The Administration & Economic College Journal
For Economics & Administration & Financial Studies
Vol.16,N2, P P 304 - 325
ISSN PRINT 2312-7813
ISSN ONLINE 2313-1012
رقم الايداع ١٥٥٧ لسنة ٢٠١١
مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية
والإدارية والمالية
المجلد ١٦، العدد٢ آيار ٢٠٢٤ ص ص٣٠٤ - ٣٢٥

Using The Cut Off Modifier In Building The Optimal Investment Portfolio And Its Impact On The Real Value Of Shares

(An Analytical Study In The Iraqi Stock Exchange)

*إستعمال معدل القطع Cut Off في بناء المحفظة الإستثمارية المثلى وتأثيره في القيمة الحقيقية للأسهم

(دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)

**أ.م. حيدر عبد نور هادي **أ.د. احمد رضا غربال ***أ.د. حاكم محسن محمد الربيعي

Abstract:

The study addressed the role of using the cut-off rate in building the optimal investment portfolio and its impact in the real value of stocks, The study aimed to demonstrate the ability of the cut-off rate model in choosing the optimal investment portfolio and its impact on the real value of stocks, by focusing on the problem of not adopting financial, statistical, and mathematical methods and models in building investment portfolios. Based on a hypothesis that confirms the existence of a significant correlation and influence between the optimal investment portfolio prepared with the cut-off rate model expressed by the level of return in the real value of shares, the study reached a set of conclusions,

*بحث مستل .
**جامعة صفاقس، كلية العلوم الإقتصادية والتصرف، تونس .
***جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد .

most notably the existence of a significant correlation and influence between the variables of the study and recommended the necessity of following companies in light of Volatile economic conditions, a balanced policy when building the investment portfolio to maintain the elements of return and risk, and work to diversify the portfolio well to reduce the risks it is exposed to, because of its impact on the real value of stocks.

المستخلص: تناولت الدراسة دور استعمال معدل القطع (Cut Off) في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى وتأثيره في القيمة الحقيقية للأسهم، وهدفت الدراسة الى بيان قدرة إنموذج معدل القطع في اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى وتأثيره في القيمة الحقيقية للأسهم، عبر التركيز على مشكلة متمثلة بعدم اعتماد الأساليب والنماذج المالية والإحصائية والرياضية في بناء المحافظ الاستثمارية، معتمدة على فرضية تؤكد وجود علاقة ارتباط وتأثير ذي دلالة معنوية بين المحفظة الاستثمارية المثلى المعدة بانموذج معدل القطع معبراً عنها بمستوى العائد في القيمة الحقيقية للأسهم، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات، كان من أبرزها وجود علاقة ارتباط وتأثير ذي دلالة معنوية بين متغيرات الدراسة، كما اوصت بضرورة ان تتبع الشركات في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة سياسة متوازنة عند بناء المحفظة الاستثمارية، إذ تحافظ على عنصري العائد والمخاطرة، والعمل على تنويع المحفظة بنحو جيد لتقليل المخاطر التي تتعرض لها، لما له من تأثير في القيمة الحقيقية للأسهم.

المقدمة: تواجه المستثمرين ورجال الأعمال مشكلات عديدة بسبب المتغيرات الدولية والأقليمية وإنعكاسها على الإقتصاديات الوطنية للدول وتحديداً الدول التي اصطلح على تسميتها بالدول النامية، ومن ثمَّ تتأثر الأسواق المالية بالتقلبات التي تحصل في المتغيرات المؤثرة على عملية الاستثمار والخيارات الاستثمارية، إذ تتفاوت البيئة الاستثمارية من دولة إلى أخرى بحسب الظروف السياسية والإقتصادية والاجتماعية والثقافية، ولذلك هنا بيئة استثمارية جاذبة وهناك بيئة استثمارية طاردة، ويبقى للإدارات الكفؤة أثر كبير في اختيار المحافظ الاستثمارية التي تمكن المستثمرين من تجنب التأثر بالمتغيرات المتقلبة والمتعددة في ظل المتغيرات الدولية والأقليمية، لذلك تهتم هذه الدراسة بكيفية اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى بواسطة اعتماد إنموذج معدل القطع الذي يعتمد الخيار الأفضل في الاستثمار ومن ثمَّ تحديد القيمة الحقيقة للسهم.

المبحث الأول: الإطار النظري

اولاً/ منهجية الدراسة Scientific Methodology

١- مشكلة الدراسة: يبحث المستثمرين عن الفرص الاستثمارية الكفؤة التي تحقق عائداً مقبولاً بأقل مستوى من المخاطرة، إذ إن الكثير من الاستثمارات واجهت الإخفاق بل والفشل بسبب المخاطر غير المحسوبة واختيار محافظ استثمارية بشكل عشوائي، لذلك تتجسد مشكلة البحث في (عدم اعتماد الأساليب والنماذج المالية والإحصائية والرياضية في اختيار المحافظ الاستثمارية)، ما يثير مجموعة أسئلة وهي، ما أفضل المحافظ الاستثمارية التي تحقق العائد الأمثل بأقل المخاطرة؟ ما تأثير إنموذج معدل القطع في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى؟ هل تؤثر المحفظة المثلى على القيمة الحقيقية للأسهم من توزيعات مقبولة على حملة الأسهم؟

٢- أهمية الدراسة: تبرز أهمية البحث من تركيزه على المحافظ الاستثمارية المثلى، بأعتبار الاستثمار من أهم الأنشطة الإقتصادية التي تعكس أثرها في مسار عملية التنمية الإقتصادية والاجتماعية وكون منشئات الإعمال هي وحدات إقتصادية تعد جزءاً هاماً من الاقتصاد الكلي للدولة ومن ثمَّ نجاح هذه الوحدات الإقتصادية في عملية الاستثمار سينعكس بنحو إيجابي ليس على المستثمرين فقط بل والاقتصاد بنحو متكامل.

٣- هدف الدراسة: تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

أ- بيان قدرة إنموذج معدل القطع (Cut Off) في اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى.

ب- معرفة مدى تأثير المحفظة الاستثمارية على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم.

٤- فرضية الدراسة: يقوم البحث على فرضية مفادها وجود علاقة ارتباط وتأثير ذي دلالة معنوية بين المحفظة الاستثمارية المثلى المعدة بإنموذج معدل القطع Cut Off معبراً عنها بمستوى العائد في القيمة الحقيقية للأسهم. ٥- مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من مجموعة الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وكان يضم (٦٠) شركة، رشحت منها (١٤) شركة كعينة للدراسة، وكما موضح في الجدول(1).

جدول (1) مجتمع الدراسة

التسلسل	اسم الشركة	الرمز العالمي	الرمز المستخدم في الدراسة	اسم القطاع
١	المصرف التجاري العراقي	BCOI	C1	
٢	مصرف بغداد	BBOB	C2	

٣	المصرف العراقي الاسلامي	BIIB	C3	قطاع المصرفي
٤	مصرف الشرق الاوسط	BIME	C4	
٥	مصرف الاستثمار العراقي	BIBI	C5	
٦	المصرف الاهلي العراقي	BNOI	C6	
٧	مصرف الائتمان العراقي	BROI	C7	
٨	مصرف سومر التجاري	BSUC	C8	
٩	مصرف بابل	BBAY	C9	
١٠	مصرف الخليج التجاري	BGUC	C10	
١١	مصرف الموصل	BMFI	C11	
١٢	مصرف كوردستان	BKUI	C12	
١٣	مصرف اشور الدولي	BASH	C13	
١٤	مصرف المنصور للاستثمار	BMNS	C14	
١٥	مصرف المتحد	BUND	C15	
١٦	مصرف ايلاف الاسلامي	BELF	C16	
١٧	العاب الكرخ السياحية	SKTA	C17	قطاع الخدمات
١٨	مدينة العاب الموصل	SMOF	C18	
١٩	المعمورة العقارية	SMRI	C19	
٢٠	الامين للاستثمارات العقارية	SAEI	C20	
٢١	النخبة للمقاولات العامة	SNUC	C21	
٢٢	العراقية للنقل البري	SILT	C22	
٢٣	بغداد العراق للنقل العام	SBPT	C23	
٢٤	البادية للنقل العام	SBAG	C24	
٢٥	الخير للاستثمار المالي	VKHF	C25	قطاع الاستثمار
٢٦	الامين للاستثمار المالي	VAMF	C26	
٢٧	الونام للاستثمار المالي	VWIF	C27	
٢٨	بين النهرين للاستثمارات المالية	VMES	C28	
٢٩	الزوراء للاستثمار المالي	VZAF	C29	
٣٠	الامين للتأمين	NAME	C30	قطاع التأمين
٣١	دار السلام للتأمين	NDSA	C31	
٣٢	الاهلية للتأمين	NAHF	C32	
٣٣	الحمراء للتأمين	NHAM	C33	
٣٤	الخليج للتأمين واعادة التأمين	NGIR	C34	
٣٥	المنصور للصناعات الدوائية	IMAP	C35	قطاع الصناعة
٣٦	الخياطة الحديثة	IMOS	C36	
٣٧	العراقية للسجاد والمفروشات	IITC	C37	
٣٨	بغداد لصناعة مواد التغليف	IBPM	C38	
٣٩	بغداد للمشروبات الغازية	IBSD	C39	
٤٠	الصناعات الكيمياوية	INCP	C40	
٤١	الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية	IKLV	C41	
٤٢	العراقية للاعمال الهندسية	IIEW	C42	
٤٣	الخازر للمواد الانشائية	IKHC	C43	
٤٤	الصناعات المعدنية والدراجات	IMIB	C44	
٤٥	انتاج الالبسة الجاهزة	IRMC	C45	
٤٦	العراقية لصناعات الكارتون	IICM	C46	
٤٧	فندق كربلاء	HKAR	C47	قطاع الفنادق والسياحة
٤٨	فندق فلسطين	HPAL	C48	
٤٩	فندق عشتار	HISH	C49	
٥٠	فندق بابل	HBAY	C50	

٥١	فندق المنصور	HMAN	C51	
٥٢	فندق بغداد	HBAG	C52	
٥٣	الوطنية للاستثمارات السياحية	HNTI	C53	
٥٤	سد الموصل السياحي	HTVM	C54	
٥٥	الاهلية للانتاج الزراعي	AAHP	C55	
٥٦	اسماك الشرق الاوسط	AMEF	C56	
٥٧	العراقية لانتاج البذور	AISP	C57	
٥٨	انتاج وتسويق اللحوم	AIPM	C58	قطاع الزراعة
٥٩	تسويق المنتجات الزراعية	AIRP	C59	
٦٠	اسياسيل للاتصالات	TASC	C60	قطاع الاتصالات

ثانياً/ الدراسات العراقية والعربية والأجنبية

١- دراسة (فاضل وعبادي، ٢٠٢٢) بعنوان ("تقييم المحفظة الاستثمارية المثلى لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة ٢٠١٦-٢٠٢٠")، هدفت هذه الدراسة الى كيفية ادارة المحفظة الاستثمارية بالنحو الذي يحقق اعلى عائد بأقل مخاطرة، بالتركيز على مشكلة تطرح اختلاف منهجية ادارة الأسهم في تكوين المحفظة الاستثمارية وقياس العائد والمخاطرة، انطلاقاً من فرضية مفادها ان تنويع المحفظة الاستثمارية في المصارف التجارية العراقية المساهمة لها دور في تعظيم العائد وتقليل المخاطرة في الاستثمارات المالية، وتوصلت الى حزمة نتائج اهمها تلك التي تؤكد على تذبذب العائد المتحقق للأسهم والعائد المتحقق للسوق بين مدة واخرى، واوصت بضرورة توجيه المصارف التجارية المساهمة في سوق العراق للاوراق المالية لتفعيل قدراتها وامكاناتها المالية والاستثمارية لتشمل القطاعات الاقتصادية المشكلة للأقتصاد الوطني.

٢- دراســة (دعاء، ٢٠٢٣) بعنوان ("تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الاصول الرأسمالية: دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الاوراق المالية السعودية")، تهدف هذه الدراسة الى بيان دور نموذج تسعير الاصول الرأسمالية وقدرته على تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق السعودية للأوراق المالية، وركزت على مشكلة صيغتْ وفق هذا التساؤل ما مدى فعالية نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM في تقييم الاصول المالية المسعرة في البورصة السعودية؟، انطلاقاً من مجموعة فرضيات منها، ان الارتفاع في معدل العائد المتوقع لأسهم الشركات المبحوثه يرجع الى ارتفاع درجة المخاطرة الكلية ذات الاسهم، كما توصلت الى طائفة من النتائج اهمها ان معاملات بيتا

لأغلب الأسهم اقل من الواحد، واوصت الدراسة بضرورة تحديد الاهداف من قبل المساهمين وتقدير سقف المخاطرة التي يمكن تحملها لضمان عدم ضياع فرص الاستثمار المربحة.

٣- دراسة (Meliala&o Sukarno, 2023) بعنوان ("التحليل الأمثل للمحفظة الاستثمارية باستخدام نموذج ماركويتز للأسهم لكل قطاع في سوق اندنوسيا للأوراق المالية خلال كوفيد ١٩: ٢٠٢٠-٢٠٢١")، تهدف هذه الدراسة الى بيان اثر الجائحة على اداء المحافظ الاستثمارية ومدى تأثيرها على الاقتصاد الاندنوسي والاقتصاد العالمي على حداً سواء، عبر التركيز على مشكلة متمثلة بكيفية تحليل المحفظة وتقدير المخاطر التي ترافق الاصول المكونة لها، فضلاً عن كيفية ضم الاصول الخطرة الى المحفظة الاستثمارية في ظل حالة الركود التي يعيشها الاقتصاد الاندنوسي، وتوصلت الى نتائج اهمها تؤكد تأثير الجائحة على كفاءة اداء المحفظة الاستثمارية وعلى الناتج المحلي الاجمالي للأقتصاد الاندنوسي، كما اوصت بضرورة استخدام إنموذج Markowitz من قبل المستثمر في تنويع استثماراته كأستراتيجية في اي عملية استثمار.

ثالثاً/ المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة

أ- مفهوم معدل القطع Cut Off: يستخدم معدل القطع لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى، إذ يمكن بمقتضاه تحديد الأسهم التي ينبغي اختيارها وتلك التي يجب أن تستبعد من المحفظة المثلى (Sholehah, et al, 2020: 2)، وعلى هذا الأساس فإن ترشيح الأسهم ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المنخفضة في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى تعتمد على أسلوب معدل القطع(Gnanesh,2021:454)، ويعرف بأنه ذلك المعدل الذي يتم عن طريقه تحديد الورقة المالية المرشحة للإنضمام إلى المحفظة المثلى، ويمكن قياسه وفق المعادلة التالية:

$$C = \frac{\sigma m^2 \sum_{i=1}^{i} \frac{(R_i - R_f)Bi}{\sigma i^2}}{1 + \sigma m^2 \sum_{i=1}^{i} \frac{Bi^2}{\sigma i^2}}$$

إذ أن (C) تعني معدل القطع، (Ri) تشير الى عائد الشركة، (f) تساوي العائد الخالي من المخاطرة، (Bi) تعكس بيتا الشركة، (σm^2) تعني تباين السوق.

ويعد معدل القطع نسبة تستخدم لاختيار أفضل الأسهم لضمها الى المحفظة المثلى، وذلك عن طريق مقارنة قيمة مؤشر(Treynor) الذي قدم عام ١٩٦٥، ويقوم على أساس الفصل بين المخاطر النظامية والمخاطر اللانظامية، (Albin,2021:22)، ويعتمد على معامل بيتا لقياس

أداء المحفظة (Utami,et al,2022:35) كلما ارتفعت نسبة (Treynor)، يعني ارتفاع عائد المحفظة (Srinivas&Shivaraj,2021:91)، فإذا كانت قيمة المؤشر أعلى من معدل القطع تدخل الورقة المالية إلى المحفظة الاستثمارية المثلى وبالعكس، أما إذا كانت المحفظة منوعة وعدم وجود مخاطر خاصة بالشركة فإن نسبة شارب ونسبة ترينور سوف تكون بمنزلة واحدة(Atmaca,2022:195)، ويتم قياسه وفق المعادلة الآتية:

$$T = \frac{(R_i - R_f)}{Bi}$$

إذ إن (T) تشير الى مقياس اداء الشركة، (R_i) تعني عائد الشركة، (R_f) تساوي العائد الحالي من المخاطرة، (Bi) تعكس بيتا الشركة.

ب- المحفظة الاستثمارية المثلى

١- مفهوم المحفظة الاستثمارية: تعكس المحفظة الاستثمارية هدف أي مستثمر لبناء محفظة مثلى بالنحو الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها (بتال وآخرون، ٢٠١٩: ١٢٣)، إذ ظهر هذا المصطلح قبل ظهور نظرية المحفظة الحديثة على يد الإقتصادي (Harry Markowitz) عام 1952(Abensur,2022:480)، فالمحفظة هي توليفة من الموجودات(Amagtome&Alnajjar,2020:29) التي تضم أدوات مالية متنوعة كالأسهم والسندات لتعظيم العائد وتقليل المخاطر(Jamil, 2021:30)، من خلال اعتماد استراتيجيات تحقق استثمار تلك الأدوات في ظل بيئة استثمارية تتوافر فيها الفرص المربحة(Alktrani&Talib,2021:2)، ويعد عنصري العائد والمخاطرة هما المعيار الحاسم للحكم على كفاءة المحفظة(Hina&Rasheed, 2020:3).

٢- أهمية المحفظة الاستثمارية: تعد أحد الركائز الأساسية للاستثمار في الاسهم(Widyawati,2020:620) ولذلك تبرز أهميتها من مكوناتها الأساسية التي تتشكل منها التي تعتمد على مبدأ التنويع وذلك لتفادي مخاطر الاستثمار التي قد يتعرض لها المستثمر(Alfatlawi,et al,2021:295)، لذلك يلجأ المستثمرون غالباً إلى تنويع استثماراتهم(Wattar&Shafeay,2019:1)، بنحو يحقق لهم أعلى عائد بأقل مخاطرة، وتعظيم ثروة المالكين من زيادة الفوائد المتحققة وتوفير السيولة(Anjom,2020:55)، وتعدد الأسواق المالية والإقتصادية التي تتميز بالسرعة على مواكبة التغيرات، ودرجة تعرضها

للعوامل المالية والإقتصادية، وأهمها الإنفتاح الإقتصادي وحجم الأموال الفائضة(Amagtome& Alnajjar,2020:33).

٣- أهداف المحفظة الاستثمارية

أ- تعظيم الثروة وزيادة قيمة المحفظة السوقية: تعظيم الثروة أو نمو رأس المال وزيادة القيمة السوقية يعد هدف أساسي يسعى المستثمر دائماً إلى تحقيقه عن طريق بناء محفظة استثمارية تتضمن الموجودات المالية ذات النوعية الجيدة التي تؤدي إلى رفع القيمة السوقية وزيادة حجم رأس المال.

ب- التدفقات النقديه: يطمح المستثمر بالمحافظة على التدفقات النقديه للمحافظ الاستثمارية للحصول على دخل جاري (الجنابي، ٢٠١٩: ٢٩)، من شمول المحفظة اصولاً ذات دخل دوري منتظم (سامي،٢٠١٨: ٢٣٦).

ج- استثمار الأموال الفائضة: تسعى ادارة المحفظة بتشغيل الأموال الفائضة عن حاجة المنظمة واستثمارها في محافظ مربحة لتحقيق عائدات ثابتة تعوض تكلفة الفرصة البديلة للأموال المستثمرة (الشمري، ٢٠١٨: ١٩).

وعلى هذا الأساس هناك العديد من النماذج وضعت لتفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة، أهمها أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية(CAPM)، إذ وضع للموازنة بين المخاطرة والعائد من قبل Sharpe عام ١٩٦٤، الذي يؤكد بإن المستثمرين قادرين على الأقتراض والاقراض(حسين واحمد، ٢٠٢٣: ٥٥)، ويقوم هذا النموذج على أساس معادلة الإنحدار لحساب معدل العائد المطلوب وفق المعادلة التالية(Ziarko,2022:5).

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

إذ إن RRR تشير الى معدل العائد المطلوب،R_f تساوي معدل العائد الخالي من المخاطر،R_m تعني معدل عائد محفظة السوق،$(R_m - R_f)$ هي علاوة مخاطرة السوق، β تعكس معامل بيتا.

ج- القيمة الحقيقية للأسهم Stocks Intrinsic Value

١- مفهوم القيمة الحقيقية: هي السعر الحقيقي للموجودات والمطلوبات الذي يعكس سعر التبادل الحقيقي لقيمة السهم(Grove&Lockhart,2019:8)، لذلك يمكن اعتبارها جزءاً من التحليل الأساسي (زهره، ٢٠٢١: ١٣١).

٢- نماذج حساب القيمة الحقيقية Intrinsic Value Models

أ- إنموذج خصم التدفقات النقديه: ينص هذا الإنموذج على إن قيمة الأصل تمثل القيمة الحالية للتدفق النقدي المتوقع الحصول علية مستقبلاً بمعدل خصم محدد (Sutjipto & ٢٠٢٠:١٨٤٤ et al,)، ليصل إلى القيمة المحددة وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P_n}{(1+K)^n}$$

إذ إنP_0 هي القيمة الحقيقية للسهم، وD_t تساوي مقسوم الأرباح المستقبلية للمدة t ، و P_n سعر السهم للمدة n، و K تعني معدل العائد المطلوب.

ب- نموذج مضاعف الربحية: يتم حسابه لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الوحدة الإقتصادية، ويحسب هذا المضاعف عن طريق سعر السهم السوقي على ربحيته، ويمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم وفق هذا الإنموذج عن طريق المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{(M)(E)}{(1+K)^n}$$

إذ إن V القيمة الحقيقية، M تعكس ربحية السهم،E تساوي مضاعف الربحية،K تعني معدل العائد المطلوب

ج- إنموذج جوردن: يؤكد هذا الإنموذج إن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي تعتمد سياسة توزيع الأرباح، لذلك يرتبط بقيمة الشركة ومحددات القيمة السوقية في التدفقات الأرباح المطلوب دفعها مستقبلاً، ويمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم بواسطة المعادلة التالية(Abbas &Ameer,2017:20).

$$V_0 = \frac{D_i}{K-G}$$

V_0 تشير إلى القيمة الحقيقية للسهم، D_i تعني عائد توزيعات الأرباح المتوقعة،K تساوي معدل العائد المطلوب،G تعكس معدل نمو عائد اللأسهم.

د- إنموذج Walter: إفترض إن سياسة توزيع الأرباح تمثل الهدف لتعظيم ثروة حملة الأسهم عن طريق اعتمادها على المفاضلة بين احتجاز الأرباح وبين ومعدل العائد المطلوب، وبهذا فهو ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، كونهما عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم، ويمكن توضيح هذا الإنموذج بواسطة العلاقة التالية(Sharafoddin& Emsia,2016:132).

$$P = \frac{\frac{D}{K} + (\frac{r(E-D)}{K})}{K}$$

إذ إنP تشير إلى سعر السهم،D حصة السهم من مقسوم الأرباح،K معدل العائد المطلوب،E تعني ربحية السهم،r تساوي معدل العائد على الاستثمار.

المبحث الثاني/ الجانب التطبيقي

يتناول هذا المبحث التحليل المالي والاحصائي لمعدل القطع والمحفظة الاستثمارية المثلى وحساب القيمة الحقيقة، فضلا عن تحليل علاقات الارتباط والانحدار واختبار الفرضيات، وكما يلي:

اولاً/ التحليل المالي لمعدل القطع والمحفظة الاستثمارية والقيمة الحقيقة للأسهم

أ- تحليل معدل القطع Cut Off: تركز هذه الفقرة على تحليل معدل القطع الذي بواسطته ترشيح الأسهم لبناء المحفظة المثلى، وعن طريق نسبة (Treynor) تم ترتيب الأسهم حسب مرغوبية كل سهم للدخول في المحفظة المثلى، لذلك سيُحلل معدل القطع لأسهم الشركات حسب كل قطاع من القطاعات الإقتصادية وكما يلي:

١- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاع المصارف: تم حساب معدل القطع وفقا لمعادلته التي ذُكرت في الجانب النظري التي هي الأساس المعتمد في تحديد الأسهم المؤهلة للدخول في المحفظة والأسهم التي يتم استبعادها بالمقارنة مع قيمة مؤشر Trynor، ويتضح من الجدول (٢) تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع المصارف أن الأسهم المرشحة للدخول للمحفظة هي أسهم الشركات ذات معدل Trynor الأعلى من معدل القطع(C)، وقد بلغ عدد الأسهم الداخلة في المحفظة الاستثمارية المثلى هي سهم واحد فقط من أصل (١٦) سهماً تمثلت في(C6)، إذ إن نسبة مؤشرTrynor بلغت (156.58) وهي أعلى من نسبة معدل القطع والبالغة(-3.25).

جدول (٢) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في القطاع المصرفي

Com	mean	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	C	variance	standard deviation	Beta	Trynor
C1	-4.41	-202.79	-0.00088	0.00009	-0.009	0.00009	-0.94	480.7	21.92	0.04	-202.78
C2	0.05	-271.24	-0.00003	0.00001	-0.009	0.00010	-0.97	3230.9	56.84	0.01	-271.23
C3	-3.84	-197.86	-0.00073	0.00008	-0.002	0.00018	-1.61	520.1	22.80	0.04	-197.85
C4	-12.54	-629.85	-0.00036	0.00002	-0.002	0.00021	-1.93	1314.4	36.25	0.02	-629.84
C5	-8.96	-261.44	-0.00202	0.00015	-0.004	0.00035	-3.40	359.4	18.95	0.05	-261.44
C6	9.27	156.58	0.00010	0.00002	-0.004	0.00038	-3.25	1240.5	35.22	0.02	156.58
C7	-16.02	-527.51	-0.00129	0.00006	-0.005	0.00044	-4.11	639.6	25.29	0.04	-527.51
C8	-5.77	-173.78	-0.00241	0.00023	-0.008	0.00066	-5.09	268.6	16.38	0.06	-173.78
C9	-15.14	-528.25	-0.00108	0.00005	-0.009	0.00072	-5.61	699.2	26.44	0.03	-528.24
C10	-14.72	-389.34	-0.00248	0.00013	-0.011	0.00084	-6.67	396.6	19.91	0.05	-389.34
C11	-10.58	-676.05	-0.00018	0.00001	-0.011	0.00086	-6.73	1922.2	43.84	0.02	-676.04
C12	-5.81	-141.36	-0.00455	0.00043	-0.016	0.00128	-7.52	176.2	13.27	0.07	-141.35
C13	-3.24	-236.55	-0.00032	0.00004	-0.016	0.00132	-7.53	858.1	29.29	0.03	-236.54
C14	-5.71	-246.87	-0.00082	0.00008	-0.017	0.00140	-7.63	548.5	23.42	0.04	-246.86
C15	-22.85	-767.18	-0.00130	0.00005	-0.018	0.00145	-8.05	768.1	27.71	0.03	-767.18
C16	-9.53	-408.20	-0.00063	0.00004	-0.019	0.00149	-8.16	807.6	28.41	0.03	-408.20

٢- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاع الخدمات: يبين جدول (٣) تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الخدمات أن الأسهم المرشحة للدخول للمحفظة هي أسهم الشركات ذات معدل Trynor الأعلى من معدل القطع(C)، واعتمادًا على نتائج التحليل استبعد ترشيح أي سهم من أسهم الشركات العاملة في قطاع الخدمات للمحفظة الاستثمارية، بسبب أن نسبة مؤشر Trynor جاءت أقل من قيمة معدل القطع لجميع شركات قطاع الخدمات.

جدول (٣) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الخدمات

Com	mean	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	C	variance	standard deviation	Beta	Trynor
C17	-5.55	-495.26	-0.00010	0.00001	-0.019	0.00150	-8.18	2276.1	47.71	0.02	-495.26
C18	-6.57	-197.24	-0.00220	0.00019	-0.021	0.00169	-8.42	299.5	17.31	0.06	-197.24
C19	1.19	-108.76	-0.00014	0.00004	-0.021	0.00173	-8.35	890.3	29.84	0.03	-108.76
C20	2.50	-114.26	-0.00002	0.00001	-0.021	0.00174	-8.33	2405.3	49.04	0.02	-114.26
C21	-12.45	-437.72	-0.00106	0.00006	-0.022	0.00180	-8.54	641.3	25.32	0.04	-437.72
C22	-6.16	-348.53	-0.00034	0.00003	-0.023	0.00183	-8.57	1006.6	31.73	0.03	-348.53
C23	1.32	-161.18	-0.00004	0.00001	-0.023	0.00184	-8.55	2113.3	45.97	0.02	-161.18
C24	-10.89	-689.22	-0.00019	0.00001	-0.023	0.00186	-8.58	1922.4	43.85	0.02	-689.22

٣- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاع الاستثمار: لا يختلف قطاع الاستثمار كثيراً عن قطاع الخدمات لأسباب عديدة بعضها تتعلق بطبيعة الاستثمارات والأخرى تتعلق بالظروف السياسية والإقتصادية للدولة، والجدول (٤) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الاستثمار، واعتماداً على نتائج التحليل تقرر عدم قبول أي سهم من أسهم الشركات العاملة في قطاع الاستثمار للدخول للمحفظة الاستثمارية، بسبب ان نسبة مؤشر Trynor جاءت أقل من قيمة معدل القطع لجميع شركات قطاع الاستثمار.

جدول (٤) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الاستثمار

Com	mean	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	C	variance	standard deviation	Beta	Trynor
C25	-13.11	-348.65	-0.00245	0.00014	-0.026	0.00199	-9.04	377.5	19.43	0.05	-348.65
C26	3.26	-48.24	-0.00005	0.00003	-0.026	0.00203	-8.95	940.7	30.67	0.03	-48.24
C27	-13.79	-337.57	-0.00313	0.00017	-0.029	0.00219	-9.48	328.6	18.13	0.06	-337.57
C28	0.54	-17.02	-0.06889	0.01605	-0.098	0.01824	-5.12	15.7	3.96	0.25	-17.02
C29	-14.68	-296.75	-0.00555	0.00028	-0.103	0.01853	-5.33	231.3	15.21	0.07	-296.75

٤- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاع التأمين: يبين جدول (٥) تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع التأمين، وقد بلغ عدد الأسهم الداخلة في المحفظة الاستثمارية المثلى هي سهم واحد فقط من أصل (٥) أسهم تمثلت في (C32)، إذ إن نسبة مؤشرTrynor بلغت (12.03) وهي أعلى من نسبة معدل القطع والبالغة(5.34-).

جدول (٥) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع التأمين

Com	**mean**	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	**C**	**variance**	**standard deviation**	**Beta**	**Trynor**
C30	**1.74**	**-139.06**	**-0.00003**	**0.00001**	**-0.103**	**0.01854**	**-5.33**	**2019.3**	**44.94**	**0.02**	**-139.06**
C31	**-10.03**	**-488.88**	**-0.00042**	**0.00003**	**-0.104**	**0.01857**	**-5.34**	**1081.7**	**32.89**	**0.03**	**-488.88**
C32	**5.08**	**12.03**	**0.00000**	**0.00001**	**-0.104**	**0.01858**	**-5.34**	**2364.6**	**48.63**	**0.02**	**12.03**
C33	**-0.63**	**-255.47**	**-0.00005**	**0.00001**	**-0.104**	**0.01859**	**-5.34**	**2185.5**	**46.75**	**0.02**	**-255.47**
C34	**2.32**	**-58.78**	**-0.00019**	**0.00008**	**-0.104**	**0.01866**	**-5.33**	**550.1**	**23.45**	**0.04**	**-58.78**

٥- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاع الصناعة: يبين جدول (٦) تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الصناعة أن الأسهم المرشحة للدخول للمحفظة هي أسهم الشركات ذات معدل Trynor الأعلى من معدل القطع (C)، وقد بلغ عدد الأسهم الداخلة في المحفظة

الاستثمارية المثلى هي (٩) أسهم فقط من أصل (١٢) سهماً، تمثلت في أسهم الشركات (C35)، (C36)، (C37)، (C39)، (C40)، (C42)، (C44)، (C45)، (C46) إذ إن نسبة مؤشر Trynor كانت أعلى من نسب معدل القطع.

جدول (٦) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الصناعة

Com	mean	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i}\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i}\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	C	variance	standard deviation	Beta	Trynor
C35	8.26	146.12	0.00004	0.00001	-0.104	0.01868	-5.32	1819.2	42.65	0.02	146.12
C36	14.21	313.99	0.00025	0.00003	-0.104	0.01870	-5.30	1119.6	33.46	0.03	313.99
C37	13.54	191.09	0.00082	0.00009	-0.103	0.01880	-5.23	481.8	21.95	0.05	191.09
C38	-8.05	-343.92	-0.00068	0.00005	-0.103	0.01885	-5.25	713.2	26.71	0.04	-343.92
C39	15.07	348.27	0.00026	0.00003	-0.103	0.01888	-5.23	1157.1	34.02	0.03	348.27
C40	11.44	437.33	0.00002	0.00000	-0.103	0.01888	-5.23	4372.5	66.12	0.02	437.33
C41	-4.07	-289.05	-0.00026	0.00003	-0.103	0.01891	-5.24	1054.7	32.48	0.03	-289.05
C42	5.88	45.48	0.00001	0.00001	-0.103	0.01892	-5.23	1868.6	43.23	0.02	45.48
C43	2.27	-70.02	-0.00013	0.00005	-0.103	0.01897	-5.23	748.1	27.35	0.04	-70.02
C44	12.13	395.76	0.00005	0.00001	-0.103	0.01898	-5.22	2940.7	54.23	0.02	395.76
C45	10.84	176.56	0.00024	0.00004	-0.103	0.01901	-5.20	864.5	29.40	0.03	176.56
C46	16.31	1052.8	0.00001	0.00000	-0.103	0.01902	-5.20	8414.6	91.73	0.01	1052.8

٦- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاع الفنادق والسياحة: يبين جدول (٧) تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الفنادق والسياحة، وقد بلغ عدد الأسهم الداخلة في المحفظة الاستثمارية المثلى هي سهم واحد فقط من أصل (٨) أسهم تمثلت في (C50)، إذ إن نسبة مؤشرTrynor بلغت (475.30) وهي أعلى من نسبة معدل القطع والبالغة(5.27-).

جدول (٧) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الفنادق والسياحة

Com	mean	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i}\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i}\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	C	variance	standard deviation	Beta	Trynor
C47	-10.99	-351.43	-0.00144	0.00009	-0.105	0.01911	-5.25	493.6	22.22	0.05	-351.43
C48	-3.96	-230.85	-0.00049	0.00006	-0.105	0.01916	-5.26	689.8	26.26	0.04	-230.85
C49	-8.07	-310.75	-0.00092	0.00007	-0.106	0.01923	-5.28	580.7	24.10	0.04	-310.75
C50	16.67	475.30	0.00018	0.00002	-0.106	0.01925	-5.27	1610.9	40.14	0.02	475.30
C51	-8.42	-326.92	-0.00088	0.00007	-0.107	0.01932	-5.30	608.8	24.67	0.04	-326.92
C52	-4.21	-256.47	-0.00040	0.00004	-0.107	0.01936	-5.31	804.9	28.37	0.04	-256.47
C53	-3.75	-184.13	-0.00087	0.00010	-0.108	0.01946	-5.32	460.7	21.46	0.05	-184.13
C54	-12.67	-621.11	-0.00039	0.00002	-0.108	0.01948	-5.34	1259.1	35.48	0.03	-621.11

٧- تحليل معدل القطع لأسهم شركات قطاعي الزراعة والاتصالات: يبين جدول (٨) تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاع الزراعة، وقد بلغ عدد الأسهم الداخلة في المحفظة الاستثمارية المثلى هي (٢) سهم فقط من أصل (٥) أسهم تمثلت في شركة (C57)، وشركة (C59) إذ إن نسبة مؤشرTrynor جاءت أعلى من نسبة معدل القطع، أما شركة اسياسيل (C60) فهي الشركة الوحيدة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تعمل ضمن قطاع الاتصالات، إذ استبعدت بسبب نسبة مؤشر Trynor كانت أقل من قيمة معدل القطع.

جدول (٨) يبين تحليل معدل القطع لأسهم الشركات العاملة في قطاعي الزراعة والاتصالات

Com	mean	$\frac{(Ri - R_F)}{\beta i}$	$\frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(Ri - R_F)\beta i}{\sigma^2}$	$\sum_{i=1}^{i} \frac{(\beta i)}{\sigma^2}$	C	variance	standard deviation	Beta	Trynor
C55	1.54	-29.50	-0.00459	0.00139	-0.113	0.02088	-5.20	80.2	8.95	0.11	-29.50
C56	-8.75	-243.89	-0.00234	0.00017	-0.115	0.02105	-5.27	322.7	17.96	0.06	-243.89
C57	14.72	299.90	0.00036	0.00004	-0.115	0.02108	-5.25	918.9	30.31	0.03	299.90
C58	0.53	-178.25	-0.00006	0.00001	-0.115	0.02110	-5.24	1720.8	41.48	0.02	-178.25
C59	14.18	243.98	0.00053	0.00006	-0.114	0.02115	-5.21	680.5	26.09	0.04	243.98
C60	-6.46	-272.24	-0.00080	0.00007	-0.115	0.02123	-5.23	581.7	24.12	0.04	-272.24

ب- تحليل المحفظة الاستثمارية المثلى: بعد استعراض نتائج تحليل معدل القطع في الفقرة السابقة يلحظ اختيار (١٤) سهماً من أصل (٦٠) سهم عائدة للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والجدول (٩) يوضح أسهم الشركات التي تشكل المحفظة الاستثمارية المثلى، إذ اخُتيرت أسهم الشركات التي حققت أعلى النسب لنموذج Tyner عندما يكون مؤشر Tyner أعلى من (C) معدل القطع، لذلك يمكن الاستثمار في أسهم تلك الشركات تحقق القيمة المضافة التي يبحث عنها المستثمر لتعظيم ثروته خلال مدة زمنية محددة.

جدول (٩) يبين أسهم الشركات التي تضمنتها المحفظة الاستثمارية المثلى%

Sequence	Company	C	Tyner
1	C6	-3.25	156.58
2	C32	-5.34	12.03
3	C35	-5.32	146.12
4	C36	-5.30	313.99
5	C37	-5.23	191.09
6	C39	-5.23	348.27
7	C40	-5.23	437.33
8	C42	-5.23	45.48
9	C44	-5.22	395.76
10	C45	-5.20	176.56
11	C46	-5.20	1052.8
12	C50	-5.27	475.30
13	C57	-5.25	299.90
14	C59	-5.21	243.98

ج- تحليل القيمة الحقيقية للأسهم: إنَّ حساب القيمة الحقيقة للأسهم يتغير تبعا للتغير في الظروف المحيطة في الاقتصاد الوطني ودرجة نمو الاستثمارات في مختلف القطاعات الإقتصادية، لذلك سيتم استخدام أنموذج خصم التدفقات النقدية في حساب القيمة الحقيقية، ومن الضروري الأخذ بعين الأعتبار عند تحليل القيمة الحقيقية للأسهم حساب الآتي:

١- عائد المحفظة الاستثمارية: إذ يعكس عائد المحفظة الزيادة الحقيقية في القيمة الاجمالية للأسهم المكونة للمحفظة خلال السنة المالية منسوبة إلى القيمة الاجمالية لتلك الاسهم في بداية السنة المالية معبراً عنه بنسبة مئوية، لذلك تم حساب عائد المحفظة الاستثمارية عن طريق حساب معدلات عوائد الأسهم لجميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والجدول (١٠) يوضح أن عائد السوق للمحفظة الاستثمارية، إذ حققت محفظة الشركات أعلى عائد لها في عام ٢٠١٣ إذ بلغ (6.911)%، أما في عام ٢٠١٢ بلغ عائد السوق للمحفظة الاستثمارية (6.441)%، وجاء أدنى عائد للمحفظة في عام ٢٠١٨ إذ بلغ (3.699)%، وبلغ المتوسط العام لعائد السوق للمحفظة الاستثمارية خلال طول السلسلة الزمنية للشركات العراقية(4.828)%.

جدول (١٠) عائد المحفظة الاستثمارية للشركات عينة الدراسة

year	(RM) % Market Portfolio Return
2012	6.441
2013	6.911
2014	6.112
2015	3.674
2016	3.858
2017	3.634
2018	3.699
2019	4.523
2020	4.48
2021	4.951
mean	4.828

٢- معدل العائد المطلوب: يستخدم معدل العائد المطلوب كعتبة تفصل بين فرص الاستثمار الممكنة وتلك غير المجدية، بمعنى إذا كان عائد الاستثمار أقل من المعدل المطلوب فيجب رفض الاستثمار أو اختيار فرص استثمارية أخرى لتحقيق الاهداف، وسيتم حساب معدل العائد المطلوب منها بأعتماد إنموذج تسعير الإصول الرأسمالية(CAPM) كونه يأخذ المخاطرة النظامية بنظر الاعتبار، كما في الجدول(١١) إذ حققت شركتي(C6) و(C37) اعلى معدلات للعائد ما يجعله مقبولاً، أما الشركات الأخرى جاءت جميعها بمعدلات عائد متقاربة مع بعضها

البعض لكن بمستويات مختلفة من المخاطرة المتمثلة بمعامل (Beta) وهي أقل من الواحد عدد صحيح(<β١)، ما يعني أن أسهم جميع الشركات المرشحة للمحفظة الاستثمارية هي من الأسهم المدافعة.

جدول (١١) معدل العائد المطلوب وفق إنموذج (CAPM) %

Year / Company	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Mean	Beta
C6	5.93	5.91	5.76	5.09	4.81	4.72	3.74	3.80	3.64	3.68	4.80	0.02
C32	5.92	5.89	5.75	5.13	4.83	4.75	3.74	3.78	3.62	3.64	4.78	0.02
C35	5.92	5.89	5.75	5.12	4.83	4.75	3.74	3.78	3.63	3.65	4.78	0.02
C36	5.93	5.90	5.76	5.12	4.83	4.75	3.75	3.79	3.64	3.66	4.79	0.03
C37	5.93	5.92	5.77	5.09	4.81	4.73	3.75	3.80	3.65	3.68	4.80	0.05
C39	5.93	5.90	5.76	5.12	4.83	4.75	3.75	3.79	3.64	3.66	4.79	0.03
C40	5.92	5.89	5.76	5.14	4.84	4.76	3.75	3.78	3.62	3.64	4.78	0.02
C42	5.92	5.89	5.76	5.13	4.84	4.75	3.75	3.79	3.63	3.65	4.78	0.02
C44	5.92	5.89	5.76	5.13	4.84	4.76	3.75	3.78	3.63	3.64	4.78	0.02
C45	5.93	5.91	5.76	5.11	4.83	4.74	3.75	3.80	3.64	3.67	4.79	0.03
C46	5.92	5.88	5.75	5.15	4.85	4.77	3.75	3.78	3.62	3.63	4.77	0.01
C50	5.92	5.88	5.75	5.15	4.85	4.77	3.75	3.78	3.62	3.63	4.77	0.02
C57	5.93	5.90	5.76	5.11	4.83	4.74	3.75	3.79	3.64	3.66	4.79	0.03
C59	5.93	5.91	5.76	5.10	4.82	4.74	3.75	3.80	3.64	3.67	4.8	0.04

٣- تحديد القيمة الحقيقية: تتحدد القيمة الحقيقية للأسهم بالاعتماد على أسس موضوعية تتمثل بقاعدة موجودات الشركة والأرباح الموزعة على المساهمين ومؤشرات النمو ومستوى أداء الشركة، ومن ثمَّ فإن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهم المستثمر بالدرجة الأولى كونها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم، والجدول (١٢) يوضح حساب القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة الدراسة، إذ اتجه هذا المؤشر نحو تذبذب القيمة الحقيقية انخفاضاً وارتفاعاً بين الشركات وبين مدة وأخرى، وسبب ذلك ربما يعود إلى تقلب أسعار أسهم هذه الشركات ما بين حالتي الاقتصاد من ركود وانتعاش.

جدول (١٢) القيمة الحقيقية للشركات عينة الدراسة بالدينار

Year / Company	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Mean	STD
C6	9.7	11.0	1.0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.8	1.1	2.58	4.11
C32	0.8	1.1	1.2	1.0	0.6	1.0	0.6	0.5	0.4	4.6	1.18	1.23
C35	1.1	0.8	0.9	0.8	0.6	0.7	0.6	0.9	1.3	2.7	1.04	0.62
C36	3.5	3.9	3.7	3.6	5.3	4.9	5.0	7.3	8.4	5.9	5.15	1.65
C37	6.9	7.7	7.0	5.2	18.6	10.7	12.7	17.6	20.4	24.9	13.17	6.80

C39	4.8	3.4	2.4	2.9	4.4	3.0	4.0	4.1	59.4	5.1	9.35	17.6
C40	0.9	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.6	1.8	2.1	2.4	1.16	0.67
C42	0.4	1.7	0.5	4.4	2.9	1.2	3.9	2.4	4.1	5.9	2.74	1.83
C44	1.4	2.6	7.0	7.2	72.6	2.2	3.2	4.3	10.9	9.1	12.05	21.5
C45	6.6	24.1	8.5	13.5	14.7	13.7	15.6	19.0	15.3	19.4	15.04	5.11
C46	0.9	0.9	0.6	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	0.57	0.29
C50	26.0	42.5	75.7	34.3	31.0	38.9	43.2	72.6	235.5	131.6	73.13	65.2
C57	4.6	7.2	11.6	10.7	9.8	8.5	9.7	9.9	12.4	14.5	9.89	2.76
C59	22.5	40.1	30.5	21.3	33.7	18.0	18.0	17.8	47.2	27.9	27.70	10.1

ثانياً/ تحليل علاقة الارتباط والانحدار واختبار الفرضيات - تركز هذه الفقرة على تحليل علاقات الارتباط والتأثير بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات المعتمدة للدراسة، واختبار الفرضيات من خلال الأدوات والأساليب الإحصائية بعد إدخال البيانات في الحاسبة الالكترونية بتطبيق برنامج الإحصائي Spss Statistics 17.0، كما تهدف إلى اختبار فرضية محددة تتصل بطبيعة الاستثمار بالأسهم وبناء المحفظة الاستثمارية المثلى للشركات العاملة في مختلف القطاعات الإقتصادية المشكلة للاقتصاد الوطني للدولة، والجدول (١٣) يوضح درجة ارتباط وتأثير المتغير المستقل عائد المحفظة في المتغير المعتمد القيمة الحقيقية للأسهم، إذ بلغت قيمة الارتباط Pearson بين المتغّيرات (0.97^{**})، وأنَّ قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت (0.95)، ويعني ذلك بأن (95%) من التغيّرات الحاصلة في القيمة الحقيقية للأسهم سببها مستوى العائد، أما باقي التأثير يعزى لعوامل أخرى لم تتناولها الدراسة، ويلحظ من الجدول نفسه أنَّ قيمة (F) المحسوبة والمستخرجة من جدول (ANOVA) التي تقيس معنوية النموذج بنحو كامل بلغت (232.94) وبدلالة معنوية (0.00^{b}) وهي أقل من (٠,٠٥)، وهذا يؤكد على وجود علاقة معنوية قوية بين متغيرات الدراسة، وكانت قيمة (T) (15.26) وبمستوى معنوية أقل من (٠,٠٥) التي بلغت (0.00) وهذا يبين مدى تأثير المتغير المستقل في المتغير المعتمد، وهو ما تشير إليه قيمة المعامل (B) وهي مقدار الميل في النموذج التي تعني أن التغير في مستوى عائد المحفظة بمقدار وحدة نقديه واحدة يقابله تغير في القيمة الحقيقية للسهم بمقدار (1.34) دينار، وتشير قيمة الثابت (A) إلى قيمة المتغير المعتمد القيمة الحقيقية للأسهم عندما تكون قيمة المتغير المستقل مساوية للصفر، ولأنَّ قيمة (A) كانت تساوي (2.51)، فإنه يشير إلى قيمة السهم عندما يكون عائد المحفظة مساوياً للصفر، أما قيمة (Beta) تعبر عن مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالمقارنة مع التغير الحاصل في عائد السهم السوقي، بلغت (0.97) وهي أقل من الواحد الصحيح ($\beta < 1$)، وهذا يعني درجة إستجابة العائد المرجح على استثمارات المحفظة للتغيرات التي تحدث في العائد السوقي بفعل المخاطر السوقية

أو المخاطر النظامية أقل من الواحد الصحيح، وفي ضوء ذلك يمكن كتابة معادلة الانحدار بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد بالاعتماد على البيانات التي يتضمنها جدول(١٣).

$$Y = 2.51 + 1.34 * x$$

جدول (١٣) علاقات الارتباط والتأثير بين متغيرات الدراسة

Portfolio Return	Intrinsic value								
	A	B	R	R^2	F sig		T sig		Beta
	2.51	1.34	.97**	0.95	232.94	0.00[b]	15.26	0.00	0.97

وممّا تقدم وبعد عرض ومناقشة نتائج علاقة الارتباط والتأثير وتحليلها بين المتغيّر المستقل عائد المحفظة والمتغير المعتمد المتمثل بالقيمة الحقيقية للأسهم للشركات عينة الدراسة، وبالاعتماد على المعطيات والنتائج الواردة في الجدول نفسه تم قبول الفرضية التي تشير إلى وجود علاقة ارتباط وتأثير ذي دلالة معنوية بين المحفظة الاستثمارية المثلى المعدة بإنموذج معدل القطع Cut Off معبراً عنها بمستوى العائد في القيمة الحقيقية للأسهم.

ثالثاً/ الإستنتاجات والتوصيات

أ- الاستنتاجات

١.إن بناء المحفظة الاستثمارية المثلى وفق إنموذج معدل القطع (Cut Off) يؤدي الى اختيار الأوراق المالية الأكثر كفاءة، ما يؤدي إلى تكوين محفظة استثمارية تمتاز بأمثليه العائد والمخاطرة.

٢.اظهرت نتائج التحليل المالي إن بناء محفظة استثمارية مثلى تكونت من (١٤) سهم من أصل (٦٠) سهم عائد للشركات العراقية العاملة في مختلف القطاعات الاقتصادية، كما افرزها معدل القطع Cut Off.

٣.أفرزت نتائج التحليل المالي بان معاملات (Beta) لجميع أسهم شركات العينة كانت أقل من الواحد الصحيح، وهذا يعني بانها تصنف ضمن الأسهم منخفظة المخاطرة.

٤.تؤكد نتائج التحليل وجود علاقة ارتباط تأثير ذي دلالة معنوية بين المتغير المستقل المحفظة الاستثمارية المثلى المعدة بإنموذج معدل القطع معبراً عنها بمستوى العائد في المتغير المعتمد القيمة الحقيقية للأسهم للشركات المكونة للمحفظة الاستثمارية المثلى خلال المدة الزمنية المحددة في الدراسة.

ب- التوصيات

١.ضرورة اعتماد المستثمرين على أنموذج معدل القطع (Cut Off) في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى، وذلك يرجع للقدرة العالية ترشيح الاسهم الجيدة في بناء المحفظة لتحقيق الأداء الافضل للاستثمار.

٢.يمكن للشركات في ظل الظروف الإقتصادية المتقلبة ان تتبع سياسة متوازنة عند بناء المحفظة الاستثمارية، إذ تحافظ على عنصري العائد والمخاطرة في نفس الوقت والعمل على تنويع المحفظة بنحو جيد لتقليل المخاطر التي تتعرض لها.

٣.الاعتماد على نماذج تقييم الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية واختيار الأنسب منها لظروف السوق لتحقيق نتائج دقيقية لتقييم الأسهم والوصول إلى قيمتها الحقيقية.

المصادر والمراجع

١.بتال، احمد حسين وسريح، فائز هليل وعلي، وسام حسين، (٢٠١٩)، "تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع"، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ١١، العدد ٢٤.

٢.حسين، زهراء عبدالجبار مجيد، احمد بشار، (٢٠٢٣)، تقدير وتحليل معدل العائد المطلوب وفقاً لإنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية(CAPM) سوق العراق للأوراق المالية انموذجاً، مجلة تنمية الرافدين، المجلد٤٢، العدد١٣٧.

٣.دعاء، ماينة(٢٠٢٣)، "تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية في ظل نموذج تسعير الاصول الرأسمالية CAPM دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الاوراق المالية السعودية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي، الجزائر.

٤.زهره، شادي احمد(٢٠٢١)، الأسواق المالية، قسم المصارف والمؤسسات المالية، كلية العلوم الادارية، جامعة الشام الخاصة.

٥.سامي، بشرى محمد(٢٠١٨)، استعمال معدل القطع في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى- دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الادارية والإقتصادية، المجلد٢، العدد٤٢.

٦.الشمري، دلال صالح مهدي، (٢٠١٨)، استخدام بحوث العمليات في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة وفق بعدي العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والأقتصاد، جامعة تكريت، العراق.

٧.فاضل، احمد عباس وعبادي، اثير عباس، (٢٠٢٢)، "تقييم المحفظة الاستثمارية المثلى لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة ٢٠١٦-٢٠٢٠"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد٦٧.

1. Abbas. A. & Ameer, M. S., (2017), Determinants of dividend policy in services industry of China, international journal of business, economics and management works, 4(11).
2. Abensur, E. O, & de Carvalho, W. P, (2022), Improving Port-folio Selection by Balancing Liquidity, Risk- Return: Evidence from Stock Markets, Theo- retical Economics Letters, Volume 12.
3. Albin, Tyllgren, (2021), Applying Treynor-black model with AP7 Såfa in the Swedish premium pension system to choose between active and passive portfolio management, Examensarbete, Karlstad University, Karlstad Business School.
4. Al-Fatlawi, Q.A., Al Farttoosi, D.S., & Almagtome, A.H., (2021), Accounting information security and IT governance under COBIT 5 Framework: A Case Study.
5. Alktrani.S., & Talib.K., (2021), mpact of Concentration and diversity of loan portfolio on the bank equity return: a cross country analysis, Turkish journal of computer and mathematics education vol.12 no.7.
6. Al-Wattar, Y.M.A., Almagtome, A.H., & AL-Shafeay, K.M., (2019), The role of integrating hotel sustainability reporting practices into an accounting information system to enhance hotel financial performance: Evidence from Iraq. African journal of hospitality, tourism and leisure, 8(5).
7. Amagtome, A.H., & Alnajjar, F.A., (2020), Integration of financial reporting system and financial sustainability of nonprofit organizations: Evidence from Iraq. International journal of

business & management science, 10(1). Cogent Economics & Finance.

8. Anjom, W., (2020), A quantitative approach to evaluate the financial performance of growth oriented Bangladeshi close end mutual funds: An empirical study, Global journal of management and business research.
9. Atmaca.M, (2022), “Portfolio management and performance improvement with Sharpe and Treynor ratios in electricity markets”, Energy Reports, Volume 8.
10. Gnanesh.C, (2021), “Optimal Portfolio Construction using Sharpe’s Single Index Model”, International Journal of Creative Research Thoughts (IJCRT), Volume 9, Issue 12.
11. Grove, H.,& Lockhart, J, (2019), Evolution of corporate governance towards intrinsic value, corporate law & governance review.
12. Hina Gul, Sajida Gul and Shahid Rasheed, (2020), The Impact of Foreign Portfolio Investment and Corporate Governance on Corporate Cash Holdings: Evidence from the Leading Manufacturing Sectors in Pakistan, EJBMR, European Journal of Business and Management Research Vol. 5, No. 4.
13. Jamil, Yasmine, (2021), What is the impact of an ESG filter on portfolio performance? Evidence for various investment strategies, Degree Thesis, Louvain School of Management, Université catholique de Louvain.
14. Meliala, Fitria Ulina,& Sukarno, Subiakto, (2023), Optimal Investment Portfolio Analysis Using The Markowitz Model For Stock In Each Sector In The Indonesia Stock Market During COVID 19, Journal of Research of Social Science, Economics, and Management(JRSSEM), Vol.02 No.8.

15. Sharafoddin, S., & Emsia, E,(2016), The effect of stock valuation on the company's management. Procedia economics and finance, 36.
16. Sholehah, N. A., Permadhy, Y. T., & Yetty, F. (2020). The Comparison of Optimal Portfolio Formation Analysis with Single Index Model and Capital Asset Pricing Model in Making Investment Decision. European Journal of Business and Management Research, Vol. 5, No. 4.
17. Srinivas K.R. & B.Shivaraj, (2021), Construction of optimal portfolio-treynor-black model, a study with reference to selected exchange traded funds, gorteria, journal volume34, issue 2.
18. Sutjipto, E., Setiawan, W., & Ghozali.I., (2020), Determination of intrinsic value: dividend discount model and discounted cash flow methods in Indonesia stock exchange, Eddy Sutjipto, Wawan Setiawan and Imam Ghozali.
19. Utami, Yuni & Prasetya, Victor & Riyadi, Ragil Anwar, (2022), “Study of Performance Comparison of Sharia Shares in Indonesia and Malaysia: Sharpe, Treynor And Jensen Models”, Journal of World Science, Vol.1, No.1.
20. Widyawati, L. (2020), "A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics." business strategy and the environment, 29(2).
21. Ziarko, Anna Rutkowska, Lesław Markowski, Christopher Pyke, Saqib Amin, (2022), Conventional and downside CAPM: The case of London stock exchange, global finance journal, vol.54, 100759.