



## أنموذج العوائد الأعلى من المعدل:

### دراسة تحليلية في قطاع التأمين العراقي الخاص\*

أ. م. د. جليل كاظم مدلول العارضي\*\*\*

أ. م. د. محمد حسين منهل\*\*

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة الكوفة

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة البصرة

م. ندى عبد القادر عبد الستار\*\*\*\*

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة البصرة

#### المستخلص:

تهدف الدراسة الحالية إلى مناقشة أنموذج العوائد الأعلى من المعدل لشركات التأمين العراقية المساهمة الخاصة المشمولة بالبحث وتحليله؛ بغية اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى التي تضمن الوصول إلى العوائد الأعلى (العوائد الفائقة) بأقل ما يمكن من المخاطر، إذ يتضمن هذا البحث نتائج تحليل العوائد والمخاطر المترتبة عليها وأداء المحافظ الاستثمارية التي تشكلها؛ بهدف التوصل إلى نتائج دقيقة يمكن على أساسها من تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لهذا القطاع، وسعيًا لتحقيق ذلك، فقد اعتمدت الدراسة على عدد من المناهج البحثية الرصينة، تمثلت بشكل اساس بالمنهج التاريخي لترصين المفاهيم التي تم تناولها وتأصيلها. وتكمن أهمية الدراسة من خلال اعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل وما يمتلكه من دوراً مؤثراً في تحقيق مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر، ويساهم في اختيار تشكيلة المحفظة الاستثمارية المثلى. وانطلق البحث من فرضية رئيسية مفادها توجد إمكانية لاعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل في تحقيق مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر. وقد توصل البحث إلى نتائج كان من أهمها إن تحليل المحفظة الاستثمارية في القطاع المشمول

\* بحث مستل من أطروحة دكتوراه العائدة إلى الطالبة ندى عبد القادر عبد الستار.

\*\* E-mail: manhal-manhal@yahoo.com

\*\*\* E-mail: Jaleelal-aardhy@yahoo.com

\*\*\*\* E-mail: medalnarmoonarmo@yahoo.com

بالبحث، إن قطاع التأمين قد حقق مؤشرات سالبة لمؤشرات السوق (RVAR Sharp) ومؤشر (RVAR TRYnor).

الكلمات الدالة:

العوائد الفائقة، العائد المطلوب، العائد المتوقع، المخاطر النظامية، المخاطر اللانظامية، المحفظة الاستثمارية.

## المبحث الأول

### منهجية البحث

أولاً: مشكلة الدراسة

يُعد طرح التساؤلات ضرورة ملحة في توجيه الدراسة ككل على وفق متغيراتها ونقلها إلى تعبيرات جزئية على مستوى أبعادها التي تضمنتها تلك المتغيرات، ولعل أبرز تلك التساؤلات التي تبلور مشكلة البحث التي تحاول هذه الدراسة الإجابة عنها هي:-

1. هل اعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل يحقق مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر؟

2. هل اعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل يسهم في اختيار تشكيلة المحفظة الاستثمارية المثلى؟

وقد أمكن إجراء مسح لشركات قطاع التأمين العراقي الخاص؛ بهدف الوقوف على الواقع الحقيقي لهذه الشركات وتحديد مديات اعتماد متغيرات البحث أو عدمه بشأن التوصل إلى تحديد المشكلة الحقيقية أو التطبيقية للدراسة وليس الاقتصار على المشكلة المعرفية، وأتضح من قائمة الفحص الأولية بأن مشكلة البحث التطبيقية تتجسد بشكلها الاساسي بانخفاض قيم اسهمها العادية في سوق المال العراقي وهذا ما جرى الوقوف عليه وتحديدته من خلال الاستطلاع الأولي، إذ تبين انخفاض قيم تلك الأسهم بالنظر إلى قيم أسهم الشركات المساهمة الأخرى العاملة في السوق نفسه. وعند التحري عن أسباب هذا الانخفاض تبين إن الشركات المشمولة بالبحث تجهل إن اعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل يحقق مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر. وذلك انعكس سلباً على النتائج والأهداف التي تحاول الشركات المذكورة الوصول إليها.



### ثانياً: أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها من خلال أهمية الموضوعات التي أهتم بمعالجتها التي يستمدّها من خلال توضيح متغيرات أنموذج العوائد الأعلى من المعدل والمتغيرات والمؤشرات المنبثقة عنها، ويمكن تحديد أهمية البحث من خلال:-

1. النقص في الدراسات السابقة التي تربط بين المتغيرات الحالية. ويسعى إلى استنباط علاقاته واستكشاف تأثيراته واستشراف جدواه المستقبلية بمعالجة مشكلة تطبيقية في البيئة العراقية.
2. وتأتي أهمية البحث أيضاً من خلال اعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل وما يمتلكه من دور مؤثر في تحقيق مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر، ويسهم في اختيار تشكيلة المحفظة الاستثمارية المثلى.
3. وتبرز أهمية البحث من خلال النتائج المعرفية والتطبيقية التي يحاول الوصول إليها التي تحدد طبيعة العلاقة والتأثير بين متغيرات البحث.
4. ويستمد البحث أهميته من أهمية القطاع المشمول بالبحث (التأمين الخاص) وما له من تأثير في اقتصاديات البلاد ومن عوامل تقدمه ورقبه عند تطورها.

### ثالثاً: أهداف الدراسة

1. اعتماداً على جوانب المشكلة ومسوغات معالجتها وتبنيها، يمكن تحديد الأهداف التي يسعى البحث إلى تحقيقها في الآتي:-
2. بناء إطار معرفي لفلسفة موضوع (أنموذج العوائد الأعلى من المعدل) وما ينجم عنه من متغيرات أخرى، وتوظيف التراكم المعرفي عن موضوعات البحث في بلورة أبعاد منهجية البحث في إطار دراسة ميدانية علمية تحاول سد النقص في المكتبة العراقية.
3. تحديد اعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل مع تحديد نوع المحفظة الاستثمارية الأفضل (مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر).
4. تحديد مديات الارتباط والتأثير بين متغيرات الدراسة ونوعية العلاقة الإحصائية بينهما.
5. أيجاد أنموذج يفسر طبيعة العلاقات والتداخلات بين متغيرات الدراسة بما يخدم العمل بالقطاع المشمول بالبحث.

6. توفير قاعدة بيانات للمهتمين والباحثين تسهم في تطوير معرفتهم بأنموذج العوائد الأعلى من المعدل والمتغيرات الأخرى التي تخدم غرض البحث.

#### رابعاً: المخطط الافتراضي للدراسة

يمكن توضيح المخطط الافتراضي للدراسة من خلال الشكل (1).

#### الشكل (1)

#### المخطط الافتراضي للدراسة



#### خامساً: فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسية الأولى: توجد إمكانية لاعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل في تحقيق مستويات فائقة من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطر.

الفرضية الرئيسية الثانية: توجد إمكانية لاعتماد أنموذج العوائد الأعلى من المعدل في اختيار تشكيلة المحفظة الاستثمارية المثلى.

#### سادساً: حدود الدراسة

- 1- الحدود الزمنية : تمثلت بالمدة بين (2008-2012).
- 2- الحدود المكانية : شملت الدراسة قطاع التأمين العراقي الخاص بكامل شركاته.
- 3- الحدود البشرية : شمل الدراسة 95 من المديرين في شركات القطاعات المبحوثة والعاملين في سوق المال العراقي.

#### سابعاً: مجتمع الدراسة

- جرى اختيار شركات القطاع المذكور جميعها مجالاً للدراسة للأسباب الآتية:-
- 1- عراقية القطاع مجتمع الدراسة بالنسبة للقطاعات الأخرى.



- 2- تمتع شركات القطاع بمرونة عمل عالية تتيح لها استخدام أدوات إستراتيجية ومالية حديثة وبهذا تكون مجالاً خصباً للدراسة.
- 3- المنافسة العالية بين الشركات فيه.
- 4- استعداد شركات القطاع المذكور للتقدم والرقي في عملها وقدرتها على تحمل التكاليف والمخاطر لهذا الهدف.

## المبحث الثاني

### الإطار النظري للدراسة

#### أولاً: نموذج العوائد الأعلى من المعدل

يتميز عالم الاستثمارات الرأسمالية والمالية بضعف قدرة المدير على تحديد العائد على الاستثمار بالتأكيد عند اتخاذ القرار وعلى الرغم من ذلك تقوم الشركات والأفراد بعمليات استثمارية على ضوء توقعاتهم المستقبلية. إذ يستطيع المديرون بالاعتماد على خبراتهم ووسائل التسوق المتاحة، فضلاً عن تقديرهم للأمور (personal Judgment) كما إنهم يقومون بتقدير احتمالاتهم الشخصية (subjective probability Estimates) للنتائج الممكنة للقرار الذي يتخذونه وتختلف هذه الاحتمالات الموضوعية (objective probability) التي تجري تحديدها باستعمال الاساليب العلمية والإحصائية.

إن تحقيق مستويات فائقة من العوائد في عالم الأعمال الذي تسوده مستويات مختلفة من المخاطرة يتطلب من مديري تلك الشركات المقارنة بين ما تحققه شركاتهم من عوائد من جهة وبين ما تحمله شركاتهم من مخاطرة من جهة أخرى، إذ إن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، ولكن لكي نحصل على معدلات فائقة من العوائد نحتاج إلى استخدام نموذج للعملية الاستراتيجية يحقق العوائد الأعلى من المعدل. ولذلك سيتناول هذا المبحث بعد استعراض نماذج العملية الاستراتيجية التي تحقق من خلالها الشركات مستويات فائقة من العوائد إلى توضيح مفهومي العائد والمخاطرة.

#### أ- أنموذج العوائد الأعلى من المعدل

يتناول هذا المبحث أهم نماذج عملية الإدارة الإستراتيجية التي تسعى إلى تحقيق الهدف الإستراتيجي الذي ينصب حول الحصول على العوائد الأعلى من المعدل (العوائد

الفائقة) وكل نموذج من هذه النماذج يحاكي حقبة زمنية معينة ويبين وجهات نظر واضعيها.

تتشترك النماذج في محاور جوهرية فيما يخص مراحل الإستراتيجية الثلاث (الصياغة، والتنفيذ، والتقييم) وكذلك في سعيها للحصول على عوائد أعلى من المعدل، فضلاً عن اعتبار حصول الشركة على العوائد الفائقة هي ميزة تنافسية مستدامة وفيما يأتي استعراض لهذه النماذج.

### 1- أنموذج المنظمة الصناعية للعوائد الأعلى من المعدل

يفسر نموذج المنظمة الصناعية (Industrial Organization) للعوائد الأعلى من المعدل التأثير المهيمن للبيئة الخارجية على الأنشطة الإستراتيجية للمنظمة باعتبار البيئة الخارجية في مرحلة الستينيات ولغاية الثمانينات تمثل المحور الرئيسي للإستراتيجية التي تختارها المنظمات<sup>(1)</sup>.

يؤكد هذا الأنموذج إن المنظمة هي التي تختار الصناعة التي تتنافس فيها؛ لأن هذا الاختيار سيكون له تأثير قوي على أدائها أكثر من الخيار الذي يتخذه المديرون من داخلها ويتحدد ذلك الأداء بالدرجة الأساس بمدى خصائص الصناعة، وهذا الأمر يتوافق وأحد أبعاد المنطق الإستراتيجي وهو بعد افتراضات الصناعة إذ تسعى فيه المنظمات إلى تقدم الصناعة من خلال وضع إستراتيجيات تركز على المبدعين في خلق قيمة جديدة والبحث عن الافكار الرائجة لتحقيق الفقرات النوعية في القيمة وبذلك تسهم المنظمات في تشكيل تلك الظروف في الصناعة التي التنافس فيها وبين خصائص الصناعة هي وفورات الحجم، وحواجز الدخول، والتنويع، وتمايز المنتج، ودرجة تركيز المنظمات في الصناعة.

إن نموذج (I/O) يجبر المنظمة على ضرورة اكتشاف الصناعة الأكثر جاذبية التي يمكن إن تنافس فيها. ونظراً إلى إن أغلب المنظمات تمتلك موارد إستراتيجية متشابهة يمكن إن تنتقل بسهولة بين المنظمات؛ فأن درجة المنافسة يمكن إن تزداد فقط عندما تكتشف المنظمات الصناعية ذات إمكانيات الربح العالية وتتعلم كيفية استخدام مواردها في تنفيذ

<sup>1</sup> Hitt ,A., Michael, Ireland, Duane and Hoskisson, E . Robert, (2007), "Strategic Management: Competitiveness and Globalization Concepts", 9th ed, south - western apart of Cengage Learning.



أنموذج العوائد الأعلى من المعدل: دراسة تحليلية في قطاع التأمين الإستراتيجية التي تتلاءم والخصائص الهيكلية لتلك الصناعة<sup>(2)</sup>. والشكل الآتي يوضح نموذج (I/O) للإدارة الإستراتيجية .

الشكل (2)

أنموذج المنظمة الصناعية



Source:

- Hitt, Michael A., Hoskisson, E. Robert, Ireland, R. Duane, (2007), "Management of Strategy: Concepts and Cases", 1<sup>st</sup> ed., South-Western, New York, p 16.

يتضح من الأنموذج السابق إنه يركز على بعض الأمور ومنها:-

- 1- أركان عملية الإدارة الإستراتيجية وهي الصياغة والتنفيذ والتقييم.
- 2- خصائص البيئة الخارجية ومنها بيئة الصناعة والبيئة العامة وبيئة المنافسين.
- 3- اعتبار خصائص البيئة الخارجية المحدد الرئيسي للعوائد وليس الموارد الداخلية.

<sup>2</sup> Ibid.

4- تحقيق العوائد الأعلى من المعدل من خلال تنفيذ الإستراتيجيات التي تفرضها البيئة الخارجية.

## 2- أنموذج اعتماد - الموارد للعوائد الأعلى من المعدل

يفترض أنموذج - اعتماد الموارد بأن كل منظمة تمتلك مجموعة من الموارد الفريدة التي تمثل الاساس لعوائدها. هذا الأنموذج يفترض بأن القابليات تنمو وتتطور وينبغي إن تدار بشكل ديناميكي من أجل تتبع العوائد فوق المعدل. وطبقاً لهذا الأنموذج فإن التباين في الأداء عبر الزمن يعزى بشكل اساسي إلى الموارد والقابليات الفريدة بدلاً من الخصائص الهيكلية للصناعة. كما إن هذا الأنموذج يفترض بأن الشركات تكتسب موارد متميزة وتطور قابليات فريدة لذلك ليس كل الشركات تتنافس ضمن صناعة معينة تمتلك الموارد والقابليات نفسها، فضلاً عن ذلك فإن الأنموذج يفترض بأن الموارد ربما لا تستغل بشكل تام ومحكم بين المنظمات وان التمايز في الموارد هو الاساس للميزة التنافسية<sup>(3)</sup>.

ومن الجدير بالذكر إن هذا الأنموذج يتوافق وأحد أبعاد المنطق الإستراتيجي وهو الموجودات والمقدرات، إذ يدعو هذا البعد المنظمات إلى عدم اعتماد موجوداتهم وقدراتهم الحالية لاكتساب موارد متميزة وقابليات فريدة؛ وبذلك تستطيع التنافس وتحقيق مزايا تنافسية تجعلها تحقق عوائد فائقة أو أعلى من المعدل، وكذلك يعتبر المنطق الإستراتيجي منطق ابتكار وتجديد لخلق الفرص التي على المنظمات أتباعها، فضلاً عن كيفية تفهمهم للمخاطر.

ويستند هذا الأنموذج إلى خمسة افتراضات اساسية هي:-

- 1- تشكل موارد المنظمة الاساس الذي تستند عليه المنظمة في اتخاذ قراراتها الإستراتيجية وليس خصائص البيئة الخارجية.
- 2- يمكن إن تحصل المنظمة على الميزة التنافسية عن طريقي الاكتساب والموارد التنظيمية القيمة.
- 3- تستطيع المنظمة اختيار الموقع المتميز واكتساب الموارد القيمة.
- 4- ليس من السهولة انتقال الموارد بين المنظمات.

<sup>3</sup> Ibid.





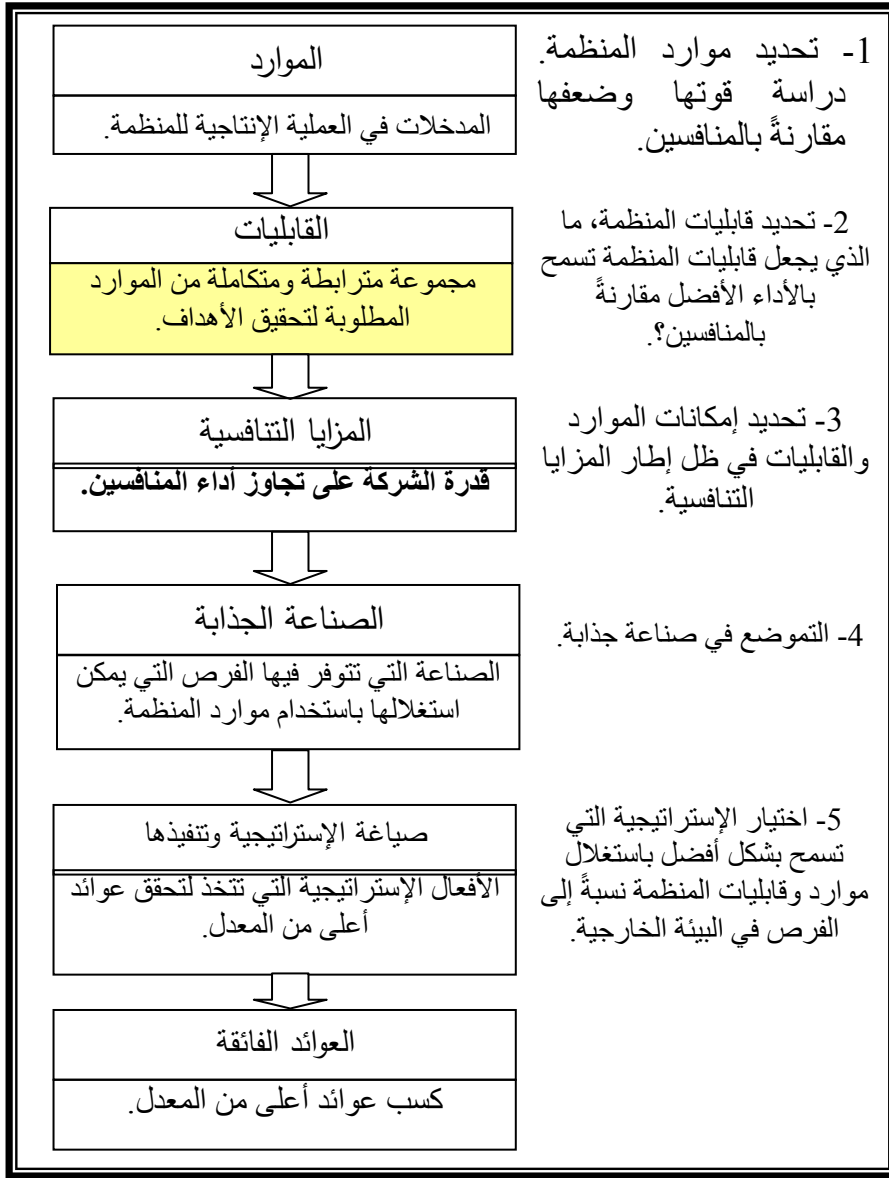
5- تتميز الموارد القيمة بأنها مكلفة في تقليدها وغير قابلة للإحلال.

تستند مدخل الموارد إلى فكرة بسيطة مفادها إن المنظمات تختلف فيما بينها اختلافاً كبيراً؛ بسبب امتلاكها مجموعة متفردة من الموارد التي توفر لها الأساس الذي تتبع منه إستراتيجياتها، ومن ثم فإن الموارد تُعد المصدر الرئيسي للعوائد والأرباح التي تحصل عليها المنظمات. كما يفترض ذلك المدخل قيام المنظمات بتطوير مواردها وإدارتها بطريقة ديناميكية تساعدها على تحقيق عوائد أعلى من المعدل العام للصناعة. ويركز هذا الانموذج على التقييم الدقيق للموارد والقدرات التنظيمية وعُدها قلب الميزة التنافسية والموقع التنافسي للمنظمة وذلك في ضوء عوامل أساسية هي الطلب والقدرة والملائمة والشكل أدناه يوضح أنموذج اعتماد الموارد - لتحقيق العوائد الأعلى من المعدل.



الشكل (3)

أنموذج اعتماد- الموارد



Source:

- Hitt, Michael A., Hoskisson, E. Robert, Ireland, R. Duane, (2007),  
"Management of Strategy: Concepts and Cases", 1<sup>st</sup> ed., South-  
Western, New York, p 18.



ويتضح من النموذج السابق إنه يركز على بعض الأمور منها:-

- 1- إن الموارد والقابليات الفريدة للمنظمة تمثل الأساس للإستراتيجية .
- 2- المزايا التنافسية تتشكل من خلال توحيد وتكامل مجموعة من الموارد والقابليات والقدرات.
- 3- البيئة الداخلية المتمثلة بمواردها ومقدراتها هي الأساس لتحقيق العوائد الأعلى من المعدل أكثر من خصائص البيئة الخارجية.
- 4- إن تكون الموارد ذات قيمة عالية ونادرة وصعبة التقليد وغير قابلة للاستبدال.
- 5- يوجد نوعان من المقدرات هما: المقدرات الإدارية التي تكون مهمة لاسيما في الدخول الناجح في أسواق خارجية. ومقدرات المنتجات المترابطة المتمثل في تطوير منتجات جديدة أو إعادة هندسة المنتجات الموجودة لإرضاء الانواق النسبية للزبائن .
- 6- تطوير مقدراتها الجوهرية باستمرار.

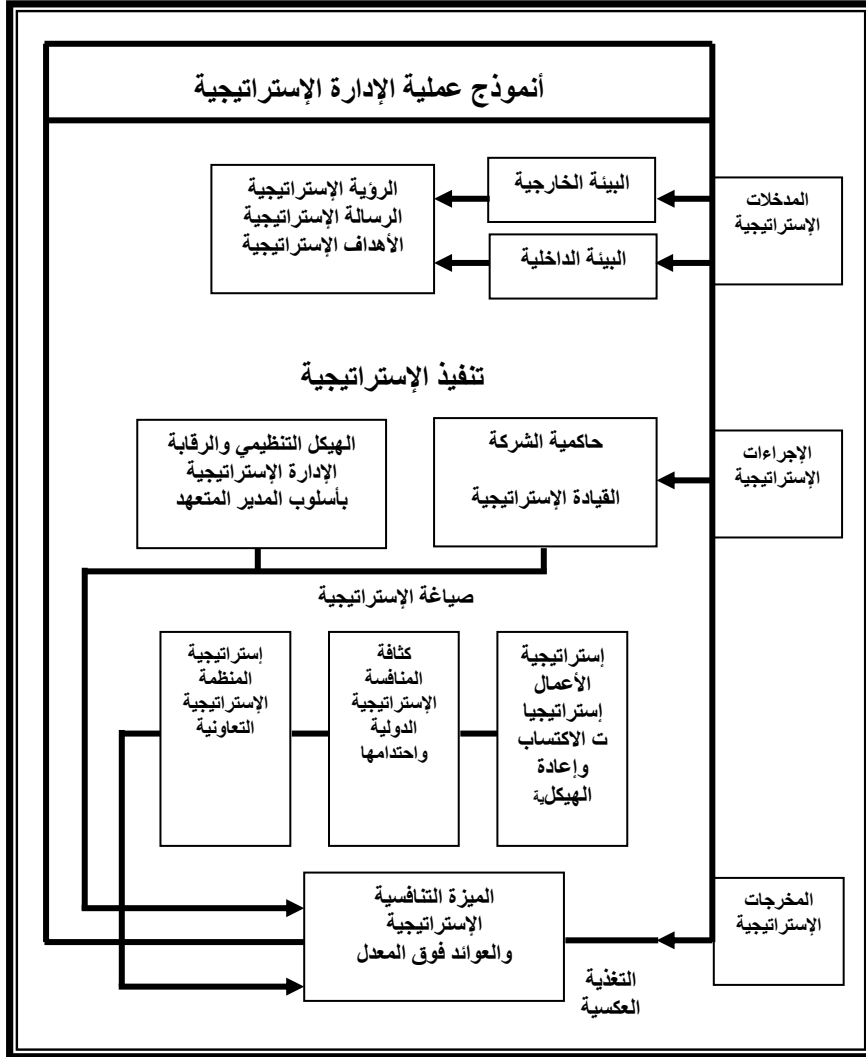
### 3- أ نموذج الإدارة الإستراتيجية للعوائد فوق المعدل لـ (Hitt et al.)

أنفرد Hitt وزملاؤه (2000) بتقديم أ نموذجاً خاصاً، فضلاً عن الأ نمودجين السابقين (المنظمة الصناعية واعتماد الموارد) اعتمد بالأساس على فكرة الأ نمودجين المذكورين، إذ كانت الإضافة في مجال الإجراءات الإستراتيجية متمثلة بحاكمية المنظمة وعلاقتها بهيكل المنظمة وأسلوبها في الإدارة وتأثير ذلك في تحقيق ميزة تنافسية وعوائد أعلى من المعدل كمخرجات استراتيجية. الشكل الآتي يوضح أ نموذج الإدارة الإستراتيجية:-



الشكل (4)

أنموذج (Hitt et al.,2000) للإدارة الإستراتيجية



Source:

- Hitt, Michael A., Hoskisson, E. Robert, Ireland, R. Duane, (2000), "Strategic Management: Competitiveness and Globalization", 3<sup>rd</sup> ed., Thompson, South-Western, New York.



يتضح من النموذج السابق إنه يركز على بعض الأمور هي:-

- 1- أركان عملية الإدارة الإستراتيجية وهي الصياغة والتنفيذ والتقييم.
- 2- إضافة فقرة الإجراءات الإستراتيجية المتمثلة بحاكمة المنظمة وعلاقتها بهيكل المنظمة وأسلوبها في الإدارة.
- 3- اعتبار فقرة الإجراءات الإستراتيجية ذات تأثير في تحقيق الميزة التنافسية.
- 4- اعتبار الميزة التنافسية والعوائد الأعلى من المعدل مخرجات إستراتيجية اساسية لهذا النموذج.

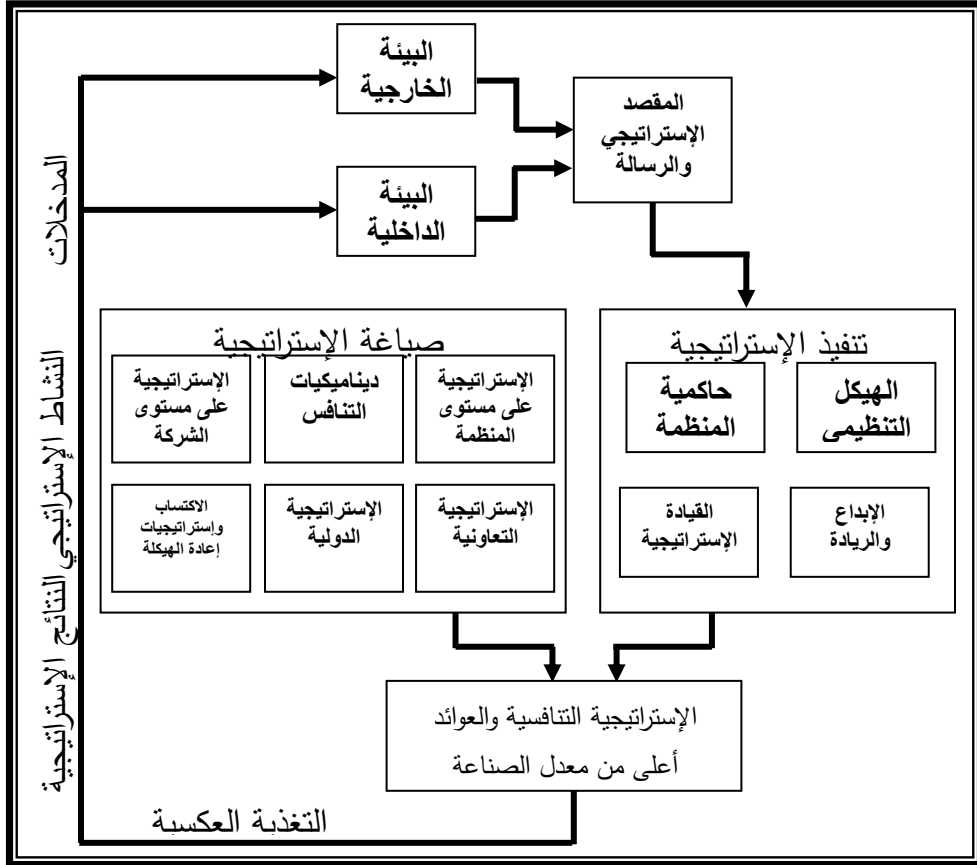
#### 4- أ نموذج مدخلات - نشاط - نتائج الاستراتيجيية لـ (Hitt et al.)

لقد قام (Hitt) وزملاؤه عام (2000) بتقديم أ نموذج جديد لعملية الإدارة الإستراتيجية لتطوير الأ نموذج السابق واعتبروا فيه إن الإدارة الإستراتيجية هي عملية ديناميكية في طبيعتها، إذ يمثل المقصد الإستراتيجي فيها الأساس للتنفيذ. فهي مجموعة متكاملة من الألتزامات والقرارات والتصرفات المطلوبة من المنظمة لتحقيق التنافسية الإستراتيجية التي تمكنها من كسب أرباح أعلى من معدل الصناعة. والشكل (5) أدناه يوضح أ نموذج مدخلات - نشاط نتائج الإستراتيجية:-



الشكل (5)

أنموذج (Hitt et al.,2007) للإدارة الإستراتيجية



Source:

- Hitt, Michael A., Hoskisson, E. Robert, Ireland, R. Duane, (2007), "Management of Strategy: Concepts and Cases", 1<sup>st</sup> ed., South-Western, New York, P:5.



ويتضح من الأ نموذج السابق إنه يركز على بعض الأمور هي:-

- 1- يمثل أ نموذجاً متطور لنموذج Hitt et al السابق.
- 2- عد الإدارة الإستراتيجية بوصفها عملية ديناميكية.
- 3- عد المقصد الإستراتيجي اساساً للتنفيذ، إذ هو الهاجس والشعور بالرغبة في تحقيق الاهداف.
- 4- تكامل القرارات والالتزامات والتصرفات من المنظمة هي الاساس لتحقيق الاستراتيجية التنافسية ومن ثم العوائد الاعلى من معدل الصناعة.

وتستند هذه النماذج إلى نقطة رئيسة مفادها إن منظمات الأعمال لها أهداف رئيسة هي تعظيم الأرباح في المدى البعيد (عوائد أعلى معدل) وتطور الميزة التنافسية المناسبة في كل النواحي ولاسيما في الأسواق الخارجية. إن منظمات الأعمال تسعى إلى تطبيق نظرية المنافسة وتعظيم الأرباح من خلال عرض الإدارة الإستراتيجية كأ نموذج نظام على اساس المنافسة من خلال الصناعة أو من خلال النظرية المستندة إلى الموارد، أي من خلال موارد المنظمة الداخلية لتحديد موقعها في بيئتها الخارجية<sup>(4)</sup>.

كما إن هذه النماذج حاولت إن تحوي عمليات متداخلة بين المنظور المعياري (وهو الذي يبدأ بالتفكير حول رسالة المنظمة وغاياتها وأهدافها الإستراتيجية بعيداً عن محددات القدرات الداخلية وقبل البدء بتشخيص الفرص والتهديدات في البيئة الخارجية). وبين المنظور الواقعي (وهو الذي يبدأ بتحليل واقع بيئة عمل المنظمة الخارجية وإمكاناتها الداخلية (البيئة الداخلية) وتشخيصها لكي تكون مراحل عملية الإدارة الإستراتيجية مستفيدة من كلا المنظورين السابقين التفكير الحر والمبدع للإدارة العليا. وفي الوقت نفسه من الضروري إن ينطلق التحليل الواقعي لبيئة عمل المنظمة الخارجية وإمكاناتها الداخلية في الاتجاه نفسه وفي ترابط زمني واحد. وفي هذه الحالة فأ ن هذه النماذج ترى إن موضوع

---

<sup>4</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، وآخرون، الإدارة الإستراتيجية المستدامة مدخل لإدارة المنظمات في الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، الوارث للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص.ص 133-134.

الإستراتيجية يحتاج إلى جانبي الخيال والواقع على قدر من الأهمية لكل منها. إن الإدارة العليا يجب إن تكون حاملة ولكن هذا الحلم يفترض يكون ذا مدلول واقعي عملي<sup>(5)</sup>.  
تأسيساً على ما تقدم يمكن إن نستنتج بأن هذه المجموعة من النماذج تتميز بما يأتي<sup>(6)</sup>:-

- 1- موازنة الأدوار (الموازنة هنا لا تعني الاعطاء بالقدر نفسه) بين الإدارة العليا وخبرتها السابقة ونظام القيم لديها وبين دور المختصين والتشخيص والتنبؤ والدراسات الخاصة ببيئة عمل المنظمة الخارجية والداخلية.
- 2- التخلص من قيود الواقعية المميته والمحدودة التفكير من جانب ولجم جماح المثالية الطوبائية غير المستندة إلى واقعية حاملة ومتفتحة الاتجاهات من جانب آخر ويأتي هذا من خلال فلسفتي المثالية والواقعية.
- 3- تحاول هذه النماذج الموازنة ما بين العمومية الواسعة وغير الواضحة وبين الواقعية كثيرة التفاصيل وغير المبررة فهي تجد إن الدخول في التفاصيل يغرق النموذج بواقعية مزيفة كما إن التحلق في سماء الامنيات الفضفاضة لا يجد له أرضية صلبة للوقوف عليها.

وتسعى منظمات الأعمال من خلال نماذج عملية إدارة الإستراتيجية إلى تحقيق هدف إستراتيجي مهم وهو الوصول إلى عوائد أعلى من المعدل (عوائد فائقة)، إذ تتوقف قيمة منظمة الأعمال على التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها في المستقبل وهي ما يطلق عليها (العوائد) وعلى درجة المخاطرة التي تصاحب هذه العوائد وتوجد علاقة بين القيمة السوقية لمنظمة الأعمال ولكل من العائد والمخاطرة، وتكون العلاقة طردية بين العائد والقيمة

<sup>5</sup> طاهر محسن منصور الغالي، وائل إدريس، الإدارة الإستراتيجية منظور منهجي متكامل، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص 55.

<sup>6</sup> طاهر محسن منصور الغالي، واثق العبادي، تحليل أثر تكنولوجيا المعلومات على نماذج صياغة الإستراتيجية في منظمات الأعمال، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثاني لجامعة الزيتونة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، تكنولوجيا المعلومات ودورها في التنمية الاقتصادية، عمان، 2002، ص.ص 37-48.





السوقية للمشروع وعكسية بين المخاطرة والقيمة السوقية للمشروع بالمقابل هناك أيضاً علاقة طردية بين كل من العائد والمخاطرة وهذا ما يوضح اهتمام الإدارة المالية باتخاذ القرارات التي تعظم القيمة السوقية للمنظمة من خلال تعظيم العائد بمستويات مناسبة من المخاطرة<sup>(7)</sup>. ولذلك سوف نتناول العائد والمخاطرة.

### ثانياً: العائد والمخاطرة

تتناول هذه الفقرة مفهوم العائد ومعرفة أنواعه كما تتناول المخاطرة بأنواعها المؤثرات المعتمدة في قياسها.

#### أ- العائد

يُعد العائد هدفاً أساسياً وأمراً ضرورياً لبقاء الشركة واستمرارها وغاية يتطلع لها المستثمرون ومؤشراً يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع الشركة وهو أيضاً أداة هامة لقياس الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة، لذا إننا نجد جهداً كبيراً من الإدارة المالية في الشركة يوجد بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض إلى الدرجة نفسها من المخاطر<sup>(8)</sup>.

#### 1- مفهوم العائد

يعرف العائد (Return) بشكل عام بأنه " القيمة الناجمة من استخدام الشيء كالأموال المستلمة من الاستثمارات ويعبر عنها عادة كنسبة مئوية إلى مجموع المبلغ المستثمر لتمثل العائد ويمكن الوصول إليه بعد طرح التكاليف من الإيرادات المتحققة خلال مدة زمنية محدودة عادة ما تكون سنة<sup>(9)</sup>، كما إنه يمثل التعويض أو المكافأة التي يحصل

<sup>7</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 161.

<sup>8</sup> ماهر جلال الياس، تأثير خطر السيولة في عائد توظيفات الأموال المصرفية دراسة تطبيقية - لعينة من المصارف التجارية العراقية للمدة (1994-2003)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2005، ص 41.

<sup>9</sup> Brealy ,A , Richard & Stewart ,C. Magers , (1988), "principles edition of corporate finance", 3thed, mc Graw -Hill International edition, p 269.

عليها المستثمر عند توظيف أمواله بالأسهم العادية<sup>(10)</sup>، وتكون هذه المكافأة إما بصفة مقسوم أرباح بالأسهم (الرسملة)<sup>(11)</sup> أو بصفة مقسوم أرباح نقدي تقررته إدارة الشركة طبقاً لأرباحها وسيولتها النقدية.

إما Geoff فقد عرف العائد بأنه الثروة المتولدة عند مستوى خطر معين من الاستثمار لمدة معينة وبكفاءة والعائد يتغير حسب مستوى الخطر فكلما زاد مستوى الخطر زاد معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمار<sup>(12)</sup>. كما إنه يعرف بأنه "ما يحصل عليه المستثمر عند عودة مبلغ الاستثمار مضافاً إليه مبلغ من المال ربحاً وهو نتيجة عادلة لتحمله المخاطر<sup>(13)</sup> وكذلك يعرف العائد على أنه "المبلغ أو نسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار<sup>(14)</sup>."

كما يعرف العائد على إنه "مجموعة المكاسب والخسائر الناتجة عن الاستثمار خلال مدة زمنية محدودة<sup>(15)</sup>. أو إنه يمثل المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن مدة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر معبراً عن هذه المكافأة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية المدة فترة. ويعرف أيضاً على إنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة زمنية معينة إذ يُعبر عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية المدة ويسمى بالعائد لمدة الانشاء<sup>(16)</sup> (Holding Period Return). كما إنه يمثل صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين وقد يُقاس بالأرقام

<sup>10</sup> Brigham , Eugene, F. & Gapeviski, Louis ,G., (1988), "financial Management and practice , 5thed, chicango, the Dryden press, p 145.

<sup>11</sup> Samuels ,J .M ,Wikes ,F.M.& Brayshaw, r.,(1995),"management of company finance", 6thed, London , In international Thomson puplishing co, p 610.

<sup>12</sup> Geoff , Considin , ph. D, (2007) ,"Getting the most Return for your Risk, part2, copyright Quantext , Inc, p 3.

<sup>13</sup> Northrup, Lynn C., (2004),"Dynamic of profit – focused Accounting" ,J. Ross publishing, Inc, U.S.A, p 193.

<sup>14</sup> Gangader, v. & Ramesh baha , G .,(2006), "Investment management " , anmolpubiication, PTV, LTD, p 28.

<sup>15</sup> دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 153.

<sup>16</sup> فايز حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 128.



المطلقة أو تتم نسبته إلى الأموال التي ولدته كما إن زمن حصول هذا العائد أمر مهم في الفكر المالي؛ بسبب القيمة الزمنية للنقود وهكذا فأن مفهوم العائد يتضمن أمرين<sup>(17)</sup>:-

1- حجم التدفق النقدي الصافي معبراً عنه كنسبة مئوية أو رقم مطلق.

2- زمن الحصول على التدفق النقدي.

أما العائد من الأوراق المالية فإنه يتمثل في توزيعات الأرباح سواءً أكانت أرباح نقدية توزعها الشركة كل ستة أشهر أو كل سنة أو فوائد سندات يحصل عليها المستثمر عند الاستحقاق، فضلاً عن حصوله على مكاسب رأسمالية نتيجة عمليات التداول الناجمة عن ارتفاع قيمة السهم في السوق وقد تكون الأرباح عن عملية رسملة تقوم بها الشركة متمثلة بأسهم مجانية بإمكان المستثمر بيعها أو الحصول على عائد منها أو غيرها<sup>(18)</sup>. وتحقيق العائد في الشركات يحمل في طياته مزايا عديدة أهمها ما يأتي<sup>(19)</sup>:-

1- إن تحقيق العوائد ضرورية لمقابلة المخاطر العديدة التي تتعرض لها الشركة حتى

تتمكن من الاستمرار.

2- تسهم في تزويد الشركة بدعامة ضد المشاكل قصيرة الأجل.

<sup>17</sup> شقيري نوري موسى، آخرون، ص 52.

<sup>18</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص.ص 161-162.

<sup>19</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- Hennie, Van Greuning , (2000), "Analyzing Banking Risk" , the world Bank Washington, D.C, p.p 83-84.

- السعيد فرحان جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة، دار المريح للنشر، الرياض، 2000، ص 40.

- رفعة ابراهيم عبدالله الحمداني، بيئة المهمة وأثرها في مخاطرة وريحية المصارف - دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2003، ص.ص 88-89.

- رعد رياض عبدالله الحسنكو، تحليل النمو وأثره في المخاطرة المالية للأسهم العادية - دراسة تطبيقية في مجموعة من شركات القطاع الصناعي المساهمة المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 2004، ص 31.

- 3- تسهم في تنمية رأس المال بوصفه مصدراً للتمويل الذاتي وتشجع أصحاب رؤوس الأموال على الاكتتاب في أسهم الشركة عندما تقرر الشركة زيادة رأس مالها.
- 4- يمثل نمو العوائد مؤشراً لقدرة الإدارة وكفاءتها في توظيف أموالها المتوفرة لديها كما تساعد في تخطيط أعمالها المستقبلية.
- 5- تحقق العوائد المرتفعة للزبائن المتعاملين مع الشركة في الاحتفاظ بزبائنها الحاليين واستقطاب زبائن جدد وكما تساعد إدارة الشركة في التطور والتوسع في تقديم الخدمات المالية الجديدة والمبتكرة بالشكل الذي يحقق حاجات الزبائن الحاليين والمرتبين.
- 6- تُعد العوائد أداة الكشف عن نقاط القوة والضعف (Strength & weakness point) للشركة بهدف قياس حالة التقدم أو التأخر للشركة والأداء المالي الجيد يُعد شرطاً أساسياً لتأمين بقاء الشركة في بيئة تنافسية ولاسيما في ظل التحديات المعاصرة.

ولعوائد الموجودات المالية ثلاثة أشكال مهمة هي:-

#### 1- مقسوم الأرباح الدوري

إذا كانت هذه الموجودات تمثل حقوقاً من أموال الملكية مثل الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي اصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين فيها. ويمثل مقسوم الأرباح الدوري التدفقات الدورية التي تقرر إدارة الشركة توزيعها على حملة الأسهم العادية على وفق ربحيتها وسيولتها فهو نسبة من الأرباح المتحققة توزعها إدارة الشركة للمساهمين، إذ تعلن إدارة الشركة بأنها ستدفع جزءاً من أرباحها على شكل مقسوم أرباح نقدي أو على شكل أسهم والتي يمتلكها كلها<sup>(20)</sup>.

<sup>20</sup> ولمزيد من المعلومات راجع:

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 162.
- دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 167.



## 1- الفوائد

إذا كانت الموجودات المالية تمثل أموالاً مقترضة مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند وقيمة القرض هي قيمة السند فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها على الشركة المقترضة (التي أصدرت هذا السندات)<sup>(21)</sup>.

## 1- المكاسب الرأسمالية

وتمثل الأرباح الناشئة عن إعادة بيع موجودات مالية بحيث إن حامل السهم أو حامل السند إذا أستطاع إن يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه يكون الفرق هو مكسباً رأسمالياً، أو تعرف بأنها تلك الأرباح الناجمة عن بيع الاستثمارات الرأسمالية أو إنها تمثل الزيادة في قيمة السهم عند بيعه عما كانت عليه تلك القيمة وقت شرائه<sup>(22)</sup>، غير إن السهم قد يباع أيضاً بخسارة رأسمالية Capital loss قياساً بسعر الشراء<sup>(23)</sup>. ونستخلص مما سبق إن العائد يتميز بـ :-

- 1- مقدار الأموال التي يمكن إضافتها إلى رأس المال ومقدار المكافأة التي يحصل عليها مقابل تحمله المخاطر.
- 2- إن الزمن هو المتغير الذي يمكن إن يخلق التوازن بين الرغبة في تحقيق العائد وبين القدرة على تحمل المخاطر المصاحبة لها.
- 3- قد يكون العائد مجموعة من المكاسب أو مجموعة من الخسائر الناجمة عن الاستثمار.
- 4- يعد العائد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية.

<sup>21</sup> زيادة رمضان، أساسيات التحليل المالي في المنشآت التجارية والصناعية، مطابع شركات الخدمات، عمان، 1982، ص 239.

<sup>22</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- دريد كامل ال شبيب، مصدر سابق، 167.

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 163.

<sup>23</sup> خليل محمد حسن الشماع، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، مطبعة بغداد، جامعة بغداد، 1992، ص

## 2- أنواع العائد

عند الحديث عن عائد الاستثمار بالسهم العادي (مقسوم الارباح + المكاسب الرأسمالية) يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من العائد والمتمثلة بالعائد المتوقع (الفعلي) Actual Return والعائد المتوقع Expected Return والعائد المطلوب Required Return ويمكن توضيح هذه المفاهيم كما يأتي<sup>(24)</sup> :-

### 1- العائد المتوقع أو الفعلي

يمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر فعلاً عن الاستثمار بالسهم ويكون عادة مختلفاً عن العائد المتوقع<sup>(25)</sup> ويحسب هذا العائد وفق المعادلة الآتية:-

$$r_j = \frac{Ct + pt - pt - 1}{pt - 1}$$

إذ إن :-

$r_j$  = العائد المتوقع

$Ct$  = التدفق النقدي الناجم عن الاستثمار

$Pt$  = القيمة الحالية

$Pt-1$  = القيمة السابقة

### 1- العائد المتوقع

يمثل العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً<sup>(26)</sup>، وباستطاعة المستثمرين تغيير معدلهم المتوقع للمحافظة بوساطة تغيير النسب المستمرة في الأوراق

<sup>24</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 163.

<sup>25</sup> ولمزيد من المعلومات راجع:

- Weston ,Fred, Besley ,scott and Brigham ,E., (1996), "Essentials of Managerial Finance" , 11thedNy , Dryden press 4thEssee , U.S.A, p 195.

- جليل كاظم مدلول العارضي مصدر سابق، ص 163.

- Rao, k.s., Ramesh, (1992), "Financial management : concepts & Application", 2 nd , ed, N.Y: Macmillam publishing co., Inc, p 296.

<sup>26</sup> فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، الطبعة الأولى، دار وائل

للطباعة والنشر، عمان، 2000، ص 178.



المالية<sup>(27)</sup>. ويقصد به أيضاً المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها ذات المخاطرة. وبحسب وفق المعادلة الآتية:-

$$r^- = \sum_{j=1}^n r_j \times pr_j$$

إذ إن :-

$$r^- = \text{العائد المتوقع}$$

$$Pr_j = \text{احتمالية تحقيق القيم المحتملة للعائد}$$

$$r_j = \text{القيم التي يمكن إن يأخذها العائد}^{(28)}.$$

### 1- العائد المطلوب

يمثل أدنى عائد ينبغي تحقيقه عند الشراء أو الاستثمار بالأسهم العادية لطلبة المستثمرين عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل<sup>(29)</sup>. ويقصد على أنه المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطرة ويعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة (Risk - Return Trade off) ويعتبر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) أفضل النماذج تمثيلاً للمبادلة بين العائد والمخاطرة<sup>(30)</sup>. وبحسب بحسب المعادلة الآتية :-

$$r_i = R_f + [b_i \times (r_m - R_f)]$$

<sup>27</sup> Howells, Peter , Bain , Keith, (2000) , "financial markets & institutions" , 3th .ed ,preutice Hall, p.95.

<sup>28</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 164.

- Ibid, p 325.

<sup>29</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2000، ص 178.

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 163.

<sup>30</sup> أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 163.



إذ أن:-

$$ri = \text{معدل العائد المطلوب على السهم}$$

$$Rf = \text{العائد الخالي من المخاطر}$$

$$bi = \text{درجة خطر الورقة المالية}$$

$$(rm - Rf) = \text{علاوة الخطر السوقية}^{(31)}$$

ويُعد العائد المطلوب المعياري الرجعي الذي على أساسه يكون قبول الاستثمار أو رفضه؛ وذلك بالمقارنة بمعدل العائد المتوقع الذي سبق احتسابه<sup>(32)</sup>. وإن من المهم أيضاً معرفة مستوى معدلات العائد المطلوب وقد تتغير عبر الزمن فمثلاً تتغير هذه المعدلات كما تغيرت توقعات التضخم؛ لأن علاوة التضخم تُعد جزءاً أو مكوناً من المعدل العائد والمخاطرة الحرة الذي يشكل في المقابل معدل العائد المطلوب، وإن هذا المستوى يتغير أيضاً كلما تغيرت علاوات المخاطر، وإن المستثمر غير المتفائل سوف يزيد علاوة المخاطرة والعائد المتوقع، بينما المستثمر المتفائل سوف يعمل على تحقيقها وإن معدل العائد المطلوب لأي استثمار ممكن إن تعبر عنه بالمعادلة الآتية<sup>(33)</sup>:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل المخاطرة الحرة} + \text{علاوة المخاطرة}$$

وإلى جانب هذه التقسيمات هناك نوعان من العائد اللذان يهتمان المستثمر والمالك معاً وهما:-

### 1- العائد على الموجودات (ROA)

تقيس هذه النسبة مدى كفاءة الإدارة في استخدام الأصول الاستخدام الأمثل في تحقيق الأرباح من خلال الاستثمار في الأصول المختلفة وتقرن هذه النسبة بالسنوات

<sup>31</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 165.

<sup>32</sup> فيصل الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص 39.

<sup>33</sup> عبد الحسين الأسدي، السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2005، ص 30.





السابقة أو بمعيار الصناعة، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على ارتفاع كفاءة المنظمة في استخدام أصولها والعكس صحيح. ويمكن حساب هذه النسبة وفقاً للمعادلة الآتية<sup>(34)</sup>:

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة}}{\text{اجمالي الاصول}} = \text{العائد على الموجودات}$$

## 2- العائد على حق الملكية (ROE)

تدل هذه النسبة على كفاءة المنظمة في استخدام مواردها الذاتية من خلال مدى قدرة هذه الموارد على توليد الأرباح، أي إن المؤشر هذا يعكس ربحية الدينار الواحد (الوحدة النقدية) المستثمر من المالكين، إذ إن كلما ارتفع هذا المعدل كلما دل على الكفاءة بضمان تحقيق عائد أكبر والعكس صحيح<sup>(35)</sup>.

ويمكن حساب هذه النسبة وفق المعادلة الآتية<sup>(36)</sup>:

$$\frac{\text{الصافي الربح قبل الضريبة}}{\text{حق الملكية}} = \text{العائد على حق الملكية}$$

ويقصد بمكونات هذه المعادلة:-

- حق الملكية : هو رأس المال المدفوع مضافاً إليه الاحتياطيات المختلفة القانونية والاختيارية وكذلك الأرباح غير الموزعة وهذه الحقوق تساوي مجموع الأصول مطروحاً منها جميع الالتزامات سواءً أكانت طويلة أم قصيرة الأجل.
- صافي الربح : ويقصد به الربح المتحقق من عمليات المنظمة أو أي مصادر أخرى بعد طرح الضريبة أو الربح الشامل الصافي، وهناك من يرى ضرورة احتساب النسبة قبل الضريبة باعتبار إن الضريبة عنصر لا سيطرة لإدارة المنظمة عليه.

<sup>34</sup> Michael A., Hitt , Duane , Ireland Robert E. Hoskisson , (2011) , "Strategic management : competitiveness and Globalization: concepts , 9<sup>th</sup>ed , south – western apart congress Learning, p 454.

<sup>35</sup> فليح خلف، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، أجدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 346.

<sup>36</sup> Bodie , Zvi ,Alex ,Kana ,Alan , Marcuse , (2001), "Investment " 4<sup>th</sup>ed , Irwin McGraw – Hill, p 569.

إن العوائد التي تسعى المنظمات إلى تحقيقها ولاسيما الناتجة من عملية الاستثمار بالأسهم تنسم بالمخاطرة لأنه يصعب التنبؤ الدقيق بحجم تدفقاتها النقدية وتوقيتها ولذلك إن اتخاذ القرارات الاستثمارية والمفاصلة بين المشروعات والإدارة المالية (كالأسهم) لا يعتمد فقط على التدفق النقدي المتوقع وإنما يجب إن يؤخذ بالاعتبار عنصر المخاطرة أيضاً.

#### أ- المخاطرة

عندما يقوم المستثمر بعملية استثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطر مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تُعد المخاطرة عنصراً مهماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري، ويهدف المستثمر العادي تحقيق أكثر عائد مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة<sup>(37)</sup>، ومن هذه المخاطر ما يمكن تفاديه بالتنوع في الاستثمارات (مخاطر غير نظامية) ومنها ما لا يمكن تفاديه لأنها تسري على المنظمات جميعاً في كل القطاعات العاملة في الاقتصاد (مخاطر نظامية)<sup>(38)</sup>.

#### مفهوم المخاطرة

تعرف المخاطرة بأنها احتمال فشل إعادة الأموال المستثمرة إلى المستثمرين خلال مدة الاستثمار، أو إنها احتمال عدم تحقيق العائد الذي يسعى المستثمر إلى تحقيقه أو عدم انتظامه فتذبذب العائد هو الذي يشكل عنصر المخاطرة<sup>(39)</sup>. كما عرفت بأنها احتمال انحراف العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة وإن درجة تقلبات العوائد المتوقعة المحتملة تحدد

<sup>37</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر،

عمان، 2009، ص 51.

<sup>38</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- مروان جمعة درويش، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الإدارة والاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، عمان، 2009، ص 7.

- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنتشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 399.

<sup>39</sup> قاسم نايف علون، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع،

عمان، 2009، ص 17.



درجة المخاطرة<sup>(40)</sup>. كما عرفت أيضاً بأنها فرصة ضياع أو فقدان الثروة أو الفشل في الحصول على أهداف الاستثمار. وتؤكد هذه التعريفات على إن السبب الرئيسي لنشأة المخاطرة هو الاستثمار وهناك تعريفات تؤكد على وجود ارتباط قوي بين العائد والمخاطرة، إذ تعرف المخاطرة على أنها احتمال اختلاف العائد المتوقع عن المتوقع، وطبقاً لهذا المفهوم فإن المخاطرة ترتبط بالعائد ولأن العائد مفهوماً مالياً فإنه قابل للقياس الكمي<sup>(41)</sup>. كما تعرف بأنها احتمال تحقيق مردود أو عائد أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد المتوقع، فكلما زاد احتمال تحقيق مردود أو عوائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة ارتفعت المخاطرة<sup>(42)</sup>، وقد عُرِفَت المخاطرة في قاموس Webster بأنها إمكانية التعرض إلى الخسارة أو الضرر أو المجازفة وتتضمن احتمالية حصول أحداث غير مرغوب فيها<sup>(43)</sup>، وتنشأ المخاطرة عن ظاهرة أو حالة عدم التأكد Uncertainty المحيطة باحتمالات تحقيق أو عدم تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار<sup>(44)</sup>. وفي كثير من الأحيان يستخدم مصطلح المخاطرة Risk وعدم التأكد Uncertainty بشكل مترادف للإشارة إلى قلب عوائد الاستثمارات ولكن لكل منها مفهوم ومعنى، فالمخاطرة دالة لاحتمالات متخذ القرار في تقييم المخاطرة وقياسها فهو يستند إلى معلومات في تقييم المخاطرة<sup>(45)</sup>، أو هي حالة يؤدي فيها اتخاذ القرار إلى واحدة من مجموعة نتائج ممكنة وإن صاحب القرار يعرف احتمالات (Probabilities) حدوث كل هذه النتائج وتُعد هذه الحالة معرفة جزئية

<sup>40</sup> تغريد مجيد عبد الحسين النصيري، تقييم الاستثمارات باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في السوق العراقية، دبلوم عالي المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2008، ص 240.  
<sup>41</sup> أرشد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، 2010، عمان، ص 166.

<sup>42</sup> أسعد حميد العلي، مصدر سابق، ص 206.

<sup>43</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- Brigham & Gapenski, Ibid, p 145.

- أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 166.

<sup>44</sup> محمد مطر، مصدر سابق، ص 22.

<sup>45</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 166.

(Partial Knowledge) بالمستقبل<sup>(46)</sup>، إلا أن عدم التأكد يشير إلى عدم امتلاك متخذ القرار المعلومات الكافية في تحديد العائد المتوقع، وتلعب مهارات متخذ القرار وحده دوراً كبيراً في تقييم المعلومة<sup>(47)</sup>، وهي ايضاً حالة يؤدي فيها اتخاذ القرار إلى مجموعة من النتائج الممكنة لكن احتمالات حدوث كل منها غير معروفة، كما إن أي تقدير لاحتمالات في هذه الحالة يكون غير ذي معنى وتوصف هذه الحالة بعدم المعرفة بالمستقبل (Ignorance of future)<sup>(48)</sup>.

يتضح مما سبق إن المخاطرة هي الصعوبة التي تواجه مديري الاستثمار أو المستثمرين في اتخاذ القرار الخاص باستثماراتهم وتكمن الصعوبة في عدم القدرة على التنبؤ الدقيق في حجم التدفقات النقدية المصاحبة للاستثمار وتوقيتها؛ وذلك لتوفر معلومات جزئية عن الاحداث في المستقبل.

### 1- أسباب المخاطرة في منظمات الأعمال

هناك أسباب عديدة لتكوين المخاطرة منها داخلي يتعلق بطبيعة السلع والخدمات والقرارات المالية والإدارية ومنها ما هو خارجي<sup>(49)</sup>:-

- 1- نوع السلع والمنتجات : إذ يقبل المستثمرون على الاستثمار في المشروعات المجزية أو شراء الأسهم لشركات ذات عوائد جيدة وإذا ما تعرضت منتجات هذه الشركات إلى المنافسة وبدأت تفقد تميزها فأن حجم مبيعاتها وربحيتها ستتراجع ويتبعه هبوط في قيمة هذه الشركات وأسعارها السوقية.
- 2- تقلبات سوقية عامة : يتعرض سوق أي سلعة أو مشروع معين أو سعر الورقة المالية إلى مجموعة من التقلبات السعوية والمفاجئة تسبب في حالة من الهبوط العام والسبب في ذلك قد يكون التقلبات الاقتصادية والسياسية.

<sup>46</sup> خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار السيرة للنشر والتوزيع والطباعة، بيروت، 2000، ص 78.

<sup>47</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 166.

<sup>48</sup> خالد وهيب الراوي، مصدر سابق، ص 79.

<sup>49</sup> أسعد حميد العلي، مصدر سابق، ص 207-208.



3- تغير في أسعار الفائدة : إذا ارتفعت أسعار الفائدة فأن كلفة الاقتراض سوف ترتفع وكذلك معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية المستقبلية وتصبح بعض المشروعات مجزية مما ينعكس بالتراجع في أرباحها والعكس صحيح في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

4- التضخم : ويقصد به انخفاض القيمة الشرائية للنقد المتداول وينعكس ذلك بارتفاع التكاليف وانخفاض هوامش الأرباح.

5- التغير في القوانين والتشريعات : إن استقرار الاقتصاد واستقرار القوانين يؤدي عموماً إلى استقرار الأسعار وعدم تعرضها إلى مخاطر الانخفاض لكن صعود عدد من القوانين لدعم الاستثمار يُعد عاملاً محفزاً مثل الإعفاءات الضريبية والكمركية وتشجيع الصادرات، ومن ثم انخفاض مخاطر الاستثمار إلا إن صدور عدد من القوانين التي تحمل الشركة المزيد من التكاليف ويزيد من تقلب ومخاطر الإيرادات مثل رفع الدعم من قطاع اقتصادي معين وتثبيت أسعار بعض السلع وغيرها.

## 2- أنواع المخاطرة

تعددت وتنوعت تصنيفات المخاطر باختلاف وجهات نظر الكتاب والباحثين بحسب تخصص ووجهة نظر كل منهم، إذ تقسم على مخاطر سيادية وهي المخاطر التي تنجم عنها خسائر كبيرة تؤدي عند وقوعها إلى إفلاس الشركة ثم انهيارها، ومن أمثلتها المخاطر الائتمانية والمخاطر السوقية والمخاطر التشغيلية، وهناك مخاطر غير سيادية وهي الخسائر الناجمة عن إهمال الإدارة وعدم كفاءتها والمتفرعة عن المخاطر السيادية التي يمكن تجاوزها أو تقليلها عند أتباع الإدارة العليا الأساليب الوقائية المناسبة كالرقابة ومنها مخاطرة أسعار الصرف ومخاطرة السمعية والمخاطر الطبيعية. أما المخاطر الكلية في الأسهم العادية فتتقسم على قسمين هما: مخاطر غير نظامية (Unsystematic Risk) وهي التقلبات في العائد المتوقع للاستثمارات القائمة عامة التي ترجع إلى عوامل داخلية مثل ضعف كفاية الإداريين والتي يمكن السيطرة عليها وتجاوزها باستعمال أحد وظائف الإدارة كالرقابة. وإلى مخاطر نظامية (Systematic Risk) وهي التي تنتج عن ظروف الاقتصاد بشكل عام ولا يمكن تجنبها أو السيطرة عليها مثل التقلبات في أسعار الفائدة أو مخاطر

سعر صرف العملات الأجنبية، ومخاطر تغيير القوة الشرائية، ومخاطر الدورات التجارية التي لا يمكن تقليل حجمها باستعمال أحد إستراتيجيات الإدارة الإستراتيجية كالتنوع مثلاً<sup>(50)</sup>. وفيما يلي توضيح هذه الأنواع ومصادرها:-

#### 1- المخاطرة غير النظامية

يطلق على المخاطر غير النظامية تسميات متعددة منها: المخاطرة التي يمكن تجنبها Avoidable Risk، والمخاطر القابلة للتنوع Diversifiable Risk، والمخاطرة الخاصة Specific Risk<sup>(51)</sup>. وتتمثل المخاطرة غير النظامية بتقلب عوائد سهم معين ناتج عن عوامل تنفرد بها الجهة المصدرة للسهم مثل الاضطرابات العمالية وتغير أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة، لذلك يطلق عليها أيضاً بالمخاطرة المنفردة Unique Risk<sup>(52)</sup> وتؤثر هذه المخاطرة في استثمار واحد أو مجموعة صغيرة من الاستثمارات أو الموجودات أو الشركات، وبما إن طبيعة هذه المخاطرة تختلف من شركة إلى أخرى لاختلاف طبيعة الشركات وعملها ونشاطها فإنه يطلق عليها أيضاً بالمخاطرة المنفردة أو المخاطرة المحدودة<sup>(53)</sup>. كما إن المقياس الإحصائي المطلق لهذه المخاطرة هي الانحراف المعياري والنسبي ومعامل الاختلاف<sup>(54)</sup>. وتعرف المخاطرة غير النظامية على أنها ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تكون فريدة أو خاصة بالشركة أو الصناعة وهذه المخاطرة مستقلة عن مخطط السوق أي إن معامل ارتباطها مع المحفظة يساوي صفر<sup>(55)</sup>.

<sup>50</sup> Ross, Stephen , (2002), "Corporate finance" , 5thed , McGraw – Hill, Inc, p.287.

<sup>51</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، مصدر سابق، ص 167.

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر، ص 167.

<sup>52</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 168.

<sup>53</sup> أسعد حميد العلي، مصدر سابق، ص 215.

<sup>54</sup> لمزيد المعلومات راجع:

- أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 196.

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 171.

<sup>55</sup> فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، مصدر سابق، ص 167.



وتتأثر درجة المخاطرة غير النظامية (غير السوقية) لشركة معينة بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة أو بحدوث تغير اساسي في الإدارة، لذا يمكن التقليل من مخاطر غير النظامية عن طريق التنوع؛ وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأس مالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة<sup>(56)</sup>. وترجع مصادر المخاطر غير النظامية

Unsystematic Risk Sources إلى:-

#### أ- مخاطر الإدارة

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة تؤدي إلى اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير النظامية لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي ومن بين الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة واضطرابات العمال<sup>(57)</sup>.

#### ب- مخاطر الصناعة

وهي مخاطر تتجم عن ظروف خاصة بالصناعة كصعوبة توفر المواد الأولية اللازمة ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع وكذلك الأمر بالنسبة للتأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية وهناك أيضاً التأثيرات المتمثلة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات

<sup>56</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص 59.

<sup>57</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- محمد مطر، مصدر سابق، ص.ص 63-64.

- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، الطبعة الثانية، توزيع دار المعرفة، جامعة الإسكندرية، 2010، ص 233.



المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلاً عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة<sup>(58)</sup>.

### ج - مخاطر الدورات التجارية الخاصة

ويقصد بها الدورات التجارية التي يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو صناعية معينة وتحدث في أوقات غير منظمة ولأسباب خارجة عن الظروف السوق المالي لذا يصعب التنبؤ بحدوثها<sup>(59)</sup>. ومن الجدير بالذكر إن هذا النوع من المخاطرة يرجع إلى أحداث معينة قد تؤثر في أرباح الأسهم الصناعية وعوائدها أو خدمة معينة، والمستثمر يتمكن من حماية نفسه ضد هذه المخاطر عن طريق تنويع محفظته الاستثمارية Investment Portfolio وهي عبارة عن مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي يمسكها ويلجأ لهذا النوع من التنويع بأنواع متعددة من الأسهم لا يمكن إن تتأثر جميعاً بوقت واحد يمثل هذه المخاطر المتفرقة. إن هذا التنويع يكون ضرورياً لتطوير كفاءة المحفظة الاستثمارية التي تعمل على تخفيض المخاطرة وإن أفضل شكل للتنويع هو اضافة الموجودات التي لها ارتباط سلبي أو ايجابي منخفض إلى المحفظة الاستثمارية ذلك إن جمع ارتباط الموجودات السلبية يمكن ان يخفض التغير العام للعائدات وعملياً إن بعض الموجودات التي ليس لها ارتباط هي في الواقع لا يوجد لها تفاعل بين عائداتها. إن تخفيض المخاطرة للموجودات التي ليس لها ارتباط لا يكون لها أي أثر أو فاعلية، كما إن جمع الارتباط السلبي للموجودات وتوحيده يكون أكثر فاعلية من جمع الارتباط الايجابي للموجودات وتوحيده<sup>(60)</sup>. وتتضمن المخاطر غير النظامية نوعين من المخاطر هي<sup>(61)</sup> :

### أ - مخاطرة الأعمال

يشير هذا النوع من المخاطر إلى احتمال عدم امتلاك الشركة القابلية على التنافس ونجاح في السوق نتيجة الصعوبات العملية التي تواجهها وقد تؤدي إلى خسارة الشركة

<sup>58</sup> فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، مصدر سابق، ص 170.

<sup>59</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، سلسلة الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996، ص 415.

<sup>60</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص.ص 167-168.

<sup>61</sup> المصدر نفسه، ص.ص 168-169.





كما تمثل التغيرات في القدرة الإرادية للشركة التي قد تؤدي إلى مشكلات في الدخل ورأس المال المستثمر مؤدية بذلك إلى عدم قدرتها على الحفاظ على مركزها التنافسي ونمو أرباحها واستقرارها بشكل دائم ويعني بأن هناك عدم تأكد يصاحب الأرباح التشغيلية لشركة الأعمال وتنجم هذه المخاطرة عن العوامل التي تؤثر في ربحية الشركة ومن أهمها: العوامل الطبيعية كالفيضانات والكوارث وغيرها، والعوامل البشرية كالسرقة والاضطرابات السياسية والاقتصادية كالتقلبات في مستويات الأسعار والكلف والتغيرات التي تحدث في القطاع الذي تعمل فيه الشركة.

### ب- المخاطرة المالية

هي المخاطرة الناجمة عن استعمال الدين في تمويل بعض موجودات الشركة ومن خلاله تتحمل الشركة أعباء إضافية في حالة زيادة المديونية اللازمة لتحويل موجوداتها وعندئذ يترتب عليها دفع فوائد وأقساط الديون في أوقاتها المحددة وحين لا يقابل ذلك أرباح مؤكدة فإن الشركة تتحمل مخاطرة كبيرة تتعلق بمدى قدرتها على سداد الديون وبعبارة أخرى تشير هذه المخاطرة إلى احتمال إنه لا يولد الاستثمار تدفقات نقدية كافية لتغطية فوائد الأموال المقترضة من الآخرين لأغراض التمويل أو لدفع أصل المبلغ المقترض، وذلك يعني إن المخاطرة المالية للشركة تعتمد درجة استعمال الشركة للأموال المقترضة من الآخرين واستعمال السندات في تمويل عملياتها. فالشركة المثقلة بأدوات الدين من اقتراض وسندات تكون مخاطرتها المالية أعلى من المخاطرة المالية للشركة التي يكون اعتمادها أدوات الدين بوجه أقل. ونستخلص مما سبق إن المخاطرة غير النظامية تمثل:-

1- مخاطر تنفرد بها الشركة نفسها وليس لها علاقة بمخاطر محفظة السوق ولذلك

تدعى بالمخاطر الأوقية Unmarked Risk.

2- جزء من المخاطر الكلية التي تتعرض لها الشركة.

3- يمكن تخفيضها أو إزالتها من خلال التنويع الكفاء .

4- تقاس بمعامل التباين.



## 2- المخاطرة النظامية

يطلق على المخاطرة النظامية تسميات متعددة منها مخاطر السوق Market Risks والمخاطرة غير قابلة للتوقع Unexpected Risk والمخاطر التي لا يمكن تجنبها Unavoidable Risk والمخاطرة العادية Ordinary Risk<sup>(62)</sup>، ويطلق عليها أيضاً بالمخاطر محل الاهتمام أو المخاطر الملائمة أو المناسبة Relevant Risk أي المخاطر التي لا بد إن يعوض عنها المستثمر أي يطلب مقابلها عائد إضافي<sup>(63)</sup>.

وتتمثل المخاطرة النظامية بالتقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة (اقتصادية وسياسية وقانونية... الخ) تصيب الاقتصاد الوطني ككل وهذا يعني إن الأوراق المالية المتداولة جميعاً في سوق رأس المال تتأثر بهذه المخاطرة ولذلك تسمى بالمخاطرة السوقية ولا يمكن للمستثمر إن يتجنب هذه المخاطر بتنويع محفظته الاستثمارية كما هو الحال في المخاطرة غير النظامية التي يستطيع المستثمر تجنبها عند تنويع محفظته الاستثمارية قطاعياً أو على مستوى نوعي<sup>(64)</sup>. وتأثير هذه المخاطرة يشمل معظم قطاعات السوق<sup>(65)</sup>، فضلاً عن تأثيرها أيضاً على عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية جميعاً، وإن وقوعها مقترن بحدث كبير يتأثر معه السوق بالكامل بصرف النظر عن التغيرات التي تحصل في ربحية الشركة نفسها وتبين هذه المخاطر مدى التغير الحاصل في عائد السهم مقارنة بعائد محفظة السوق فهي تقيس حساسية الاستثمارات المالية جراء اتجاهات السوق المالية في المستقبل، أي ردود فعل لأسعار الأوراق المالية تجاه التغيرات في الظروف الاقتصادية العامة<sup>(66)</sup> وتقاس المخاطرة النظامية بمعامل بيتا<sup>(67)</sup>.

<sup>62</sup> فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، مصدر سابق، ص 167.

<sup>63</sup> منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص 233.

<sup>64</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 168.

<sup>65</sup> أسعد حميد العلي، مصدر سابق، ص 215.

<sup>66</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 167.

<sup>67</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 169.

- جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 170.



وتعرف المخاطرة النظامية بأنها المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية لذلك إن أسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بالطريقة نفسها ولكن بدرجات متفاوتة<sup>(68)</sup>، كما إنها تعرف بأنها المخاطر الناشئة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية إذ إن قيمة الموجودات (الأسهم) تميل إلى التحرك ارتفاعاً وانخفاضاً على وفق مسار السوق<sup>(69)</sup>. وترجع مصادر المخاطرة النظامية (The Source of Systematic Risk) إلى:-

#### أ- مخاطرة القوة الشرائية

وهي المخاطرة التي تواجه المستثمرين في الموجودات المالية والناتجة عن حالة عدم التأكد حول أثر التضخم في العوائد التي تحققها هذه الموجودات ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي استثمار الذي معه معدل فائدة ثابت<sup>(70)</sup>. ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد وذلك على اعتبار إن أسعار الأسهم في السوق المالية تستجيب غالباً لظروف التضخم فترفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار<sup>(71)</sup>.

#### ب- مخاطرة معدل الفائدة

وتتمثل بالمخاطر الناتجة عن التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة بشكل يؤدي إلى حدوث خسائر ملموسة للمصرف لاسيما عندما لا تتنافس هذه التقلبات آجال إعادة تسعير كل هذه الالتزامات والأصول ويتوقف حجم هذا النوع من المخاطر على مدى اختلاف أسعار الفائدة عن التوقعات التي بنيت على أساسها الفجوة ومدى قدرة المصرف على

<sup>68</sup> محمد مطر، مصدر سابق، ص 58.

<sup>69</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 166.

<sup>70</sup> فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، مصدر سابق، ص 169.

<sup>71</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- محمد مطر، مصدر سابق، ص 62.

- منير إبراهيم هندي، مصدر سابق، ص 231.

تصحيح أوضاعه في الوقت المناسب<sup>(72)</sup>. وتتشأ هذه المخاطرة كنتيجة لاحتمال وقوع بعض الأحداث المحلية أو العالمية العامة كأجراء تغيرات مهمة في النشاط الاقتصادي للدولة نفسها أو لدول أخرى ترتبط معها بعلاقة وثيقة أو نشوب حرب أو حدوث تغيرات في تفضيلات المستهلكين<sup>(73)</sup>. وهناك نوعان من مخاطر معدل الفائدة مرتبطان بالاستثمار في الأوراق المالية هما:-

#### 1- مخاطرة السعر

وهي مخاطرة انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد الثابت عند ارتفاع معدلات الفائدة مثل الأوراق المالية الطويلة الأجل التي تعتبر أكثر عرضة لمخاطر السعر في حالة ارتفاع معدلات الفائدة<sup>(74)</sup>.

#### 2- مخاطر إعادة الاستثمار

وهي المخاطرة الناجمة عن عدم إمكانية استثمار الأوراق المالية بمعدلات العائد نفسها ومثال ذلك الأوراق المالية قصيرة الأجل لأنه في حالة انخفاض معدل الفائدة يكون من الصعب إعادة استثمارها بمعدل العائد السابق نفسه<sup>(75)</sup>.

#### ج- مخاطر السوق

وهي تلك المخاطرة التي تصاحب وقوع الأحداث غير المتوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكبر من غيرهم من المستثمرين الآخرين وإن أكبر مثال على المخاطر السوقية هو وقت الكساد الكبير الذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في الثلاثينيات من القرن الماضي الذي تسبب في حالة الهستيريا التي أصابت

<sup>72</sup> مصطفى أبو عبود، آثار المخاطر الائتمانية على محددات قرارات الائتمان، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2004، ص 44.

<sup>73</sup> لمزيد من المعلومات راجع:

- فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، مصدر سابق، ص 169.

- منير ابراهيم هندي، مصدر سابق، ص 230.

<sup>74</sup> صالح الحناوي، عبد السلام السيدة، المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، القاهرة، 2001، ص 251.

<sup>75</sup> Rose , Peters, (1999) , "commercial Bank Management" , Irwin MC Graw Hill, p 210.



سوق الأوراق المالية في انخفاض أسعار الأسهم إلى أقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية<sup>(76)</sup>. ونستخلص مما سبق إن المخاطرة النظامية هي:-

1- مخاطر لا تنفرد بها الشركة ولكنها تشمل معظم قطاعات السوق ولذا يطلق عليها بالمخاطرة السوقية Market Risk.

2- هي جزء من المخاطر الكلية التي تتعرض لها الشركة .

3- مخاطر لا يمكن تخفيفها أو إزالتها عن طريق التنويع .

4- تقاس بمعامل بيتا

#### د- مقياس المخاطرة

يرتبط كل من العائد والمخاطرة بعلاقة طردية ولكون العائد له مفهوم مالي فأن للمخاطرة مفهوم مالي قابل للقياس الكمي<sup>(77)</sup>، ويمكن تقسيم مقياس المخاطرة بحسب نوعي المخاطرة النظامية وغير النظامية.

#### أ- مقياس المخاطرة النظامية

تقاس المخاطر النظامية بمعامل بيتا Beta Coefficient الذي يمثل المتغير الرئيسي لأنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وهو مقياس إحصائي يقيس حساسية عوائد الورقة المالية للمتغيرات في عوائد السوق، إذ للعلاقة بين المتغيرات في عوائد الموجود (السهم) استجابة للمتغيرات في عوائد السوق<sup>(78)</sup>، وبما إن تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد تختلف من سهم إلى آخر فكل سهم له بيتا تقيم سرعة تأثيره في مخاطر السوق وهي المخاطر العامة<sup>(79)</sup>. ويحسب معامل بيتا وفق الصيغة الآتية:

$$B_i = \frac{cov(r_i + r_m)}{\sigma_m^2}$$

إذ إن :-

<sup>76</sup> محمد مطر، مصدر سابق، ص 62.

<sup>77</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 170.

<sup>78</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 170.

<sup>79</sup> غازي المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان،

2003، ص 82.



Bi = معامل بيتا للسهم

Cov (ri+rm) = الانحراف المشترك بين عائد السهم ri وعائد السوق rm .

$\sigma_m^2$  = التباين لعوائد المحفظة.

إن معامل بيتا يعكس العلاقة بين عائد السهم وعائد محفظة السوق وإن الأخيرة تتألف من الأسهم كلها التي تكون ممسوكة بسبب قيمتها السوقية إذا بلغ معامل بيتا لها واحد صحيح، فإذا كان معامل بيتا للسهم أكبر من الواحد الصحيح فيكون سهماً هجوماً Aggressive Stock إذ يعني إن عوائد السهم تكون أكثر تقلباً من عوائد محفظة السوق إذا تغلب عائد السهم بدرجة أقل من تقلب عائد محفظة السوق. أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد الصحيح فإنه سهم دفاعي Defensive Stock إذا تغلب عائد السهم بدرجة أقل من تقلب عائد محفظة السوق. أما إذا كان معامل بيتا للسهم مساوياً للواحد الصحيح فإنه يتحرك باتجاه حركة السوق نفسه ويطلق عليه بالسهم الحيادي Neutral Stock<sup>(80)</sup>.

#### ب- مقاييس المخاطرة غير النظامية

تقاس المخاطرة غير النظامية بمقاييس إحصائية متمثلة بالمدى، والانحراف المعياري Standard deviation، ومعامل الاختلاف Coefficient of variation. فالمدى يمثل الفرق بين أكبر قيمة وأصغر قيمة<sup>(81)</sup>، أما الانحراف المعياري ويرمز له بـ ( $\sigma$ ) فإنه مقياس لتشتت القيم عن وسطها الحسابي، وفي إطار الاستثمار يمثل مقدار تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد. ووفقاً للحالة الاقتصادية السائدة وطبقاً لاحتمالات حدوثها سواءً أكانت مقدار التشتت أكبر أم أدنى من القيمة المتوقعة<sup>(82)</sup>، ويحسب معامل الانحراف المعياري على وفق الصيغة الآتية:-

$$\sigma r = \sqrt{\sum_{j=1}^n (ri + r^-) * pri}$$

<sup>80</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 170.

<sup>81</sup> المصدر نفسه، ص 171.

<sup>82</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص.ص 170-171.



إذ إن :-

$$\sigma r = \text{الانحراف المعياري}$$

$$r^- = \text{العائد المتوقع للسهم}$$

$$r_j = \text{القيم التي يمكن ان يأخذها العائد}$$

$$Pr_j = \text{احتمالية تحقيق العوائد}$$

$$n = \text{عدد المشاهدات}$$

إذ تشير القيم المنخفضة للانحراف المعياري إلى تشتت منخفض في الأرباح ومخاطرة منخفضة والعكس صحيح. أما معامل الاختلاف فإنه يقيس مخاطرة كل سهم على انفراد فهو يُعد اساساً للمقارنة بين بديلين مختلفين في العوائد المنخفضة<sup>(83)</sup>، كما إنه يوصف بأنه مقياس نسبي للتشتت يستخدم للمقارنة بين مخاطر الاستثمارات ذات العوائد المتوقعة والمخاطر المختلفة والاستثمار الذي له معامل اختلاف أقل وذو مخاطرة أقل<sup>(84)</sup>.  
ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع على وفق الصيغة الآتية:-

$$Cv = \frac{\sigma r}{r^-}$$

إذ إن :-

$$Cv = \text{معامل الاختلاف}$$

$$\sigma r = \text{الانحراف المعياري}$$

$$r^- = \text{العائد المتوقع من السهم}$$

وقد أضاف<sup>(85)</sup> التباين كمقياس إحصائي لتشتت نواتج القيمة المتوقعة أو هو مجموع الموزون لمربع الانحرافات عن العائد المتوقع ويقاس وفقاً للصيغة الآتية:

$$\text{Variance} = \sum_{i=1}^n (k_1 - k^-)^2 p_i$$

كما تستعمل المقاييس الموضوعية في تقدير المخاطرة اللانظامية عندما تكون هناك متغيرات نوعية (qualitative variables) أكثر من المتغيرات الكمية

<sup>83</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 172.

<sup>84</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 172.

<sup>85</sup> Brealy , R.X Myers , (1991) , " principles of corporate finance" 4<sup>th</sup>ed , McGraw .Hill, Inc, N.Y, p 133.

(quantitative variables). إذ يقدر المحلل المالي مستوى منخفض من المخاطرة للقروض المقدمة وهذا يعكس نظرة المحلل لتشتت العوائد المنخفضة وبشكل مشابه فأن مستوى المخاطرة العالية سيكون مصاحباً للمشروع الذي تكون عوائده المنتبأ بتوزيعها عالية جداً. لذلك إن تحليل عائد الاستثمار ومخاطرة الأسهم العادية بعدد من الأمور الاساسية ومركز قرارات الاستثمار، إذ ترتب الأسهم استناداً ألى مخاطرها وعوائدها للوقوف على جاذبية السهم أو عدم جاذبيته، أي قدرته على تعويض المخاطر لذا إن المبدأ الاساسي في الاستثمار في الأسهم العادية هو تعظيم العائد وتدني المخاطرة أو تعظيم العائد ضمن مستويات مقبولة من المخاطرة ويطلب المستثمرون عادة عائداً على الاستثمار ذي المخاطرة العالية أعلى من العائد على الاستثمار ذي المخاطرة المنخفضة، إذ تحدد درجة المخاطرة بمعدل العائد المطلوب ومقدار التعويض عن تلك المخاطرة<sup>(86)</sup>.

وينظر المستثمر الرشيد إلى العائد ومخاطر الفرص الاستثمارية في إطار نظرية المحفظة Portfolio theory وهي نظرية معيارية تهتم بالقرارات الرشيدة للموازنة بين العائد والمخاطرة لأفضل تشكيلة لمكونات المحفظة من حيث النوع والجودة، أي بمعنى إن المستثمر يحاول تعظيم المنفعة من الفرص الاستثمارية على اساس مبدأ التنوع عند تخصيص رأس المال للمستثمر. وينحصر مفهوم المنفعة هنا من خلال تعظيم العائد وتخفيض المخاطرة من خلال توزيع المخاطر على تشكيلة المحفظة<sup>(87)</sup>. كما إن الهدف من التنوع هو الوصول إلى المحفظة الاستثمارية الكفوة وهي المحفظة التي تعظم العائد بمستوى معقول من المخاطرة وذلك لأن الاستثمارات الجديدة يجب إن تأخذ بعين الاعتبار معدلات العائد والمخاطرة على مستوى المحفظة الاستثمارية، ولذا نحتاج إلى طريقة لقياس معدلات العائد والانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية وهي استعمال معامل الارتباط الذي يستعمل في تطوير كفاءة المحفظة الاستثمارية<sup>(88)</sup>.

<sup>86</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص 177.

<sup>87</sup> أرشد التميمي، مصدر سابق، ص 176.

<sup>88</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مصدر سابق، ص.ص 177-178.





نستخلص مما سبق إن مديري الشركات والمستثمرين يسعون إلى تحقيق أهداف إستراتيجية كثيرة تقع في مقدمتها هو الحصول على معدلات عالية من العوائد بمستويات مقبولة من المخاطرة وهذه المعادلة الصعبة يمكن تحقيقها من خلال تشكيل محفظة استثمارية كفوة تحتوي على تشكيلة من الأسهم ذات القيم السوقية المرتفعة في سوق المال لتحقيق مستويات فائقة من العوائد، ولذلك لا بد من التعرف على سوق المال والقيمة السوقية للأسهم وكيفية حسابها في المبحث التالي.

### المبحث الثالث

#### الجانب التطبيقي

##### أولاً: نتائج تحليل العائد المتحقق على السهم

لغرض إيجاد بيانات أولية خاصة بتحديد العوائد الأعلى (الفائقة) في المحفظة الاستثمارية يجب على البحث في هذا الجانب تحديد العائد المتحقق على السهم، وكالاتي:

##### نتائج التحليل في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص:

يتبين من الجدول (1)، إن معدل العائد المتحقق على السهم في شركات قطاع التأمين للسنوات (2008-2012)، إذ تأتي شركة الأمين في المستوى الأول، فقد بلغ المتوسط فيها (0.136)، بما يفوق المتوسط العام للصناعة البالغ (0.089)، تليها شركة الأهلية، إذ بلغ المتوسط فيها (0.104)، ومن بعدها شركة دار السلام، وقد بلغ المتوسط فيها (0.086)، ثم شركة الخليج، إذ بلغ المتوسط فيها (0.03).

أما على مستوى الانحراف المعياري الذي كان بمقدار (0.044) على مستوى قطاع التأمين، فقد جاءت شركة الأمين في المستوى الأول، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (0.101)، تأتي بعدها الشركة الأهلية في المستوى الثاني، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (0.059)، تليها شركة دار السلام في المستوى الثالث، إذ بلغ الانحراف فيها (0.043)، ومن ثم شركة الخليج في المستوى الرابع، إذ بلغ الانحراف المعياري فيها (0.01).



الجدول (1)

العائد المتحقق على السهم في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص

للمدة (2012-2008)

S.D	Mean	2012	2011	2010	2009	2008	Company Name	ت
0.10 1	0.136	0.13	0.07	0.04	0.14	0.3	الأمين	1
0.04 3	0.086	0.1	0.01	0.1	0.11	0.11	دار السلام	2
0.05 9	0.104	0.08	0.03	0.08	0.17	0.16	الأهلية	3
0.01	0.03	0.001	0.001	0.03	0.04	0.02	الخليج	4
0.04 4	0.089	0.0777 5	0.0277 5	0.062 5	0.11 5	0.147 5	مؤشر السوق	

ثانياً: تحليل مؤشرات أداء الشركات المشمولة بالبحث ضمن إطار المحفظة الاستثمارية يتضح من نتائج تحليل الأداء ضمن إطار المحفظة الاستثمارية المكونة من شركات قطاع التأمين الخاص للمدة (2012-2008)، ومنه يتبين مؤشرات أداء المحفظة الاستثمارية المقاسة بمؤشر (sharp) والخاص بتحديد نسبة التغيير في العائد الإضافي؛ نتيجة لإضافته وحدة أو موجوداً مالياً للمحفظة الاستثمارية الحالية، فضلاً عن مؤشر الأداء الأخر (Treyner) والخاص بتحديد نسبة النقلب في العائد الإضافي إلى المخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا نتيجة لإضافة المستثمر موجوداً مالياً إلى المحفظة الاستثمارية التي بحوزته، والملاحظ إن المؤشر الأول يأخذ المخاطرة الكلية من دون إن يصنفها إلى نظامية وغير نظامية، إلا إن المؤشر الثاني المذكور يأخذ بعين الاعتبار تصنيف المخاطرة الكلية ويركز على النظامية منها لأنها تمثل ركناً ذا أهمية بالنسبة



للمستثمر لعدم قدرته على التأثير فيها، وحتى تكون نتائج التحليل أكثر وضوحاً، استخرج متوسط لهذين المؤشرين، وكالاتي :

### نتائج التحليل في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص

يتبين من الجدول (2) إن المحفظة الاستثمارية قد تكونت من (4) شركات مساهمة خاصة لتمثل قطاع التأمين الخاص بالكامل، وكان مستوى أداء المحفظة المشار إليها سلبياً لمعظم الشركات التي تمت إضافتها إلى المحفظة الاستثمارية، فقط باستثناء الشركات (الأمين، والأهلية) وكان العائد الإضافي بحسب متوسط مؤشري شارب وتريثور، قد بلغ لهما (0.2 ، 0.036) على التوالي، أما بقيه شركات قطاع التأمين الخاص فقد سجلت مستويات أداء سالبه.

ويلاحظ من هذا التحليل إن العائد الإضافي المتحقق لكل شركة من شركات المحفظة قد اختلف مقداره ولم يتساو لكلا المؤشرين، وهذه إشارة إلى عدم كفاءة سياسة التنويع التي اتبعت في إدارة هذه المحفظة على الرغم من اختلاف أحجام هذه الشركات التي يمكن إن تحصل على حالة من التنويع فيها، وبلغ المتوسط العام لأداء المحفظة الاستثمارية الكلية (-0.131)، انخفضت عنه مؤشرات أداء الشركات (شركة دار السلام وشركة الخليج)، وفيما يخص معامل التحديد ( $R^2$ ) وهو مربع معامل الارتباط لعوائد المحفظة بعائد السوق المالي، يقيس درجة التنويع لتوليفة المحفظة، وإن اقتراب معامل التحديد من الواحد الصحيح يعني إن المحفظة منوعة تنوعاً جيداً وكاملاً وتتعرض إلى مخاطرة غير نظامية منخفضة وصغيرة، ولكن كلما انخفضت قيمة معامل التحديد فهذا يعني انخفاض أداء سياسة التنويع المستعملة في تشكيل شركات المحفظة، ويؤدي تعرضها إلى مخاطرة غير نظامية مرتفعة، ومن التحليل المذكور في الجدول (2)، وملاحظه قيم معامل التحديد للمحفظة الاستثمارية، تبين إن معامل التحديد للشركة الأهلية قد وصل إلى (0,89) ليقترّب من الواحد الصحيح، تليه شركة الأمين (0,76)، ودار السلام بمعامل تحديد بلغ (0,60)، وقد حققت شركة الخليج معامل تحديد أقل من النصف بمقدار (0,25) .



الجدول (2)

نتائج تحليل أداء المحفظة الاستثمارية المكونة من شركات قطاع التأمين العراقي الخاص  
للمدة (2008-2012)

ت	Company Name	Mean	S.D	معامل بيتا	مؤشر RVAR Sharp	مؤشر RVAR Treynor	المتوسط	R <sup>2</sup>
1	الأمين	0.136	0.101	0.87	0.36	0.04	0.2	0.76
2	دار السلام	0.086	0.043	0.77	-0.33	-0.02	-0.173	0.60
3	الأهلية	0.104	0.059	0.94	0.07	0	0.036	0.89
4	الخليج	0.03	0.01	0.50	-7	-0.14	-3.57	0.25
	مؤشر السوق	0.089	0.044	0.77	-0.25	-0.01	-0.131	

ثالثاً: تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب

نتائج التحليل في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص

قبل البدء بتحليل هذه الفقرة يتعين على الباحث حساب معدل العائد المطلوب لشركات التأمين المشمولة بالبحث وكما يبينه الجدول (3) الآتي، إذ يلاحظ من الجدول (3) معدل العائد المطلوب، إذ تظهر نتائج المتوسط العام له بمقدار (0.037)، تجاوزته الشركتان الأمين والأهلية، إذ بلغ فيهما (0.06)، (0.068) على التوالي، أما بقية الشركات فقد جاءت بقيم تنخفض عن المتوسط العام لمعدل العائد المطلوب. وبالنسبة للانحراف المعياري الذي كان بمقدار (0.031)، فقد تجاوزته الشركتان (الأمين والأهلية)، إذ بلغ (0.04) لكل منهما، وقد جاءت بقية الشركات بقيم موجبة ولكن من دون الانحراف المعياري العام المذكور .



الجدول (3)

معدل العائد المطلوب على السهم في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص للمدة  
(2012-2008)

S.D	Mean	2012	2011	2010	2009	2008	Company Name	ت
0.042	0.06	0.11	0.04	0.01	0.11	0.03	الأمين	1
0.005	0.014	0.02	0.01	0.01	0.01	0.02	دار السلام	2
0.04	0.068	0.05	0.02	0.04	0.12	0.11	الأهلية	3
0.007	0.007	0.001	0.001	0.003	0.02	0.01	الخليج	4
0.031	0.037	0.045	0.018	0.016	0.07	0.04	مؤشر السوق	

وبعد حساب معدل العائد المطلوب، أمكن تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب والمقارنة بينهما في كلا القطاعين كما يتضمنه الجدول (4) الذي يتضح منه المتوسط الفعلي لعوائد أسهمها والبالغ (0.089) في شركات قطاع التأمين وهو يزيد عن المتوسط الكلي للمعدل العائد المطلوب البالغ (0.037)، إذ إن معدل العائد المطلوب ومعدل العائد الفعلي على السهم يُعدان من أفضل الأدوات المالية المستخدمة في تقييم كفاءة الاستثمار في الأسهم العادية، ويستفاد منها في معرفه دقه توقع المستثمر لما سيتحقق من عائد في المستقبل ويكون باعتماد معدل العائد المطلوب، وعلى اساس تحليل معدل العائد الفعلي أو المتحقق على ذلك السهم.

إن ارتفاع معدل العائد الفعلي على السهم عن معدل العائد المطلوب يعني إن إدارة شركات التأمين قد نجحت في وضع التقديرات الدقيقة لما يستحق من معدل العائد المطلوب أو الفعلي لشركات المحفظة الاستثمارية التي اختيرت لتؤلف المحفظة الاستثمارية الكلية .



الجدول (4)

نتائج تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب للمحفظة الاستثمارية المكونة من شركات قطاع التأمين للمدة (2008-2012)

ت	Company Name	معدل العائد الفعلي على السهم	معدل العائد المطلوب على السهم
1	الأمين	0.136	0.06
2	دار السلام	0.086	0.014
3	الأهلية	0.104	0.068
4	الخليج	0.03	0.007
	مؤشر السوق	0.089	0.037

رابعاً: اختيار الشركات على وفق العائد والمخاطرة ومعدل العائد المطلوب

على وفق نتائج تحليل معدل العائد والمخاطرة الكلية للشركات المساهمة الخاصة في كلا القطاعين، كان الاختيار مبنياً على اساس العائد والمخاطرة مقاسة بالتباين، واستناداً إلى شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الشركات الكفوءة المستندة أساساً على إن يكون اختيارها ضمن المحفظة الاستثمارية بأن تعطي عائداً أكبر مما تعطيه بقية الأوراق المالية المتاحة أو شركات التأمين في هذا البحث التي تحمل القدر نفسه من المخاطرة، أو إن تكون درجة المخاطرة التي تحملها هذه الشركة أو الموجود المالي أقل من مخاطرة باقي الأوراق التي تدر العائد نفسه أو أقل، وعلى وفق هذه الشروط التي سبق ذكرها اختيرت المحفظة الاستثمارية المثلى التي تعظم العائد إلى أقصى ما يمكن وبأقل مستوى من المخاطرة، وبحسب التحليل الآتي:

نتائج التحليل في شركات قطاع التأمين العراقي الخاص

وتتكون المحفظة الاستثمارية المختارة من الشركات المتسلسلة بحسب أفضليتها بحسب العائد المنخفض منها والمخاطرة المترتبة عليها وهي (الأمين والأهلية). والملاحظ على هذه المحفظة إنها عظمت العائد لها ليصل إلى (0.12)، إلا إن في المحفظة السابقة



(0.089) وهذا ما يتوافق وهدف البحث المتمثل بالوصول إلى معدلات العائد العالية (الفائقة)، كما إن المخاطرة في هذه المحفظة المثلى بلغت (0.44)، وهي تزيد قليلاً عن مخاطرة المحفظة السابقة البالغة (0.25)، كما إن معدل العائد المطلوب فيها بلغ (0.06)، على خلاف المحفظة السابقة التي بلغ فيها هذا العائد (0.037)، إلا إن الملاحظة على هذه المحفظة إن معدلات العائد الفعلية تزيد جميعاً على معدل العائد المطلوب، مما يعني إن هذه المحفظة كانت كفوءة، كما إنه بالإمكان الحصول على محفظة أفضل منها من خلال ضم شركات مساهمة خاصة مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية تعمل في قطاعات خدمية أو زراعية أو مصرفية لغرض التوسع في أمثلية هذه المحفظة إلى أفضل مستوى ممكن، علاوةً على ذلك فأن مصفوفة الارتباط بين العوائد المتحققة عن كل شركة فيها التي يتسم معظمها بالانخفاض تدعم ثقة البحث بالكفاءة بما تتضمنه هذه المحفظة من شركات على وفق ما جاء به ماركوتيز حول تركيزه على معامل الارتباط المتحقق بين العوائد بأتباع إستراتيجية التنويع لأسهم المحفظة، وأيضاً من حيث أثره في عائد كل المحفظة ومخاطرتها.

#### الجدول (5)

معدل العائد الفعلي السنوي ومعدل العائد المطلوب والانحراف المعياري والتباين ومعامل

الاختلاف للشركات الصناعية للمدة (2012-2008)

معدل العائد المطلوب	التباين المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	S.D	Mean	2012	2011	2010	2009	2008	Company Name	ت
0.06	0.55	0.74	0.101	0.136	0.13	0.07	0.04	0.14	0.3	الامين	1
0.014	0.25	0.5	0.043	0.086	0.1	0.01	0.1	0.11	0.11	دار السلام	2
0.068	0.33	0.57	0.059	0.104	0.08	0.03	0.08	0.17	0.16	الاهلية	3
0.007	0.11	0.33	0.01	0.03	0.001	0.001	0.03	0.04	0.02	الخليج	4
0.037	0.25	0.5	0.044	0.089	0.07775	0.02775	0.0625	0.115	0.1475	مؤشر السوق	



### الجدول (6)

معدل العائد الفعلي السنوي ومعدل العائد المطلوب والانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف لشركات التأمين المكونة للمحفظة الاستثمارية المثلى للمدة (2008-2012)

معدل العائد المطلوب	التباين المخاطرة الكلية	معامل الاختلاف	S.D	Mean	2012	2011	2010	2009	2008	Company Name	ت
0.06	0.55	0.74	0.101	0.136	0.13	0.07	0.04	0.14	0.3	الامين	3
0.068	0.33	0.57	0.059	0.104	0.08	0.03	0.08	0.17	0.16	الاهلية	1
0.06	0.44	0.66	0.08	0.12	0.105	0.05	0.06	0.155	0.23	مؤشر السوق	

## المبحث الرابع

### الاستنتاجات والتوصيات

توصل البحث من خلال التحليلات المالية إلى جملة نتائج بنيت عليها مجموعة

استنتاجات وكما هي موضحة في الفقرات الآتية:-

#### الاستنتاجات المتعلقة بأنموذج العوائد الاعلى من المعدل

1- تبين من نتائج تحليل (العائد المتوقع على السهم) في القطاعين المشمولين بالبحث، إن نتائج هذا المؤشر في قطاع التأمين تفوق نتائجه في القطاع الصناعي، ويعزى ذلك إلى انخفاض الربحية ومن ثم مقسوم الأرباح الموزع على السهم (حصّة السهم الواحد من الأرباح الموزعة)، وأسباب ذلك تكمن في التكاليف العالية في القطاع الصناعي التي تفوق كثيراً التكاليف في قطاع التأمين التي تسببت في انخفاض الأرباح .

2- أتضح من نتائج تحليل المحفظة الاستثمارية في كلا القطاعين المشمولين بالبحث، إن قطاع التأمين قد حقق مؤشرات سالبة لمؤشرات السوق (RVAR Sharp) ومؤشر (RVAR TRynor)، ومن ثم حقق متوسط عاماً سالباً وهذا ما يعكس أداءً سالباً لمعظم الشركات التي أضيفت للمحفظة الاستثمارية على مستوى قطاع التأمين، وهذا ما يعكس عدم كفاءة التنويع، وهذه النتيجة منطقية جداً، على اعتبار إن التنويع لم يكن من خلال شركات مختلفة من حيث طبيعة عملها وإنما كانت شركات التأمين جميعها ومن ثم





تكون متجانسة فيما بينها، وهذا بطبيعته يقود إلى تنوع غير كفوء، وما يؤكد هذه الحقيقة إن مستويات التنوع في شركات القطاع الصناعي كانت كفوة نسبياً بدليل ارتفاع قيم المؤشر (RVAR TRNOR)، إذ كانت قيمته موجبة ومن ثم متوسط المحفظة العام أيضاً كان موجباً؛ والسبب في ذلك يعزى إلى اختلاف طبيعة عمل الشركات المشكلة لمحفظة القطاع الصناعي.

3- أظهرت نتائج تحليل معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المطلوب في القطاعين المذكورين، إن معدل العائد المطلوب في شركات التأمين يفوق معدل العائد المطلوب في شركات القطاع الصناعي والأمر نفسه ينطبق على معدل العائد الفعلي، والحقيقة المهمة الأخرى التي يجب الانتباه لها وعدم تجاهلها، هو مديات الفرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل العائد المتحقق في القطاع الواحد، إذ يلاحظ إن معدل العائد المتحقق (الفعلي) في شركات التأمين يفوق معدلات العائد المطلوب فيها، وهذا يعني إن إدارة شركات التأمين قد نجحت في وضع التقديرات الدقيقة لما يستحق من معدل العائد المطلوب أو الفعلي لشركات المحفظة التي اختارتها لتؤلف المحفظة الاستثمارية الكلية، وهذا ما يختلف جذرياً عنه في شركات القطاع الصناعي بارتفاع معدلات العائد المطلوبة عنها في معدلات العائد المتحققة، وهذا يشير إلى إخفاق شركات القطاع الصناعي بوضع التقديرات الدقيقة لما يستحق من معدل العائد المطلوب أو الفعلي لشركات المحفظة الاستثمارية التي اختيرت لتؤلف المحفظة الاستثمارية الكلية .

أظهرت نتائج التحليل المتعلقة باختيار الشركات على وفق العائد والمخاطرة ومعدل العائد المطلوب لغرض تشكيل المحفظة الاستثمارية الكفوءة التي تعطي أعلى عائد بأقل ما يمكن من المخاطر، أو إن تكون درجة المخاطرة أقل من مخاطرة الشركات الأخرى التي تدر العائد نفسه، وقد أمكن اعتماد هذه الأسس لتشكيل محفظة استثمارية تضم فقط الشركات (الأمين والأهلية) التي تحقق معدلات أعلى من المعدل وبأقل مستوى من المخاطرة المقارنة بالمحفظة الاستثمارية التي تضم شركات التأمين كلها التي تعطي عائداً أقل بمستوى أكبر من المخاطرة، والأمر نفسه أمكن تطبيقه في القطاع الصناعي العراقي الخاص، إذ أمكن تشكيل محفظة استثمارية مثلى ضمت الشركات (المنصور، والعراقية

للسجاد والمفروشات، وبغداد للمشروبات الغازية، وإنتاج الألبسة الجاهزة، والعراقية لتصنيع وتسويق التمور، والكندي لإنتاج اللقاحات)، وقد شكلت الشركات هذه محفظة استثمارية تعطي عائداً أكبر بمستوى مخاطرة أقل مقارنة بالمحفظة السابقة التي تضم شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص جميعاً، الأمر المهم الآخر، أنه يمكن التوصل إلى محفظة استثمارية مثلى تكون أفضل من المحفظتين الاستثماريتين للقطاعين المذكورين كلاً على إنفراد، ويكون من خلال دمج المحفظتين الاستثماريتين المثلى لكلا القطاعين وتشكيل محفظة استثمارية مثلى جديدة تصل بالعائد إلى المستويات الفائقة.

### ثانياً: التوصيات المتعلقة بأنموذج العوائد الأعلى من المعدل

توصل البحث في المبحث الرابع إلى مجموعة استنتاجات وعلى ضوءها أمكن وضع مجموعة توصيات تخدم أهداف البحث وكالاتي:

1- ضرورة زيادة العائد المتوقع على السهم سواءً ربحية السهم الواحد أم مقسوم الأرباح للسهم الواحد من خلال تخفيض التكاليف وتخفيض عدد الأسهم من خلال الميل صوب التمويل المقترض أو عن طريق زيادة الإيرادات.

2- ضرورة اعتماد إستراتيجية تنوع واضحة في قطاع التأمين العراقي الخاص من خلال اعتماد إستراتيجية التنوع غير المترابط، إذ إن التنوع المترابط من خلال شركات التأمين المشكلة لقطاع التأمين قد أظهرت تنوعاً ومحفظة استثمار تقل كفاءتها عن القطاع الصناعي العراقي الخاص؛ بسبب درجة التنوع غير المترابط بين شركاته لاختلاف طبيعة تلك الشركات.

3- يوصي البحث بأجراء مراجعة دورية لمعدل العائد المتوقع ومعدل العائد المطلوب في القطاعين المشمولين بالبحث، مع المحافظة على مستويات معدل العائد المتوقع وجعله يفوق معدل العائد المطلوب للوصول إلى محفظة استثمار مثلى تعظم العائد (عوائد فائقة) مع مستويات منخفضة من المخاطر.

يوصي البحث بتشكيل محفظة استثمار مثلى تجمع بين المحافظ الاستثمارية المثلى للقطاع المشمول بالبحث لما لها من دور كبير في تعظيم العوائد بشكل يفوق العوائد المتوصل إليها في القطاع المذكور، وتدنية المخاطر المالية في الوقت نفسه.



### قائمة المصادر

أولاً: المصادر العربية

النشرات

1- النشرات السنوية الصادرة عن سوق العراق للأوراق المالية للأعوام (2008-2012).

أ - الكتب

1. ال شبيب، دريد كامل، (2012)، "الأسواق المالية والنقدية"، الطبعة الأولى، دار السيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
2. ال شبيب، دريد كامل، (2007)، "مقدمة في الادارة المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار السيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
3. التميمي، أرشد، (2010)، "الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات" الطبعة العربية، عمان.
4. جمعة، السعيد فرحان، (2000)، "الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض.
5. حداد، فايز، (2010)، "الإدارة المالية"، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان.
6. الحسيني، فلاح، الدوري، مؤيد، (2000)، "إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر"، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان.
7. الحناوي، صالح، السيدة، عبد السلام، (2001)، "المؤسسات المالية" البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية.
8. خلف، فليح، (2006)، "البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، أجدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان.
9. الراوي، خالد وهيب، (2000)، "الأسواق المالية والنقدية"، دار السيرة للنشر والتوزيع والطباعة، بيروت.

10. رمضان، زياد، (1982)، "أساسيات التحليل المالي في المنشآت التجارية والصناعية"، مطابع شركات الخدمات، عمان.
11. الشماع، خليل محمد حسن، (1992)، "الإدارة المالية"، الطبعة الرابعة، مطبعة بغداد، جامعة بغداد.
12. الشوارة، فيصل، (2008)، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
13. العارضي، جليل كاظم مدلول، (2013)، "الإدارة المالية المتقدمة مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
14. العارضي، جليل كاظم مدلول، العيساوي، محمد حسين منهل، العبادي، هاشم، (2012)، "الإدارة الإستراتيجية المستدامة مدخل لإدارة المنظمات في الألفية الثالثة"، الطبعة الأولى، الوارث للنشر والتوزيع، عمان.
15. علوان، قاسم نايف، (2009)، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان.
16. العلي، أسعد حميد، (2010)، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
17. الغالبي، طاهر محسن منصور، إدريس، وائل، (2007)، "الإدارة الإستراتيجية منظور منهجي متكامل"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان.
18. مطر، محمد، (2006)، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان.
19. مطر، محمد، (2009)، "إدارة الاستثمارات الغطار النظري والتطبيقات العلمية"، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان.
20. موسى، شقيري نوري، نور، محمود ابراهيم، الحداد، وسيم، ذيب، سوزان كير، (2012).
21. المؤمني، غازي، (2003)، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.



22. هندي، منير إبراهيم، (1996)، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، سلسلة الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية.
23. هندي، منير إبراهيم، (2002)، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الاسكندرية.
24. هندي، منير إبراهيم، (2010)، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)", الطبعة الثانية، توزيع دار المعرفة، جامعة الاسكندرية.

#### ب- الدوريات والبحوث

1. الحمداني، رافعة، الجوجاني، أوس، (2007)، "تأثير السياسة النقدية السوقية للأسهم والسندات دراسة تحليلية لعينة من دول الخليج العربي"، مجلة تنمية الرافدين، العدد (29)، 1988.
2. الغالبي، طاهر محسن منصور، العبادي، واثق، (2002)، "تحليل أثر تكنولوجيا المعلومات على نماذج صياغة الإستراتيجية في منظمات الأعمال بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الثاني لجامعة الزيتونة، تكنولوجيا المعلومات ودورها في التنمية الاقتصادية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية.

#### ج- الرسائل والأطاريح

1. أبو عبدو، مصطفى، (2004)، "آثار المخاطر الائتمانية على محددات قرارات الائتمان، رسالة ماجستير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.
2. الأسدي، عبد الحسين، (2005)، "السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
3. الحسنكو، رغد رياض عبد الله، (2004)، "تحليل النمو وأثره في المخاطرة المالية للأسهم العادية - دراسة تطبيقية في مجموعة من شركات القطاع الصناعي المساهمة المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.

4. الحمداني، رفعة ابراهيم عبدالله، (2003)، "بيئة المهمة وأثرها في مخاطرة وربحية المصارف - دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.
5. درويش، مروان جمعة، (2009)، "اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السابع لكلية الإدارة والاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الأهلية، عمان.
6. النصيري، تغريد مجيد عبد الحسين، (2008)، "تقييم الاستثمارات باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرسمالية في السوق العراقية"، دبلوم عالي، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد.
7. الياس، ماهر جلال، (2005)، "تأثير خطر السيولة في عائد توظيفات الاموال المصرفية دراسة تطبيقية - لعينة من المصارف التجارية العراقية للمدة (2003-1994)", رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل.

#### ثانياً: المصادر الاجنبية

#### A- Books

1. Bodie , Zvi ,Alex ,Kana ,Alan , Marcuse , (2001), "Investment " 4<sup>th</sup>ed , Irwin McGraw – Hill.
2. Brealy , R.X Myers , (1991) , " principles of corporate finance" 4<sup>th</sup>ed , McGraw .Hill, Inc, N.Y.
3. Brealy ,A,Richard&Stewart ,C.Magers , (1988),"principles edition of corporate finance" ,3thed, mc Graw –Hill International edition
4. Brigham , Eugene, F. &Gapeniski, Louis ,G., (1988), "financial Management and practice , 5thed, chicango , the Dryden press.
5. Brigham ,Eugene F&Ehrhardt ,Micheal C., (2005) ,"Financial management Theory and practices , R.R .Donnelley Willard, 11thed
6. Gangader , v. & Ramesh baha , G .,(2006), "Investment management " , anmolpubiication, PTV, LTD.
7. Geoff , Considin , ph.D, (2007) ,"Getting the most Return for your Risk, part2, copyright Quantext , Inc.



8. Hagin , Robert , (2004) , "Investment Management" , published by John wiley& Sons , Inc, Hoken, New Jersey .U.S.A
9. Hennie ,Van Greuning , (2000), "Analyzing Banking Risk" , the world Bank Washington ,D.C.
- 10.Hitt ,A., Michacl , Ireland, Duane and Hoskisson ,E.Robert, (2011), "Strategic Management : Competitivenss and Globalization Concepts", 9thed , south –western apart of Cengage Learning.
- 11.Howells, Peter , Bain , Keith, (2000) ,"financial markets & institutions" , 3th .ed ,preutice Hall.
- 12.Michael A., Hitt , Duane , Ireland Robert E. Hoskisson , (2011) ,"Strategic management : comptitvness and Globalization: concepts , 9thed , south – western apart congress Learning
- 13.Michael A., Hitt , Duane , Ireland Robert E. Hoskisson , (2011) ,"Strategic management : comptitvness and Globalization: concepts , 9<sup>th</sup>ed , south – western apart congress Learning.
- 14.Northrup ,Lynn C., (2004),"Dynamic of profit – focused Accounting" ,J.Ross publishing, Inc, U.S.A.
- 15.Rao, k.s., Ramesh, (1992), "Financial management : concepts & Application", 2 nd , ed, N.Y: Macmillam publishing co.,Inc
- 16.Rose , Peters, (1999) , "commercial Bank Management" , Irwin MC Graw Hill.
- 17.Ross, Stephen , (2002), "Corporate finance" , 5thed , McGraw – Hill, Inc
- 18.Samuels ,J .M ,Wikes ,F.M.&Brayshaw, r.,(1995),"management of company finance", 6thed, London , In international Thomson puplishing co.
- 19.Weston ,Fred, Besley ,scott and Brigham ,E., (1996), "Essentials of Managerial Finance" , 11thedNy , Dryden press 4thEssee , U.S.A.



## **Model of highest rate than average: analytical study for the Iraq insurance sector**

**Assist. Prof. Dr. Mohammed Hussian Manhal**

**Faculty of Administration & Economics / University of Basra**

**Assist. Prof. Dr. Jaleel Kadhim Medloul Alardhy**

**Faculty of Administration & Economics / University of AL- Qadisiyah**

**Mrs. Nada Abdulqader Abdulsatar**

**Faculty of Administration & Economics / University of Basra**

### **Abstract:**

The present study aims to discuss and analyze a specimen higher returns than the average for the insurance companies of the Iraqi special contribution covered by research in order to choose the optimal investment portfolio that will ensure access to higher yields (high-yielding) with a minimum of risk, since this includes the search results returns and its risks and performance analysis investment portfolios posed, in order to reach to the results of wrong against which to determine the investment portfolio ideal for this sector, and in order to achieve this, the study relied on a number of research approaches sober, represented in the basis of the curriculum historic cemented concepts that have been addressed and establish it, and lies the importance of the study through the adoption of a specimen higher returns than average and is owned by an influential role in achieving high levels of returns at acceptable levels of risk. contributes to the selection of the portfolio optimal range, and launched search of a major premise that there is the possibility not to adopt a specimen higher returns than average in achieving high levels returns acceptable risk levels, have reached your search results was that the most important investment portfolio analysis in the area covered by research, that the insurance sector has achieved a negative indicators to market signals (RVAR Sharp) and index (RVAR TRynor).

### **Key words:**

High returns, required return, expected return, systemic risk, un systemic risk, Investment Portfolio.