

تقييم اداء محافظ الاوراق المالية باستخدام نموذج ترينور
بالتطبيق علي اسهم عينة الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية
للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

م.عمار شهاب احمد الاحمد^١
جامعة التنمية البشرية / كلية الادارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية
ammars.hshab@uhd.edu.iq

م.د.حلا سامي خضير البجاري
جامعة الموصل / كلية الادارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

الملخص:

يساهم هذا البحث إلي إبراز أهمية الدور الذي يكتسبه سوق الاوراق المالية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية باعتباره الأداة التي تدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الشاملة ، حيث يقوم بدور هام في الوساطة المالية بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي ، إلا أن التغيرات والتقلبات الاقتصادية التي تحدث تؤثر علي القرارات الاستثمارية للمستثمرين مما يبعدهم عن السوق نتيجة عدم التفرقة بين الاستثمارات الجيدة والغير جيدة ، لذلك كان من الضروري تقديم نماذج أو نظريات تبين للمستثمرين الماليين طرق اختيار استثماراتهم المثلى وبالتالي العودة إلي الاستثمار في سوق الاوراق المالية ، ومن احدي هذه النماذج المستخدم من قبل المستثمرين هو نموذج ترينور القائم علي افتراض ان المحافظ المالية المتنوعة تنوعا جيدا يؤدي الي التخلص من المخاطر غير المنتظمة وبقاء المخاطر النظامية التي يتم قياسها باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة وبالتالي تقييم أدائها واختيار أفضلها وفق هذا النموذج. الكلمات المفتاحية : المحفظة المالية ، الخطر النظامي وغير النظامي ، نموذج ترينور.

كورتته:

ئامانج لـهم تووژینه وهیه دهرخستنی گرنگی رۆلی بازارێ کاغزه داراییه کان له سه ر ئابوووری وولاته پێشکهوتووکان و نه وولاتانهی تازه که شه نه کهن ، له بهر نه وهی نه بازاره ئامرازیکێ پالنه ره بو ئابوووری به ره که شه سه ندنی گشتی ، له بهر نه و رۆله گرنکهی نه ییینی بو ناوه ندگریی درایی له نیوان زیادبوونی درایی و کورته یانی درایی روودانی گۆرانکاریه ئابوووریه کان کاریگه رن له سه ر بریاره وه به ره یانی نه کان بویه نه بیته دوور کهوتنه وه له بازار له نه نجامی جیاوازی نه کردن له نیوان وه به ره یانی باش و وه به ره یانی خراپ . له بهر نه مه پیویسته شیوه و شیوازو تیوری پێش که ش بکریته بو بهرچاو روونی وه به ره یانه داراییه کان بو پهیره و کردنی وه به ره یانی نمونه یی و گه رانه وه بو بازارێ کاغزه داراییه کان . یه کیك له و شیوازه ی که له لایه ن وه به ره یانه کان وه پهیره و نه کریته شیوازی ترینو یه که پشت نه به ستیته به گریمانه ی که هه گبه داراییه جوړاو جوړه کان نه بیته به هو ی رزگار بوون له ریسکه نا سیسته مه کان و هیشته وهی ریسکه سیسته مه مه کان که نه توانریته پیوانه بکریته به به کار هیانی کۆله ی بیتا وه ک پیومریک بو ریسکی هه گبه سیسته مه مه کان و هه لسه نگاندنی توانستی و هه لبراردنی باشتیریانی به پی ی نه و شیوازه . وشه کلیلیه کان : هه گبه ی درایی ، مه ترسی سیسته مه ، مه ترسی ناسیسته مه ، مودیلی ترینور.

Abstract:

This research aims to highlight the importance of the role of the stock market in the economies of developed and developing countries as the tool that drives the economy towards comprehensive economic development. It plays an important role in financial intermediation between surplus and fiscal deficit units. Affect the investment decisions of investors, which keeps them away from the market due to the lack of differentiation between good and non-good investments, so it was necessary to provide Models or theories that show financial investors how to choose their best investments and thus return to investing in the stock market. One of these models used by investors is the Trainor model, based on the assumption that diversified financial portfolios lead to the elimination of irregular risks and systemic risk Which are measured using a beta coefficient as a measure of portfolio risk and thus evaluate their performance and choose the best one.

Key words: financial portfolio, systemic and informal risk, Trainor model.

المقدمة

ادت التغيرات الاقتصادية المحلية و العالمية التي طرأت الي تزايد حجم الإستثمارات التي تتطلب توفر مصادر للتمويل، كما عرفت تنوعا في المتعاملين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات ، الذين يمتلكون فوائض مالية وامامهم فرص لاستثمارها، ولعل من أهم تلك الفرص المتاحة في الإقتصاد المعاصر هو الإستثمار في سوق الأوراق المالية ، إن تحول نمط التمويل من التمويل المباشر إلي التمويل غير المباشر يبين لنا مدي أهمية الأسواق المالية كأحد أطراف النظام المالي، إذ أصبحت المكان الذي يجمع بين وحدات العجز ووحدات الفائض المالي ، كما أصبحت تمثل المصدر الرئيسي لتمويل الأنشطة الإقتصادية الخاصة والعامة ، والذي اتاح فرصة للمستثمرين في تنويع إستثماراتهم المالية من خلال تكوين محفظة لأوراق المالية محاولة لتخفيض مخاطر التي يتعرض لها المستثمرين نتيجة التغيرات السوقية ، ومن اجل اختيار افضل محفظة مالية يوجد نماذج ونظريات عديدة لتقييم اداء تلك المحافظ ومنها نموذج ترينور الذي يقيس الاخطار النظامية من خلال حساب معامل بيتا ، اما المخاطر غير النظامية فقد تم التخلص منها بتنويع محفظة الأوراق المالية .

منهجية البحث

اولاً : مشكلة البحث : يفتقد الكثير من المستثمرين الي الخبرة في مجال الاستثمار في الاوراق المالية وكيفية تكوين المحافظ المالية من اجل تحقيق افضل عائد مع مستوي مخاطرة مقبول ، ويقوم الكثير من المستثمرين باستثمار اموالهم باسلوب التقليد الاعمي (اسلوب القطيع) اي الاعتماد علي الاخبار والاشاعات في اختيار الاوراق المالية مما قد يعرضهم الي مخاطر كبيرة ، ومن هنا تنطلق مشكلة البحث التي تدرج تحت التساؤلات الآتية :

١. ماهو الاسلوب العلمي الذي يجب اتباعه لتقليل مخاطر الاستثمار بالاوراق المالية؟

٢. ماهي النسب والمؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم اداء محافظهم المالية؟

٣. ماهي الاسس المتبعة لتكوين المحافظ المالية؟

ثانياً : أهمية البحث : تكمن أهمية البحث في تبصير المستثمرين في الاوراق في كيفية تقييم اداء المحافظ المالية واختيار افضلها من خلال استخدام نموذج ترينور مما يساهم في تقليل المخاطر وتعظيم العائد الذي يسعون الي تحقيقه خاصة في ظل بيئة ديناميكية متغيرة، وتزداد أهمية المحافظ المالية للأسباب الآتية :

١. الأهمية علي مستوي المستثمرين والشركات، إذ يساهم البحث في اختيار افضل النماذج في تكوين المحافظ المالية.

٢. الأهمية علي مستوي الإقتصاد، إذ يساهم البحث في رفع الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد المالية بالشكل الأمثل ما يزيد من الربحية ويقلل المخاطر الذي ينعكس بدوره ايجابياً علي الإقتصاد.

ثالثاً : هدف البحث: يهدف البحث الي التعرف علي نموذج ترينور وكيفية استخدامه في قياس تقييم المحافظ المالية من قبل المستثمرين في الاوراق المالية في سوق العراق للاوراق المالية ، كذلك التعرف علي افضل المحافظ المكونة، واي القطاعات اكثر مساهمة في زيادة الدخل القومي العراقي.

رابعاً : فرضية البحث: ينطلق البحث من فرضية مفادها ان اعتماد المستثمرين علي نموذج ترينور الذي يقيس العلاقة بين المتغير التابع المتمثل بالعائد والمتغيرات المستقلة المتمثلة بالمخاطرة النظامية وغير النظامية، مايساعدهم في اختيار افضل محفظة مالية ما يساهم في تعظيم العائد المحقق وتقليل المخاطر التي يتعرضون لها.

خامساً : عينة البحث: تم اعتماد الشركات المسجلة في سوق العراق للاوراق المالية ومن كافة القطاعات والتي توفرت عنها بيانات خلال مدة البحث ٢٠٠٥ – ٢٠١٣ ماعدا شركات قطاع الاستثمار المالي بسبب عدم توفر بيانات عن عوائد اسهم شركاته التي تعتبر الركيزة الاساسية في حساب نتائج البحث لذلك تم استبعاد هذا لقطاع من البحث.

سادساً : هيكل البحث: تناغما مع سياقات البحث العلمي فقد قسم البحث الي مبحثين: تناول المبحث الاول الجانب النظري الاسس النظرية للمحافظ المالية في حين جاء المبحث الثاني مستعرضا الجانب التطبيقي والمتضمن استخدام نموذج ترينور في تقييم اداء المحافظ المالية التي سوف يتم تشكيلها من قطاعات مختلفة والمدرجة في سوق العراق للاوراق المالية.

سابعاً : صعوبات البحث: ولم تتوفر البيانات المطلوبة والمكتملة للبحث عن عوائد اسهم الشركات التي تعتبر الركيزة الاساسية لحساب نموذج ترينور سوي الي العام ٢٠١٣ فقط ، اما ما بعد ذلك التاريخ لم يفصح عن عوائد اسهم الشركات في موقع سوق العراق للاوراق المالية ، وان وجدت فهي بيانات لفترات متقطعة وهذا لاخدم البحث.

تكمّن صعوبة البحث في ان البيانات المتوفرة عن عوائد الاسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية غير معلنة في التقارير ومقطعة خلال للعامين ٢٠١٤ و ٢٠١٧ لذلك استخدمنا البيانات المتوفرة من عام ٢٠٠٥ – ٢٠١٣ ، وهنا تطلب التوضيح لعدم شمول عينة البحث للاعوام ٢٠١٤-٢٠١٧ التي يمكن ملاحظتها بالبحث في موقع السوق (www.isx-iq.net).

المبحث الاول

الجانب النظري

الاسس النظرية لمحفظه الاوراق المالية

اولاً : مفهوم محفظة الاوراق المالية

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوب فعال لتحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية لأنه يركز علي مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة محفظة الأوراق المالية، من هنا يمكن اعتبارها من أهم وسائل علاج مشكلة تقييم الإستثمارات ، وحتى يتمكن مدير المحفظة من حسن إدارة محفظة الاوراق المالية يحتاج إلي تحديد مسبق للسياسات المعتمدة في إدارتها وطرق تقييمها.(هندي ، ١٩٩٦ ، ٤٢٩)

ثانياً : تعريف محفظة الأوراق المالية

يعرفها العبدلي علي انها عبارة عن أداة مركبة من أدوات الإستثمار اذ تتكون من ورقتين أو أكثر ويتم إدارتها من قبل شخص يسمى مدير المحفظة ، وبهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلي شخص طبيعي أو معنوي ، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط وفي هذه الحالة تسمى محفظة أسهم ، أو تكون سندات فقط وتسمى محفظة سندات ، كما قد تكون المحفظة تضم النوعين معا و يطلق عليها اسم المحفظة الهجينة . (العبدلي ، ٢٠١٢ ، ١٣) ، فيما ويعرفها Amenc & Le علي انها مجموعة من الأوراق المالية المختارة التي تشكل مزيجاً متجانساً ، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات ، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، صكوك) تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها و مدة إستحقاقها (7 , 2003 , Amenc & Le) ، بينما سارة عرفتھا او أنها مجموعة من الموجودات المالية أو الأوراق المالية قصيرة الاجل ، التي يمكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل . (سارة ، ٢٠٠٧ ، ١١) ، اما الحناوي فيعرفها علي انها توليفة من مجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها عاندها، مدة إستحقاقها، نوعها...، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد علي مبدأ التنويع، وذلك

بغرض تعظيم عائدها وتقليل الخطر أي تحسين العلاقة بين العائد و الخطر، ولذلك نجد أن محفظة الأوراق المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية أسهم، سندات، مشتقات مالية... الخ تتبا. (الحنوي ، ٢٠٠٨ ، ٢٦٧) ، ويعرفه قادر والاحمد بانه اكتساب الموجودات المالية التي تأخذ شكل توظيف مالي في الأوراق المالية بمختلف أنواعها. (قادر والاحمد ، ٢٠١٥ ، ١٨٩)

رابعاً : أهداف تقييم اداء محفظة الأوراق المالية

تقسم الي اهداف عامة واهداف خاصة كمايلي:

أ. الاهداف العامة :

١. الحفاظ علي رأس المال : من المهام التي يجب علي المدير أن يوفق فيها هي المحافظة علي رأس المال و العمل علي أن لا تصل الخسائر إليه ، باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية في المحفظة فيمكن أن يحقق ربح في صفقة و يحقق خسارة في أخرى أما الإجمالي فيكون ربحاً. (الجميل ، ٢٠١١ ، ٢٨٣)
 ٢. استقرار التدفق النقدي: علي مدير محفظة الأوراق المالية اختيار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت لضمان معدل معين من استمرار التدفق النقد من المحفظة مثل الأسهم الممتازة و السندات. (ابوزيد ، ٢٠٠٩ ، ٢٦٦)
 ٣. التنويع: يعد تنويع الأوراق المالية من أهم الوسائل لتقليل مخاطر المحفظة لهذا يمكن أن نعتبره من أهداف المحفظة. (الجميل ، ٢٠١١ ، ٢٨٣)
 ٤. نمو رأس المال المستثمر: ليعمل مدير المحفظة المالية علي الحفاظ علي رأس المال فقط ، بل يجب ان يحقق هدفا أساسيا و هو تنمية رأس المال لأنه الهدف الذي من اجله تأسست محفظة الأوراق المالية. (ابوزيد ، ٢٠٠٩ ، ٢٦٦)
 ٥. تحقيق مستوي مقبول من السيولة : تقاس سيولة محفظة الأوراق المالية بمدي قابلية تحويل موجوداتها المالية الي سيولة وبسرعة. (ابوزيد ، ٢٠٠٩ ، ٢٦٦)
- ب. الأهداف الخاصة :

تعتمد الاهداف الخاصة علي ظروف المستثمرين و تفضيلاتها اتجاه العائد والخطر، فإذا كان المستثمر لا يرغب للتعرض لقدرة كبير من المخاطر يمكنه أن يشكل محفظة تتكون من أسهم و سندات ، أما إذا كان المستثمر لا يرغب في التعرض إلي أي نوع من الخطر فعليه أن يشكل محفظة من السندات وخاصة السندات الحكومية ، وإذا كان مستثمر مجازف فانه يكون محفظة من اسهم فقط.(معروف ، ٢٠٠٣ ، ٢٠)

خامساً : أنواع محافظ الأوراق المالية

هناك خمس أنواع من المحافظ الإستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية :

١. محفظة الدخل : تركز محفظة الدخل علي الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات ، وان معظم المستثمرين الذين يفضلون هذا النوع إما أن يكونوا من صغار المستثمرين و الذين يعتمدون علي الدخل المتولد من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين يتجنبون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي علي عوائد أكبر. (العبدلي ، ٢٠١٢ ، ١٣)
٢. محفظة النمو : تركز محفظة النمو علي أدوات الإستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلي نمو أموال المحفظة وزيادتها ، وتعتمد هذه المحفظة أساساً علي شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها ، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلي رسملة احتياجاتها وذلك من أجل إستثمار هذه الأموال في عملياتها ، ويتفاهم المستثمرون في محافظ النمو علي هذه السياسة ، إذ همهم هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح. (ساره ، ٢٠٠٧ ، ١٦)
٣. المحفظة المختلطة أو الهجينة: وترتكز علي التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلي الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها وتقوم المحفظة المختلطة بتنويع إستثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي

٤. توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة المالية . (شبير ، ٢٠١٥ ، ٤٣)
٥. المحفظة المتوازنة : و هي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات ، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات و في نفس الوقت المحافظة على رأس المال المستثمر. (ساره ، ٢٠٠٧ ، ١٦)
٦. المحفظة الدولية: أخذت اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين باعتبارها من أدوات الاستثمار الحديثة ، و لأنها توفر الأمان النسبي من خلال التنوع الذي تتصف به و يتضح ذلك من خلال : (العبدلي ، ٢٠١٢ ، ١٣)
- تنوع الموجودات : و ذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الموجودات المالية.
- التنوع الجغرافي: لأن رأس مال المحفظة يكون موزعا على موجودات مالية في عدة دول.
- تنوع العملات : إذ بسبب التنوع الجغرافي لموجودات المحفظة تتنوع أيضا العملات التي تقيم هذه الموجودات.

سادساً : ضوابط واسس بناء محفظة الأوراق المالية

إن أصعب قرار يقوم باتخاذ المستثمر هو كيفية اختيار الأوراق المالية من بين الكثير من الشركات الموجودة في السوق ، ويتم عادة المفاضلة بين هذا العدد الكبير لاختيار مكونات المحفظة على أساس متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة ، ومن أجل التقيد بالحد الأدنى من وسائل الأمان عند تكوين المحفظة هناك ضوابط عدة يجب إتباعها وهي كالتالي : (شبير ، ٢٠١٥ ، ٣٧)

١. يجب تمويل المحفظة من رأس المال الخاص بالمستثمر.
٢. يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة يحتوي على أسهم لشركات منخفضة المخاطر، وجزء آخر للأسهم العالية المخاطر والتي يكون عائدها مرتفعا وذلك وفقا لمقدرة المستثمر لتحمل مثل هذا المستوى من المخاطر. (شبير ، ٢٠١٥ ، ٣٧)
٣. إمكانية المستثمر من تغيير نسب الاستثمار في الأوراق المالية في المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو بالعكس حسب تغيرات السوق ، أو أي تغير في أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر ومن الضروري التنوع بين قطاعات الصناعة لأنه كلما زاد التنوع في مكونات المحفظة انخفضت المخاطر. (ساره ، ٢٠٠٧ ، ١٣)
٤. يجب أن يقارن أداء المحفظة مع أحد مؤشرات السوق باستخدام احد نماذج القياس. (شبير ، ٢٠١٥ ، ٣٧)

سابعاً : العائد والمخاطرة

تعتبر المخاطرة أهم العوامل المؤثرة في السوق المالي لذا فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة الخطر الاستثماري أمر جوهري من أجل الاستثمار الفعال ، فالتقييم العادل لمخاطر الموجودات الرأسمالية يؤدي إلى تقييم عادل لعوائدها وبالتالي الوصول إلى سعرها العادل. ومن هنا لابد من التمييز بين نوعين من العائد وهما: (ربابعة وحطاب، ٢٠٠٦ ، ٥)

١. العائد الفعلي : هو عبارة عن المكاسب أو الخسائر الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن وتتمثل بعوائد الاستثمار بقيمة التدفقات النقدية المستلمة خلال فترة احتفاظه الناتجة عن تغير قيمة الموجود المالي. (سليمة ، ٢٠٠٩ ، ١٢)
 ٢. العائد المتوقع هو أقل عائد يقبل به المستثمر ليستثمر في موجود معين وذلك في حالة توازن السوق حيث يتساوى العائد المتوقع مع العائد المطلوب من قبل المستثمر . (الزري، ٢٠٠٠ ، ١٧٦)
- اما المخاطرة تعرف بأنها احتمال تحقيق عائد من الاستثمار المالي أقل من المتوقع، بمعنى أن هذا الاستثمار يمكن أن يكون له نتائج بديلة في المستقبل لم يظهر مفهوم الكيفية التي يتم فيها تقدير هذه المخاطر حتى عام ١٩٥٢ عندما ظهرت النظرية التي ربطت بين عوائد ومخاطر الاستثمار المالي لهنري ماركوتتر وأصبح تقييم المحفظة لجميع الموجودات الرأسمالية يعتمد على هذين العنصرين (شبير ، ٢٠١٥ ، ٢٨). عموما يمكن تصنيف المخاطر المحيطة بالاستثمار المالي إلى نوعين وهما :

١. المخاطر المنتظمة: حيث تتعرض لها جميع الاستثمارات الموجودة في السوق ولا يمكن تجنبها بالتنوع مثل التضخم الحروب ... الخ ، الذي يقاس بمعامل بيتا. (الحنوي وآخرون ، ٢٠١٠ ، ٢٤٠)
٢. المخاطر غير المنتظمة: هي مخاطر تتعرض لها استثمارات دون أخرى كدخول منتجات جديدة، الإضرابات العمالية، مخاطر الإدارة ... الخ هذا النوع من المخاطر يمكن التخلص منه بالتنوع والتي تقاس بالانحراف المعياري. (الزري ، ٢٠٠٠ ، ١٨٠)

ثامناً : مبادئ تكوين محفظة مالية

هناك مجموعة من المبادئ التي لابد للمستثمر أن يراعيها عند تكوين محفظة الأوراق المالية : مبدأ القياس الكمي : ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشككة للمحفظة المالية ، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية ، و لقياس العائد و الخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد و المعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل ، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل كما يلي :

١. مبدأ الشمول : ويقصد به ان تشمل المحفظة المالية علي معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وذلك حتي يتم تحقيق عائد مرتفع و مستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة. (سارة ، ٢٠٠٧ ، ١٦)
 ٢. مبدأ الارتباط : ويهدف هذا المبدأ إلي تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشككة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية. (سارة ، ٢٠٠٧ ، ١٦)
 ٣. مبدأ الجودة : ونقصد بجودة ورقة مالية إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق وبأقل خسارة ، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق. (سارة ، ٢٠٠٧ ، ١٦)
 ٤. مبدأ التنوع : إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية ، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً أهمها: (سارة ، ٢٠٠٧ ، ١٦)
- تنوع قطاعي.
 - تنوع سوقي أسواق حاضرة /مستقبلية.
 - أسواق محلية /أجنبية.
 - التنوع في الأوراق المالية أسهم وسندات.

المبحث الثاني**الجانب التطبيقي****تقييم اداء محافظ الاوراق المالية المالية باستخدام نموذج ترينور****اولاً : نبذة عن سوق العراق للأوراق المالية**

كان اسم السوق في الفترة التي امتدت من عام ١٩٩٢ لغاية ٢٠٠٣ سوق بغداد للأوراق المالية تأسس بموجب القانون المرقم (٢٤) لسنة ١٩٩١. وكان هذا السوق سوقاً حكومياً إستطاع في حينها إدراج (١١٣) شركة عراقية مساهمة خاصة ومختلطة. وإستطاع أن يستقطب في آخر عام له معدلات تداول سنوية تجاوزت سبعة عشر مليون دولار ونصف بقليل. أغلق هذا السوق بقرار من مجلس إدارته بتاريخ ٢٠٠٣/٣/١٩ ، ثم تأسس سوق العراق للأوراق المالية بتاريخ ١٨ نيسان ٢٠٠٤ صدر القانون المؤقت المرقم ٧٤ ليأسس مؤسستين مهمتين في قطاع رأس المال وهما سوق العراق للأوراق المالية و هيئة الأوراق المالية العراقية ، وسوق العراق هو سوق إقتصادية ذات إستقلال مالي وإداري غير مرتبط بجهة، ويدار من قبل مجلس مكوّن من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح الاقتصادية للقطاع الاستثماري يسمى مجلس المحافظين والسوق هو المكان الذي يلتقي فيه المستثمرون ، حيث يتم التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، وهو يشكل احد القنوات التي ينساب فيه المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتعبئتها وتهيتها للمجالات الاستثمارية المختلفة. (www.isx-iq.net)

ثانياً : التعريف بنموذج ترينور

يقوم هذا النموذج علي أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة و المخاطر الغير منتظمة ، حيث يفترض النموذج أن المحافظ التي تم تنويعها بشكل جيد يتم فيها التخلص من المخاطر غير المنتظمة والتي تتخفف كلما زاد التنويع في محفظة الاوراق المالية ، وبعد الحصول علي محفظة اوراق مالية متنوعة يتبقى لدينا فقط المخاطر النظامية والتي نقوم بقياسها بواسطة استخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة المالية النظامية التي لايمكن تجنبها بالتنويع وكما يلي : (الحنوي واخرون ، ٢٠١٠ ، ٢٤٤) (شبير ، ٢٠١٥ ، ٥٨)

$$R = (RB - RF) / \beta$$

حيث ان :

R = قيمة المؤشر المكافئة الي نسبة التقلب في العائد.

RB = متوسط عائد المحفظة .

RF = معدل العائد لاستثمارات المالية من المخاطر .

β = مقياس للخطر المنتظم بالنسبة لكل موجود من الموجودات المتداولة فإذا كانت بيتا تساوي :

أكبر من الواحد معني ذلك أن الموجودات المالية المعنية أكثر تأثيراً بتذبذبات السوق.

تساوي الواحد فإنها تدل علي أن الموجود المالي المعني يتغير بنفس الأهمية مثل السوق .

أصغر من الواحد فإنها تدل علي أن هذا الموجود المالي معوم الحساسية أو ضعيف بالنسبة للتذبذبات التي قد يشهدها السوق.

ثالثاً : اختبار اداء المحافظ المالية حسب نموذج ترينور

تم تكوين ثلاث محافظ مالية (A و B و C) من اسهم عينه من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠٠٥ – ٢٠١٣ التي تبين متوسط عائد المحفظة علي مستوي كل عام (٢٠٠٥ الي ٢٠١٣) التي حصلنا عليها من الملاحق رقم (١ و ٢ و ٣ و ٤ و ٥ و ٦ و ٧) والمبينة في الجدول (١) وكما يلي:

١. المحفظة المالية (A) والتي تتكون من عينة من اسهم شركات من القطاعات (الخدمات ، الزراعي ، الصناعي ، الفنادق ، المصارف) التي حققت عائد جيد لاسهمها.

٢. المحفظة B والتي تتكون من عينة من اسهم شركات قطاع الخدمات والزراعي والفنادق التي حققت اعلي عائد لاسهمها قياساً بباقي القطاعات.

٣. المحفظة C والتي تتكون من عينة من اسهم الشركات ومن كافة القطاعات (استثمارات مالية ، الخدمات ، التأمين ، الزراعي ، الصناعي ، الفنادق ، المصارف) التي تتوفر بيانات عن اسهمها في موقع سوق العراق للاوراق المالية.

٤. متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية الذي حصلنا عليه من موقع السوق.

جدول (١)

يبين تكوين المحافظ المالية (A و B و C) للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

رقم العمود	1ع	2ع	3ع	4ع
السنوات	متوسط عوائد اسهم المحفظة A علي مستوي السنة الواحدة	متوسط عوائد اسهم المحفظة B علي مستوي السنة الواحدة	متوسط عوائد اسهم المحفظة C علي مستوي السنة الواحدة	متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية
2005	1.2243	1.0787	0.3935	0.5357
2006	0.9473	0.7010	0.2735	0.3214
2007	0.5015	0.4470	0.2223	0.4286
2008	0.6450	0.4435	0.2641	0.6548
2009	0.7984	0.8374	0.3367	0.2976
2010	0.5241	0.5179	0.2179	1.1548
2011	0.5159	0.2944	0.1850	1.5714
2012	0.5220	0.3355	0.2354	1.4286
2013	0.5220	0.2867	0.1827	1.4048

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي:البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

صوبين الجدول (٢ و ٣ و ٤) حساب التغيرات لمحفظة الاوراق المالية (A, B, C) مع المتوسط العام لمؤشر سوق العراق للاوراق المالية ، من خلال اتباع مجموعة من الخطوات وتطبيق مجموعة من النسب والمؤشرات ، اذ يبين العمود رقم (١) حساب متوسط عوائد الاسهم المكونة للمحافظ (A,B,C) وعلي مستوي كل عام للمدة ٢٠١٣ - ٢٠٠٥ الذي حصلنا عليه من خلال تطبيق الصيغة الحسابية رقم (١) ادناه ، والعمود رقم (٢) يبين متوسط عائد المحفظة لجميع الاعوام ٢٠١٣- ٢٠٠٥ الناتج عن مجموع متوسط عوائد المحفظة للمدة ٢٠١٣ - ٢٠٠٥ مقسوماً علي عدد الفترات الزمنية عينة البحث البالغة (٩) اعوام الذي تم احتسابه بالاعتماد علي الصيغة الحسابية رقم (٢) ادناه ، فيما يبين العمود رقم (٣) حاصل طرح نتيجة العمود رقم (٢) من العمود رقم (١) لنحصل علي انحرافات عائد المحفظة عن متوسط عائداتها من خلال استخدام الصيغة الحسابية رقم (٣) ادناه ، اما العمود رقم (٤) يبين متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية علي مستوي كل عام الذي تم احتسابه وفق الصيغة الحسابية رقم (٤) المبينة ادناه ، والعمود رقم (٥) يبين متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية لجميع الاعوام الذي تم احتسابه وفق الصيغة الحسابية رقم (٥) ادناه ، والعمود رقم (٦) يوضح انحرافات متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية عن متوسط المؤشر للمدة ٢٠١٣ - ٢٠٠٥ والمبينة في الصيغة الحسابية رقم (٦) ، واخيراً يبين العمود (٧) حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات متوسط عائد السوق من اجل الحصول علي تباين عائد المحفظة التي تم حسابها في الصيغة الحسابية رقم (٧) ادناه و كما يلي:

$$١. \text{متوسط عائد اسهم المحفظة (A) علي مستوي العام ٢٠٠٥} =$$

$$(٢٠٠٥ \text{ للعام المحفظة اسهم عوائد مجموع}) / (\text{المختارة الاسهم عدد})$$

$$= 1,2243 = 7 / (0,52 + 0,22 + 0,48 + 3,40 + 1,14 + 2,27 + 1,76)$$

$$٢. \text{متوسط عائد اسهم المحفظة (A) علي مستوي الاعوام ٢٠١٣ - ٢٠٠٥} = \text{المتوسط العام للمؤشر (٢٠٠٥-٢٠١٣) / (الزمنية الفترات عدد)}$$

$$= 0,5161 = 9 / (1,2243 + 0,9473 + 0,5015 + 0,6450 + 0,7984 + 0,5241 + 0,5159 + 0,5220 + 0,5220)$$

٣. انحراف عائد المحفظة (A) عام ٢٠٠٥ عن متوسط مجموع عوائد المحفظة للاعوام ٢٠٠٥-٢٠١٣ = متوسط عائد المحفظة للعام ٢٠٠٥ - متوسط مجموع المحفظة للاعوام ٢٠٠٥-٢٠١٣ = ٠,٧٠٨٢ = ٠,٥١٦١-١,٢٢٤٣

٤. متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية لعام ٢٠٠٥ = (المالية للاوراق العراق مؤشر) / (المؤشر شركات عدد) = ٠,٥٣٥٧ = ٨٤/٤٥ =

٥. متوسط مؤشر سوق العراق للمدة ٢٠٠٥-٢٠١٣ = (٢٠١٣-٢٠٠٥) للمدة المالية للاوراق سوق مؤشر متوسطات (مجموع) / (الفترة عدد) = (٧,٧٩٧٦) / ٩ = ٠,٨٦٦٤ =

٦. انحرافات متوسط عوائد مؤشر سوق العراق عن متوسط عائدته للمدة ٢٠٠٥ - ٢٠١٣ = (٢٠١٣-٢٠٠٥) للمدة السوق عائد متوسط = (٠,٨٦٦٤) / (٠,٥٣٥٧) = ٠,٣٣٠٧ =

٧. متوسط التغيرات لعائد المحفظة المحفظة (A) للمدة ٢٠٠٥ \ ٢٠١٣ = (٢٠١٣-٢٠٠٥) للمدة التغيرات مجموع / (الفترة عدد) = (٠,٠٠٤) / ٩ = ٠,٠٠٠٥ = %

وهكذا يتم احساب النتائج الموجودة في الجداول (٢ و ٣ و ٤) للثلاث محافظ (A,B,C) بتطبيق الصيغ الحابية اعلاه علي كافة الشركات والاعوام عينة البحث.

جدول (٢)

حساب التغيرات بين عائد المحفظة A ومتوسط العائد العام لمؤشر السوق

العمود	١ع	٢ع	٣ع = ١ع - ٢ع	٤ع	٥ع	٦ع = ٤ع - ٥ع	٧ع = ٣ع * ١٠٠ / ٦ع
السنوات	متوسط عوائد اسهم المحفظة A علي مستوي السنة الواحدة	متوسط عائد المحفظة علي مستوي المدة ٢٠٠٥ - ٢٠١٦	انحرافات عائد المحفظة عن متوسط عائدتها	متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية	متوسط عائد السوق	انحرافات متوسط عائد السوق عن متوسط عائدته	التغيرات
2005	1.2243	0.5161	0.7082	0.5357	0.8664	-0.3307	%-0.0023
2006	0.9473	0.5161	0.4312	0.3214	0.8664	-0.5450	%-0.0023
2007	0.5015	0.5161	-0.0146	0.4286	0.8664	-0.4378	%0.0001
2008	0.6450	0.5161	0.1289	0.6548	0.8664	-0.2116	%-0.0003
2009	0.7984	0.5161	0.2823	0.2976	0.8664	-0.5688	%-0.0016
2010	0.5241	0.5161	0.0080	1.1548	0.8664	0.2884	%0.0000
2011	0.5159	0.5161	-0.0002	1.5714	0.8664	0.7050	%0.0000
2012	0.5220	0.5161	0.0059	1.4286	0.8664	0.5622	%0.0000
2013	0.5220	0.5161	0.0059	1.4048	0.8664	0.5384	%0.0000
المجموع	4.6451		المجموع	7.7976		المجموع	%-0.004
المتوسط	0.5161		المتوسط	0.8664		المتوسط	%-0.0005

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : العمود رقم (١) والعمود رقم (٤) الجدول رقم (١).

جدول (٣)

حساب التغيرات بين عائد المحفظة B ومتوسط العائد العام لمؤشر السوق

العمود	1ع	2ع	3ع = 1ع - 2ع	4ع	5ع	6ع = 4ع - 5ع	7ع = 3ع * 100/6ع
السنوات	متوسط عوائد اسهم المحفظة B علي مستوي السنة الواحدة	متوسط عائد المحفظة علي مستوي المدة ٢٠١٦ - ٢٠٠٥	انحرافات عائد المحفظة عن متوسط عاندها	متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية	متوسط عائد السوق	انحرافات متوسط عائد السوق عن متوسط عانده	التغيرات
2005	1.0787	0.5491	0.5296	0.5357	0.8664	-0.3307	%-0.0018
2006	0.7010	0.5491	0.1519	0.3214	0.8664	-0.5450	%-0.0008
2007	0.4470	0.5491	-0.1021	0.4286	0.8664	-0.4378	%0.0004
2008	0.4435	0.5491	-0.1056	0.6548	0.8664	-0.2116	%0.0002
2009	0.8374	0.5491	0.2882	0.2976	0.8664	-0.5688	%-0.0016
2010	0.5179	0.5491	-0.0312	1.1548	0.8664	0.2884	%-0.0001
2011	0.2944	0.5491	-0.2548	1.5714	0.8664	0.7050	%-0.0018
2012	0.3355	0.5491	-0.2137	1.4286	0.8664	0.5622	%-0.0012
2013	0.2867	0.5491	-0.2624	1.4048	0.8664	0.5384	%-0.0014
المجموع	4.9421		المجموع	7.7976		المجموع	%-0.0080
المتوسط	0.5491		المتوسط	0.8664		متوسط التغيرات	%-0.0010

جدول (٤)

حساب التغيرات بين عائد المحفظة C ومتوسط العائد العام لمؤشر السوق

العمود	1ع	2ع	3ع = 1ع - 2ع	4ع	5ع	6ع = 4ع - 5ع	التغيرات
السنوات	متوسط عوائد اسهم المحفظة C علي مستوي السنة الواحدة	متوسط عائد المحفظة علي مستوي المدة ٢٠١٦ - ٢٠٠٥	انحرافات عائد المحفظة عن متوسط عاندها	متوسط مؤشر سوق العراق للاوراق المالية	متوسط عائد السوق	انحرافات متوسط عائد السوق عن متوسط عانده	التغيرات
2005	0.3935	0.2568	0.1368	0.5357	0.8664	-0.3307	%-0.0005
2006	0.2735	0.2568	0.0167	0.3214	0.8664	-0.5450	%-0.0001
2007	0.2223	0.2568	-0.0345	0.4286	0.8664	-0.4378	%0.0002
2008	0.2641	0.2568	0.0073	0.6548	0.8664	-0.2116	%0.0000
2009	0.3367	0.2568	0.0799	0.2976	0.8664	-0.5688	%-0.0005
2010	0.2179	0.2568	-0.0389	1.1548	0.8664	0.2884	%-0.0001
2011	0.1850	0.2568	-0.0718	1.5714	0.8664	0.7050	%-0.0005
2012	0.2354	0.2568	-0.0214	1.4286	0.8664	0.5622	%-0.0001
2013	0.1827	0.2568	-0.0741	1.4048	0.8664	0.5384	%-0.0004
المجموع	2.3110		المجموع	7.7976		المجموع	%-0.0020
المتوسط	0.2568		المتوسط	0.8664		متوسط التغيرات	%-0.0002

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي: العمود رقم (٢) والعمود رقم (٤) الجدول رقم (١).

يبين الجدول (٥) نتائج حساب التغيرات بين عائد المحافظ (A,B,C) وعائد متوسط مؤشر السوق من خلال قسمة متوسط مجموع تغير المحافظ (A,B,C) المبين في العمود رقم (٧) في الجداول (٢ و ٣ و ٤) لنحصل على التغيرات بين عائد المحفظة وعائد السوق والذي كان سالباً ، من خلال الصيغة الآتية :

$$\begin{aligned} \text{التغيرات بين عائد المحفظة وعائد السوق} &= (X \text{ المحفظة تغير}) / (1 - \text{الفترة عدد}) \\ \text{التغيرات بين عائد المحفظة (A) وعائد السوق} &= (0.00050\% - 0.00006\%) / (1 - 9) = 0.00006\% \\ \text{التغيرات بين عائد المحفظة (B) وعائد السوق} &= (0.00101\% - 0.00013\%) / (1 - 9) = 0.00013\% \\ \text{التغيرات بين عائد المحفظة (C) وعائد السوق} &= (0.00025\% - 0.00003\%) / (1 - 9) = 0.00003\% \end{aligned}$$

جدول (٥)

حساب التغيرات بين عائد المحفظة (A,B,C) ومتوسط العائد العام لمؤشر السوق

المحفظة	التغيرات	عدد الفترات 1-9	التغيرات بين عائد المحفظة وعائد السوق
A	0.00050%	8	-0.00006%
B	0.00101%	8	-0.00013%
C	0.00025%	8	-0.00003%

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على : العمود رقم (٧) الجداول (٢ و ٣ و ٤).

بين الجدول (٦) حساب الانحراف المعياري لمؤشر سوق العراق للاوراق المالية والذي نحتاجه في حساب معامل بيتا للمحافظ المالية (A,B,C) في الجدول (٧) ، وذلك من خلال الحصول على قيمة المؤشر العام للسوق للمد ٢٠١٣-٢٠٠٥ في العمود رقم ٤ في الجدول (١) الذي تم وضعه في العمود رقم ١ في الجدول (٦) ، ثم نحسب متوسط المؤشر العام للسوق في العمود رقم ٢ من خلال قسمة مجمع متوسطات المؤشر للاعوام ٢٠٠٥ – ٢٠١٣ وقسمتها على عددها ، وبعد ذلك نقوم بحساب انحرافات مؤشر السوق عن وسطها من خلال طرح العمود رقم ٢ من العمود رقم ١ لنحصل على العمود رقم ٣ ، واخيراً نقوم بتربيع نتيجة العمود رقم ٣ لنحصل على مربع انحرافات عائد السوق ومن ثم نرفع الجذر عنها لنحصل على الانحراف تبين عائد محفظة السوق البالغ ٠,٤٩ ، من خلال الصيغة الآتية :

الانحراف المعياري (متوسط عائد المحفظة عند الفترة س - متوسط عائد جميع المحافظ عند فترات س)

$$10 = \sqrt{(0.5357 - 0.8664)} = 2005 \text{ للمؤشر العام}$$

وهكذا يحسب الانحراف المعياري لبقية الاعوام .

جدول (٦)

حساب الانحراف المعياري لمؤشر سوق العراق للاوراق المالية

٤ع =	٣ع = ١-٢	٢ع = المتوسط	١ع	العمود السنوات
0.11	-0.33	0.8664	0.5357	2005
0.30	-0.54	0.8664	0.3214	2006
0.19	-0.44	0.8664	0.4286	2007
0.04	-0.21	0.8664	0.6548	2008
0.32	-0.57	0.8664	0.2976	2009
0.08	0.29	0.8664	1.1548	2010
0.50	0.71	0.8664	1.5714	2011
0.32	0.56	0.8664	1.4286	2012
0.29	0.54	0.8664	1.4048	2013
2.15	المجموع		7.7976	المجموع
√ 0.24	متوسط		0.8664	متوسط
0.24	رفع الجذر			
0.49	تباين عائد محفظة السوق =			

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي: العمود رقم (٤) في الجدول رقم (١).

يبين الجدول (٧) عملية حساب معامل بيتا لعائد المحافظ (A,B,C) من خلال قسمة تباين المحفظة للاعوام ٢٠٠٥ - ٢٠١٣ المحسوب في الجداول (٢ و ٣ و ٤) علي تباين عائد محفظة السوق الذي تم احتسابه في الجدول (٦) لنحصل علي معامل بيتا للمحافظ الثلاثة والذي تبين انه كان سالباً مما يعكس ضعف حساسية واستجابة المحافظ المالية لتغيرات سوق العراق للاوراق المالية ، وقد تم حساب معامل بيتا كما في الصيغة الاتية :

معامل بيتا = (السوق عائد و المحفظة عائد بين التباين) / (السوق محفظة عائد تباين)

$$\text{معامل بيتا للمحفظة (A)} = (0.49\%) / (0.00006\%) = 0.01278$$

$$\text{معامل بيتا للمحفظة (B)} = (0.49\%) / (0.00013\%) = 0.02571$$

$$\text{معامل بيتا للمحفظة (C)} = (0.49\%) / (0.00003\%) = 0.00639$$

معامل بيتا للسوق ثابت = ١

جدول (٧)

حساب معامل بيتا لعائد المحافظ (A,B,C)

٣ع	٢ع	١ع	رقم العمود
معامل بيتا	تباين عائد محفظة السوق	التباين	المحفظة
-0.01278	0.49%	0.00006%	A
-0.02571	0.49%	0.00013%	B
-0.00639	0.49%	0.00003%	C
1.00000			بيتا مؤشر السوق دانما ١ =

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : الجدولين (٥ و ٦).

يبين الجدول (٨) تطبيق نموذج ترينور للمحافظ (A,B,C) من خلال طرح متوسط عائد المحفظة الذي تم حسابه في الجداول (٢ و ٣ و ٤) من معدل العائد الخالي من المخاطرة والمتمثل بسعر الفائدة علي السندات الحكومية والبالغ ٧٪ ومن ثم قسمة ناتج الطرح علي معامل بيتا الذي تم حسابه في الجدول (٧) لنحصل علي نتيجة نموذج ترينور ، كما في الصيغة الاتية :

$$\begin{aligned} \text{تطبيق نموذج ترينور} &= (\text{المخاطرة الخالي العائد معدل-المحفظة عائد متوسط})/(\text{معامل بيتا}) \\ \text{تطبيق نموذج ترينور علي المحفظة (A)} &= (0.5161\% - 0.0700\%) / (-0.0128) = 6\% \\ \text{تطبيق نموذج ترينور علي المحفظة (B)} &= (0.5491\% - 0.0700\%) / (-0.0257) = 3\% \\ \text{تطبيق نموذج ترينور علي المحفظة (C)} &= (0.2568\% - 0.0700\%) / (-0.0064) = 11\% \\ \text{تطبيق نموذج ترينور مؤشر سوق العراق} &= (0.8664\% - 0.0700\%) / 1.0000 = 0.8\% \\ \text{تطبيق نموذج ترينور مؤشر سوق العراق} &= (0.8664\% - 0.0700\%) / 1.0000 = 0.8\% \end{aligned}$$

جدول (٨)

حساب نموذج ترينور في ترتيب المحافظ (A,B,C) والمفاضلة بينها وبين مؤشر السوق

المحفظة	متوسط عائد المحفظة	معدل العائد الخالي من المخاطرة	معامل بيتا	نموذج ترينور
A	0.5161%	0.0700%	-0.0128	6%
B	0.5491%	0.0700%	-0.0257	3%
C	0.2568%	0.0700%	-0.0064	11%
المؤشر	0.8664%	0.0700%	1.0000	0.8%

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : العمود رقم (١) في الجدول (٢ و ٣ و ٤) والعمود رقم (٣) في الجدول رقم (٧).

ولقد تبين في الجدول (٨) ان نتيجة القياس التي حصلنا عليها من خلال تطبيق نموذج ترينور علي محافظ المالية الثلاثة (A,B,C) كان ادائها البالغ وعلي التوالي (٦٪ و ٣٪ و ١١٪) افضل من اداء مؤشر سوق العراق للاوراق المالية البالغ (٠,٨٪) ، وهذا دليل علي انه في حال اتباع مؤشر سوق العراق للاوراق المالية يعطي نتائج مضللة للمستثمرين بسبب ضعف رقابة السوق علي جودة البيانات المالية مما يؤثر علي قرارات المستثمرين فيه ، وان تحليل السوق باستخدام نموذج ترينور يساهم في مساعدة المستثمرين في تكوين مجموعة من المحافظ وقياس ادائها واختيار الافضل منها ، ولقد كان اداء المحفظة (C) الافضل والسبب يعود الي انه المحفظة (C) هي اكثر تنوعاً في اسهمها التي شملت قطاعات (استثمارات مالية ، الخدمات ، التأمين ، الزراعي ، الصناعي ، الفنادق ، المصارف) قياساً بالمحفظتين (A,B) الاقل تنوعاً التي شملت عدد اقل من القطاعات ، ومن هنا نستطيع القول ان التنوع ادي الي انخفاض المخاطر غير النظامية وبالتالي كان اداء المحفظة (C) الافضل من بين المحافظ الاخرى ما يساهم في تقليل خسائر المستثمرين وتعظم فرص تحقيقهم للارباح ، وهذا هو الهدف الذي يسعى المستثمرين اليه لتعظيم ثروتهم .

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

١. كان أداء الثلاث المحافظ المالية (A,B,C) أفضل من أداء مؤشر السوق البالغ ١٪ بينما كان أدائها البالغ علي التوالي (٦٪ و ٣٪ و ١١٪).
٢. ثبت من خلال البحث ان المحفظة الأكثر تنوعاً هي التي تحقق أفضل نتيجة حسب نموذج ترينور اذ بلغ عائد المحفظة C الأكثر تنوعاً نسبة (١١٪) مقارنة مع عائد المحفظتين (A,B) البالغ نسبة وعلي التوالي (٦٪ و ٣٪) وكذلك اعلي من عائد السوق البالغ ٨,٠٪.
٣. اعتماد نموذج ترينور علي معامل بيتا في قياس الاخطار النظامية وهو مقياس جيد ويعتبر افضل من الانحراف المعياري.
٤. ضعف علاقة التأثير بين المحافظ المالية المكونه ومؤشر سوق العراق للاوراق المالية الذي بلغ للمحافظ الثلاثة (A,B,C) علي التوالي (-٠,١٢٧٨ و -٠,٢٥٧١ و -٠,٠٦٣٩) بسبب ضعف الافصاح والشفافية مما يقلل ثقة المستثمرين بالمعلومات المتاحة مما يجعلهم يضاربون بالاعتماد علي مصاد اخرى للمعلومات او المجازفة في اختيار الاوراق المالية.

ثانياً التوصيات

١. تحسين الافصاح والشفافية في سوق العراق للاوراق المالية من اجل زيادة كفاءة السوق وبالتالي زيادة تأثير السوق علي عمليات تداول وتكوين المحافظ المالية.
٢. الاعتماد علي التنوع الجيد من اجل التخلص من المخاطر غير النظامية مما يزيد من فرص العائد المتحقق من قبل المستثمرين وتقليل احتمالات الخسارة.
٣. الزام الشركات بالافصاح عن جميع البيانات بشكل كامل وغير منقوص لكي يمكن المستثمرين من اتخاذ القرارات الصحيحة.
٤. نصي المستثمرين بتنوع استثماراتهم لتجنب المخاطر العالية .
٥. ضرورة اطلاع مدراء المحافظ علي تحليل النشريات الدورية لشركات المراد الاستثمار فيها، ليكون الاختيار موفق لمكونات الحافظة.
٦. ضرورة الاستعانة بالنماذج و المؤشرات التي من شأنها تساعد في قياس و تقييم أداء حافظة الأوراق المالية.

قائمة المصادر

١. البيانات المنشورة في موقع سوق العراق للأوراق المالية (<http://www.isx-iq.net>).
 ٢. عبدلي ، سارة ، ٢٠١٢ ، اساليب قياس اداء المحافظ المالية بالتطبيق علي بورصة الدار البيضاء ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر.
 ٣. سليمة ، حشاشي ، ٢٠٠٩ ، التقييم العادل لمخاطر الموجودات الراسمالية كاستراتيجية لمواجهة الازمات المالية ، بحث مقدم الة الملتقي الدولي الاورومغاربي ، جامعة فرحات عباس سطيف ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، الجزائر.
 ٤. سارة ، بوزيد ، ٢٠٠٧ ، ادارة محفظة الاوراق المالية علي مستوي البنك التجاري ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري – قسنطينة ، الجزائر.
 ٥. ربابعة ، عبد الرؤوف و حطاب، سامي ، ٢٠٠٦ ، التحليل المالي وتقييم الاسهم ، هيئة الاوراق المالية والسلع ، ابو ظبي ، الامارات العربية المتحدة.
 ٦. معروف ، هوشيار ، ٢٠٠٣ ، الاستثمارات والاسواق المالية ، دار صفاء للتوزيع والنشر ، عمان ، الاردن.
 ٧. الحناوي ، محمد صالح ، ٢٠٠٨ ، تحليل وتقييم الاسهم والسندات ، الدار الجامعية ، الابراهيمية ، مصر.
 ٨. الزرري ، عبد النافع ، فرح ، غازي ، ٢٠٠٠ ، الاسواق المالية ، ط ١ ، دار وائل للنشر ، عمان الاردن.
 ٩. هندي ، منير ابراهيم ، ١٩٩٦ ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، المعارف للنشر ، الاسكندرية ، مصر.
 ١٠. ابو زيد ، محمد مبروك ، ٢٠٠٩ ، التحليل المالي شركات واسواق مالية ، ط ٢ ، دار المريخ للنشر ، الرياض المملكة العربية السعودية.
 ١١. الجميل ، سرمد كوكب ، ٢٠١١ ، المدخل الي الاسواق المالية «نظريات وتطبيقات» دار ابن الاثير للطباعة والنشر ، الموصل ، العراق.
 ١٢. الحناوي ، محمد صالح ، اخرون ، ٢٠١٠ ، تقييم الاسهم والسندات مدخل الهندسة المالية ، ط ٢ ، الكتب الجامعي الحديث ، مصر.
 ١٣. شبير ، توفيق عوض ، ٢٠١٥ ، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم اداء الاسهم «دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة علي اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة غزة الاسلامة ، فلسطين.
 ١٤. قادر ، احمد اسماعيل والاحمد ، عمار شهاب ، ٢٠١٦ ، الآثار الاقتصادية والاجتماعية لتوجيه الاستثمارات نحو المناطق ذات التنمية البشرية المنخفضة دراسة حالة مصانع زلم بمنطقة هورامان -اقليم كوردستان مجلة جامعة التنمية البشرية، المجلد ٢، العدد ١.
15. Noel Amenc & V'eronique Le Sourd ,2003, Portfolio Theory and Performance Analysis , John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England.

قائمة الملاحق

ملحق (١)

عوائد اسهم شركات قطاع الاستثمار المالي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

اسم الشركة	السنوات	الونام	الزوراء	بين النهرين	الباتك
2005	0.3	0.24	0.03	0.09	
2006	0.01	0.04	0	0.05	
2007	0.02	0.01	0	0.08	
2008	0	0.05	0.01	0.08	
2009	0.29	0.02	0.01	0.06	
2010	0.01	0.05	0	0.01	
2011	0.076	0.089	0.017	0.011	
2012	0.018	0.006	0.33	0.034	
2013	0.04	0.025	0.005	0.017	

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

ملحق (٢)

عوائد اسهم شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

اسم الشركة	السنوات	المعمورة للاستثمارات العقارية	النخبة للمقاولات العامة	العراقية للنقل البري	البادية للنقل العام	الموصل لمدن الالعاب والاستثمارات السياحية	بغداد لتجارة وخدمات السيارات
2005	0.052	1.308	0.667	1.757	0.004	0.398	
2006	0.052	0.112	0.561	1.757	0.878	0.013	
2007	0.001	0.110	0.748	0.744	1.088	0.024	
2008	0.159	0.194	0.51	1.36	1.769	0.086	
2009	0.155	0.126	0.976	1.148	2.964	2.162	
2010	0.069	0.284	0.774	0.547	1.72	1.191	
2011	0.041	0.21	0.217	0.276	1.53	0.125	
2012	0.036	0.21	0.147	0.072	1.69	0.338	
2013	0.015	0.01	0.14	0.072	1.59	0.331	

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

ملحق (٣)

عوائد اسهم شركات قطاع التأمين المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

اسم الشركة	الامين للتأمين	دار السلام للتأمين	الاهلية للتأمين	الخليج للتأمين	الحمراء للتأمين
السنوات					
2005	0.178	0.092	0.032	0.056	0.04
2006	0.156	0.121	0.032	0.006	0.03
2007	0.159	0.116	0.1	0.021	0.185
2008	0.297	0.105	0.16	0.016	0.954
2009	0.143	0.106	0.17	0.035	0.474
2010	0.09	0.1	0.079	0.026	0.19
2011	0.069	0.104	0.03	0.026	0.754
2012	0.134	0.104	0.08	0.009	1
2013	0.328	0.11	0.12	0.02	0.348

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

ملحق (٤)

عوائد اسهم شركات القطاع الزراعي المالي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

اسم الشركة	الشرق الاوسط لانتاج الاسماك	العراقية لانتاج وتسويق المنتجات الزراعية
2005	2.27	0.47
2006	2.29	0.888
2007	0.264	0.888
2008	0.253	0.258
2009	0.174	0.276
2010	0.29	0.252
2011	0.394	0.034
2012	0.51	0.091
2013	0.35	0.094

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

ملحق (٥)

عوائد اسهم شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

اسم الشركة السنوات	المنصور للصناعات الدوائية	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية	العراقية للاعمال الهندسية	الصناعات الكيماوية العصرية
2005	0.19	0.01	0.13	0.01	1.14
2006	0.044	0.01	0.03	0.218	1.054
2007	0.216	0.031	0.1	0.249	0.641
2008	0.134	0.031	0.03	0.06	0.731
2009	0.163	0.025	0.16	0.004	1.251
2010	0.031	0.044	0.16	0.054	0.931
2011	0.028	0.056	0.39	0.06	1.266
2012	0.1	0.059	0.28	0.28	0.986
2013	0.04	0.059	0.14	0.006	1.442

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

جدول (٦)

عوائد اسهم شركات قطاع الفنادق المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

اسم الشركة السنوات	فنادق المنصور	فندق السدير	الوطنية للاستثمارات السياحية
2005	1.06	3.4	0.48
2006	0.57	0.29	0.3
2007	0.57	0.29	0.3
2008	0.06	0.01	0.22
2009	0.56	0.48	0.19
2010	0.09	0.35	0.13
2011	0.007	0.216	0.188
2012	0.007	0.216	0.373
2013	0.007	0.216	0.329

الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد علي : البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠٠٥.

ملحق (٧).

عوائد اسهم شركات قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للمدة ٢٠١٣-٢٠٠٥

0.2	1	0.2	0.131	0.19	0.314	0.317	0.121	0.51	الشرق الاوسط العراقي
0.05	0.071	0.108	0.08	0.11	0.04	0.03	0.03	0.03	دجلة والفرات
0.1	0.049	0.079	0.05	0.06	0.19	0.15	0.05	0.05	المنصور للاستثمار
0.08	0.111	0.119	0.109	0.171	0.189	0.216	0.034	0.034	اشور الدولي
0.15	0.271	0.204	0.25	0.178	0.144	0.148	0.102	0.131	الضمان للتمويل والاستثمار
0.283	0.179	0.064	0.146	0.056	0.057	0.07	0.037	0.004	الاتحاد العراقي
0.192	0.08	0.14	0.204	0.138	0.258	0.174	0.116	0.083	الموصل للتنمية والاستثمار
0.19	0.3	0.11	0.108	0.16	0.452	0.213	0.109	0.127	الخليج التجاري
0.1	0.1	0.1	0.143	0.091	0.571	0.302	0.523	0.523	الاقتصاد للاستثمار والتمويل
0.024	0.05	0.048	0.089	0.073	0.185	0.134	0.101	0.063	بابل
0.007	0.008	0.003	0.007	0.088	0.019	0.067	0.051	0.057	سومر التجاري
0.11	0.153	0.103	0.02	0.15	0.34	0.03	0.03	0.02	دار السلام للاستثمار
0.077	0.229	0.157	0.082	0.089	0.246	0.383	0.486	0.22	الائتمان العراقي
0.09	0.15	0.02	0.023	0.012	0.012	0.063	0.06	0.06	الاهلي العراقي
0.173	0.014	0.099	0.119	0.09	0.22	0.27	0.001	0.2	الاستثمار العراقي
0.091	0.091	0.091	0.091	0.265	0.226	0.104	0.011	0.011	كوردستان
0.024	0.024	0.024	0.024	0.373	0.327	0.012	0.366	0.375	الوركاء
0.059	0.132	0.072	0.22	0.06	0.03	0.03	0.02	0.02	التجاري العراقي
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	اسم الشركة