً يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما في عامي 2004 , 2006 فلم يكن للمخاطرة تأثير معنوي على العائد وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية , وبالنسبة للمتوسط فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً للقطاع إذ بلغ 37.14% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 2.1446 في العائد وهذا يعني إن 37.14% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 37.14% وهذا أيضاً يناقض الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 54

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة القطاع الزراعي للفترة من

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط	0.9327	0.9233	0.7212	-0.6846	-0.2464	0.6337	-0.4070	0.6094

0.0953	0.0768	0.0564	0.0804	0.1499	0.1718	0.0803	0.0519	ثابت a
2.1446	-1.2241	2.2050	-0.7644	-5.2875	5.4585	7.4229	7.2018	ميل b
0.3714	0.1657	0.4016	0.0607	0.4686	0.5202	0.8525	0.8700	التوضيح R ²

2006 - 2000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

4- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 55 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع الخدمات في أثناء مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد لعام 2000-2002 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت على التوالي 0.5577 , 0.8733 , 0.8057 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , أما في عام 2006 ظهر وجود علاقة ارتباط موجبة وضعيفة بلغت 0.3216 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما كانت علاقة الارتباط لعام 2003-2005 سالبة وعكسية ولكنها قوية إذ بلغت على التوالي -0.9551 , -0.7474 , -0.5570 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين المخاطرة والعائد لمتوسط سنوات العائد لسنوات الدراسة إذ بلغت 0.0919 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 55 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للقطاع في عام 2000 - 2002 إذ بلغ على التوالي 31.10% , 76.26% , 64.92% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقداره 7.2717 , 10.6242 , 9.3924 في العائد على التوالي وهذا يعني إن 31.10% , 76.26% , 64.92% على التوالي من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 31.10% , 76.26% , 64.92% منها على التوالي وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما عام 2003 - 2005 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغ على التوالي 91.22% , 55.87% , 31.02% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره 13.0420 , -8.0080 , -5.9981 في العائد وهذا يعني إن 91.22% , 55.87% , 31.02% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 91.22% , 55.87% , 31.02% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما عام 2006 عدم

وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 55

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة قطاع الخدمات للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
ارتباط r	0.5577	0.8733	0.8057	-0.9551	-0.7474	-0.5570	0.3216	0.0919
ثابت a	0.0791	-0.0998	-0.0663	0.4101	0.1508	0.1377	-0.0926	0.0741
ميل b	7.2717	10.6242	9.3924	-13.0420	-8.0080	-5.9981	3.8842	0.5892
متوضيح R ²	0.3110	0.7626	0.6492	0.9122	0.5587	0.3102	0.1034	0.0084

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

5- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 56 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع التأمين في أثناء مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عام 2000 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت 0.9949 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما باقي السنوات كانت علاقة الارتباط سالبة وعكسية لكنها قوية إذ بلغت على التوالي -0.9633 , -0.9990 , -0.9857 , -0.4744 , -0.9914, 0.9743 وكذلك المتوسط ظهرت علاقة ارتباط سالبة وعكسية وقوية إذ بلغت -0.9231 أي أنه يناقض الجزء الأول من الفرضية .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 56 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للقطاع في عامي 2000 إذ بلغت 98.98% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 2.1245 في العائد وهذا يعني إن 98.98% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 98.98% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما عام 2004 عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات والمتوسط فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت على التوالي 92.80% , 99.81% , 97.16% , 94.92% , 98.28% , 85.21% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره -4.4436 , -7.6508 , -3.1315 , -4.1698 ,

, -8.0861 , -4.5793 على التوالي في العائد وهذا يعني أن 92.80% , 99.81% , 97.16% , 94.92% , 98.28% , 85.21% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 92.80% , 99.81% , 97.16% , 94.92% , 98.28% , 85.21% منها على التوالي وهذا أيضاً يناقض الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 56

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة قطاع التأمين للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
ارتباط r	0.9949	-0.9633	-0.9990	-0.9857	-0.4744	-0.9743	-0.9914	-0.9231
ثابت a	-0.0068	0.0191	0.1382	0.1263	0.1217	0.0894	0.1160	0.0863
ميل b	2.1245	-4.4436	-7.6508	-3.1315	-6.6975	-4.1698	-8.0861	-4.5793
التوضيح R ²	0.9898	0.9280	0.9981	0.9716	0.2251	0.9492	0.9828	0.8521

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

6- عينة القطاع المالي

يبين الجدول 57 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع المالي في أثناء مدة الدراسة . وقد ظهر من خلاله , عدم وجود درجة حرية ولهذا السبب يهمل هذا القطاع .

الجدول 57

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات لعينة القطاع المالي للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
ارتباط r	1.0000	1.0000	-1.0000	-1.0000	-1.0000	-1.0000	-1.0000	-1.0000
ثابت a	0.0225	-0.4107	0.0302	0.2118	0.4697	0.2389	0.0633	0.0894
ميل b	2.7727	16.4810	-1.5154	-5.2863	-7.7222	-1.2179	-3.8352	-0.0462
التوضيح R ²	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

ثانياً :- تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات للسوق

يبين الجدول 58 نتائج التحليل الإحصائي لمحفظة السوق في أثناء مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عامي 2000, 2001 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت على التوالي 0.9020 , 0.8567 وهي وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في السوق وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , وكذلك الحال لعام 2002 ظهر وجود علاقة ارتباط موجبة وضعيفة بلغت 0.4127 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما كانت علاقة الارتباط لعام 2006 سالبة وعكسية إذ بلغت -0.5937, وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط للأعوام 2003-2005 إذ بلغت على التوالي 0.1403 , 0.1002 , -0.0326 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم , ولكن ظهرت علاقة ارتباط موجبة وقوية بلغت 0.7385 بين المخاطرة والعائد لمتوسط سنوات العائد لسنوات الدراسة وهو ما يناقض الجزء الأول من الفرضية .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 58 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان مرتفعاً للسوق في عامي 2000 , 2001 إذ بلغت على التوالي 81.37% , 73.40% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 10.9662, 14.5596 على التوالي في العائد وهذا يعني إن 81.37%, 73.40% على التوالي من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 81.37% , 73.40% على التوالي منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , وفي عام 2006 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان ضعيفاً للسوق إذ بلغ 35.25% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره 3.6778- في العائد وهذا يعني إن 35.25% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 35.25% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية , وبالنسبة للمتوسط فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً للسوق إذ بلغ 54.54% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 4.1836 في العائد وهذا يعني إن 54.54% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 54.54% وهذا أيضاً يناقض الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 58

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات للسوق للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط r	0.9020	0.8567	0.4127	0.1403	0.1002	-0.0326	-0.5937	0.7385
الثابت a	0.0167	0.0316	0.0745	0.0520	0.0525	0.0627	0.0428	0.0476
الميل b	14.5596	10.9662	6.1634	0.6836	0.8982	-0.2816	-3.6778	4.1836
التوضيح R ²	0.8137	0.7340	0.1703	0.0197	0.0100	0.0011	0.3525	0.5454

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الإلكترونية.

المجلة العراقية
للمحاسبة
الرقم ٣٤ لسنة ٢٠٠٩

تحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد

المصطفى
المطوب

يهتم هذا المبحث بتحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة من شركات القطاع الخاص العاملة في القطاعات الاقتصادية الستة (المصارف , الصناعي , الزراعي , الخدمات , التأمين , المالي) وللسوق , وعلى النحو التالي:-

أولاً :- تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد

المطلوب للقطاعات

1- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 59 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع المصارف خلال مدة الدراسة . وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين المخاطرة الكلية (المتغير المستقل) ومعدل العائد المطلوب (المتغير المعتمد) لقطاع المصارف خلال هذه المدة إذ بلغت -0.1411564 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض الجزء الأول من فرضية العدم الثالثة المتمثلة (عدم وجود علاقة ارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب) .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الثالثة المتمثلة (عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب) , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 59 عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد خلال مدة الدراسة وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 59

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية و معدل العائد المطلوب لعينة قطاع المصارف للفترة من

2006 - 2009

العلاقة	الارتباط r	الثابت a	الميل b	التوضيح R ²
النتائج	-0.1411564	0.072499	-1.4805	0.019925

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

2- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 60 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع الصناعي خلال مدة الدراسة . وقد أظهر وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للقطاع الصناعي إذ بلغت 0.716476 وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية.

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 60 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المطلوب كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت 51.3338% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 0.323725 في العائد وهذا يعني إن 51.3338% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة

بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 51.3338% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية.

الجدول 60

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة القطاع الصناعي للفترة من 2006 - 2000

العلاقة	الارتباط r	الثابت a	الميل b	التوضيح R ²
النتائج	0.716476	0.09576	0.323725	0.513338

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الإلكترونية.

3- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 61 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع الزراعي خلال مدة الدراسة . وقد أظهر وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للقطاع الزراعي إذ بلغت 0.999622 وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 61 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المطلوب كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت 99.9245% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 1.013459 في العائد وهذا يعني إن 99.9245% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 99.9245% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية.

الجدول 61

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة القطاع الزراعي للفترة من 2006 - 2000

العلاقة	الارتباط r	الثابت a	الميل b	التوضيح R ²
النتائج	0.999622	0.076251	1.013459	0.999245

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الإلكترونية.

4- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 62 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع الخدمات خلال مدة الدراسة . وقد أظهر وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لقطاع الخدمات إذ بلغت 0.891328 وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية.

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 62 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المطلوب كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت 79.4466% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 1.52414 في العائد وهذا يعني إن 79.4466% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 79.4466% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية.

الجدول 62

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2009

العلاقة	الارتباط r	الثابت a	الميل b	التوضيح R ²
النتائج	0.891328	0.058777	1.52414	0.794466

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

5- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 63 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع التأمين خلال مدة الدراسة . وقد أظهر وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لقطاع التأمين إذ بلغت 0.88927564 وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 63 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المطلوب كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت 79.0811% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 0.517714 في العائد

وهذا يعني إن 79.0811% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 79.0811% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية.

الجدول 63

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب لعينة قطاع التأمين للفترة من 2006 - 2009

العلاقة	ارتباط r	ثابت a	ميل b	توضيح R ²
النتائج	0.88927564	0.060895	0.517714	0.790811

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية.

6- عينة القطاع المالي

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع المالي خلال مدة الدراسة عدم وجود درجة حرية ولهذا السبب يهمل هذا القطاع .

ثانياً :- تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للسوق

يبين الجدول 64 نتائج التحليل الإحصائي لمحفظة السوق خلال مدة الدراسة . وقد أظهر وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للسوق إذ بلغت 0.89062841 وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية.

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 64 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد المطلوب كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغت 79.3219% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 1.751991 في العائد وهذا يعني إن 79.3219% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 79.3219% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية.

الجدول 64

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للسوق للفترة من 2006 - 2009

العلاقة	ارتباط r	ثابت a	الميل b	التوضيح R ²
النتائج	0.89062841	0.069267	1.751991	0.793219

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

المؤلف: د. محمد رشيد
الجامعة العراقية

تحليل علاقة الإرتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد

على حق الملكية

يهتم هذا المبحث بتحليل علاقة الارتباط والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة من شركات القطاع الخاص العاملة في القطاعات الاقتصادية الستة (المصارف , الصناعي , الزراعي , الخدمات , التأمين , المالي) وللسوق , وعلى النحو التالي:-

أولاً :- تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد

على حق الملكية للقطاعات

1- عينة قطاع المصارف

يبين الجدول 65 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع المصارف خلال مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عام 2004 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت 0.6100 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع إذ ما قورنت بباقي الأعوام وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية الرابعة المتمثلة (عدم وجود علاقة ارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية) , وفي عام 2003 ظهر وجود علاقة ارتباط موجبة وضعيفة بلغت 0.3811 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما كانت علاقة الارتباط سالبة وعكسية في عام 2000 - 2002 إذ بلغت على التوالي - 0.5721 , -0.5963 , -0.4910 , أما باقي السنوات فقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط خلال هذه المدة انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية الرابعة المتمثلة (عدم وجود تأثير معنوي بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية) , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 65 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً للقطاع في عامي 2000 , 2001 إذ بلغت على التوالي 32.73% , 35.56% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره 341.1045- , 331.4346- في العائد وهذا يعني إن 32.73% , 35.56% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 32.73% , 35.56% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما في عام 2004 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على الموجودات كان متوسطاً للقطاع إذ بلغ 37.21% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 1431.0698 في العائد وهذا يعني إن 37.21% من التغيرات في العائد

سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 37.21% منها وهذا أيضاً يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم .

الجدول 65

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع المصارف للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	متوسط
ارتباط r	-0.5721	-0.5963	-0.4910	0.3811	0.6100	-0.0696	-0.1656	0.1797
الثابت a	0.3716	0.2645	0.3675	0.0909	-0.0770	0.1434	0.1217	0.1832
الميل b	-341.1045	-331.4346	-254.8392	152.9773	1431.0698	-32.8526	-111.2997	73.2167
التوضيح R ²	0.3273	0.3556	0.2411	0.1452	0.3721	0.0048	0.0274	0.0323

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

2- عينة القطاع الصناعي

يبين الجدول 66 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع الصناعي خلال مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عام 2002 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت 0.6431 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع إذ ما قورنت بباقي الأعوام وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين المخاطرة والعائد لعامي 2000 , 2004 إذ بلغت على التوالي 0.2600 , 0.0626 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم , بينما في عامي 2005 , 2006 كانت علاقة الارتباط سالبة وعكسية ولكنها ضعيفة إذ بلغت على التوالي -0.2797 , -0.3570 , وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين المخاطرة والعائد لباقي السنوات والمتوسط وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 66 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان متوسطاً للقطاع في عام 2002 إذ بلغ 41.35% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 4.6543 في العائد وهذا يعني إن 41.35% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة

أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 41.35% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يؤيد الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 66

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الصناعي للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط r	0.2600	-0.0459	0.6431	-0.0869	0.0626	-0.2797	-0.3570	0.0750
الثابت a	0.4264	0.3532	0.2291	0.1459	0.0893	0.0976	0.0452	0.1982
الميل b	1.4783	-0.2055	4.6543	-0.4243	0.3506	-1.9134	-2.1758	0.2513
التوضيح R ²	0.0676	0.0021	0.4135	0.0075	0.0039	0.0782	0.1275	0.0056

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

3- عينة القطاع الزراعي

يبين الجدول 67 نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع الزراعي خلال مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في السنوات الثلاث الأولى هي الأقوى ارتباطاً إذ بلغت على التوالي 0.9863 , 0.8017 , 0.5672 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع إذ ما قورنت بباقي الأعوام وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , وفي عام 2005 ظهر وجود علاقة ارتباط موجبة وضعيفة إذ بلغت 0.4927 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما الأعوام 2003 , 2004 , 2006 ظهرت علاقة ارتباط سالبة وعكسية لكنها قوية إذ بلغت على التوالي -0.6927 , -0.3304 , -0.3820 , وظهرت علاقة ارتباط موجبة وقوية بلغت 0.5733 بين المخاطرة والعائد لمتوسط سنوات العائد لسنوات الدراسة .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 67 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان مرتفعاً للقطاع لعامي 2000 , 2001 إذ بلغت على التوالي 97.27% , 64.27% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 14.3593 , 7.6328 على التوالي في العائد وهذا يعني إن 97.27% , 64.27% على التوالي من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 97.27% , 64.27% منها وهذا

يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما عام 2002 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان ضعيفاً للقطاع إذ بلغت 32.17% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 5.4823 في العائد وهذا يعني إن 32.17% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 32.17% منها على التوالي وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما عام 2003 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان متوسطاً للقطاع إذ بلغت 47.98% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره - 7.1106 في العائد وهذا يعني إن 47.98% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 47.98% منها على التوالي وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم , أما المتوسط فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان ضعيفاً للقطاع إذ بلغت 32.87% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 2.7495 في العائد وهذا يعني إن 32.87% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 32.87% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 67

خلاصة العلاقة والتأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة القطاع الزراعي للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط r	0.9863	0.8017	0.5672	-0.6927	-0.3904	0.4927	-0.3820	0.5733
الثابت a	0.0457	0.1504	0.2547	0.2212	0.1249	0.0992	0.1114	0.1440
الميل b	14.3593	7.6328	5.4823	-7.1106	-1.5761	2.2629	-1.8411	2.7495
التوضيح R ²	0.9727	0.6427	0.3217	0.4798	0.1524	0.2428	0.1459	0.3287

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

4- عينة قطاع الخدمات

يبين الجدول 68 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع الخدمات خلال مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في الأعوام 2000-2002 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت على التوالي 0.6070 , 0.8285 , 0.9103 وهي علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع إذ ما قورنت بباقي الأعوام وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية , وفي عام 2006 ظهر وجود علاقة ارتباط موجبة وضعيفة إذ بلغت 0.4742 وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما الأعوام 2003-2005 ظهرت علاقة ارتباط سالبة وعكسية إذ بلغت على التوالي -0.9576 , -0.5818 , -0.5282 , وقد أظهرت نتائج التحليل عدم وجود ارتباط بين المخاطرة والعائد للمتوسط إذ بلغت 0.0948 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 68 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان مرتفعاً للقطاع لعامي 2001 , 2002 إذ بلغ على التوالي 68.64% , 82.87% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 15.5517 , 12.8289 على التوالي في العائد وهذا يعني إن 68.64% , 82.87% على التوالي من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 68.64% , 82.87% على التوالي منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما في عام 2000 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان ضعيفاً للقطاع إذ بلغ 36.84% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 10.9316 في العائد وهذا يعني إن 36.84% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 36.84% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما عام 2003 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان مرتفعاً للقطاع إذ بلغ 91.70% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره -13.8480 في العائد وهذا يعني إن 91.70% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 91.70% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , بينما في عامي 2004 , 2005 فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان ضعيفاً للقطاع إذ بلغ على التوالي 33.85% , 27.90% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره -20.2337 , -15.2869 في العائد على التوالي وهذا يعني إن 33.85% , 27.90% على التوالي من

التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 33.85% ، 27.90% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية ، أما عام 2006 عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد انعكس ذلك على علاقة المخاطرة الكلية بمعدل العائد السنوي وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم .

الجدول 68

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع الخدمات للفترة من 2006 - 2000

العلاقة	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المتوسط
الارتباط r	0.4742	-0.5282	-0.5818	-0.9576	0.9103	0.8285	0.6070	0.0948
الثابت a	-0.2796	0.2849	0.3414	0.4338	-0.1033	-0.1494	0.0465	0.0820
الميل b	16.0386	-15.2869	-20.2337	-13.8480	12.8289	15.5517	10.9316	0.8546
التوضيح R ²	0.2249	0.2790	0.3385	0.9170	0.8287	0.6864	0.3684	0.0090

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

5- عينة قطاع التأمين

يبين الجدول 69 نتائج التحليل الإحصائي لعينة قطاع التأمين خلال مدة الدراسة . وقد ظهر إن الارتباط بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد في عام 2000 هو الأقوى ارتباطاً إذ بلغت 0.9950 وتشير هذه النسبة إلى وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين هذين المتغيرين في ذلك القطاع وهذا يناقض الجزء الأول من الفرضية ، أما باقي السنوات والمتوسط ظهرت علاقة ارتباط سالبة وعكسية وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية ، فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 69 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان مرتفعاً للقطاع خلال مدة الدراسة والمعدل السنوي ، ففي عام 2000 بلغ 99.00% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 2.1130 في العائد وهذا يعني إن 99.00% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 99.00% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية ، أما باقي السنوات والمتوسط حيث بلغ على التوالي 92.18% ، 99.41% ، 89.74% ، 69.70% ، 93.11% ، 79.25% ، 87.94% وإن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى انخفاض مقداره -4.7453 ، -9.1360 ، -3.9213 ، -15.0065 ، -5.7611 ،

, -10.5639 , -6.7173 - في العائد على التوالي وهذا يعني إن 92.18% , 99.41% , 89.74% , 69.70% , 93.11% , 79.25% , 87.94% على التوالي من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 92.18% , 99.41% , 89.74% , 69.70% , 93.11% , 79.25% , 87.94% منها على التوالي وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 69

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية لعينة قطاع التأمين للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط r	0.9950	-0.9601	-0.9971	-0.9473	-0.8349	-0.9649	-0.8902	-0.9378
الثابت a	-0.0068	0.0207	0.1626	0.1415	0.2457	0.1151	0.1554	0.1192
الميل b	2.1130	-4.7453	-9.1360	-3.9213	-15.0065	-5.7611	-10.5639	-6.7173
التوضيح R ²	0.9900	0.9218	0.9941	0.8974	0.6970	0.9311	0.7925	0.8794

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية

6- عينة القطاع المالي

ظهرت نتائج التحليل الإحصائي لعينة القطاع المالي خلال مدة الدراسة وهي تدل على عدم وجود درجة حرية ولهذا السبب يهمل هذا القطاع

ثانياً :- تحليل علاقة الارتباط و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية للسوق

يبين الجدول 70 نتائج التحليل الإحصائي لمحفظة السوق خلال مدة الدراسة . ولم يظهر وجود علاقة ارتباط لعامي 2000 , 2001 وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم , أما باقي السنوات ظهرت علاقة ارتباط سالبة وعكسية وهذا أيضاً يناقض الجزء الأول من الفرضية , بينما المتوسط حيث ظهرت علاقة ارتباط موجبة وقوية جداً إذ بلغت 100% أي أنه يناقض الجزء الأول من الفرضية .

أما فيما يخص الجزء الثاني من الفرضية , فقد أظهرت نتائج التحليل في الجدول 70 إن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان ضعيفاً للسوق في عام 2003 إذ بلغت 24.61% وهذا يعني إن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى

انخفاض مقداره 11.0975- في العائد , وإن 24.61% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 24.61% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية , أما باقي السنوات عدم وجود تأثير معنوي للمخاطرة على العائد وهذا يعني عدم وجود ما يمكن أن نعتمد عليه لرفض فرضية العدم , بينما المتوسط فإن تأثير المخاطرة الكلية في معدل العائد على حق الملكية كان مرتفعاً جداً للسوق إذ بلغت 100% وهذا يعني إن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في المخاطرة الكلية تؤدي إلى زيادة مقدارها 1.000 في العائد وإن 100% من التغيرات في العائد سببها التغير في المخاطرة أي إن العلاقة بين المخاطرة والعائد هي علاقة خطية في 100% منها وهذا يناقض الجزء الثاني من الفرضية .

الجدول 70

خلاصة العلاقة و التأثير بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية للسوق للفترة من

2006 - 2000

العلاقة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المتوسط
الارتباط r	0.0495	0.1443	-0.3972	-0.4961	-0.3189	-0.4766	-0.1196	1.0000
الثابت a	0.0768	0.1950	0.1163	0.2385	0.1312	0.0947	0.1404	0.0000
الميل b	1.7058	2.9871	-3.7619	-11.0975	-4.9295	-5.4729	-1.2023	1.0000
المتوضيح R ²	0.0024	0.0208	0.1578	0.2461	0.1017	0.2271	0.0143	1.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الحاسبة الالكترونية



الفصل الخامس

الإستنتاجات والتوصيات

الصفحة الأولى

الإستنتاجات

الصفحة الثانية

التوصيات

المجلة العراقية
للمحاسبة
والإدارة
المالية
والاقتصاد
الكمي
العدد ٣٠٠
الطبعة ٢٠٠٩

المجلة العراقية
للمحاسبة
والإدارة
المالية
والاقتصاد
الكمي
العدد ٣٠٠
الطبعة ٢٠٠٩

أولاً :- الاستنتاجات النظرية

- 1- تحظى المحفظة الاستثمارية بالاهتمام من لدن المستثمرين ورجال الأعمال لما تمثله من حصيلة لمجموع مصادر التمويل وكيفية تخصيصها .
- 2- هناك اهتمام بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتوافرة في استثمارات مجدية تحقق العائد الذي يبحث عنه المستثمر .
- 3- وجود وعي وإدراك بأهمية تنويع الاستثمارات من أجل تقادي المخاطر المحتملة .
- 4- وجود وعي وإدراك بالعلاقة التبادلية بين المخاطرة والعائد وبالتالي اهتمام بالبحث عن المشروعات الأقل مخاطرة .
- 5- وجود اهتمام بالعائد والمخاطرة وذلك من خلال الاهتمام بالفكر المالي والبحث فيه مما أدى إلى طرح نماذج تؤكد على الأخذ بنظر الاعتبار مخاطرة السوق ومخاطرة العوامل الاعتيادية المتعددة ومن أبرز هذه النماذج نموذج CAPM و APM .

ثانياً :- الاستنتاجات التطبيقية

- 1- تتباين القطاعات بالنسبة لمستويات معدل العائد على الموجودات بشكل كبير فيرتفع المعدل في القطاعين الصناعي والزراعي وينخفض بشكل كبير في قطاع المصارف , وأغلب الارتفاعات في معدلات العائد كان في السنوات 2000-2002 وهذا يشير إلى الكساد الكبير الذي أصاب القطاعات الاقتصادية من عام 2003 ولغاية الوقت الحاضر.
- 2- يرتفع معدل العائد المطلوب في القطاعات الزراعي والصناعي والخدمات ويكاد يكون متقارباً في مستوياته , بينما ينخفض هذا المعدل في قطاعات المصارف والتأمين والقطاع المالي , ويستتج من ذلك إن قطاعات الزراعي والصناعي والخدمات تعاني من ارتفاع المخاطرة النظامية للسوق بسبب التذبذب الكبير في مستويات أداء هذه القطاعات.
- 3- يرتفع معدل العائد على حق الملكية في قطاعات المصارف والصناعي والزراعي , وكما ورد في النقطة الأولى فان السنوات بين 2000-2002 حققت أعلى العائدات وأنخفض معدل العائد في القطاع المالي ليصل إلى قيمة سالبة (خسارة) وهذا يدل على عدم توافر الأدوات الاستثمارية المناسبة وعدم وجود الإمكانيات الملائمة للنهوض بهذا القطاع.
- 4- تتباين مستويات المخاطرة بين القطاعات بشكل واضح إذ كانت أعلى المخاطر لقطاعات الصناعي والزراعي والخدمات , وهذا يدل على إن ارتفاع معدلات العائد يصاحبه ارتفاع في مستويات المخاطرة الكلية لهذه القطاعات.
- 5- حققت المحفظة الاستثمارية المثلى أقل مخاطرة من جميع الشركات ضمن هذه المحفظة , وكانت محفظة المستثمر المتحفظ هي الأقل مخاطرة وحققت شركتان المستوى الأفضل من حيث كونهما ضمن أعلى العائدات في المحفظة وفي نفس الوقت هي ضمن أقل الشركات مخاطر لهذه المحفظة وهي شركة التعبئة والتعليب والشركة العراقية للسجاد والمفروشات وهما من شركات القطاع الصناعي وبذلك يبقى القطاع الصناعي من أفضل القطاعات للاستثمار فيه.
- 6- هناك علاقة ارتباط موجبة وقوية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على الموجودات للسوق , وتؤثر المخاطرة على معدل العائد على الموجودات بشكل كبير.
- 7- هناك علاقة ارتباط موجبة وقوية بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد المطلوب للسوق.

8- هناك علاقة ارتباط موجبة وقوية جداً بين المخاطرة الكلية ومعدل العائد على حق الملكية للسوق.

ويستنتج من النقاط الثلاث الماضية بأن المخاطرة من أكثر المتغيرات تأثيراً على العائد وهي التي تحدد مستوى العائد المطلوب على الاستثمار للمحافظ الاستثمارية.

المحور الثاني

النموذج

- 1- النهوض بالقطاعات التي تدهورت في السنين الأخيرة والتي كان لها عائدات كبيرة سابقاً وانخفضت بسبب المشاكل السياسية والاقتصادية والأمنية وخصوصاً القطاعين الصناعي والزراعي.
- 2- دعم القطاعات الاستثمارية التي عانت ولا تزال تعاني من الإهمال في التخطيط ومشاكل الأداء والربحية والثقة وأهم هذه القطاعات هو القطاع المالي والذي يلعب دوراً أساسياً في نمو الأسواق المالية والاقتصاد بشكل عام.
- 3- توفير الحماية الوطنية وتشجيع القطاعات الاقتصادية المختلفة كالقطاع الصناعي والمصارف والزراعي والخدمات والتأمين والمالي .
- 4- دعم وتطوير أسواق الأوراق المالية لفتح مجال أكبر للمستثمرين في معرفة ودراسة السوق العراقية ومستويات أداء الشركات وتسهيل إجراءات بيع وشراء الأسهم وعمليات الاكتتاب والدخول والخروج إلى هذه السوق وذلك لدعم الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي وتحقيق الازدهار في جميع القطاعات.
- 5- إعادة النظر في الإدارات الحالية وتسليم القيادات الإدارية إلى الأشخاص من ذوي الخبرة والكفاءة والنزاهة والولاء الوطني .
- 6- دراسة مشاكل الشركات والقطاعات التي تعاني من الركود والخسائر المتتالية لمحاولة مساعدتها على النهوض بواقعها ومنافسة القطاعات الأخرى , بل والشركات الأجنبية التي من المؤمل إن تدخل السوق العراقية الحرة الناشئة.

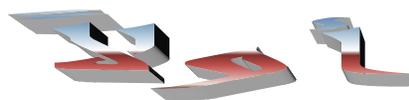
7- على المستثمر دراسة كل الجوانب المتعلقة بمستويات العائد والمخاطرة للشركات المتنوعة للوصول إلى محفظة مثلى تجنبه مخاطر التقلبات الاقتصادية في القطاعات المهمة والنشطة في عملياتها واستثماراتها.

8- استخدام الأساليب العلمية والإحصائية من قبل المستثمرين في قياس مستويات العائد والمخاطرة وعدم التنوع بشكل عشوائي لأن ذلك يستدعي عدم ضمان تحقق مزايا المحفظة من استثمار في أقل مخاطرة ممكنة.

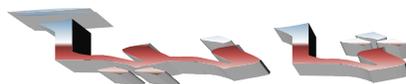
9- الاستفادة من هذه الدراسة لما تقدمه من صورة شاملة لأغلب الشركات العاملة في القطاع الخاص , ولعرضها جميع البيانات الحقيقية لهذه الشركات وذلك مما يساعد المستثمر والمسئول الحكومي والخبير الاقتصادي على حد سواء لدراسة الواقع الاقتصادي العراقي في القطاع الخاص وسبل تطويره ومكامن القوة والضعف في هذا القطاع.



المصادر والمراجع



القرآن الكريم



المصادر والمراجع العربية



المصادر الأجنبية

المصادر والمراجع

أولاً :- القرآن الكريم

ثانياً :- المصادر العربية

Books

ر - ركب

المتسلسل	المصادر
1-	التميمي وسلام , أرشد فؤاد مجيد , أسامة , ((الاستثمار في الأوراق المالية)) , دار المسيرة , عمان , الأردن , 2004 .
2-	جابر , محمد صالح : ((الاستثمارات بالأسهم والسندات وتطويل الأوراق المالية)) , مؤسسة الخليج للطباعة والنشر , ط1 , 1982 .
3-	الحسيني و الدوري , فلاح حسن عداي , مؤيد عبد الرحمن عبد الله : ((إدارة البنوك - مدخل كمي واستراتيجي معاصر)) , دار وائل للطباعة والنشر , عمان , الأردن , 2000 .
4-	حنفي و قرياقص , عبـد الغفار , رسـمية زكـي , ((الاستثمار في الأوراق المالية - مدخل اتخاذ القرارات)) , الدار الجامعية , الإسكندرية , مصر , 2006 .
5-	الحناوي , محمد صالح : ((تحليل وتقييم الأسهم والسندات)) , الدار الجامعية للنشر والتوزيع , رمل الإسكندرية , مصر , 2006 .
6-	الحنـاوي و عبـد السـلام , محـد صـالح , السـيدة , ((المؤسسات المالية - البورصة والبنوك التجارية)) , الدار الجامعية للنشر والتوزيع , مصر , 2000 .
7-	الدباغ , جمال : ((الإدارة الدولية)) , بغداد , العراق , 2007 .
8-	رمضان , زياد : ((مبادئ الاستثمار)) , دار وائل للطباعة والنشر , ط2 , عمان , الأردن , 2002 .
9-	الشماع , خليل محمود حسن , ((الإدارة المالية)) , مطبعة الخلود , ط4 , بغداد , العراق , 1992 .
10-	مطر , محـد : ((الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني - الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)) , دار وائل للنشر والتوزيع , ط1 , عمان , الأردن , 2003 .

11-	كاكا مولا , هوشيار معروف : ((الاستثمارات والأسواق المالية)) , دار صفاء للنشر , ط1 , عمان , الأردن , 2003 .
12-	مطر , محمد : ((إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية)) , دار الوراق للنشر والتوزيع , ط2 , عمان , الأردن , 1999 .
13-	الميداني, محمد أيمن عزت : ((الإدارة التمويلية في الشركات)) , الظهران , المملكة العربية السعودية , 1989 .
14-	مطر و تيم , محمد , فايز : ((إدارة المحافظ الاستثمارية)) , دار وائل للطباعة والنشر , ط1 , عمان , الأردن , 2005 .
15-	ألنعيمي , عدنان تايه والساقي , سعدون مهدي و سلام , أسامة عزمي , و موسى , شقيري نوري , ((الإدارة المالية - النظرية والتطبيق)) , دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة , عمان , الأردن , 2007 .
16-	ألنعيمي و التميمي , عدنان تايه , أرشد فؤاد , ((التحليل والتخطيط المالي - اتجاهات معاصرة)) , دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع , عمان , الأردن , 2008 .
17-	هندي , منير إبراهيم , ((الفكر الحديث في الاستثمار)) , توزيع منشأة المعارف , ط2 , الإسكندرية , مصر , 2004 .
18-	هندي , منير إبراهيم , ((الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر)) , المكتب العربي الحديث , الإسكندرية , مصر , 2004 .

Theses

٥ - الرسائل والمذكرات

الترتيب	المصدر
1-	الأعرجي , عدنان سالم قاسم غازي : ((إدارة محفظة صناديق الاستثمار وإمكانية التطبيق في المصارف العراقية)) , دراسة تطبيقية , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة الموصل , العراق , 2003 .
2-	الدليمي , محمود فهد عبد علي : ((أثر تنويع الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية في مصارف دولية أردنية)) , رسالة ماجستير , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة كربلاء , العراق , 2005 .
3-	العلي , أسعد حميد عبيد : ((تمويل المحفظة الكفوءة بإطار نظرية الخيارات - دراسة تطبيقية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , العراق , 2002 .
4-	العامري , محمد علي إبراهيم : ((أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , العراق , 1990 .

5-	عبد الله , وارد نجم , ((إدارة محفظة الأوراق المالية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , العراق , 1992 .
6-	الكروي , بلال نوري سعيد : ((إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية - دراسة تطبيقية في هيئة من المصارف الأردنية الدولية)) , رسالة ماجستير , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة كربلاء , العراق , 2005 .
7-	محمد , حاكم محسن : ((تغيير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية في شركات صناعية عراقية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , الجامعة المستنصرية , العراق , 1995 .
8-	الوندائي , هشام طلعت عبد الحكيم, ((أثر الميزة التنافسية في الأداء ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة - دراسة تطبيقية في هيئة من الشركات الصناعية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , الجامعة المستنصرية , العراق , 2002 .

Periodicals

ج- الدوريات والبحوث

التسلسل	المصادر
1-	التميمي , أرشد فؤاد مجيد , : ((تصميم وإدارة محفظة الأسهم العادية للشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية - دراسة تطبيقية)) , المجلة العربية للإدارة , المجلد 27 , العدد الأول , المنظمة العربية للتنمية الإدارية , حزيران , مصر الجديدة , مصر , 2007 .
2-	العامري و العلي , محمد علي إبراهيم , أسعد حميد عبيد : ((استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية)) , دراسة تطبيقية , المجلة العراقية للعلوم الإدارية , المجلد (1) , العدد الرابع , حزيران , 2002 .
3-	مديرية البحوث والدراسات , ((صناديق الاستثمار ودورها المنشود في تنشيط الأسواق المالية العربية)) , مجلة اتحاد المصارف , العدد 250 , 2001 .

A. Official Publication

ثالثاً :- المصادر الأجنبية

Books

ز- ر

No.	Reference
1-	Archer, Stephen & G. Marce Choate & George Racette ,(Financial Management), 2 nd . ed., N. Y. John Wiley & Sons , 1983 .
2-	Atril , Peter , ((Financial Management for Non – Specialists)), 2 nd ., Financial Times Prentice Hall Publishing , 2000 .
3-	Allen , Richard & Campo , Salvatore , Schiave & Garrity , Thomas Calumkill ((Assessing and Reforming Public Financial Management)),The World Bank, 2004.
4-	Brealey ,Richard.A. ,& Myers , Stewart .C.,& Allen ,Franklin ,(Principles of Corporate Finance), 9 th .ed, McGraw–Hill Irwin , 2008 .
5-	Besley , Scott & Brigham , Eugene F., ((Essentials Of Managerial Finance)) 14 th .ed , Thomson South – Western , 2008 .
6-	Brockington , R . B. , ((Financial Management)) , 6 th .ed ., DP Pub , 1993 .
7-	Brigham , F. Eugen & Gapenski , C, Louis , Intermediate , ((Financial Management)) , 5 th .ed.The Dryden press , 1996 .
8-	Binhammer ; HH : Sephton Peter S, ((Money Banking And The Candian Financial System)) ,7 th .ed , an International Thomson Publishing Company , 1998 .
9-	Bodies , Zvi & Kane , Alex & Marcus , Alan J ,((Investments)), 4 th .ed, McGraw–Hill Irwin , 1999.
10-	Brealey , Richard & Myers Stewartc C.,((Principles of Corporate Finance)), 6 th . ed , McGraw – Hill Irwin , 2000.
11-	Brealey, Richard & Myers, Stewart, Marcus,Alen.((Fundamental of Corporate Finance)), 3th ed. McGraw – hill , INC. 2001.
12-	Block , Stanley B. & Hirt , Geoffrey A. ((Foundations Of Financial Management)) , 9 th . ed , McGraw-Hill Companies , Inc , 2000 .
13-	Brewer ,H.L , Components of Investment Risk and Return , The effects on Common Sharholders From Firm Level International Involvement , ((Management International Review)) , Vol.29,1, 1989 .
14-	Bodies , Zvi & Kane , Alex & Marcus , Alan J ,((Essentials of Investments)), 7 th .ed, McGraw–Hill International Editian , 2008 .
15-	Bodies , Zvi & Kane , Alex & Marcus , Alan J ,((Investments)), 7 th .ed, McGraw–Hill , 2008 .
16-	Brigham , Eugene F. & Ehrhardt , Michael c. , ((Financial Management Theory and Practice)) , 11th.ed , South , Western , 2005 .

17-	Corner , Desmond , & Mayes , David , ((Modern Portfolio : Theory and Financial Institute)) , Great Britain , 1983 .
18-	Clark , Roger G & Willson Daines & Nadauld : Brettd , Robert H & Stephen D., ((Strategic Financial Management)) , Richard D. Irwin , Inc ., 1988.
19-	Chong , Yen Yee , ((Investment Risk Management)) , John Wiley & Son , Inc. , 2004.
20-	Cornett , Marcia Millon , & Sannders , Anthony , ((Fundamentals of Financial Institutions Management)), McGraw – Hill Irwin , 1999
21-	Elton , Edwin J., & Gruber Martin , ((Modern Portfolio Theory And Investment Analysis)) , 5 th .ed John Wiley & Sons , Inc ., 1995 .
22-	Eiteman , David K. & Stonehill Arthur I.& Moffett, Michael H., ((Multinational Business Finance)) ,8th .ed , Addison Wesley Publishing Company , 1998 .
23-	Fischer , E. , Donald & Jordan , J. , Ronald , ((Security Analysis And Portfolio Management)) , 4 th .ed ., Prentice tall , N.Y , 1987
24-	Francis , Jack Clerk , ((Investment : Analysis And Management)) , 5 th . ed , Mc Graw , Inc , 1991 .
25-	Fabozzi , Frank & Modigliani Franco , ((Capital Market)) , Prentice - Hall Upper Seddle River , New Jersey , 1996 .
26-	Frame , J . Davidson , ((Managing Risk in organization)) , Jossey-Bass Awiley Imprint , 2003.
27-	Feibel Buce J, ((Investment . performance Measurement)) , John Wiley & Sons. Inc , 2003.
28-	Gitman , L. Lawrence , & Michael , Joehnk , & George Princes , ((Managerial Finance)) , Harper Row Publishing , New York , U.S.A. , 1985 .
29-	Gitman , L. Lawrence , ((Principles Of Managerial Finance)) , 9 th ed., Printed In U.S.A, 2000 .
30-	Gitman , L. Lawrence , ((Principles Of Managerial Finance)) , 12 th ed., Pearson Prentia Hall , 2009 .
31-	Gangadhar ,V., & Ramesh babu , G., ((Investment Management)) , Anmol Publications PVT . LTD , 2006 .
32-	Horn by , A.S., ((Oxford Advanced Learner's Dictionary)) , 6 th .ed, Oxford University Press , 2004 .
33-	Hempel , George H. & Simonson Donald G., ((Bank Management Text And Cases)) . 5 th . ed John Wiley & Sons , Inc , 1999 .
34-	Jones, Charles P., ((Investment , Analysis And Management)) , 7 th . ed , John Wiley & Sons , Inc , 2000.
35-	Jones,P.,Charles ,((Investments : Analysis and Management)) , 5 th . ed., N. Y, John Willey and Sons company , 1996 .

36-	Knight, Rory, F., ((MASTERING GLOBAL : BUSINESS)) , Financial Times Prentice - Hall ,1999.
37 -	Levy, Haim & Sarnat Marshall ,((Principles of Financial Management)) , N.J , Prentice – Hall , Inc , 1988 .
38-	Mc Menamin , Jim , ((Financial Management)) , N.Y , The Bath press , 1999 .
39 -	Mayo , B., Herbert , ((Investments)) , 2 nd .ed ., The Dryden press , 1988 .
40 -	Moyer , R., Mc Guigan , R., & Krehow ,W., ((Contemporary Financial Management)) , 3 rd .ed ., West pub . Company , 1988 .
41 -	Neveu , Raymond P. ((Fundamentals Of Management Finance)) , South Western Publishing Co., U.S.A. , 1981 .
42 -	Neale , Bill , & McElroy , Trefor , ((Business Finance Avalue – Based Approach)) , Financial Times Prentice - Hall , 2004 .
43 -	Pelosi, Marilyn & Sandifer, Theresa, ((ELEMENTARY STATICS)) , John Wiley & Sons , Inc , 2003.
44 -	Ross, Stephen A. ,Wester field . Randolph ,W. & Jordan ,d. Bradford , ((Essentials of Corporate Finance)) , the McGraw – Hill Companies , Inc . 1996 .
45 -	Ross , Stephen A ., Wester field , Randolph , W. & Jordan , D ., Bradford , ((Fundamentals of Corporate Finance)) , 5 th .ed ., McGraw – Hill Book company , 2000 .
46 -	Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F., ((Corporate Finance)) , 6 th .ed , McGraw – Hill Irwin , 2002 .
47 -	Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F.,& Jordon, Bradford D. , ((Modern Financial Management)) , McGraw – Hill Irwin , 2008 .
48 -	Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jordon, Bradford D. , ((Essentials of Corporate Finance)) , McGraw – Hill Irwin , 2008 .
49 -	Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jordon, Bradford D. , ((Fundamentals of Corporate Finance)) , 6 th . ed , McGraw – Hill Irwin , 2003 .
50 -	Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jordon, Bradford D. , ((Essentials of Corporate Finance)) , 4 th . ed , McGraw – Hill Irwin , 2004 .
51 -	Ross , Stephen A., Wester field , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F., ((Corporate Finance)) , 7 th .ed , McGraw – Hill International Edition , 2008 .
52 -	Reilly , Frauk K. , & Brown , Keith C. , ((Investment Analysis and Portfolio Management)) , 8 th .ed , Thomson South – Western , 2006 .
53 -	Shapiro , Alan , ((Multinational Financial Management)) , 7 th . ed , John Willy & Sons . Inc , 2003 .

54 -	Sharpe ,William F. & Alexander, Gordon J.& Bailey, Jeffery V., ((Investments)) , 6 th . ed , Prentice Hall , 1999 .
55 -	Sharan , Preeti , ((Portfolio Management)) , 2 nd . ed , New Delhi , India , 1991.
56 -	Van Horne , James C. , ((Financial Management And Policy)) , 12 th .ed Prentice – Hall of India Private limited , 2002 .
57 -	Weston , Fred & Copeland .Thomas E, ((Financial Theory And Corporate Policy)) ,Cassell Educational Limited , 1988 .
58-	Watson , Denzil & Head , Antony , ((Corporate Finance – Principles & Practice)) , 2 th .ed , Financial Times Prentice - Hall , 2001 .
59-	Webster's , Merriam , ((Collegiate Dictionary)) , 10 th . ed , Merriam – Webster , Incorporated , 2003 .

Periodicals

ج- الدوريات والبحوث

No.	Reference
1 -	Billi , Sergio & Rachev , Svetlozar T. & Stoyanov , Stoyan & Fabozzi , Frank J. & Biglova , Almira , ((The Proper Use Of Risk Measurer in Portfolio Theory)) , International Journal Of Theoretical And Applied Finance , Vol . 8 . No . 8 , 2005 .
2 -	Stanly B. Block and Danw. French, ((The Effect of Portfolio Weighting on investment performance Evaluation: The case of Activity Managed Mutual Funds)) , The Journal of Economical Finances, Vol. 26, No. I, Spring , 2002.

Internet

ح- الانترنت

No.	Reference
1-	Heyde, Frank , ((Portfolio Theory With Convex risk Measures)) , Princeton university , http// WWW.orfe , 2007 .
2-	Ramaswamy , Srichander , ((Portfolio Selection Using Fuzzy Decision Theory)) , Bank for international settlements , http// WWW. bis. org , 1998.
3-	INtech , Robertfernholz , ((Stochastic Portfolio Theory)) , Columbia University , USA , http// WWW. Math , WWW.orfe , 2008 .
4-	Devereux , Michael B.& Sait , Makato , ((A Portfolio Theory of International Capital Flows)) , http// WWW.econ . ubc , 2006.

أولاً :- المصادر العربية

١- الكتب Books

*1- التميمي وسلام

*2- جابر , محمد صالح : ((الاستثمارات بالأسهم والسندات وتحويل الأوراق المالية)) , مؤسسة

الخليج للطباعة والنشر , ط1 , 1982 .

- 3*** - الحسيني و الدوري , فلاح حسن عداي , مؤيد عبد الرحمن عبد الله : ((إدارة البنوك - مدخل كمي واستراتيجي معاصر)) , دار وائل للطباعة والنشر , عمان , الأردن , 2000 .
- 4*** - حنفي و قرياقص , عبد الغفار , رسمية زكي , ((الاستثمار في الأوراق المالية - مدخل اتخاذ القرارات)) , الدار الجامعية , الإسكندرية , مصر , 2006 .
- 5*** - الحناوي , محمد صالح : ((تحليل وتقييم الأسهم والسندات)) , الدار الجامعية للنشر والتوزيع , رمل الإسكندرية , مصر , 2006 .
- 6*** - الحناوي و عبد السلام , محمد صالح , السيدة , ((المؤسسات المالية - البورصة والبنوك التجارية)) , الدار الجامعية للنشر والتوزيع , مصر , 2000 .
- 7*** - الدباغ , جمال : ((الإدارة الدولية)) , بغداد , العراق , 2007 .
- 8*** - رمضان , زياد : ((هبائي الاستثمار)) , دار وائل للطباعة والنشر , ط2 , عمان , الأردن , 2002 .
- 9*** - الشماع , خليل محمود حسن , ((الإدارة المالية)) , مطبعة الخلود , ط4 , بغداد , العراق , 1992 .
- 10*** - مطر , محمد : ((الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني - الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)) , دار وائل للنشر والتوزيع , ط1 , عمان , الأردن , 2003 .
- 11*** - كاكا مولا , هوشيار معروف : ((الاستثمارات والأسواق المالية)) , دار صفاء للنشر , ط1 , عمان , الأردن , 2003 .
- 12*** - مطر , محمد : ((إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية)) , دار الورق للنشر والتوزيع , ط2 , عمان , الأردن , 1999 .
- 13*** - الميداني , محمد أيمن عزت : ((الإدارة التمويلية في الشركات)) , الظهران , المملكة العربية السعودية , 1989 .
- 14*** - مطر و تيم , محمد , فايز : ((إدارة المحافظ الاستثمارية)) , دار وائل للطباعة والنشر , ط1 , عمان , الأردن , 2005 .
- 15*** - ألنعي , عدنان تايه والساقي , سعدون مهدي و سلام , أسامة عزمي , و موسى , شقيري نوري , ((الإدارة المالية - النظرية والتطبيق)) , دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة , عمان , الأردن , 2007 .

- 16*** - ألنعمي و التميمي , عدنان تايه , أرشد فؤاد , ((التحليل والتخطيط المالي - اتجاهات معاصرة)) , دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع , عمان , الأردن , 2008 .
- 17*** - هندي , منير إبراهيم , ((الفكر الحديث في الاستثمار)) , توزيع منشأة المعارف , ط2 , الإسكندرية , مصر , 2004 .
- 18*** - هندي , منير إبراهيم , ((الإدارة المالية - مدخل تطبيقي معاصر)) , المكتب العربي الحديث , الإسكندرية , مصر , 2004 .

ج - الأبحاث والرسائل Theses

- 19*** - الأعرجي , عدنان سالم قاسم غازي : ((إدارة محفظة صناديق الاستثمار وإمكانية التطبيق في المصارف العراقية)) , دراسة تطبيقية , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة الموصل , العراق , 2003 .
- 20*** - الدليمي , محمود فهد عبد علي : ((أثر فنون الاستثمارات الدولية في قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية في مصارف دولية أردنية)) , رسالة ماجستير , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة كربلاء , العراق , 2005 .
- 21*** - العلي , أسعد حميد عبيد : ((تصويط المحفظة الكفوءة بإطار نظرية الخيارات - دراسة تطبيقية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , العراق , 2002 .
- 22*** - العامري , محمد علي إبراهيم : ((أثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , العراق , 1990 .
- 23*** - عبد الله , وارد نجم : ((إدارة محفظة الأوراق المالية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة بغداد , العراق , 1992 .
- 24*** - الكروي , بلال نوري سعيد : ((إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية - دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الأردنية الدولية)) , رسالة ماجستير , كلية الإدارة والاقتصاد , جامعة كربلاء , العراق , 2005 .
- 25*** - محم , حاكم محسن : ((تغيير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة - دراسة تطبيقية في شركات صناعية عراقية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , الجامعة المستنصرية , العراق , 1995 .
- 26*** - الوندائي , هشام طلعت عبد الحكيم : ((أثر الميزة التنافسية في الأداء ودورها في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية)) , أطروحة دكتوراه , كلية الإدارة والاقتصاد , الجامعة المستنصرية , العراق , 2002 .

ج- (الدراسات والبحوث) Periodicals

- *27-** التميمي , أرشد فؤاد مجيد , : ((تصميم وإدارة محفظة الأسهم العادية للشركات المدرجة بسوق العراق لأوراق المالية - دراسة تطبيقية)) , المجلة العربية للإدارة , المجلد 27 , العدد الأول , المنظمة العربية للتنمية الإدارية , حزيران , مصر الجديدة , مصر , 2007 .
- *28-** العامري و العلي , محمد علي إبراهيم , أسعد حميد عبيد : ((استخدام الخيارات في حماية محفظة الأسهم من المخاطرة السوقية)) , دراسة تطبيقية , المجلة العراقية للعلوم الإدارية , المجلد (1) , العدد الرابع , حزيران , 2002 .
- *29-** مديرة البحوث والدراسات , ((صناديق الاستثمار ودورها المنشود في تنشيط الأسواق المالية العربية)) , مجلة اتحاد المصارف , العدد 250 , 2001 .

A. Official

ثانياً :- المصادر الأجنبية

Publication

Books

ز- الكتب

- *30-** Archer , Stephen & G. Marce Choate & George Racette , ((**Financial Management**)) , 2nd . ed., N. Y. John Wiley & Sons , 1983 .
- *31-** Atril , Peter , ((**Financial Management for Non – Specialists**)) , 2nd ., Financial Times Prentice Hall Publishing , 2000 .
- *32-** Allen , Richard & Campo , Salvatore , Schiave & Garrity , Thomas Calumkill, ((**Assessing and Reforming Public Financial Management**)),The World Bank, 2004.

- *33- Brealey , Richard .A. , & Myers , Stewart .C., & Allen , Franklin , ((**Principles of Corporate Finance**)) , 9th . ed , McGraw – Hill Irwin , 2008 .
- *34- Besley , Scott & Brigham , Eugene F., ((**Essentials Of Managerial Finance**)) 14th .ed , Thomson South – Western , 2008 .
- *35- Brockington , R . B, ((**Financial Management**)) , 6th .ed ., DP Pub , 1993 .
- *36- Brigham , F. Eugen & Gapenski , C, Louis , Intermediate , ((**Financial Management**)) , 5th .ed. The Dryden press , 1996 .
- *37- Binhammer ; HH : Sephton Peter S, ((**Money Banking And The Candian Financial System**)) ,7th .ed , an International Thomson Publishing Company , 1998 .
- *38- Bodies , Zvi & Kane , Alex & Marcus , Alan J , ((**Investments**)), 4th.ed,McGraw–HillIrwin,1999.
- *39- Brealey , Richard & Myers Stewartc C., ((**Principles of Corporate Finance**)) , 6th . ed , McGraw – Hill Irwin,2000.
- *40- Brealey, Richard & Myers, Stewart, Marcus,Alen.((**Fundamental of Corporate Finance**)) 3th ed. McGraw – hill , INC. 2001.
- *41- Block , Stanley B. & Hirt , Geoffrey A. ((**Foundations Of Financial Management**)) , 9th . ed , McGraw-Hill Companies , Inc , 2000 .
- *42- Brewer , H.L , Components of Investment Risk and Return , The effects on Common Sharholders From Firm Level International Involvement , ((**Management International Review**)) , Vo1.29,1, 1989 .
- *43- Corner , Desmond , & Mayes , David , ((**Modern Portfolio : Theory and Financial Institute**)) , Great Britain , 1983 .
- *44- Clark , Roger G & Willson Daines & Nadauld : Brettd , Robert H & Stephen D., ((**Strategic Financial Management**)) , Richard D. Irwin , Inc ., 1988.
- *45- Chong , Yen Yee , ((**Investment Risk Management**)) , John Wiley&Son,Inc.,2004.

- *46- Elton , Edwin J., & Gruber Martin , ((**Modern Portfolio Theory And Investment Analysis**)) , 5th .ed John Wiley & Sons , Inc ., 1995 .
- *47- Eiteman , David K. & Stonehill Arthur I.& Moffett, Michael H., ((**Multinational Business Finance**)) ,8th .ed , Addison Wesley Publishing Company , 1998 .
- *48- Fischer , E. , Donald & Jordan , J. , Ronald , ((**Security Analysis And Portfolio Management**)) , 4th.ed ., Prentice tall , N.Y , 1987 .
- *49- Francis , Jack Clerk , ((**Investment : Analysis And Management**)) , 5th .ed , Mc Graw , Inc , 1991 .
- *50- Fabozzi , Frank & Modigliani Franco , ((**Capital Market**)) , Prentice - Hall Upper Seddle River , New Jersey , 1996 .
- *51- Frame , J . Davidson , ((**Managing Risk in organization**)) , Jossey-Bass Awiley Imprint,2003.
- *52- Feibel Buce J, ((**Investment . performance Measurement**)) , John Wiley&Sons.Inc,2003.
- *53- Gitman , L. Lawrence , & Michael , Joehnk , & George Princes , ((**Managerial Finance**)) , Harper Row Publishing , New York , U.S.A . , 1985 .
- *54- Gitman , L. Lawrence , ((**Principles Of Managerial Finance**)) , 9th ed., Printed In U.S.A, 2000 .
- *55- Gangadhar ,V., & Ramesh babu , G., ((**Investment Management**)) , Anmol Publications PVT . LTD , 2006 .
- *56- Horn by , A.S., ((**Oxford Advanced Learner's Dictionary**)) , 6th .ed, Oxford University Press , 2004 .
- *57- Hempel , George H. & Simonson Donald G., ((**Bank Management Text And Cases**)) . 5th .ed John Wiley & Sons , Inc , 1999 .
- *58- Jones, Charles P., ((**Investment , AnalysisAnd Management**)) ,7th.ed,JohnWiley&Sons,Inc,2000.
- *59- Jones,P.,Charles ,((**Investments:Analysis and Management**)) , 5th . ed., N. Y, John Willey and Sons company , 1996 .
- *60- Knight, Rory, F., ((**MASTERING GLOBAL : BUSINESS**)) , Financial Times Prentice Hall ,1999.
- *61- Levy , Haim & Sarnat Marshall , ((**Principles of Financial Management**)) , N.J , Prentice – Hall Inc , 1988 .

- *62- McMenamin , Jim , ((**Financial Management**)) , N.Y , The Bath press , 1999 .
- *63- Mayo , B., Herbert , ((**Investments**)) , 2nd .ed ., The Dryden press , 1988 .
- *64- Moyer , R., Mc Guigan , R., & Krehow ,W., ((**Contemporary Financial Management**)) , 3rd .ed ., West pub . Company , 1988 .
- *65- Neveu , Raymond P. ((**Fundamentals Of Management Finance**)) , South Western Publishing Co., U.S.A. , 1981 .
- *66 - Pelosi, Marilyn & Sandifer, Theresa,((**ELEMENTARY STATICS**)) , John Wiley & Sons, Inc, 2003.
- *67- Prem S. Mann , ((**Introductory Statistics**)) , John Wiley & Son . Inc . 2004 .
- *68- Ross, Stephen A. ,Wester field . Randolph ,W. & Jordan ,d. Bradford , ((**Essenatial of Corporate Finance**)) , the McGraw – Hill Companies , Inc . 1996 .
- *69 - Ross , Stephen A ., Wester field , Randolph , W. & Jordan , D ., Bradford , ((**Fundamentals of Corporate Finance**)) , 5th .ed ., McGraw – Hill Book company , 2000 .
- *70 - Ross , Stephen A., Westerfield , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F., ((**Corporate Finance**)) , 6th .ed , McGraw – Hill Irwin , 2002 .
- *71- Ross , Stephen A., Westerfield , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F.,& Jordon, Bradford D. , ((**Modern Financial Management**)) , McGraw – Hill Irwin , 2008 .
- *72 -Sharpe ,William F. & Alexander, Gordon J.& Bailey, Jeffery V., ((**Investments**)) , 6th . ed , Prentice Hall , 1999 .
- *73 - Shapiro , Alan , ((**Multinational Financial Management**)) , 7th .ed , John Willy & Sons . Inc , 2003 .
- *74 - Sharan , Preeti , ((**Portfolio Management**)) , 2nd . ed , New Delhi , India , 1991
- 75 - Theobald , Michael , Anot on Variable Transactions Costs , The Capital Asset Pricing Model and the Coporate Dividend Decision , ((**Journal of Business Finance and Accounting**)) , Vol . 6 , No . 1 , Spring , 1979 .

- *76 - Van Horne , James C. , ((**Financial Management And Policy**)), 12th.ed Prentice – Hall of India Private limited , 2002 .
- *77 -Weston , Fred & Copeland .Thomas E, ((**Financial Theory And Corporate Policy**)) Cassell Educational Limited , 1988 .
- *78 - Watson , Denzil & Head , Antony , ((**Corporate Finance – Principles & Practice**)) , 2th.ed , Financial Times Prentice - Hall , 2001 .
- *79 - Webster's , Merriam , ((**collegiate Dictionary**)) , 10th .ed , Merriam – Webster , Incorporated , 2003 .

Periodicals

ب- الدوريات والبحوث

- *80 - Billi , Sergio & Rachev , Svetlozar T. & Stoyanov , Stoyan & Fabozzi , Frank J. & Biglova , Almira , ((**The Proper Use Of Risk Measurer in Portfolio Theory**)) , International Journal Of Theoretical And Applied Finance , Vol . 8 . No . 8 , 2005 .
- *81- Stanly B. Block and Danw. French, ((**The Effect of Portfolio Weighting on investment performance Evaluation: The case of Activity Managed Mutual Funds**)) , The Journal of Economical Finances, Vol. 26, No. I, Spring , 2002.

ج- الانترنت

- *82- Heyde, Frank ((**Portfolio Theory With Convex risk Measures**)), Princeton university , 2007 .
- *83- Ramaswamy , Srichander , ((**Portfolio Selection Using Fuzzy Decision Theory**)), Bank for international settlements , WWW. bis. org , 1998.
- *84- INtech , Robertfernholz , ((**Stochastic Portfolio Theory**)), Columbia University , USA , WWW. Math , WWW.orfe , 2008 .
- *85- Devereux , Michael B.& Sait , Makato ,((**A Portfolio Theory of International Capital Flows**)) , WWW.econ . ubc , 2006.

السلامة

الملاحق

أولاً:- المؤشرات المالية لقطاع المصارف عينة الدراسة (الأرقام ألف دينار)

1- مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
376900960	336133690	201377518	17631017	5420152	3324581	3789068	مجموع الموجودات
57706551	46744783	7476119	1147400	1004036	995763	989977	حقوق المساهمين
13680655	10220485	15740523	338479	21323	11379	-10022	الفائض القابل للتوزيع

2- مصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
44393617	41314168	17300352	9228876	13086297	11089787	6989739	مجموع الموجودات
25853434	26161966	4759630	651159	660560	324946	218307	حقوق المساهمين
-255289	446728	67187	-9401	264194	9902	92439	الفائض القابل للتوزيع

3- مصرف الاستثمار العراقي

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
167731022	138577952	130582225	36508242	25575572	23985958	13319270	مجموع الموجودات
31184654	30686865	7446630	2349356	2345611	1436889	1173392	حقوق المساهمين
497789	6000492	1377761	3745	1223023	378127	523025	الفائض القابل للتوزيع

4- مصرف الأهلي العراقي

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
43925751	64006501	12498961	8776775	7385475	4744601	2272490	مجموع الموجودات
26361122	27104017	1668748	1305196	1046053	826223	824231	حقوق المساهمين
-742895	1808594	411932	259142	226386	9120	157949	الفائض القابل للتوزيع

5- مصرف الائتمان العراقي

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
357423459	213869681	27394308	22389603	19044958	14758437	7537248	مجموع الموجودات
33709380	30972153	2566980	2400163	1778026	1082636	1062543	حقوق المساهمين
14275318	6440653	730915	622137	658987	82265	360146	الفائض القابل للتوزيع

6- مصرف الخليج التجاري

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
81847074	45733266	15136854	15423964	9517423	8150332	2648801	مجموع الموجودات
24157588	12118920	4629754	1625148	1560396	1372371	641068	حقوق المساهمين
2709436	1489249	370239	64007	234918	306836	41782	الفائض القابل للتوزيع

7- مصرف بغداد

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
331209583	318090429	61877903	65992645	45373905	37733699	20761845	مجموع الموجودات
59489254	55921810	8634560	3745792	3342746	2346730	2019515	حقوق المساهمين
9694203	2371985	2863871	603813	1017731	706747	636874	الفائض القابل للتوزيع

8- مصرف التجاري العراقي

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
------	------	------	------	------	------	------	--------------------------

							السنة
164594171	155584802	73465764	56578313	42681322	32769040	22072449	مجموع الموجودات
63776569	62661419	12549401	5239633	4271772	3132991	2409329	حقوق المساهمين
2100698	1659965	1415696	967860	1231027	1159098	1000492	الفائض القابل للتوزيع

٩- مصرف الشرق الأوسط العراقي للاستثمار

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
299385631	319496069	175541477	60409544	70465108	51385133	26941802	مجموع الموجودات
35782811	27359512	13433555	6183580	5075513	3724098	1838069	حقوق المساهمين
5682577	11097363	5332276	1127781	1607419	1152062	557268	الفائض القابل للتوزيع

10- مصرف دار السلام

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
253988020	37192621	32712567	34573146	20889710	13544191	7649366	مجموع الموجودات
44513855	25885160	2677913	2725565	1590738	1268214	869207	حقوق المساهمين
-10707217	684914	22396	234828	442139	-993	128033	الفائض القابل للتوزيع

ثانياً: المؤشرات المالية للقطاع الصناعي عينة الدراسة (الأرقام ألف دينار)

1- شركة التخصيب والتعليب العراقية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات
------	------	------	------	------	------	------	----------

							المالية / السنة
231252	262362	196345	183774	163705	170153	125175	مجموع الموجودات
157745	146734	144149	127235	113559	93125	74954	حقوق المساهمين
37330	24820	42026	31221	43551	27757	46710	الفائض القابل للتوزيع

2- شركة ميسان للصناعات الغذائية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
283084	298460	317815	353688	284288	308699	300186	مجموع الموجودات
68077	135627	205049	180984	166325	147131	115778	حقوق المساهمين
-37551	-70828	27765	24020	21585	33777	32014	الفائض القابل للتوزيع

3- شركة الصناعات الكيماوية العصرية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
381203	350341	366687	418643	328730	336985	286984	مجموع الموجودات
324312	321094	312967	395334	305487	308432	273818	حقوق المساهمين
73403	77998	69446	85097	152670	151207	183110	الفائض القابل للتوزيع

4- شركة نينوى للصناعات الغذائية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
2985985	1904820	519631	591535	506682	428067	252482	مجموع الموجودات
3524886	1396553	508216	523038	417957	359587	230781	حقوق المساهمين
-271667	-11663	-25065	105082	98082	137889	148684	الفائض القابل للتوزيع

5- شركة الفيضانية الحديثة

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
1569759	1832786	3335914	1347403	1098088	1031672	1083628	مجموع الموجودات
1388525	1642495	2487159	1043362	645380	922583	908854	حقوق المساهمين
-267281	-832276	1975337	392787	439709	203225	309850	الفائض القابل للتوزيع

6- شركة العراقية للسياحة والفروشات

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنة
2323410	2071192	1644850	1437528	1307669	1364049	1055926	مجموع الموجودات

1489331	1418128	1311486	819911	737315	683514	652750	حقوق المساهمين
331264	251856	378933	342997	405584	527019	492426	الفائض القابل للتوزيع

7- شركة المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
25125838	12409257	3948924	3340749	3531439	3555071	2909925	مجموع الموجودات
25519438	11871982	3653527	2934899	3075792	3103956	2563838	حقوق المساهمين
-605099	-86444	-183615	-141648	705143	516536	462016	الفائض القابل للتوزيع

8- شركة بغداد لصناعة مواد التنظيف

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
280640	280791	102423	152722	202461	186088	51305	مجموع الموجودات
282060	278880	98789	114556	114402	56882	46720	حقوق المساهمين
-3181	90	-13950	154	137658	14215	29090	الفائض القابل للتوزيع

9- شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
1679428	1624065	763191	623213	581885	554836	449071	مجموع الموجودات
1481092	1427277	576718	579892	561492	491298	439137	حقوق المساهمين
60428	224187	-3174	18399	92035	59343	33128	الفائض القابل للتوزيع

10- شركة البيرة الشرقية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
2942661	3498101	2760889	2631618	1959545	1177060	1074412	مجموع الموجودات
1980622	2807932	1371374	916719	1122491	981465	633188	حقوق المساهمين
-837051	1094536	-312676	-284290	409078	488513	481859	الفائض القابل للتوزيع

ثالثاً:- المؤشرات المالية للقطاع الزراعي عينة الدراسة (الأرقام ألف دينار)

1- شركة الشرق الأوسط لإنتاج وتسويق الأسماك

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات
------	------	------	------	------	------	------	----------

							المالية / السنة
566658	566658	517615	547477	415832	402737	445166	مجموع الموجودات
358494	358494	348692	325082	269966	236981	201379	حقوق المساهمين
80770	80770	75811	102315	105823	83402	10511	الفائض القابل للتوزيع

2- الشركة العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم والمصاصيل الحقلية

							المؤشرات المالية / السنة
2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
8667013	7691126	10514709	7945393	8162546	5974080	4883015	مجموع الموجودات
6374133	5822965	8061968	7017512	6889942	4996449	2588956	حقوق المساهمين
132031	1162076	366942	-934313	3156952	2462908	1787935	الفائض القابل للتوزيع

3- شركة الحديدية للإنتاج الحيواني والزراعي

							المؤشرات المالية / السنة
2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
3955922	3770470	3744737	3708615	440074	353110	307889	مجموع الموجودات
2979985	383389	368087	374295	372534	173773	187883	حقوق المساهمين
56063	15302	15808	8062	18203	12831	17887	الفائض القابل للتوزيع

4- شركة الأهلية للإنتاج الزراعي

							المؤشرات المالية / السنة
2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
672662	672662	615167	406638	353561	245551	217502	مجموع الموجودات
597558	597558	564811	337719	262943	196240	198018	حقوق المساهمين
41301	41301	55598	84544	118961	28524	42554	الفائض القابل للتوزيع

رابعاً:- المؤشرات المالية لقطاع الخدمات عينة الدراسة (الأرقام ألف دينار)

1- شركة مدينة ألعاب الكرخ السياحية

							المؤشرات المالية / السنة
2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	

180904	182153	157144	166192	206210	228817	159796	مجموع الموجودات
157249	159171	142268	141446	172418	146988	125739	حقوق المساهمين
20961	16904	915	5029	64403	72824	75303	الفائض القابل للتوزيع

2- شركة مدينة ألعاب الرصافة

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
1462750	1364478	1271955	1401357	1524452	1228708	810617	مجموع الموجودات
267436	354663	354663	569212	952340	786331	601591	حقوق المساهمين
180428	-205932	-270010	-8129	258002	255719	225544	الفائض القابل للتوزيع

3- شركة بغداد لخدمات السيارات

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
303576	347474	75024	78345	96704	89533	75077	مجموع الموجودات
299103	343635	66292	74017	79207	75750	64757	حقوق المساهمين
-44723	-32752	-7731	-5195	24211	19682	15782	الفائض القابل للتوزيع

4- شركة العمورة للاستثمارات العقارية

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
6226865	6521006	6338002	1939371	1110244	969006	571497	مجموع الموجودات
6157595	6396267	6044481	1840882	944984	923422	548014	حقوق المساهمين
-258711	354182	291856	524947	22254	4166	82049	الفائض القابل للتوزيع

خامساً: المؤشرات المالية لقطاع التأمين عينة الدراسة (الأرقام ألف دينار)

1- شركة دار السلام للتأمين

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
------	------	------	------	------	------	------	----------------------------

1962981	1615585	796434	469694	416794	347379	307212	مجموع الموجودات
1856662	1515585	142390	406882	362231	300724	300133	حقوق المساهمين
171103	135325	20210	56693	48027	-333	125	الفائض القابل للتوزيع

2- شركة الأهلية للتأمين

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
1410051	1310135	668686	594642	551763	511145	500260	مجموع الموجودات
1242377	1305702	584416	568311	516870	481421	500000	حقوق المساهمين
-7303	36639	8669	47818	13462	-24672	12436	الفائض القابل للتوزيع

3- شركة الأمين للتأمين

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
1149274	939606	296449	202678	216155	188619	150781	مجموع الموجودات
696616	606170	211544	187899	181581	166482	150015	حقوق المساهمين
104863	62209	54016	21889	23720	1898	27	الفائض القابل للتوزيع

سادساً:- المؤشرات المالية للقطاع المالي عينة الدراسة (الأرقام ألف دينار)

1- شركة الأيام للاستثمار المالي

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
453706	414393	188907	112098	100978	84309	123083	مجموع الموجودات

353834	418038	156379	38490	49205	55048	116337	حقوق المساهمين
-72610	69639	3722	-10802	-5843	-46289	22661	الفائض القابل للتوزيع

2- شركة الأمين للاستثمار المالي

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	المؤشرات المالية / السنوية
821367	1089207	461097	339079	303897	210387	238658	مجموع الموجودات
776484	626308	309331	302824	300988	214616	214616	حقوق المساهمين
-9684	233994	146632	36725	146	-18387	18424	الفائض القابل للتوزيع

Abstract

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

The theoretical and practical chapters of the study deal with organizing , planning and controlling all what the individual owns of real assets to grow them .

The importance of the study springs from financial and economic variables which the world economy witnessed by way of increasing capital flow in investment in finance markets . This can all be achieved through investment institutions , saving boxes , the development of financial , nonfinancial and banking institutions , taking care of getting fast profits and being away of risks .

The study concentrates on the problem that investments mostly exist Without a scientific study or analysis for the nature and activity of enterprises and the dangers that co-occur with their economic activities . Moreover , there is no scientific knowledge of the financial and statistic analysis in studying investment in enterprises making , and building an investment portfolio for economic circumstances might reflect its effect in changing the return on and the risk .

The aims of the study are building and analyzing the investment portfolio for some specific sect companies (the sample of the study) by analyzing the return on and the risk of these companies . It also aims at identifying the best company in achieving less risk with a higher return on than that of the market portfolio , presenting a scientific programme for the Iraqi investor , gathering both theory and practice of the management of the investment portfolio , and

designing the best investment portfolio for specific sector companies listed in Iraqi stock markets .

It is hypothesized that :

1- Depending on scientific bases in building and choosing the best investment portfolio reduces the risk that investment is exposed to.

2- There is no statistical connecting relationship or nonmaterial effect between total risk and return on (the achieved , the required and equity) rates .

The study concludes that risk is the most effective variable on the return on , and this specifies the required return on of the investment of investment portfolios .

The study recommends that it is necessary to raise the sectors which deteriorated in the last years and which had great previous return on . These sectors were reduced afterwards because of security , political and economic problems , especially in the industrial and agricultural sectors. It also recommends supporting and developing stock markets to let investors know and study more the Iraqi markets and the levels of performance of companies , facilitate the procedures of selling and buying indices , participate in these markets to support investment , increase the economic growth and achieve welfare in all sectors .

**MINISTRY OF HIGHER EDUCATION AND SCIENTIFIC
RESEARCH
UNIVERSITY OF KARBALA
COLLEGE OF ADMINISTRATION AND ECONOMY
DEPARTMENT OF BUSINESS MANAGEMENT**

Management Of Investment Portfolio For Some Iraqi Special Sector Companies

**A Thesis Submitted To
The Council of the College of Administration and Economy
University of Karbala
In Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Of
Master of Sciences In Business Management**

By
Layla Muhssin Hassan Al – Hakeem

Supervised By
PROF. DR. Hakim MUHSSIN MOHAMMAD
Al – Rubaii

2009