

بناء المحفظة الكفوة في ظل بعض نماذج تقييم الاسهم العادية

أ.م. د

عبد الله كاظم السعدي

الباحثة

هند عبد الهادي عبد الواحد الخزاعي

المستخلص

تهدف هذه الدراسة الى بناء المحفظة الكفوة في ظل بعض نماذج تقييم الاسهم العادية من خلال استخدام بعض النماذج منها (القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية و القيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي و القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة ((Benzion & Yagil) من خلال مجموعة من البيانات التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية وتتضمن فكرة الدراسة بتقييم الاسهم العادية لعينة الدراسة وبيان دور المحفظة الكفوة ، وحاولت الباحثة دراسة المحفظة الكفوة وتقييم الاسهم وتحليلها بينهما واستخدمت الباحثة لتحقيق أهداف وفرضيات الدراسة وخاصة بعد ما تم صياغته فرضيات لذلك تم استخدام تلك المؤشرات واختبارها من خلال:

أ-تحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات.

ب-تحليل ربحية السهم للشركات.

ت-تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات.

ث-تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات.

وقد جاءت هذه الدراسة كخطوة أولى وقاعدة أساسية ينطلق منها المستثمر في المجال سوق العراق إذ أنها تناولت عينة ومجتمع الدراسة من شركات القطاع العاملة في القطاعات الاقتصادية حيث بلغت الستة قطاعات وهي (قطاع المصارف ، قطاع التأمين ، قطاع الخدمات ، قطاع الصناعي ، قطاع السياحة والفنادق، قطاع الزراعي) والمدرجة في سوق العراق للأوراق

المالية، واستخدام سعر الاغلاق لكل شركة وتم استخدام (٢٠) شركة ، منها (٦) شركة قطاع مصرفي و(٣) شركة قطاع التأمين و(٢) شركة قطاع الخدمات اما القطاع الصناعي قد حققت (٣) شركات والقطاع السياحة والفنادق (٢) شركة، والقطاع الزراعي (٤) شركات ، وكانت مدة الدراسة هي سلسلة زمنية أمدها عشره سنوات بين (٢٠٠٦-٢٠١٦) لذا تعد هذه القطاعات لما يشكله جزء اساسي في يومنا الحاضر من أهمية بالغة في تسهيل التبادل التجاري سواء داخلياً او خارجياً بين الدول وغيرها من الخدمات المهمة والتي لا يمكن الاستغناء عنها وبالأخص بعد التطورات المتسارعة في الخدمات والتعاملات التجارية والانفتاح العالمي الذي لعبه الدور الأساسي في توسيع نطاق عملها الخارجي أكثر مما هي في الداخل .

واستنتجت الباحثة من خلال نتائج الدراسة توفر بعض الاساليب العلمية الصحيحة والتي تعتبر فرصة للمستثمر لتقليل الوقت والجهد والكلفة في اختيار محفظته الكفوءة.

وكما توصلت الدراسة الى ان بناء مؤشرات مالية وفق الاسس المالية ، وكما هو سائد في معظم الاسواق المالية وذلك لاهميتها في عمليات التحليل وبناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة وفي الوقت ذاته توفر للباحثين والأكاديميين البيانات الضرورية لدراساتهم التطبيقية مما يساهم في تطوير اداء السوق والشركات المدرجة به وترشيد قرارات الاستثمار .

الكلمات والمصطلحات الرئيسية: المحفظة الكفوءة، الاستثمار، الاسهم العادية ، العائد ، المخاطرة.

Abstract

The purpose of this study is to build an efficient portfolio under some models of valuation of ordinary shares through the use of some models including (the real value of the share according to the multiples of profitability and the real value of shares according to the cash flow and real value of the share according to the method ((Benzion & Yagil) During the collection of data obtained from the Iraqi market for securities. The idea of the study includes evaluating the ordinary shares of the study sample and showing the role of the efficient portfolio. The researcher tried to study the efficient portfolio and evaluate the shares and analyze them between them and used the researcher to achieve the objectives and hypotheses of the study, These hypotheses have been used and tested by:

1. Analysis of the market value of the shares of companies.
2. Analysis of earnings per share of companies.
3. Analysis of the cash flow of the shares of the companies.

4. Analysis of the percentage change in the market value of the shares of companies.

This study was a first step and a basic rule for the investor in the field of the Iraqi market as it dealt with the sample and the study society from the sector companies operating in the economic sectors. The six sectors were (banking sector, insurance sector, service sector, industrial sector, tourism sector, (3) insurance sector and (2) service sector companies, while the industrial sector has achieved (3) the sector of the agricultural sector,) Companies, tourism sector, hotel (2) company, agricultural sector (4) companies, ka The period of study is a series of time spanning ten years between 2006–2016. Therefore, these sectors are considered to be an essential part of the present day of great importance in facilitating trade exchange, both internally and externally between countries and other important services which can not be dispensed with, especially after Rapid developments in services, business dealings and global openness, which has played a key role in expanding its outreach rather than at home.

The researcher concluded through the results of the study the availability of some of the correct scientific methods which are an opportunity for the investor to reduce the time and effort and cost in the selection of his portfolio is efficient.

The study also found that the construction of financial indicators on the basis of financial principles, as is common in most financial markets, because of their importance in the analysis and construction of an efficient investment portfolio at the same time provide researchers and academics with the necessary data for their applied studies, which contributes to the development of market performance and listed companies and rationalization of investment decisions.

Key words and terms: efficient portfolio, investment, ordinary equity, return, risk.

المبحث الاول الإطار المنهجي الدراسة

أولاً: مشكلة وتساؤلات الدراسة

يهتم المستثمرون ورجال الأعمال بعملية الاستثمار في المشروعات الاقتصادية سعياً لتحقيق عائد مقبول، إلا إنهم يواجهون صعوبة في الاختيار السليم للمشروعات الاستثمارية من حيث العائد والمخاطرة ولذلك فإن بعض الاختيارات تكون غير صائبة لأنها لم تقم على الدراسة والتحليل وفق الأسس العلمية والدراسات التحليلية القائمة على المعايير المعتمدة دولياً ومحلياً إذ إن المشروعات الاستثمارية تعمل في بيئة متغيرة وغير مستقرة تعكس آثار هذا التغير على النشاط الاقتصادي عموماً والنشاط المالي خصوصاً كالتغير في حجم العرض أو الطلب أو تغيرات الأسعار أو معدلات التضخم وأسعار الفائدة ، وللتقليل من هذه الآثار يتم إجراء الدراسات التحليلية للعائد المتوقع والمخاطرة و بناء المحفظة الكفوءة التي يمكن أن تواجه الشركات ، ولذلك فإن المشكلة تتلخص في إن الاستثمارات التي تقوم بها الشركات والمصارف في القطاعات لا تستند إلى التحليل المالي للقيمة الحقيقية للاسهم وقياس العائد والمخاطرة للمحفظة الكفوءة من خلال نماذج تقييم الاسهم العادية .

وتتبعث مشكلة الدراسة من تساؤل عام ((بمركز حول كيفية بناء محفظة كفوءة في ظل بعض نماذج تقييم الاسهم العادية؟))

ويمكن ان يتفرع من هذا التساؤل عدة تساؤلات فرعية هي: -

١- ما هي القيمة الحقيقية لاسهم الشركات مقارنة بالقيمة السوقية؟

٢- هل يمكن بناء محفظة كفوءة في ظل نماذج تقييم الاسهم؟

ثانياً: أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من خلال تناولها لقطاعات مهمة من مكونات الاقتصاد ، وهي ست القطاعات صناعية وهي (قطاع المصرفي و قطاع التأمين و قطاع الخدمات و القطاع الصناعي والقطاع السياحة والفنادق والقطاع الزراعي) والتي تعد هذه القطاعات حلقة وصل مهمة في الاقتصاد الوطني والذي يمكن ان يساهم بشكل فاعل في البناء الاقتصادي من خلال الدور الذي يلعبه في تمويل القطاعات الاقتصادية كافة ، ولكون هذه القطاعات من المؤسسات التي تمتلك جزء مهم من الجانب المالية ، كما تتجسد أهمية الدراسة من أهميتها التطبيقية في سوق مالي حديث يتصف بارتفاع مخاطرة الاستثمار، فضلاً عن تلبية حاجة المستثمرين إلى مداخل جديدة تزيد من بدائل الاستثمار المتاحة أمامهم وتخفيض مخاطرته والحاجة للتوظيف

الأمثل لرؤوس الأموال على النحو الذي يسهم في تطور واستقرار الاقتصاد من خلال بناء المحفظة الكفوءة.

ثالثاً: هدف الدراسة

تهدف الدراسة لبيان الاتي:

1- تحليل بعض نماذج تقييم الاسهم من خلال (القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية و القيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي و القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة ((Benzion and Yagil)).

2- بناء وتحليل المحفظة الكفوءة لبعض شركات القطاع الخاص عينة الدراسة .

3- تحديد أفضل شركة من حيث تقييم الاسهم العادية وبناء محفظة كفوءة تحقيقها أقل مخاطرة مع معدل عائد يفوق معدل عائد محفظة السوق والشركة

4- تقديم منهج علمي للمستثمر العراقي يجمع بين النظرية والتطبيق لإدارة المحفظة الكفوءة .

5- تصميم وإدارة المحفظة الاستثمارية الكفوءة لشركات القطاع الكفوءة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

رابعاً: مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة عينة من شركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية حيث بلغت الستة قطاعات وهي (قطاع المصارف ، قطاع التأمين ، قطاع الخدمات ، قطاع الصناعي ، قطاع السياحة والفنادق، قطاع الزراعي) اذ مثلت (٧٢) شركة وتم اعتماد (٢٠) شركة، بسبب ان الشركات المستبعدة لا تحقق ارباح على مدى افتره الزمنية المبحوثة ، منها (٦) شركة قطاع مصرفي و(٣) شركة قطاع التأمين و(٢) شركة قطاع الخدمات اما القطاع الصناعي قد حققت (٣) شركات والقطاع السياحة والفنادق (٢) شركة، والقطاع الزراعي (٤) شركات ، وكانت مدة الدراسة هي سلسلة زمنية أمدها عشره سنوات بين (٢٠٠٦-٢٠١٦) للشركات العراقية وبحسب دليل الشركات العراقية المتمثل في سوق العراق للأوراق المالية، ومبرر اختيار هذه المدة للدراسة يعود لصلاحية واكتمال بياناتها من جانب ، ومن جانب آخر اختلاف وتغير الظروف السياسية والاقتصادية التي مره بها البلد بشكل كبير والذي يبرز المخاطرة التي ممكن أن يتعرض لها المستثمر .

المبحث الثاني الاطار النظري

تقييم الاسهم العادية

اولاً: مفهوم الاسهم وانواعها

بصورة عامة وقبل البدء بالتطرق الى تفاصيل الدراسة لابد من إعطاء مفهوم عام للأسهم، فقد تعددت المفاهيم والآراء المتعلقة به تبعاً لآراء الكتاب والباحثين وخلفياتهم الأدبية وبالإضافة الى اختلاف الميدان الذي يطبق فيه هذا المفهوم، وقد أصبحت العملية المالية أكثر تعقيداً بشكل يصعب تصوره، حيث قدم عدد من الكتاب والباحثين تعريفاتهم الخاصة بهم، وبذلك تعدى المفهوم من كونه علاقة تبادلية بين المنظمة والزيون الى علاقة إيجابية مع أصحاب المصالح في البيئة الديناميكية (Charlie and Pride، 2016، 4) .

لذا تعد الاسهم احد اهم الأوراق المالية التي تتعامل بها المنشأة وان هذه الورقة لها قيم عديدة تبعاً للآلية التي يتم التعامل بها لذلك سأذكر بعض منها حتى يكون مدخلاً نتعمق من خلاله الى بحر الاسهم لتلك الورقة المالية.

فبالأسهم هي الأوراق المالية التي تصدرها الشركات في القطاعات الاقتصادية المختلفة وخاصة الأسهم والسندات تعتبر السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وتمثل الورقة المالية صكاً يعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد او جزء من اصول الشركة أو الحقين معاً.

كما يمكن تصنيف الأوراق المالية حسب ماهية الورقة المالية وعندئذ يمكن التمييز بين الأوراق المالية التي تمثل صكاً (مثل الأسهم العادية) وألأوراق مالية التي تمثل صك مديونية مثل (السندات) وأوراق مالية مختلطة مثل (الأسهم الممتازة).

لذا تعد الاسهم من الموضوعات التي حظيت باهتمام للكثير والعديد من الشركات باعتبارها من اهم ادوات تمويل راس المال في الشركات المساهمة، وقد تبلورت مفاهيمها المعرفية بتطور ونضوج الاسواق المالية، وهذا بجانب الاسهم ومن هنا فان مفهوم الاسهم يتبلور من خلال العديد من التعريفات ومنها

لذا يُعرف السهم بأنه حصة معينة في ملكية منشأة ما، يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة المنشأة. (Moyer et al., 2012:236) و (Berk & Demarzo, 2017:406).

وتعد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية اداوت طويلة الأجل ومن ابرز تلك الأدوات أو الانواع هي:

١. الأسهم العادية (Common stocks)

هي عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، ويعد هذا النوع من الأسهم الأكثر شيوعاً، كما يحق لحامل هذا النوع من الأسهم الاشتراك في إدارة المنشأة، وتقسم على ثلاثة اجزاء رئيسية وهي: (Berk et al., 2015)

- أ- أسهم اسمية: وهي أسهم يثبت عليها إسم مالك الأسهم وتسجل هذه الأسهم لدى الشركة بإسم صاحب الشأن . لذلك يطلق عليها بالأسهم الإسمية.
- ب- أسهم أذنية: وهي الأسهم التي يذكر فيها إسم صاحب السهم في الشهادة مع اظهار الأمر أو الأذن.
- ت- أسهم لحاملها: هي الأسهم التي لا تحمل شهادة إسم صاحب الأسهم وإنما يصبح مالك الأسهم حامل الشهادة، لذلك سميت اسهما لحاملها. (Berk et al., 184:185, 2015)

٢. الأسهم الممتازة (Preferred stocks)

يختلف السهم الممتاز عن السهم العادي في أنّ مالكه ليس له حق المشاركة في الانتخاب والإدارة. إذ يمكن في بعض الحالات ممارسة هذا الحق عندما يُبقي المساهمون أنصبتهم من الأرباح لمدة من الزمن، غالباً ما تكون سنة ونصف السنة، إذ يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من العوائد قبل حامل السهم العادي. (Brealey et al., 2014:356)

وقد يتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمة مصدرة (Issued value) أكبر من القيمة الإسمية في حالة وجود علاوة إصدار، وقد يتم إصدارها بقيمة أقل في حالة وجود خصم. وبالإضافة إلى القيمة الإسمية والقيمة المصدرة يكون أيضاً للسهم الممتاز قيمة سوقية وقيمة دفترية كما في حالة الأسهم العادية.

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا وهي:

- أ- الشركة ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات، وان التوزيعات محدودة بمقدار معين.

ب- لا يحق لحملة الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل كبيرة.

ت- يسهم إصدار الأسهم الممتازة في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

ث- يحق للمنشأة في استدعاء الأسهم التي أصدرتها إي إعادة شرائها، وذلك في مقابل إن يحصل حاملها على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية.

وتتخذ الأسهم الممتازة أشكالاً متنوعة وكالاتي: (Brigham & Daves, 2016: 334)

(Brigham & Ehrhardt, 2014: ٥٥)

أ- **الأسهم المجمعّة الأرباح:** هذا النوع من الأسهم تضمن للمساهم حق الحصول على نصيبه من الأرباح، على وفق النسبة المحددة في صك الإصدار.

ب- **الأسهم المتقاسمة الأرباح:** هي تلك الأسهم التي تمنح المساهم حق مقاسمة حملة الأسهم العادية للأرباح المتبقية بعد تسديد نصيب حملة الأسهم الممتازة، أي ان حملة الأسهم الممتازة، يحصلون أولاً على حصتهم من الأرباح، على وفق النسبة المقررة في صك الإصدار، ثم يتقاسمون الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية.

ج- **الأسهم القابلة للاستهلاك:** يصدر هذا النوع من الأسهم عن طريق الشركة، وتتولى إستهلاكها ورد قيمتها إلى أصحابها إذ تقوم الشركة باختيار الأسهم التي ستستهلكها، من دون أن يحق لأصحابها الاعتراض.

د- **الأسهم القابلة للاستبدال:** تصدر هذه الأسهم عادة في فترات الركود الاقتصادي، إذ يشجع المستثمرون على توظيف أموالهم في اوقات الركود، ويمكنهم من مشاركة المساهمين العاديين بالأرباح المتحققة في اوقات الازدهار، أي لهم الحق باستبدال أسهمهم بأسهم عادية.

الاستثمار في الاسهم العادية

يتناول هذا المبحث الاطار المفاهيمي من مجموعة من المحاور والتي يتناول في كل محور بما يتناغم مع الاطار المفاهيمي للاستثمار فالمحور الاول يتعلق بمفهوم الاستثمار من وجهه مجموعة من الكتاب والباحثين ويتناول المحور الثاني اهمية الاستثمار، في حين تناولت الباحثة المحور الثالث حول أدوات العملية الاستثمارية، واخراً تم التطرق الى انواع الاستثمارات من وجهه العديد من الباحثين .

يعد الاستثمار من المفاهيم التي حظيت باهتمام من خلال الكثير من الكتاب والباحثين لذا عندما يفكر أحد الأفراد في عملية الاستثمار في أوراق او ورقة مالية جديدة يضيفها إلى محفظته الاستثمارية ، يكون من المفيد الأخذ في الاعتبار علاقة هذا الاستثمار بالاستثمارات الموجودة فعلا في محفظته أو التي ستظهر في المستقبل ، وبالتالي يصبح الخطر في هذه الحالة (خطرا مجمعا) تظهر فيه (محصلة) جميع الأخطار، ويكون الخطر هنا هو (خطر المحفظة) وليس خطر الاستثمار الفردي . وإن عملية الاستثمار تصف الطريق الذي يسلكه المستثمر في اتخاذ القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية ومقدار الاستثمار فيها واختيار الوقت الملائم للاستثمار (مطر، ١٩٩٩: ٦٥).

لذا فان العملية الاستثمارية تهتم بكيفية تحقيق المستثمر للعائدات من خلال اتخاذ القرارات التي من الممكن ان تتعلق بالأوراق المالية التي سوف يستثمر فيها وما هو نطاق هذا الاستثمار وفي أي مكان ممكن أن يكون مناسباً بالنسبة للأفراد ، والاستثمار بشكله الواسع هو التضحية بكمية من الأموال الحالية من أجل الحصول على أموال في المستقبل ، والتضحية تشمل نوعين مختلفين هما المخاطرة و الوقت (Sharpe , et.al , 1999 :12) .

لذا يعرف الاستثمار من الناحية الاقتصادية بأنه هو تخصيص راس المال للحصول على وسائل إنتاجية جديدة أو لتطوير الوسائل الموجودة لغاية زيادة الطاقة الإنتاجية. (٧٤: ٢٠٠٥ ، et، Brigham)

كما عرفة (102: ٢٠٠٨ ، et ، Brealey) الاستثمار على انه تضحية لإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملا في الحصول على إشباع اكبر في المستقبل

أهمية الاستثمار

يعد الاستثمار او مفهوم الاستثمار ذات عدة اتجاهات حيث اختلفت باختلاف وجهات النظر حول ماهية الاستثمار واهميته وباختلاف الطريقة التي ينظر من خلالها الفرد او الشركة الى رأسماله وتنميته، إلا ان كل وجهات النظر اتفقت في العناصر التي تشكل البنية الأساسية لمفهوم الاستثمار المتمثل بانخفاض قيمة النقد بسبب التضخم والمخاطرة التي يتحملها الشخص بسبب تنازله عن أمواله لمدة من الزمن ، فمن هنا كان لأهمية الاستثمار اهمية كبيرة للكثير من الشركات وعمليات الاعمال والتي تعزز من الاجراءات والعمليات التي تسهم في بلوره الواقع الاقتصادي للكثير من البلدان والشركات الانتاجية ، لذا فان اهمية الاستثمار هي:

١. تكمن أهمية الاستثمار من خلال زيادة رأس المال أو منفعة معنوية لدى الأفراد من خلال زيادة أرباحهم وإنتاجيتهم.

٢. كذا تكمن أهمية الاستثمار من خلال زيادة في الاستثمار التي تؤدي إلى تعزيز الطلب الكلي للاستثمارات وزيادة في الإنتاج القومي أو النمو الاقتصادي سواء على المستوى الدولي أو المحلي.

نماذج تقييم الأسهم العادية

أنموذج مضاعف الأرباح

يتم حساب هذا النموذج من خلال قياس القيمة العادلة والتي هي إحدى نماذج قياس القيمة العادلة للسهم الواحد والتي بينها الأدبيات المختصة في إدارة المال ، وان لهذا النموذج (الطريقة) معطيات ينبغي توفرها لكي يتم التسني في قياس القيمة العادلة للسهم الواحد ، (العامري ، ٢٠٠٧ : ٣٦٥) وكما يتم حسابها لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الوحدة الاقتصادية ، ويحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته وان المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته ، اما اذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفتره القادمة ويمكن الحصول على تقدير ماتكون عليه قيمة السهم العادلة في السوق المالي ، ويمكن صياغة هذا النموذج من خلال المعادلة الآتية معطياتها ادنى وهي : (John & James، ٢٠٠٩ : ٨١) و (صالح و اسماعيل ، ٢٠١٦ : ١٣).

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

١. أنموذج النمو الصفري

يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف بتوزيعات الأرباح عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة. وفي هذه الحالة يكون النموذج:

$$P = Dt / Ke$$

حيث أن:

P = القيمة الحقيقية للسهم

D_t = توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e = سعر الخصم المناسب

ان الطريقة الأبسط لتقييم الأرباح هو أنموذج النمو الصفري، يفترض ثابت غير مجرى الأرباح، وتزايد. من حيث التدوين الذي تم تقديمه بالفعل ، كما إن حصة الأسهم العادية في شركة ذات عائد ثابت تشبه إلى حد كبير حصة الأسهم المفضلة وأن الأرباح على حصة من الأسهم الممتازة لديها نمو صفري وبالتالي فهي ثابتة عبر الزمن. بالنسبة لحصة صفرية من الأسهم العادية ، يعني ذلك ما يلي:

$$\text{ثابت} = D_1 = D_2 = D_3 = D$$

لذا فعندما نلاحظ أن D_1 تمثل مقدار التوزيعات السنوية ، فإن المعادلة تحت الصفر يقلل من النمو: (عبد الزهرة وآخرون، ٢٠١٢: ١٩٨)

$$P_0 = D_1 \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r_s)^t} = D_1 \times \frac{1}{r_s} = \frac{D_1}{r_s}$$

لذا ، فإن قيمة السهم هي:

$$P_0 = \frac{D}{(1+R)^1} + \frac{D}{(1+R)^2} + \frac{D}{(1+R)^3} + \frac{D}{(1+R)^4} + \frac{D}{(1+R)^5} + \dots$$

ونظرًا لأن العائد يكون دائمًا هو نفسه ، فيمكن اعتبار المخزون على أنه استثمارية عادية مع تدفق نقدي يساوي D كل فترة. وبالتالي ، تُمنح القيمة لكل سهم من خلال:

$$P_0 = D/R$$

حيث ان R هي العائد المطلوب.

لذا فان أنموذج النمو الصفري هو منهج لتقدير توزيعات الأرباح يفترض وجود تيار أرباح ثابت وغير ثابت. (Gitman & Zutter، ٢٠١٥: ٢٦٩)

كما إن صيغة القيمة الحالية لسهم ذو نمو صفري هي توزيعات الأرباح لكل فترة مقسومة على العائد المطلوب لكل فترة. لا ينبغي اعتبار القيمة الحالية لصيغ الأسهم نهجا دقيقا أو مضمونا لتقييم الأسهم ، بل هو نهج أكثر نظريا. (Ross et ، ٢٠١٧: ٢٠٨) و(عبيدات ، ٢٠٠٨ : ٢)

٢. أنموذج النمو الثابت

يعتبر أنموذج النمو الثابت من النماذج التي تهدف الى جعل مستوى ثابت من الارباح كما يعد أحد مقارنات تقييم الأرباح الموزعة على نطاق واسع والتي تفترض أن الأرباح ستتمو بمعدل ثابت ، ولكن معدل أقل من العائد المطلوب. (عبد الزهرة وآخرون، ٢٠١٢: ١٩٩)

$$P = D_t / (K_e - g)$$

حيث أن:

P = القيمة الحقيقية للسهم

D_t = توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e = سعر الخصم المناسب

g = نسبة نمو توزيعات الأرباح

كما ويدل نهج تقييم الأرباح الموزع الأكثر شيوعا ، وهو نموذج النمو الثابت ، على أن الأرباح ستتمو بمعدل ثابت ، ولكن بمعدل أقل من العائد المطلوب. على افتراض أن المعدل الثابت للنمو ، g ، أقل من العائد المطلوب ، RS ، هو شرط رياضي ضروري لاشتقاق هذا النموذج عن طريق ترك D₀ يمثل أحدث عائد ، يمكننا كتابة المعادلة :

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)^1}{(1 + r_s)^1} + \frac{D_0 \times (1 + g)^2}{(1 + r_s)^2} + \dots + \frac{D_0 \times (1 + g)^\infty}{(1 + r_s)^\infty}$$

فإذا قمنا بتبسيط المعادلة فيمكن إعادة كتابتها لتصبح :

$$P_0 = \frac{D_1}{r_s - g}$$

مفهوم المحفظة الاستثمارية الكفوءة

يتناول هذا الموضوع بعض المتغيرات الأساسية المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية الكفوءة (Efficient Portfolio) في فقرات وموضوعات متعددة ومتعمقة تبدأ بتعريف المحفظة ومفهوم المحفظة الكفوءة ومن ثم التطرق الى نظرية المحفظة و نظرية المحفظة الحديثة ،ومن ثم عرض مراحل تكوين المحفظة الكفوءة ومن ثم التطرق الى العائد (Return) والمخاطرة (Risk) للمحفظة بوصفها مفاهيم عامة المحفظة وبسبب التناغم والتناسق بين المفهومين وكونهما يشكلان الاسس التي قامت عليها نظرية المحفظة كذلك التطرق الى مخاطرة المحفظة ومن ثم طرق قياسها . ولان هذه المتغيرات او الفقرات موجودة بتفاصيلها في الكثير من المؤلفات والبحوث العربية والاجنبية، لذا فان عرضنا لهذه المتغيرات سيكون بشكل مختصر، لتكون مدخلا لموضوع البحث او الدراسة الرئيس.

وتعرف أيضا أنها مجموعة أو توليفة من الموجودات الاستثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية يستثمر بها المستثمرون أموالهم بهدف تقليل المخاطرة عن طريق التنوع وتعظيم العائد المتوقع. (Edition et,2014:٣١٧)

أنواع المحافظ الاستثمارية

١. محفظة الدخل Income Portfolio

وهي تعبير عن محفظة استثمارية تتشكل من أصول مالية يسعى المستثمر من خلال امتلاكه لها لتحقيق دخلاً سنوياً يتصف بالثبات تقريباً ، سواء كان هذا الدخل مصدره التوزيعات الربحية للأسهم أم الفوائد التي تدفع لحملة السندات ، وأبرز الأصول التي تتضمنها محفظة الدخل ، الأسهم الممتازة والسندات وما يطلق عليها بالأسهم الدفاعية ، التي تحقق أعلى مستوى من الدخل بأقل قدر من المخاطرة.

٢. محفظة النمو Growth Portfolio

تعد هذه المحفظة أكثر استراتيجيات الاستثمار رواجاً ، ويقصد بها أن المحتوى المحفظي يتشكل من أصول مالية تسمى بأسهم النمو ، إذ يسعى المستثمر من خلال امتلاكه لها لتحقيق أرباح مستقبلية، بأيمانه بارتفاع القيمة السوقية لهذه الأسهم في المستقبل ، وبرز الأسهم التي تلائم هذه المحافظ هي أسهم الشركات القيادية في قطاعاتها.

٣. المحفظة المتوازنة Balanced Portfolio : أو ما يطلق عليها بالمحفظة المختلطة

تتكون هذه المحفظة من أصول مالية متنوعة (أسهم عادية سندات بأنواعها ، أسهم ممتازة) تسعى لتأمين الحصول على دخل مستقر نسبياً بالإضافة إلى تحقيق أرباح رأسمالية . وهو ما

يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة وبما لا يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة ، وبذلك تحقق هذه المحفظة استقراراً نسبياً في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة ، لذا فهي تتميز في أنها تعمل على تحقيق الموازنة بين السيولة والأمان والدخل.

٤. **المحفظة المتخصصة Specialized Portfolio**: توصف هذه المحفظة بأنها حالة نادرة أو مؤقتة من الاستثمار ، ذلك أن تشكيلتها تتكون من أصل معين أو عدد من أصول مؤسسة ما ، كأسهم شركات صناعية معينة أو أسهم شركات تتعلق بالطاقة النفطية أو غيرها ، وما يميز هذه المحفظة بأنها لا تتلائم عادة مع أهم مبدأ بالاستثمار المحفظي والذي هو التنويع.

٥. **المحفظة الدوارة Roller Portfolio** : هذا النوع من المحافظ يهدف إلى استغلال اتجاهات السوق خلال مدد الانتعاش والابتعاد عنه في حالة الركود ، فالفرد أو المؤسسة الاستثمارية التي تتبنى هذه الإستراتيجية نراها تشكل محفظة استثمارية بأصول مختلفة مستغلة جميع مواردها المالية أثناء مدد الانتعاش ، فيما تحتفظ بأموالها سائلة خلال مدة الركود. (٥٦٥ - Russell, et, ١٠٨٧)

العلاقة بين العائد والمخاطرة

تعتبر العلاقة بين العائد والمخاطرة ذات اهتمام خاص عند تحديد تشكيلة الاستثمار في الأوراق المالية فاذا اردت الادارة ان تحصل على عائد اعلى من استثمارها فيجب ان تكون على استعداد لتحمل درجة اعلى من المخاطرة .

ويجب ان تتخذ قرارات الادارة بالنسبة لعائد ومخاطرة تشكيلة الاستثمار على اساس مدى تاثير هذه الاستثمارات على استثمارات المصرف ككل ، أي اثر مخاطر الاستثمار في ورقة معينة على عائد ومخاطرة باقي تشكيلة الاستثمار ويرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية بمعنى انه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد اعلى على استثماراته توجب تحمل مخاطرة اعلى والعكس صحيح ومن جانب آخر توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والبعد الزمني للاستثمار ، فكلما طالت الفترة الزمنية المتاحة لتحقيق التدفقات النقدية التي توفرها ادارة الاستثمار ازدادت درجة المخاطرة والعكس صحيح (العطوي، ١٠٢: ٢٠١٧)

ولشرح العلاقة بين العائد والمخاطرة نفترض ان هناك ثلاثة انواع من الاوراق المالية :

١. ادونات خزينة صادرة من البنك المركزي .
٢. سند صادر عن شركة مساهمة عامة .
٣. سهم عادي لشركة مساهمة عامة .

المبحث الثالث الجانب العملي

تحليل الفجوة بين النماذج الثلاثة

في هذا المبحث تم الاعتماد على تحليل الفجوة بين النماذج الثلاثة بعد مقارنتها بطريقة مضاعف الربحية تليها طريقة (Benzion and Yagil)، واخيراً طريقة التدفق النقدي. كما في الجدول (١)

جدول (١) تحليل الفجوة بين النماذج تقييم الاسهم الثلاثة					
اعلى تقييم لاسهم الشركات	الفجوة بين القيمة السوقية ونموذج (Benzion and Yagil)	الفجوة بين القيمة السوقية ونموذج التدفق النقدي	الفجوة بين القيمة السوقية ونموذج مضاعف الربحية	الشركة	ت
نموذج (Benzion and Yagil)	-0.343	-0.177	0.322	مصرف المنصور للاستثمار	1
نموذج التدفق النقدي	2.062	-2.11	2.243	المعمورة للاستثمار العراق	2
نموذج (Benzion and Yagil)	13.481	25.379	17.047	بغداد للنقل العام	3
نموذج التدفق النقدي	1.398	-3.19	1.697	الخيطة الحديثة	4
نموذج (Benzion and Yagil)	-1.036	2.668	1.649	العراقية للسجاد	5
نموذج التدفق النقدي	0.64	0.257	0.693	بغداد للمشروبات الغازية	6
نموذج مضاعف الربحية	36.72	35.231	23.843	فندق بابل	7
نموذج مضاعف الربحية	12.629	14.269	6.211	الوطنية للاستثمار السياحي	8
نموذج التدفق النقدي	5.596	-2.661	8.394	الايوسط لانتاج الاسماك	9
نموذج (Benzion and Yagil)	-3.456	1.499	2.517	العراقية لانتاج البذور	10
نموذج (Benzion and Yagil)	2.696	4.284	3.663	العراقية لانتاج الزراعي	11
	2.371	2.831	2.18	متوسط الفترة	

يلاحظ من جدول (١) ان نموذج نموذج (Benzion and Yagil) تكرر خمس مرات أي يعد هذا النموذج الافضل تقيماً لخمس شركات في حين تكرر نموذج التدفق النقدي اربع مرات ونموذج مضاعف الربحية تكرر مرتين فقط، فضلا عن متوسط الفجوة بين طرق تقييم الاسهم للطرق الثلاثة مضاعف الربحية والتدفق النقدي و (Benzion and Yagil) اذ جميعها اتت بتقييمات مختلفة اذ بعض اسهم الشركات كانت قيمتها الحقيقية عالية في طريقة مضاعف الربحية لكنها انخفضت في الطرق الاخرى ولا يوجد تشابه في النتائج لكن معدل الفجوة للطرق الثلاثة اتت بشكل قريب من بعضها اذ كانت الفجوة حسب طريقة مضاعف الربحية (٢,١٨)، اما طريقة التدفق النقدي سجلت الفجوة (٢,٨٣)، وكان معدل الفجوة لطريقة (Benzion and Yagil) (٢,٣١)، اما معدل القيمة الحقيقية التي سجلت وفق طريقة مضاعف الربحية هو (٤,٠١٢)، ومعدل القيمة الحقيقية على وفق طريقة التدفق النقدي بلغت (٣,٣٦١)، اما معدل القيمة الحقيقية على وفق طريقة (Benzion and Yagil) قد بلغت (٣,٨٢)، ويتضح من ذلك ان اعلى معدل قيمة حقيقية للاسهم هي طريقة مضاعف الربحية تليها طريقة (Benzion and Yagil)، واخيراً طريقة التدفق النقدي.

تحليل مكونات المتغيرات التي دخلت في نماذج التقييم

في هذا المبحث سوف يتم التركيز على تحليل مكونات المتغيرات التي دخلت في نماذج التقييم اذ سيتم تحليل ربحية السهم للشركات المبحوثة و تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات المبحوثة و تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المبحوثة حسب سعر الاغلاق للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، وهي كالاتي:

١. تحليل ربحية السهم للشركات المبحوثة: يبين جدول (٢) ربحية السهم للشركات المبحوثة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,٢١٥) دينار للسهم، وان هناك ست شركات ذات ربحية السهم عالية والتي رفعت من نسبة ربحية السهم وهي (شركة بغداد للنقل العام، والشركة العراقية للسجاد، والحديثة للانتاج الحيواني، وشركة الاوسط للانتاج الاسماك، والشركة العراقية للانتاج البذور، والشركة العراقية للانتاج الزراعي)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع.

جدول (٢) ربحية السهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.167	0.081	0.023	0.111	0.130	0.140	0.190	0.137	0.186	0.306	0.373	0.159	مصرف بغداد	1
0.110	0.041	0.070	0.116	0.173	0.014	0.100	0.119	0.091	0.216	0.273	0.001	مصرف الاستثمار العراقي	2
0.043	0.094	0.010	0.030	0.090	0.008	0.020	0.020	0.010	0.130	0.060	0.000	مصرف الاهلي العراقي	3
0.031	0.024	0.014	0.008	0.007	0.050	0.003	0.007	0.088	0.019	0.067	0.050	مصرف سومر	4
0.082	0.240	0.015	0.027	0.024	0.049	0.050	0.089	0.073	0.105	0.134	0.101	مصرف بابل	5
0.090	0.058	0.079	0.068	0.100	0.107	0.080	0.049	0.058	0.195	0.152	0.047	مصرف المنصور للاستثمار	6
0.147	0.051	0.096	0.142	0.328	0.134	0.070	0.039	0.147	0.297	0.159	0.156	شركة الامين للتأمين	7
0.088	0.033	0.063	0.104	0.110	0.104	0.010	0.100	0.106	0.105	0.116	0.121	شركة دار السلام للتأمين	8
0.022	0.030	0.029	0.020	0.020	0.009	0.026	0.026	0.035	0.016	0.021	0.006	شركة الخليج للتأمين	9
0.052	0.017	0.020	0.058	0.015	0.036	0.040	0.069	0.155	0.159	0.001	0.000	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	10
0.989	1.418	0.863	0.475	3.422	0.863	0.363	1.191	2.162	0.086	0.024	0.013	شركة بغداد للنقل العام	11
0.066	0.124	0.279	0.131	0.123	0.003	0.003	0.000	0.000	0.000	0.066	0.000	شركة الخياطة الحديثة	12
0.320	0.327	0.325	0.336	0.370	0.364	0.340	0.275	0.506	0.000	0.615	0.065	شركة العراقية للسجاد	13
0.096	0.252	0.201	0.148	0.162	0.128	0.030	0.055	0.060	0.000	0.010	0.010	شركة بغداد للمشروبات الغازية	14
0.078	0.468	0.347	0.006	0.004	0.007	0.023	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	فندق بابل	15
0.188	0.118	0.050	0.140	0.329	0.373	0.188	0.130	0.190	0.220	0.030	0.300	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16
0.583	1.089	1.172	1.237	1.214	1.338	0.030	0.052	0.052	0.076	0.053	0.104	الحديثة للانتاج الحيواني	17
0.353	0.444	0.514	0.350	0.512	0.394	0.394	0.290	0.174	0.253	0.264	0.290	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	18
0.541	0.823	0.823	0.832	1.817	0.547	0.477	0.437	0.150	0.000	0.031	0.010	الشركة العراقية لانتاج البذور	19
0.253	0.109	0.866	0.720	0.519	0.468	0.034	0.000	0.000	0.000	0.000	0.066	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	20
0.215	0.292	0.293	0.253	0.473	0.257	0.124	0.154	0.212	0.109	0.122	0.075	متوسط الفترة	

٢. تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات المبحوثة: يبين جدول (٣) التدفق النقدي لاسهم الشركات المبحوثة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,١٤٤) دينار للسهم، وان هناك عشر شركات ذات تدفق نقدي عالي اذا ما قورنت بمعدل القطاع العام وهي (مصرف بغداد، ومصرف الاستثمار العراقي، ومصرف سومر، ومصرف المنصور للاستثمار، وشركة الامين للتأمين، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة بغداد للنقل العام، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك، والشركة العراقية لانتاج البذور، والشركة العراقية لانتاج الزراعي)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع كما يلاحظ ان هناك خمس شركات حققت تدفق نقدي سالب وهي مصرف الاهلي العراقي، وشركة الخليج للتأمين، وشركة المعمورة للاستثمار العراقي، الشركة العراقية للسجاد، وشركة المشروبات الغازية.

جدول (٣) التدفق النقدي للسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.452	-1.015	-0.486	-0.089	0.809	2.029	-1.014	0.941	3.211	0.625	-0.502	0.459	مصرف بغداد	1
0.387	0.180	0.024	0.496	0.469	0.003	0.064	-0.064	0.362	0.970	-0.514	2.265	مصرف الاستثمار العراقي	2
-0.166	0.267	-3.925	0.106	0.825	0.148	0.593	-0.036	0.204	0.117	0.440	-0.559	مصرف الاهلي العراقي	3
0.330	0.033	-0.005	0.246	0.197	0.562	0.074	0.173	0.820	0.955	0.512	0.062	مصرف سومر	4
0.122	0.028	0.072	-0.171	-0.833	0.672	0.511	-0.105	0.763	0.179	0.360	-0.132	مصرف بابل	5
0.162	2.362	-0.160	0.003	0.479	-0.014	0.004	0.021	0.020	0.000	0.005	-0.938	مصرف المنصور للاستثمار	6
0.154	-0.619	0.049	0.437	0.429	0.203	0.203	1.568	0.150	0.015	-0.366	-0.371	شركة الامين للتأمين	7
0.002	0.002	-0.030	0.042	0.003	-0.006	0.003	-0.008	-0.028	0.023	0.003	0.014	شركة دار السلام للتأمين	8
-0.004	-0.047	-0.085	-0.038	-0.077	0.310	0.268	0.182	-0.063	0.080	-0.252	-0.323	شركة الخليج للتأمين	9
-0.001	0.000	0.059	-0.137	0.002	0.086	-0.208	0.215	0.194	0.018	-0.011	-0.230	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	10
0.360	0.955	0.706	1.008	0.001	-4.475	-10.080	16.074	-0.551	0.087	0.087	0.152	شركة بغداد للنقل العام	11
0.008	0.048	-0.016	-0.064	0.063	0.167	-0.032	-0.003	0.022	-0.232	0.172	-0.034	شركة الخياطة الحديثة	12
-0.135	-0.087	-2.581	0.932	1.563	0.090	0.017	-1.715	1.276	-0.230	0.239	-0.987	شركة العراقية للسجاد	13
-0.016	-0.292	0.000	0.106	-0.048	0.128	0.027	0.047	-0.002	-0.086	0.179	-0.231	شركة بغداد للمشروبات الغازية	14
0.007	-0.008	0.002	-0.006	-0.122	0.050	0.004	-0.252	0.157	0.106	0.024	0.129	فندق بابل	15
0.158	1.628	-0.013	-0.273	-0.058	-0.007	0.147	-0.247	0.050	0.426	0.021	0.066	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16
0.000	0.000	0.000	-0.016	0.017	0.001	0.000	-0.021	-0.031	0.052	-0.157	0.156	الحديثة للانتاج الحيواني	17
0.240	0.288	0.150	-0.508	-0.016	0.102	1.023	0.710	-0.386	0.342	0.910	0.025	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	18
0.590	-0.003	1.202	0.015	0.339	1.732	1.358	-0.853	2.320	-0.027	0.446	-0.041	الشركة العراقية لانتاج البذور	19
0.232	1.355	-4.601	2.918	0.952	0.952	0.257	-1.334	0.606	0.229	-0.614	1.829	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	20
0.144	0.254	-0.482	0.250	0.250	0.137	-0.339	0.765	0.455	0.182	0.049	0.066	متوسط الفترة	

٣. تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المبحوثة: يبين جدول (٤) نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات المبحوثة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، تم حساب نسبة التغير من خلال طرح القيمة الحالية للسهم من القيمة السابقة مقسوم القيمة السوقية الحالية، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,٠٦٤) نسبة التغير في اسهم الشركات، وان هناك ثمان شركات حققت نسبة نمو اعلى من معدل القطاع العام وهي (شركة المعمورة للاستثمار العراقي، وشركة بغداد للنقل العام، وشركة بغداد للمشروبات الغازية ، وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك، والشركة العراقية لانتاج البذور)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع كما يلاحظ ان هناك تسع شركات حققت نسبة تغيير سالبة وهي مصرف بغداد ومصرف الاستثمار العراقي، ومصرف الاهلي العراقي، ومصرف بابل، وشركة الامين للتأمين، وشركة دار السلام للتأمين، وشركة الخليج للتأمين، وشركة الحديثة للانتاج الحيواني.

جدول (٤) نسبة التغير في القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

ت	الشركة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	معدل الشركة
1	مصرف بغداد	0.000	0.550	-0.290	0.114	-0.269	0.944	-0.483	0.144	-0.248	-0.245	-0.222	-0.001
2	مصرف الاستثمار العراقي	0.000	0.000	-0.192	0.524	-0.225	-0.234	0.063	-0.040	0.031	-0.320	-0.265	-0.066
3	مصرف الاهلي العراقي	0.000	0.000	-0.143	-0.033	-0.069	0.049	-0.012	-0.024	0.098	-0.389	-0.255	-0.078
4	مصرف سومر	0.000	-0.379	0.000	0.000	-0.100	0.012	0.244	-0.020	0.000	-0.050	-0.053	-0.035
5	مصرف بابل	0.000	0.250	-0.080	0.522	-0.503	-0.069	-0.037	-0.103	-0.443	-0.256	0.138	-0.058
6	مصرف المنصور للاستثمار	0.000	0.000	0.000	0.000	0.077	-0.079	-0.047	0.415	-0.517	0.036	0.138	0.002
7	شركة الامين للتأمين	0.000	-0.367	0.105	0.333	-0.036	-0.096	-0.139	0.905	-0.290	-0.458	-0.117	-0.016
8	شركة دار السلام للتأمين	0.000	-0.077	-0.367	0.263	0.813	-0.241	-0.364	0.033	-0.120	-0.471	-0.198	-0.073
9	شركة الخليج للتأمين	0.000	0.000	0.000	-0.133	0.000	-0.431	0.243	-0.304	0.078	-0.478	0.333	-0.069
10	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	0.000	-0.143	-0.067	0.643	0.004	0.424	0.170	0.088	0.165	-0.207	-0.401	0.068
11	شركة بغداد للنقل العام	0.000	-0.010	0.077	0.786	1.500	2.056	-0.450	0.976	-0.669	-0.455	-0.143	0.367
12	شركة الخياطة الحديثة	0.000	-0.426	0.651	-0.389	0.582	0.000	1.052	-0.216	0.250	-0.200	0.479	0.178
13	شركة العراقية للسجاد	0.000	-0.101	0.129	0.114	0.231	0.042	-0.080	-0.098	0.024	0.007	0.203	0.047
14	شركة بغداد للمشروبات الغازية	0.000	0.263	0.000	0.083	-0.154	0.400	-0.032	1.007	-0.244	0.301	-0.150	0.147
15	فندق بابل	0.000	-0.475	-0.095	0.579	0.350	-0.160	-0.191	0.636	0.778	-0.550	-0.097	0.077
16	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	0.000	-0.510	0.497	1.705	-0.311	-0.162	0.121	0.039	-0.075	-0.514	-0.056	0.073
17	الحديثة للانتاج الحيواني	0.000	0.000	0.000	-0.214	0.327	-0.452	0.137	-0.066	-0.153	-0.250	0.111	-0.056
18	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	0.000	0.071	1.000	0.333	4.000	0.275	-0.373	-0.219	-0.380	-0.097	0.086	0.470
19	الشركة العراقية لانتاج البذور	0.000	0.000	0.158	0.182	0.923	0.680	0.012	0.701	-0.066	-0.153	0.423	0.286
20	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	0.000	0.000	-0.080	-0.011	0.022	0.740	0.131	-0.082	-0.062	-0.410	-0.166	0.008
	متوسط الفترة	0.000	-0.068	0.065	0.270	0.358	0.214	-0.031	0.189	-0.092	-0.258	-0.011	0.064

انتجت نسبة التغير في القيمة السوقية ان هنالك (٩) شركات خاسرة والتي يجب استبعادها من التحليل اللاحق لان لا جدوى من تقييمها او ادخالها في المحفظة الكفوءة، وان الشركات التي سجلت نسب تغير موجبة هي (١١) شركة التي ستدخل في تقييم الاسهم والمحفظة الكفوءة، اذ بعد الغاء الشركات الخاسرة اصبح معدل القطاع العام (٠,١٥٧) وان اعلى نسبة تغير سجلتها شركة الاوسط لانتاج الاسماك تليها شركة بغداد للنقل العام والموضحة في جدول (١٦)، وان الشركات التي كان نسبه تغيرها اقل من معدل القطاع العام هي : مصرف المنصور للاستثمار، وشركة المعورة للاستثمار العارقي، والشركة العراقية للسجاد وشركة بغداد للمشروبات الغازية وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي والشركة العراقية لانتاج الزراعي

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

١. بالاهتمام من لدن المستثمرين ورجال الأعمال لما تمثله من حصيلة لمجموع مصادر التمويل وكيفية تخصيصها .
٢. تؤكد الباحثة ان هناك اهتمام بتحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتوفرة في استثمارات التي يمكن من خلالها ان تحقق العائد الذي يبحث عنه المستثمر وخاصة في سوق تتوفر فيه الاستثمارات المتنوعة .
٣. يجب اهتمام بالعائد والمخاطرة وذلك من خلال الاهتمام بالأسس المالية وبالفكر المالي مما أدى إلى طرح نماذج تؤكد على الأخذ بنظر الاعتبار مخاطرة المحفظة الاستثمارية الكفوة ومن أبرز هذه النماذج أنموذج Markowitz و أنموذج المتدرج البسيط و أنموذج مضاعف الأرباح وانموذج Benzion Yagi.
٤. إن التنويع يؤدي إلى اتساع في تشكيلة منتجات الشركة والذي ينعكس على قدراتها في الاستجابة لقطاعات سوقية جديدة ، وهذا يعني التمكن أو القدرة على إرضاء مستهلكين جدد من خلال الاستغلال الأمثل لموارد الشركة قصد الوصول إلى مستوى الأداء المطلوب والذي ينعكس على عمليات التنويع السوقية.
٥. ان اعتماد الباحثة على استراتيجية التنويع في المحافظ الاستثمارية لعدد مختار من الشركات ، يعد مردوداً اعلى بالمقارنة مع شركات لا توجد بينهما تنويع مرتبط.

التوصيات

١. يجب الاهتمام بعمليات الفحص والتحليل البيئي للعوامل البيئية التي تسهم في وضع رؤية واضحة وقابلة للتحقيق وتعطي تصورا واضحا لشكل الصورة المستقبلية للأسواق المالية .
٢. بالنظر لحدثة الموضوع وعدم التطرق الية يجب إعطائه مزيدا من الاهتمام وإغناؤه بالبحث والتحليل لمساعدة الشركات العاملة في الاسواق المالية العراقية والتي يمكن ان تستثمر امكانياتها بالشكل المناسب.

٣. كما توصي الباحثة على بتفعيل دور سوق العراق للأوراق المالية من خلال صنع سوق للمعلومات مهمة بتقييم اوضاع البيئة الاستثمارية العراقية بما يخدم المستثمر العراقي ويخدم السوق.

٤. ضرورة قياس المخاطرة على الرغم من استخدامنا لأساليب التنويع والتشكيلة والتي تضمن الحد من تأثير المخاطرة اللانظامية، حيث ستكون عاملاً إضافياً في اختبار وتقييم التشكيلة المقترحة.

٥. كما تؤكد الباحثة على ضرورة اختبار نماذج تقييم الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية واختيار الانسب منها لظروف السوق لتحقيق نتائج تسهل من تحقيق او تقييم الاسهم.

المصادر

المصادر العربية

١. العامري ، محمد ابراهيم علي ، ١٩٩٠ ، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة "اطروحة دكتوراه ،جامعة بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد .
٢. عماد عبد الناصر عوض ، أسواق المال ، دار الكتاب العربي للنشر ، القاهرة ، ٢٠١١ ، ص٣٠٥.
٣. مطر ،محمد ، ادارة الاستثمارات،الاطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة الثالثة ،عمان - الاردن ، 1999 ، 10 - 12.
٤. - هندي ، منير ابراهيم . " ادارة البنوك التجارية ، مدخل اتخاذ القرارات " ، المكتب العربي الحديث ، الطبعة الثالثة ، 2000 .
٥. حسن ، عبدالله كاظم ،٢٠٠٥،استخدام نموذج (Benzion& Yagil) في تقييم الاسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ،مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية ،جامعة القادسية كلية الادارة والاقتصاد -المحور الاداري ،المجلد (٧) العدد (١).
٦. العامري ،محمد علي ، ٢٠٠٧ ، الادارة المالية ، عمان دار النشر والتوزيع.

المصادر الاجنبية

1. Radović, M., Radukić, S., & Njegomir, V. (2018). The Application of the Markowitz's Model in Efficient Portfolio Forming on the Capital Market in the Republic of Serbia. *Economic Themes*, 56(1), 17-34.
2. Ralevic, N. M., Djakovic, V. D., Andjelic, G. B., & Kiurski, J. S. (2017). Efficient Portfolio Selection and Its Applications to Decision

- Making. *International Journal of System Modeling and Simulation*, 2(1), 27–29.
3. Guerard Jr, J. B., Markowitz, H., & Xu, G. (2015). Earnings forecasting in a global stock selection model and efficient portfolio construction and management. *International Journal of Forecasting*, 31(2), 550–560.
 4. Chen, J., & Yuan, M. (2016). Efficient portfolio selection in a large market. *Journal of Financial Econometrics*, 14(3), 496–524.
 5. Liagkouras, K., & Metaxiotis, K. (2015). Advanced Technologies and Algorithms for Efficient Portfolio Selection. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic and Management Engineering*, 9(7).
 6. Zynda, I. I., & David, B. (2018). The Effects of Economic Policy Uncertainty on Common Stock and American Depository Receipts.
 7. Roy, M. L., & Ashrafuzzaman, M. (2015). EMH, earning multiples and common stock valuation: The Case of Dhaka Stock Exchange. *International Review of Business Research Papers*, 11(2).
 8. Tilley, J. R. (2015). Investment Performance of Common Stock in Relation to their Price–Earnings Ratios: BASU 1977 Extended Analysis.
 9. Garba, A. (2014). Impact of Dividend–Per–Share on common stock returns: A case study of Some Selected manufacturing firms listed on the Nigeria Stock Exchange. *European Journal of Business and Management*.