



تقييم كفاءة الاستثمارات باسهم الشركات

بحث تطبيقي على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2011

م.م. أرشد مكي رشيد

جامعة القادسية

arshedmakey2008@yahoo.com

المستخلص

يهدف هذا البحث الى قياس كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ولتحقيق ذلك قام الباحث باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM المبني على التوقعات المحتملة للعائد والمخاطرة على اسهم الشركات وقوة العلاقة والترابط بينهما. وقد توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة على الاستثمارات في اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وان هناك عوامل اخرى تؤثر في اسعار الاسهم في هذه السوق، وفي ضوء هذه الاستنتاجات قدم البحث مجموعة من التوصيات والمقترحات التي يمكن ان تساهم في تطوير عمل سوق الاوراق المالية العراقي.

Abstract

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

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



المقدمة

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

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

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

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

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

1 . أنه في ظل كفاءة السوق تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من القيمة الحقيقية لها وفقاً للمعلومات المتاحة .

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

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

وجاء هذا البحث ضمن هذا السياق وكأحد الدراسات التي تهدف لتطوير عمل سوق الأوراق المالية العراقي، وقد قسم البحث إلى ثلاثة مطالب تضمن المطلب الأول منهجية البحث والدارسات السابقة اما المطلب الثاني فكان الاطار النظري، أما المطلب الثالث فقد تم التطرق فيه الى تحليل نتائج البحث ومناقشتها ، واختتم البحث بمجموعة من الاستنتاجات التي توصلنا اليها من خلال البحث وتقديم مجموعة من التوصيات عن موضوع البحث .



المطلب الأول: منهجية البحث والدارسات السابقة

مشكلة البحث:

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

1. هل أن الاستثمارات باسم الشركات في سوق العراق للأوراق المالية تتميز بالكفاءة ؟
2. ماهو مستوى كفاءة الاستثمارات باسم هذه الشركات ؟

هدف البحث :

يهدف البحث إلى تقييم كفاءة الاستثمارات باسم الشركات في سوق العراق للأوراق المالية خلال السنة المالية 2011 وذلك كمحاولة من الباحث لاستخلاص النتائج التي يتم على ضوءها تحديد سياقات عمل سوق العراق للأوراق المالية ضمن المعيار الذي يميز الأسواق عن بعضها البعض وهو فرض كفاءة السوق وتقديم تفسير يساعد المستثمرين في تحديد توجهاتهم نحو استثمار أموالهم في سوق العراق للأوراق المالية. وقد تم اخذ سنة 2011 وذلك بسبب الحصول على بيانات كاملة ودقيقة ومضمونه يمكن للباحث الاعتماد عليه، ولأيمكن الاعتماد على السنوات الاخيرة لعدم اكتمال البيانات في التقارير السنوي للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

فرضية البحث :

يقوم البحث على فرض أساسي مفاده :

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

ويتفرع من هذه الفرضية فرضين أساسيين هما :

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

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

عينة البحث :

تتكون عينة البحث من 14 شركة من أصل 87 شركة وواقع شركتين من كل قطاع مسجلة إي بنسبة 09، 16 % من مجتمع البحث في سوق العراق للأوراق المالية وتداول أسهمها في السوق، حسب نشرة السوق لسنة 2011 ويوضح الجدول أدناه توزيع عينة البحث حسب طبيعية النشاط التي تمارسه .



جدول (1) الشركات عينة الدراسة حسب طبيعة النشاط

أنواع القطاعات	عدد الشركات المدرجة في السوق	عدد الشركات المختارة للبحث	النسبة المئوية %
مصارف	22	2	0,09
التأمين	5	2	0,4
الاستثمار	9	2	0,23
الخدمات	10	2	0,2
الصناعة	25	2	0,08
الفنادق والسياحة	10	2	0,2
الزراعة	6	2	0,34
المجموع	87	14	% 16,09

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية

اعتبارات اختيار الشركات عينة البحث :

1. تم اختيار الشركات من القطاعات المختلفة التي يتم تداول أسهمها في السوق والمبينة في الجدول (2).
2. تم اختيار الشركات من القطاعات على أساس حجم التداول الأكبر في السوق طبقاً لحجم التداول في نشرة السوق لسنة 2011 .
3. تم اختيار الشركات عينة البحث من كل قطاع وفقاً لقدم أدرجها في سوق الأوراق المالية .

جدول (2)

ت	اسم الشركة	تاريخ ادراجها في السوق	راس مال الأدرج دينار	راس المال في نهاية 2011 سهم / دينار
1	مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	2004	7500000000	100000000000
2	مصرف الخليج التجاري	2004	4120000000	103950000000
3	دار السلام للتأمين	2004	600000000	2420000000
4	الحمراء للتأمين	2006	300000000	1500000000
5	الأمين للاستثمار المالي	2004	300000000	750000000
6	الونام للاستثمار المالي	2004	200000000	2000000000
7	مدينة العاب الكرخ السياحية	2004	60000000	175000000
8	العراقية للنقل البري	2004	1000000000	10000000000
9	الخيطة الحديثة	2004	900000000	900000000
10	الهلال الصناعية	2004	1500000000	12375000000
11	فندق فلسطين	2004	900000000	4470000000
12	فندق بغداد	2004	180000000	1922400000
13	الأهلية للإنتاج الزراعي	2004	277000000	575000000
14	العراقية لإنتاج البذور	2004	1000000000	3140000000

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



طريقة البحث ومتغيراته :

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

1. سعر الإقبال للشهر الحالي يمثل سعر الشهر الحالي .
2. سعر الافتتاح للشهر الحالي يمثل سعر الشهر السابق .
3. توزيعات الأرباح السنوية او نصف السنوية للشركات عينة البحث وتعديلها الى توزيعات شهرية حتى تتفق مع الأسعار .

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

1 . حساب معدل العائد على الأسهم :

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

$$\text{معدل العائد الشهري} = \frac{(س1 - س0) + ت1}{س0} \quad (1)$$

حيث أن :

س0 = تمثل سعر السهم في الشهر السابق

س1 = سعر السهم في الشهر الحالي

ت1 = توزيعات الأرباح في الشهر الحالي

وبهذا استطاع الباحث من توفير بيانات بواقع 24 مشاهدة عن معدل العائد لكل سهم من أسهم الشركات عينة البحث .

2 . حساب المخاطرة الكلية للاستثمار في الأسهم :

يمكن استخدام التباين او الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة الكلية ونظرا لان هذا البحث يستخدم عينة فان التباين لكل في العينة قد تم حسابه كمايلي :

$$\text{تباين العائد في السهم} = \frac{\text{مج (العائد الشهري - متوسط العائد)}^2}{ن - 1} \quad (2)$$

متوسط العائد = خارج قسمة العوائد الشهرية على عدد الأشهر

ن = تمثل الأشهر



3 . حساب معامل العائد السوقي :

معامل العائد السوقي هم متوسط يمثل العائد على جميع الاستثمارات في السوق ويلعب هذا المعامل دوراً هاماً ورئيساً في التحليل الاستثماري حيث يستخدم هذا المعامل كأساس لقياس ومقارنة العائد على أي استثمار وهو بهذا يعتبر مؤشر أو نسبة مرجعية وهذا العامل يمكن حسابه بإحدى الطريقتين التاليتين :

الطريقة الأولى :
معامل العائد المتساوي : حيث تفترض هذه الطريقة تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم خلال شهر معين وبالتالي يتم جمع العوائد الشهرية لكل سهم وقسمتها على عدد الأسهم خلال ذلك الشهر .
العيب الأساسي لهذه الطريقة هي أنها تفترض تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم وبالتالي فان قيمة السهم ذاته لا تؤخذ في الحسبان، ومن هنا فانه كان من الضروري تعديل هذا المعامل في كل شهر عن آخر ليعكس قيمة الأسهم .
الطريقة الثانية :

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

$$\text{معامل العائد السوقي المرجح} = \frac{\text{ع} \times \text{ق} \times \text{أ}}{\text{ن}} \quad (3)$$

$$1 = \text{أ}$$

حيث ان :

- ن = تمثل عدد الشركات المحسوب على أساسها المعامل $\text{أ} = 1, 2, \dots, \text{ن}$.
 - ع $\text{أ} =$ العائد الشهري على أسهم الشركة أ .
 - ق $\text{أ} =$ قيمة الاستثمار في أسهم الشركة أ .
- وقد استخدم الباحث هذه الطريقة وذلك لان المعامل لا يمكن أي تعديله في كل مرة .

4 . حساب معامل المخاطرة المنتظمة : β

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

$$\text{العائد الشهري لسهم} = \text{أ} + \text{ب} (\text{معامل العائد السوقي}) \quad (4)$$

وبموجب المعادلة رقم 4 تم الربط بين العائد على الاستثمار الفردي والسوق حيث تفترض تلك المعادلة (4) أن العائد الشهري للسهم هو دالة للعائد السوقي ككل وبالتالي فان معامل العائد السوقي، هو المتغير المستقل (س) والعلاقة بين العائد للسهم الواحد والعائد السوقي تظهر فيما يسمى بمعامل الانحدار (ميل خط المستقيم) والمقدرة وفقاً لتحليل الانحدار، ويسمى هذا المعامل بـ (B) والذي يعكس المخاطرة المنتظمة للسهم في السوق .

(الدارسات السابقة) .:

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



الأسهم والتطورات التي شهدتها السوق، وقد نتجت الدراسة الى عدم كفاءة بورصة عمان حتى عام 1996 لكنه السوق شهد تغييرات مؤسسية وفنية أسهمت في رفع كفاءة السوق منذ عام 1997 . وتطرقنا دراسة (التونني وبكر "تطور أسواق رأس المال في الدول العربية " - 2005) وكان الغرض من الدراسة هو تقييم الكفاءة التشغيلية لأسواق المال العربية في إثناء المدة 1990 . 2000 وتحليل جودة استخدام هذه الأسواق للمعلومات والموارد المتاحة كلها لتوليد الأرباح، وتوصلت الدراسة إلى أن ثلاث دول هي الأردن، المغرب، تونس تمتاز أسواقها بالكفاءة .

إما دراسة (Rawashdeh & Squalli , 2006) بعنوان " تحليل الكفاءة القطاعية في سوق عمان المالي " هدف الباحثان الى اختبار كفاءة السوق على المستوى الضعيف من خلال تطبيق اختباري نسبة التباين والاختبار المتكرر على المؤشر العام لسوق عمان للأوراق المالية والمؤشر القطاعي للقطاعات : البنوك، والتأمين، والخدمات، والصناعة، وذلك للمدة 1992 . 2004 وخلص الباحثان إلى أن سوق عمان للأوراق المالية لا يتمتع بالكفاءة على المؤشر العام وعلى مستوى مؤشرات القطاعات أفنة الذكر .

المطلب الثاني : الإطار النظري

تمثل الأسواق المالية (الإطار الذي تعمل فيه المنشآت المالية المختلفة، سواء كانت منها المالية ام غيرها والمصارف وقد تكون استثمارية تعمل في سوق الاصدار الاولي (السوق الاولية)، او ان تكون احدى الشركات التي تتداول اسهمها في السوق او هناك سماسرة والمتعاملون والوسطاء الماليين وتحمل الاسواق المالية مسميات عدة منها سوق الاوراق المالية (البورصة) او سوق الاسهم او السوق المالية كونها تضم السوق الاولية والثانوية معا" (الشماع : 1991، 96)

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

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

ولهذا السوق أيضا اسم آخر وهو بورصة الاوراق المالية والذي يكون التعامل فيه عن طريق أشخاص متخصصين بهذا العمل في أوقات محدده او من خلال الاجتماع الذي يعقد لهذه لغاية فبمجرد ان يتم بيع الاوراق المالية في السوق الأولية تصبح قابلة للتداول في السوق الثانوية (البساط، 1975، 34) .

إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتعلقة بالشركة التي أصدرت هذه الأوراق تكسب أهمية كبيرة لدى فئات عديدة منها إدارة الشركة التي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية، والمراجعون المحاسبون الذين يقومون باعتماد هذه القوائم والمستثمرون الذين يشترون ويبيعون هذه الأوراق المالية وكذلك لدى الشركات المنافسة (حماد، 2000 : 79).

وقد بدأ "الاهتمام بمفهوم كفاءة السوق وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمشروع كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي (تحليل القوائم المالية) الذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيراً "مغلوطاً" فيه . لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى إن عدم الكفاءة معناه "انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية. (الحناوي، 2004 : 123).



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

وعلى ان اسعار الاوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل مع مساواة عائدها المتوقع بعائدها المطلوب. (حداد، 2007 : 25).

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

في حين عرف السوق الكفاءه بانه السوق الذي يكون في حالة توازن مستمرة بحيث تكون اسعار الاوراق المالية فيه مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها. (المزني، 2002: 31)

اما كفاءة التشغيل او الكفاءة الداخلية فتعرف بانها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون ان يتكبد المتعاملون فيه تكلفه عالية للسمسرة ودون ان يتاح للتجار والمتخصصين (اي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى او هامش ربح فعال فيه وكما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل. (جودة، 2000 : 102)

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

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

أ. المستوى الضعيف Weak form

ب. المستوى الشبه القوي Semi - Strong form

ج. المستوى القوي Strong form

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

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

اما المستوى القوي فتتوفر فيه شروط كفاءة السوق بشكل مثالي وعندما تكون أسعار الاسهم في السوق محصلة لجميع أنواع المعلومات التي تعكسها أسعار الاسهم في السوق وعليه فان عملية النشر



سكنون على متغيرات ماضية وهي مسالة عديمة الجدوى، سواء منها المتاح للجمهور او غير المتاح والذي يقتصر على فئة معينة من المستثمرين وهم للذين لهم علاقة بإدارة الشركة وعلى ذلك فان اسعار الاسهم تتأثر فوراً بالتغيرات حتى بالمعلومات الخاصة، فلا يستطيع هؤلاء تحقيق الإرباح على ما تسمح به الأوضاع السائدة في السوق وعلى الرغم من اطلاعهم على المعلومات الخاصة .

وقد أجريت العديد من الدراسات على سوق الاوراق المالية الأجنبية لتقييم كفاءتها وتحديد المستوى الذي تعمل به هذه الاسواق، وبحيث أن احد الباحثين قدر هذه البحوث بحوالي 50 % من إجمالي البحوث التي أجريت خلال خمسة عشر سنة في الفكر المحاسبي . (إبراهيم، 1981 : 217 . 243) .

الا انه يلاحظ على المهتمين بالفكر المحاسبي في العراق مدى التغافل عن الاهتمام بدراسة كفاءة سوق العراق للأوراق المالية وتقييمه، وربما يكون السبب الى حداثه السوق حيث أنه انشأ بموجب قرار 24 لسنة 1991، وأعيد افتتاحه بالشكل الجديد وفق القانون المرقم (74) في 18 . 4 . 2004 .

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

1. نظرية محفظة الاوراق المالية Modern Portfolio Theory

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

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

_ أن هدف المستثمر هو تعظيم المنفعة من الثروة التي يمتلكها .
_ يختار المستثمر من بين محافظ الاوراق المالية على أساس المخاطرة المتعلقة بكل محفظة والعائد على الاستثمار فيها

_ لدى المستثمرين توقعات متجانسة للمخاطرة والعائد .

_ يستثمر المستثمرين أموالهم خلال فترات زمنية متطابقة .

2. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Assets Pricing Model

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

بعد ان طور مار كوتيز نموذجاً ذا المقاييس المخاطرة والعائد لتقييم محفظة الاوراق المالية، بدأت الدراسات على الاسواق المالية فطور شارب 1964 SHARPE نموذج تسعير الاصول الرأسمالية، والذي يقيم الاستثمارات على أمرين هما المخاطرة والعائد، وبذلك فهو يتفق مع نظرية محفظة الاوراق المالية في تقييمه للاستثمارات، ولكن هذا لا يمنع من وجود اختلافات بينها في طريقة قياس المخاطرة فحسب نظرية



محفظه الاوراق المالية تقاس مخاطرة المحفظة المكونة من اكثر من استثمار بالانحراف المعياري للعائد على هذه المحفظة، بينما تقاس مخاطرة هذه المحفظة بمعرفة ارتباط عائد كل استثمار بالمتوسط المرجح لعائد السوق ككل وفق نموذج تسعير الأصول الرسالية، وذلك لا يعني اختلاف ترتيب الاستثمارات حسب مخاطرة كل منها وفق الاسلوبين وانما يؤدي اختلاف القيم المطلقة لمخاطرة كل استثمار ويحتوي نموذج تسعير الاصول الرسالية على علاقتين، تمثل كل منها نموذجا" يتخلف عن الاخر، فالعلاقة الاولى تمثل بنموذج سوق راس المال Capital Market Line والذي يستطيع المستثمر من خلاله تحديد العائد المتوقع على محفظة اوراقه المالية عن طريق استخدام معدل العائد على الاستثمار عديم المخاطرة والانحراف المعياري للعائد على المحفظة وللعائد على السوق، أما العلاقة الثانية فتتمثل بنموذج سوق الاسهم Security Market Line والذي يستطيع المستثمر من خلاله تحديد العائد المتوقع على السهم معين من خلال معدل العائد على الاستثمار عديم المخاطرة ومعامل ارتباط عائد السهم مع عائد السوق (معامل بيتا) ومعدل عائد السوق. (Radclife ,1987 ; 66)

المطلب الثالث: الجانب التطبيقي

1. نتائج الفرضية الأولى :

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

1. أن الاستثمار يعطي عائد اكبر من اي استثمار اخر يحمل نفس درجة المخاطرة او اكبر .
2. ان الاستثمار يحمل درجة مخاطرة اقل من اي استثمار اخر يعطي عائدا" مساويا" او اقل .
3. ان الاستثمار يحمل درجة مخاطرة اقل وعائدا" اكبر من اي استثمار اخر يحمل نفس درجة المخاطرة او اقل وبعد احتساب معدل عائد السهم ودرجة المخاطرة الكلية تم تطبيق الشرط الأول على الشركات عينة البحث وكما يظهر في الجدول رقم (3) يتضح ان الشركة رقم (1) لا ينطبق عليها الشرط الأول حيث ان هذه الشركة تحمل درجة مخاطرة اكبر من درجة مخاطرة الشركة رقم (8) ومع ذلك قد حققت معدل عائد اقل من الشركة رقم (8) وبناءً على ذلك تم استبعادها .



وبناء على تلك النتائج يمكن الاستنتاج بان هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة المنظمة حيث يلاحظ قارئ الجدول رقم (3) ان الشركة ذات العائد الأكبر هي الشركة ذات المخاطرة الأكبر وان الشركة ذات العائد الأقل هي ذات المخاطرة الأقل، وبمقارنة النتائج التي توصل إليها الباحث مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت على سوق الأوراق المالية يمكن التوصل الى ان البحث جاء بنتائج متفقة مع نتائج الدراسات السابقة (دراسة العامري 1995 . دراسة الفضل 1996) حيث اشارة الدراسات السابقة الى وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة، حيث اظهر البحث الى وجود علاقة بين العائد والمخاطرة واطهر معامل سبيرمان المحول الى رتب ويمثل 0,997 . ومن ذلك نتوصل الى عدم قبول الفرضية الأولى .

2 . نتائج الفرضية الثانية .:

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

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

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

1 . معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وهنا سيعتمد الباحث معدل الفائدة السائد في المصارف العراقية والبالغ 10% .

2 . معامل العائد السوقي ويشير اليه في الجدول (5) .

3 . معامل المخاطرة المنتظمة .

جدول (5) معاملات العائد السوقي للشركات عينة البحث

الشهر	معامل العائد السوقي	الشهر	معامل العائد السوقي %
1	0.424	13	0,1855
2	0.625	14	0,535
3	0.985	15	0,0223
4	0.715	16	0,2551
5	0.445	17	0,415
6	0.2075	18	0,0475
7	0.3551	19	0,0475
8	0.178	20	0,0985
9	0.3551	21	0,0625
10	0.0355	22	0,0715
11	0.0371	23	0,0423
12	0.0671	24	0625,0
بدل المخاطرة السوقية :		0.2602	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



ويمكننا احتساب بدل المخاطرة السوقية بالاعتماد على جدول (5) وكما هو مذكور في أدنى الجدول والتي تساوي (0,2602) .

ويوضح الجدول رقم (6) احتساب نتائج معامل المخاطرة المنتظمة وهو العنصر الثالث من معدل العائد المطلوب باستخدام المعادلة β المشار إليها في البحث وهي : العائد الشهري لسهم = أ + ب (معامل العائد السوقي)

جدول (6) معامل المخاطرة المنتظمة للشركات عينة البحث

الشركة	المخاطرة المنتظمة
1	0.0228
2	0.0659
3	0.00608
4	0.0440
5	0.0440
6	0.0440
7	0.0440
8	0.0287
9	0.0288
10	0.0440
11	0.0440
12	0.0288
13	0.0288
14	0.0659

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية وبعد توفر المعلومات عن العناصر الثلاثة السابقة فقد أمكن احتساب :

العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معامل المخاطرة المنتظمة × بدل المخاطرة السوقي
ويظهر جدول (7) العائد المطلوب على الأسهم للشركات المختارة عينة البحث وفقاً لدرجة المخاطرة المنتظمة لكل سهم الجدول (7)

الشركة	العائد المطلوب	العائد على الأسهم	الشركة	العائد المطلوب	العائد على الأسهم
1	0.106	1.215	8	0.107	1.434
2	0.102	5.52	9	0.107	3.99
3	0.102	12.02	10	0.101	0.38
4	0.101	7.23	11	0.101	1.822
5	0.101	2.06	12	0.101	2.146
6	0.101	1.431	13	0.107	0.37
7	0.101	0.25	14	0.107	3.09

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي الثامن ودليل الشركات لسنة 2011 لسوق العراق للأوراق المالية



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

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

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول :

1. ان نتائج البحث أشارت الى عدم وجود علاقة بين العائد الشهري والعائد السوقي وأن أسعار الأسهم في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية وبالتالي فالأسعار السائدة هي أسعار غير عادلة ولا تعكس أسعار التوازن في السوق .
2. أن هناك علاقة معنوية بين المتغيرين وهي علاقة ضعيفة وبالتالي فان قاعدة القرار تستطيع الحكم عليها بأنها غير مقبولة .
3. أن معامل الانحراف المعياري والذي يشكل الارتباط بين المتغيرين يشير الى وجود علاقة ضعيفة وتمثل 10,05 % بمعنى أن هناك متغيرات اخرى تدخل ضمن تحديد السعر الحقيقي للسهم في السوق .

الاستنتاجات والتوصيات

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

1. وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة حيث أنه كلما يرتفع حجم العائد ترتفع درجة المخاطرة المصاحبة لها وهي بذلك تمثل استثمارات كفاءة وهي بذلك تتعارض مع الفرضية الأولى التي افترضها الباحث .
2. أن معايير الاستثمارات الكفاءة جاءت متفقة مع النتائج الخاصة بتحديد حجم العائد والمخاطرة المصاحبة لها باستثناء الشركة رقم (1) التي تم استبعادها لأنها لا تتفق مع شروط الاستثمار الكفاءة، وبذلك فان الشركات الثلاثة عشرة الباقية تمثل شركات كفاءة والتي تمثل 90% من حجم العينة وبالتالي يمكن الحكم على أنها استثمارات كفاءة .
3. أن معامل الارتباط سبيرمان المحول الى رتب يشير الى وجود علاقة ويمثل 0,997 وهي تمثل علاقة قوية جداً بين العائد والمخاطرة .
4. أن التعارض والاتفاق فيما بين الدراسات السابقة والبحث الذي قام به الباحث جاءت نتيجة عدة أسباب ولذا فعلى اي باحث يريد البحث في هذا المجال أن يقوم بدراسة جميع الشركات بدون استثناء او كحد أدنى 70% من مجموع الشركات، حتى يستطيع الحكم على مدى وجود العلاقة بين العائد والمخاطرة سواء كانت ايجابية او سلبية .
5. أن هناك العديد من المتغيرات الأخرى تدخل ضمن تحديد سعر السهم السوقي وبالتالي فهي تكون مجهولة باستثناء معدل العائد على الاستثمار .



6. تحقيق معظم اسهم الشركات المدروسة شرط الكفاءة الاستثمارية الاول، وبذلك من خلال انخفاض قيم بيتا لها (مقياس المخاطرة المنتظمة) قياساً بمتوسط قيم بيتا للشركات التي حققت نفس العائد المتوقع . وفي ضوء هذه الاستنتاجات يمكننا تقديم مجموعة من التوصيات او المقترحات التي يمكن ان تساهم في تطوير عمل سوق الاوراق المالية العراقي وهي :

1. من المهم أن يقوم سوق العراق للأوراق المالية بأعداد دليل للمستثمر لا يتضمن فقط على المؤشرات المالية والمعلومات المحاسبية وإنما احتساب دورياً معدل العائد السوقي وبدل المخاطرة السوقية ليتمكن المستثمر من تحديد العائد الواجب أن يطلبه على استثماره .

2. بما ان العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة فانه من الطبيعي ان تكون الأسعار تعكس الواقع ولكن يبدو ان السبب هو القانون الذي يحدد سعر قفل الاستثمارات في السوق على سعر الافتتاح جعل من أسعار الأسهم لا تتناسب مع حقيقتها لذا ينبغي تعديل الفقرة القانونية، والتي تجعل عملية المزايدة حتى نهاية الجلسة بحيث يزيد سعر القفل عن سعر الافتتاح حتى بالضعف.

3. عدم منح إجازات فتح مكاتب الوسطاء للمتقدمين الا بعد اجتيازهم دورة تدريبية ينظمها السوق دورياً" في مجال الاستثمار وذلك لرفع من كفاءة أداء هذه المكاتب وزيادة وعيها الاستثماري .

4. إعداد نشرة في الجريدة الرسمية عن أسعار الافتتاح والقفل للأسهم بعد كل جلسة وذلك لاطلاع المستثمرين عن كافة التفاصيل .

5. تشجيع الشركات نحو اقتناء أسهم الخزانة وهي بذلك تمثل ركيزة نحو رفع مستوى العمل في سوق العراق للأوراق المالية وتسيير خطواتها نحو العمل على الاستثمار المتنوع بالأسهم والسندات وإصدار سندات القروض الطويلة والقصيرة الأجل وهي بذلك تسير نحو الارتقاء بمستوى الكفاءة والعمل نحو استثمار الأفضل .

6. العمل على كسب المزيد من ثقة المتعاملين ورفع مستوى كفاءة السوق وذلك عن طريق :

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

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

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

قائمة المصادر

1. البساط، احمد، (1975)، الأسواق المالية وبورصات الأوراق المالية وسياسات تكوين محفظة الأوراق المالية في المصارف، بيروت اتحاد المصارف العربية .

2. الحناوي: محمد، مصطفى، نهال، العبد،(2004)، أسواق المال والمؤسسات المالية الإسكندرية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر .

3. العامري: محمد علي ابراهيم، (1990)، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد بإطار نظرية المحفظة، أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد .

4. العامري، محمد، (1995)، تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار بالأوراق المالية . دراسة تطبيقه " مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد الثاني



5. الفضل: مؤيد محمد وأديب قاسم، (1996)، العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 2 العدد 3 .
6. المزيني: عماد الدين محمد، (2002)، سوق فلسطين للأوراق المالية واقعها وآفاقها "، رسالة ماجستير جامعة الدول العربية، معهد البحوث والدراسات العربية والاقتصادية .
7. الشماع: خليل حسن، (1991)، الإدارة المالية ، الطبعة الرابعة . جامعة بغداد .
8. حداد: فايز سليم، (2007)، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية.
9. حماد: طارق، (2000)، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع
10. جركس: إبراهيم احمد إبراهيم، (1991)، اثر القرارات المالية في المخاطرة والعائد وتقويم الأداء في أطار نظريتي المحفظة وتسعير الموجودات الرأسمالية " أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد جامعة بغداد .
11. جودة : صلاح، (2000)، بورصات الأوراق المالية علميا وعمليا"، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع.
12. هاتف، مجيد عبد الحسين، (2000)، استخدام Treynors Index لقياس كفاءة الاستثمارات في اسهم الشركات المساهمة العراقية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية . المجلد 3 . العدد 4 .
13. Alexander , G. and Francis J, (1986) , Portfolio Analysis , 3rd . ed ., New Jersey .
14. Bowman , R . G ,(1980) , The Importance of Market – Value Measurement of Debt in Assessing Leverage "Journal of Accounting Research , Spring , pp.242 – 254 .
15. Chance , D., (1992) , An Introduction to Derivative and Risk Management , 5th ed. AR court college publishers.
16. Cheung , C . and Coutts , (2001) , A Note on weak form Market Efficiency in security prices : Evidence from the Hong Kong stock Exchange . Applied Economics letters vol.8.
17. Fama , A. (1970) , Efficient Capital Markets : A Review of Theory and imperial Works , Journal of finance .
18. Harrington , Diana , (1987) , Modern Portfolio Theory , The Capital Assets Pricing , Model and Arbitrage Pricing : A users Guide " 2nd ed , New Jersey .
19. Jensen M. and Meckling W. , (1978) , Can the Corporation Survive , Financial Analysis Journal, January – February , 1978 .
20. Mamoun AL – Debie , (2000), The Association between Systematic Risk and debt – to-Equity ratio in Amman Financial Market " Dirasat , university of Jordan , Vol . 27 , No . 2 , PP. 461 – 466 .
21. Rawashted , M . and Squalli , (2002) , Sectorial Efficiency Analysis of the Amman stock Exchange . Applied Financial conomic letter .
22. Reilly , F. . and Brown K .C ., (1995) , Investment Analysis and portfolio Management , 7th ed. Thomson .
23. Sharpe , W. , (1964) , Capital Assets Pricing : A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk " , Journal of Finance , pp. 425 – 442 .