



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة القادسية  
كلية الإدارة والاقتصاد  
قسم ادارة اعمال

## بناء المحفظة الكفوءه باستخدام بعض نماذج تقييم الاسهم العادية

دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من ٢٠٠٦-٢٠١٦

رساله مقدمه الى

مجلس كلية الإدارة و الاقتصاد - جامعة القادسية

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

من قبل الطالبة

هند عبد الهادي عبد الواحد الخزاعي

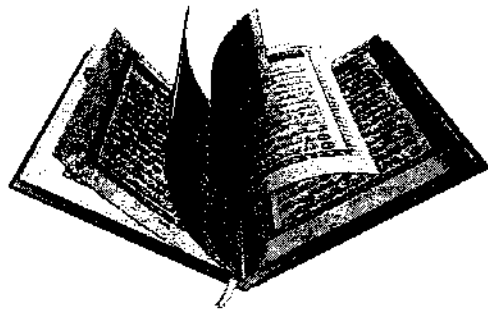
بإشراف

أ.م. د عبد الله كاظم حسن السعيد

٢٠١٩م

١٤٤٠هـ





﴿ قَالَ رَبِّ اجْعَلْ لِي كَذِبِي (٢٥) وَيَسِّرْ لِي أَمْرِي (٢٦)  
وَاجْلِزْ لِي مُخْرَجًا مِنْ لِسَانِي (٢٧) يَفْقَهُوا قَوْلِي (٢٨) ﴾



سورة طه الآية ﴿٢٥-٢٨﴾

## الإهداء

إلى من مهد لي الطريق بعد الله العليّ القدير  
إلى من ذللا لي المصاعب بدعوتها الصالحة . . .  
والدي . . . والدتي امد الله في عمرهما ومرضقني برهما  
إلى كل من ساندني حتى ولو بالكلمة . . .

والى استاذي أ. م. د عبد الله كاظم حسن السعيد

إلى من ضحوا بأنفسهم لأجلنا

شهداء العراق

أهدي هذا الجهد المتواضع

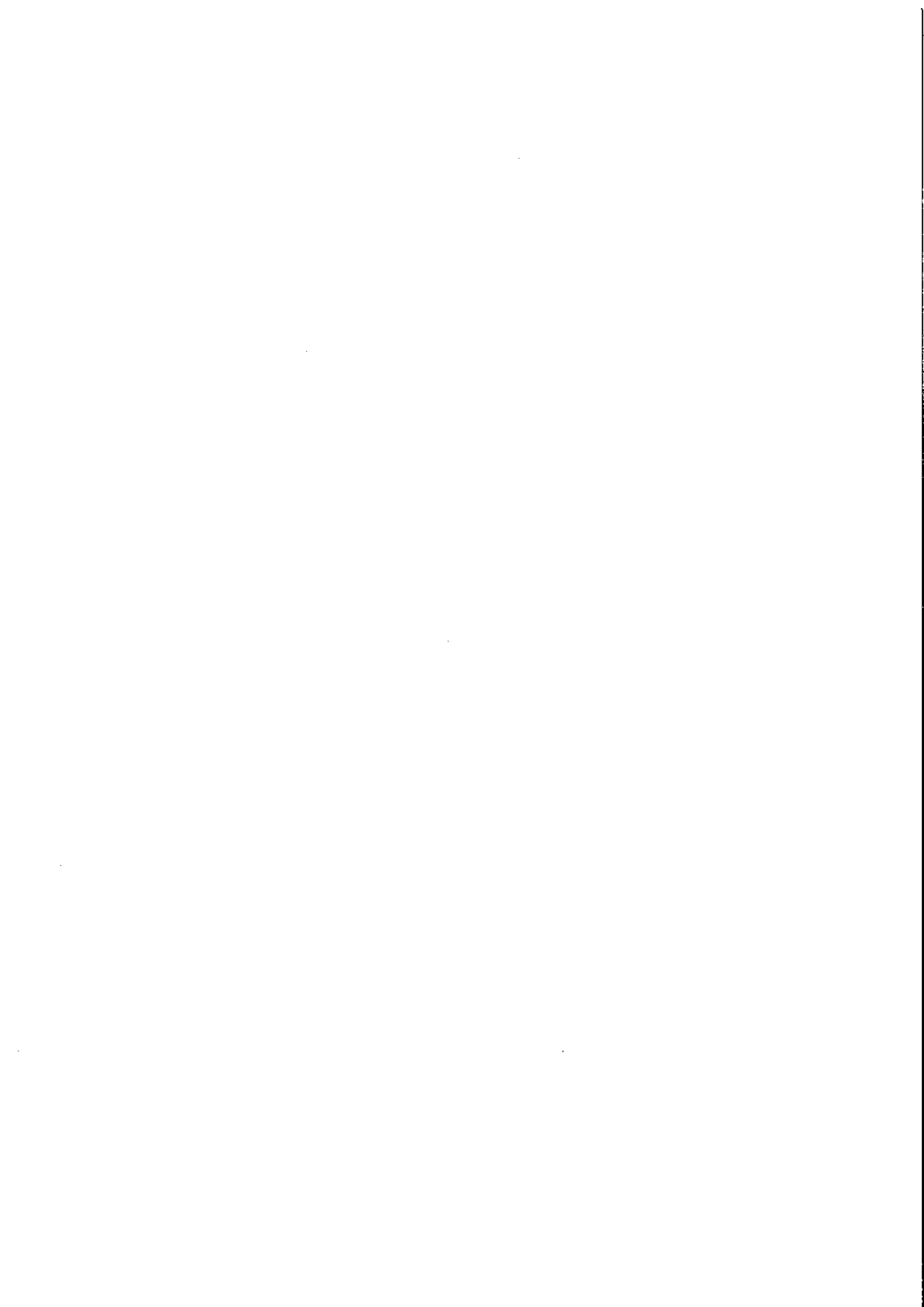
## اقرار المقوم اللغوي

اشهد ان رسالة الماجستير الموسومة بعنوان « بناء المحفظة الكفوة باستخدام بعض نماذج تقييم الاسهم العادية » والمقدمة من قبل الطالبة « هند عبد الهادي عبد الواحد » الى كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة القادسية، قد جرى مراجعتها من الناحية اللغوية واصبحت بأسلوب علمي سليم وخالي من الاخطاء اللغوية، ولأجلة وقعت.



المقوم اللغوي  
م. د. جعفر طالب كريم

2019/ /



## اقرار الامتياز المشرف

اشهد بان اعداد الرسالة الموسومة بعنوان « بناء المحفظة الكفوة باستخدام بعض نماذج تقييم الاسهم العادية » والتي تقدم بها الطالبة « هند عبد الهادي عبد الواحد » قد جرى تحت اشرافي في قسم ادارة الاعمال- كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة القادسية وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم ادارة الاعمال ولأجلة وقعت.



التوقيع

الاستاذ المشرف: أ.م.د. عبد الله كاظم حسن

التاريخ: 2019/ /

## توصية لجنة الدراسات العليا

بناء على توصية الاستاذ المشرف اشرح هذه الرسالة للمناقشة



أ.م.د. أسيل علي مزهر

رئيس قسم ادارة الاعمال

كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة القادسية

2019/ /

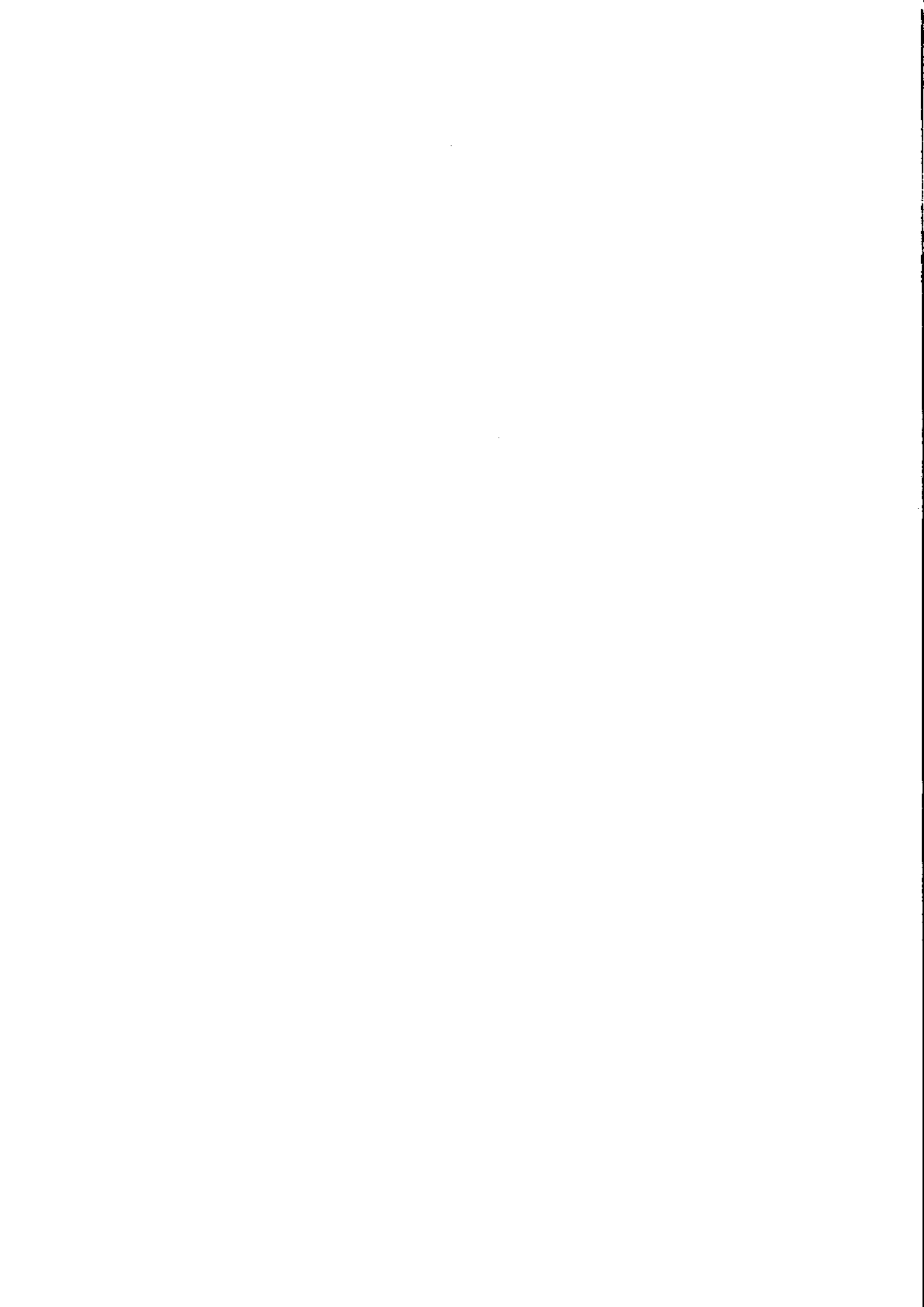


أ.م.د. أسيل علي مزهر

رئيس لجنة الدراسات العليا

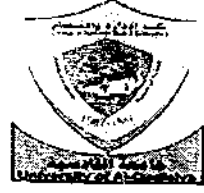
كلية الادارة والاقتصاد/ جامعة القادسية

2019/ /





## اقرار لجنة مناقشة رسالة الماجستير



نقر اننا اعضاء لجنة مناقشة طالبة الماجستير (هند عبدالهادي عبدالواحد) قسم ادارة الاعمال اطلعنا على الرسالة الموسومة ( بناء المحفظة الكفوة باستخدام بعض نماذج تقييم الاسهم العادية ) المقدمة من قبل الطالبة والتي تم اقرارها في المناقشة من قبلنا فهي جديره بتقدير ( جيد جدا ) في علوم ادارة الاعمال وعليه وقعنا .

ت	الاسم	اللقب العلمي	التوقيع	الصفة
١	د. صلاح الدين محمد امين الامام	استاذ مساعد		رئيساً
٢	د. سعدي احمد حميد الموسوي	استاذ مساعد		عضواً
٣	د. سالم صلال راهي	استاذ مساعد		عضواً
٤	د. عبدالله كاظم حسن	استاذ مساعد		عضواً ومشرفاً

ملاحظة (١) : ضرورة متابعة كل عضو من اعضاء لجنة المناقشة ملاحظاته ويكون مسؤولاً عنها وفي حالة تعذر احدهم عم متابعة الملاحظات فبإمكانه تخويل احد الاعضاء ليكون بديلاً عنه ولا تروج الا بعد استكمال جميع الملاحظات والاجراءات واستحصال توقيع جميع الاعضاء .

ملاحظة (٢) : يرجى التوقيع على الاستمارة بعد الاطلاع على التصحيحات واعادتها لنا مع التقدير

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الادارة والاقتصاد على قرار لجنة المناقشة

العميد

أ. م. د. علي جواد كاظم

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة القادسية

٢٠١٩ / /



## شكر وامتنان

في البدء ، الشكر والحمد لله رب العالمين (عز وجل)، فأليه ينسب الفضل كله في إكمال " والكمال يبقى لله وحده" هذا العمل. والصلاة والسلام على سيد المرسلين أبي القاسم محمد (ص) وصحبه أجمعين وبعد:

يسرني ويشرفني إن أتقدم بوافر الشكر والتقدير الخاص الذي أتوجه به إلى أستاذي الدكتور عبد الله كاظم حسن الذي لن تفيه أي كلمات حقه، فلولا مثابرته ودعمه المستمر ما تم هذا العمل. وبعدها فالشكر موصول إلى كل أساتذتي في جامعة القادسية /كلية الإدارة والاقتصاد، وخاصة إلى أساتذتي في قسم إدارة الأعمال الذين تتلمذت على أيديهم في كل مراحل دراستي حتى أتشرف بوقوفي أمام حضراتكم اليوم.

والشكر موصول الى السيد عميد كلية الادارة والاقتصاد الاستاذ الدكتور علي جواد كاظم والى السادة رئيس واعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم وقبولهم مناقشة الرسالة ، وواغنائها وايي بالملاحظات القيمة فجزاهم الله خيراً.

واتقدم بوافر الشكر والتقدير الى رئيس قسم ادارة الاعمال الدكتورة أسيل علي مزهر ، وأود ان اشكر أيضا من شيدوا عقولا وصروحا للعلم وأبدعوا فكان لإبداعهم معنى ولطموحهم مغزى اساتذتي الذين نهلت من علمهم اساتذتي في قسم ادارة الاعمال الذين استغدت من توجيهاتهم وملاحظاتهم القيمة كثيرا ولا املك لهم الا الدعاء وان يثيبهم الله بأحسن الجزاء ويجعل عملهم هذا في ميزان حسناتهم انه سميع مجيب.

والشكر الجزيل الى الخبير اللغوي والعلمي لمراجعتهم الرسالة من الناحيتين اللغوية والعلمية

فجزاهم الله خيراً على ذلك.

كما اتقدم بوافر الشكر والامتنان الى كل من ساندني وقدم لي يد العون....

جزاكم الله خيراً جميعاً



الباحثة

## المستخلص

تهدف هذه الدراسة الى امكانية بناء المحفظة الكفوءة باستخدام بعض مؤشرات تقييم الاسهم العادية والمتمثلة بـ (القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية، و القيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي، و القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة ( Yagil & Benzion ))، ومن اجل اغناء الجانب التطبيقي للدراسة تم اعتماد البيانات الكمية المسحوبة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية من اجل بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة باستخدام مؤشرات تقييم الاسهم العادية، كما تم استخدام مجموعة من المؤشرات المالية والاحصائية من اجل اختبار فرضيات الدراسة، ومن هذه المؤشرات هي (تحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات، وتحليل ربحية السهم للشركات، وتحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات، وتحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات)، واطهرت نتائج الدراسة عدم امكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية، اضافة الى امكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر التدفق النقدي. كما يمكن بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر (Benzion and Yagil).

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

## المستخلص

تهدف الدراسة الحالية الى الكشف عن كيفية بناء محفظة استثمارية كفوءة باستعمال نموذج تقييم الاسهم العادية، وعليه لجأت الدراسة الى استعمال مجموعة من النماذج المهمة في التحليل المالية والمتمثلة بـ (القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية، والقيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي، والقيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة ( Yagil & Benzion )، وعليه من اجل تطبيق هدف الدراسة، تم اختيار مجموعة من القطاعات في سوق العراق للاوراق المالية كعينة تطبيقية، لما تشكله 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، وخاصة بعد التطورات المتسارعة في الخدمات والتعاملات التجارية والانفتاح العالمي الذي لعبه الدور الأساسي في توسيع نطاق عملها الخارجي أكثر مما هي في الداخل. وعليه فان القطاعات المستهدفة التي تعمل في القطاعات الاقتصادية بلغت ستة قطاعات انعكست في قطاع ( المصارف، والتأمين، والخدمات، والصناعة، والسياحة والفنادق، والزراعة)، والتي تمثلت في (٢٠) شركة موزعة على اساس ( ستة شركات في قطاع المصارف، و ثلاثة شركات في قطاع التأمين، و شركتين في قطاع الخدمات، و ثلاثة شركات في القطاع الصناعي، وشركتين في قطاع السياحة والفنادق، واربعة شركات في القطاع الزراعي)، وامتدت السلسلة الزمنية لعينة تحليل سوق العراق للاوراق المالية احدى عشر سنة من (٢٠٠٦ - ٢٠١٦)، ومن اجل استخراج النتائج في ضوء البيانات المسحوبة من سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة لجأت الدراسة الى استعمال مجموعة من المؤشرات المهمة في التحليل المالي، والتي تمثلت في (تحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات، وتحليل ربحية السهم للشركات، وتحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات، وتحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات)، وعليه توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج لعل ابرزها تمثل في انه ضرورة ان يحرص سوق العراق للاوراق المالية على توفر بعض الاساليب العلمية الصحيحة والتي تعتبر فرصة للمستثمر لتقليل الوقت والجهد والكلفة في اختيار محفظته الكفوءة، وبناء على ذلك قدمت الدراسة مجموعة من التوصيات اهمها انعكس في انه ضرورة قيام سوق العراق للاوراق المالية ببناء مؤشرات مالية تستند على الاسس المالية

## **Abstract**

The present study aims to reveal how to build an efficient investment portfolio using the stock valuation model. Therefore, the study used a number of important models in the financial analysis, namely: the real value of the shares according to the multiples of profitability, the real value of shares according to the cash flow, Per share according to the method (Benzion & Yagil), In order to implement the objective of the study, a group of sectors was selected in the Iraqi Stock Exchange as an applied sample, As it represents in the present day of great importance in facilitating trade exchange, whether internally or externally between countries and other important and indispensable services, especially after the rapid developments in services and business transactions and the openness of the world, which played the key role in expanding the scope of external work more than in Income. Accordingly, the target sectors operating in the economic sectors amounted to six sectors reflected in the sector (banking, insurance, services, industry, tourism, hotels, agriculture), which was the (20) distributed on the basis of the company (six companies in the banking sector, three companies in the insurance sector, and two companies in the service sector, and three companies in the industrial sector, two companies in the tourism and hotel sector, and four companies in the agricultural sector), The time series for the sample of the Iraq market analysis for the eleven-year period (2006-2016), and for extracting the results in the light of the data withdrawn from the Iraqi market for securities. The study sample used a set of important indicators in financial analysis, Which were represented in (Analysis of the market value of shares of companies, analysis of earnings per share of companies, analysis of cash flow of shares of companies, and analysis of the percentage change in the market value of shares of companies), Accordingly, the study found a group of perhaps the most notable results represent that the need for the Iraq Stock Exchange is keen to provide some proper scientific methods, which is an opportunity for an investor to reduce the time, effort and cost in choosing the portfolio of efficient, Based on that study, it presented a set of recommendations reflected in the most important that the need for the Iraq Stock Exchange building financial indicators are based on a financial basis

**Key words:** efficient portfolio, equity, investment, returns, risk.

قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع	ت
أ	الآية القرآنية	١
ب	الاهداء	٢
ت	شكر وامتنان	٣
ث	المستخلص	٤
ج	قائمة المحتويات	٥
ح	قائمة الجداول	٦
خ	قائمة الاشكال	٧
د	قائمة الملاحق	
٢-١	المقدمة	
١٩-٣	الفصل الأول: دراسات سابقة والمنهجية العلمية وامتدادهما المعرفي والتطبيقي	٨
٧-٣	المبحث الأول: منهجية الدراسة	٩
١٨-٨	المبحث الثاني: دراسات سابقة	١٠
٧٥-١٩	الفصل الثاني: الجانب النظري للدراسة	١١
٤٢-٢٠	المبحث الأول: تقييم الاسهم العادية	١٢
٧٥-٤٣	المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية الكفوءة	١٣
١٠٧-٧٦	الفصل الثالث: الجانب العملي	١٤
١١٠-١٠٨	الفصل الرابع: الاستنتاجات والتوصيات	١٥
١٠٩	المبحث الأول: الاستنتاجات	١٦
١١٠	المبحث الثاني: التوصيات	١٧
١٢٦-١١١	المصادر	١٨
----	الملاحق	١٩

قائمة الجداول

الصفحة	الموضوع	ت
٨	دراسات عراقية سابقة	١
١٠	دراسات عربية سابقة	٢
١١	دراسات اجنبية سابقة	٣
١٥	دراسات شاملة سابقة	٤
١٦	جوانب الاستفادة من الدراسات السابقة	٥
٦٧	التدفقات النقدية الداخلية والخارجية	٦
٧٩	معدل العائد المطلوب للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	٧
٨١	القيمة الحقيقية على وفق مضاعف الربحية للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	٨
٨٢	الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق مضاعف الربحية للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	٩
٨٤	القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة الدراسة على وفق طريقة التدفق النقدي للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٠
٨٥	الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق التدفق النقدي للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١١
٨٧	القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة الدراسة على وفق طريقة (Benzion and Yagil) للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٢
٨٨	الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق Benzion and Yagil للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٣
٩٠	ربحية السهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٤
٩٣	التدفق النقدي للسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٥
٩٦	نسبة التغير في القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٦
٩٩	نسبة التغير في القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية بعد الغاء الشركات الخاسرة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١٧
١٠٠	تحليل الفجوة بين المؤشرات تقييم الاسهم الثلاثة	١٨



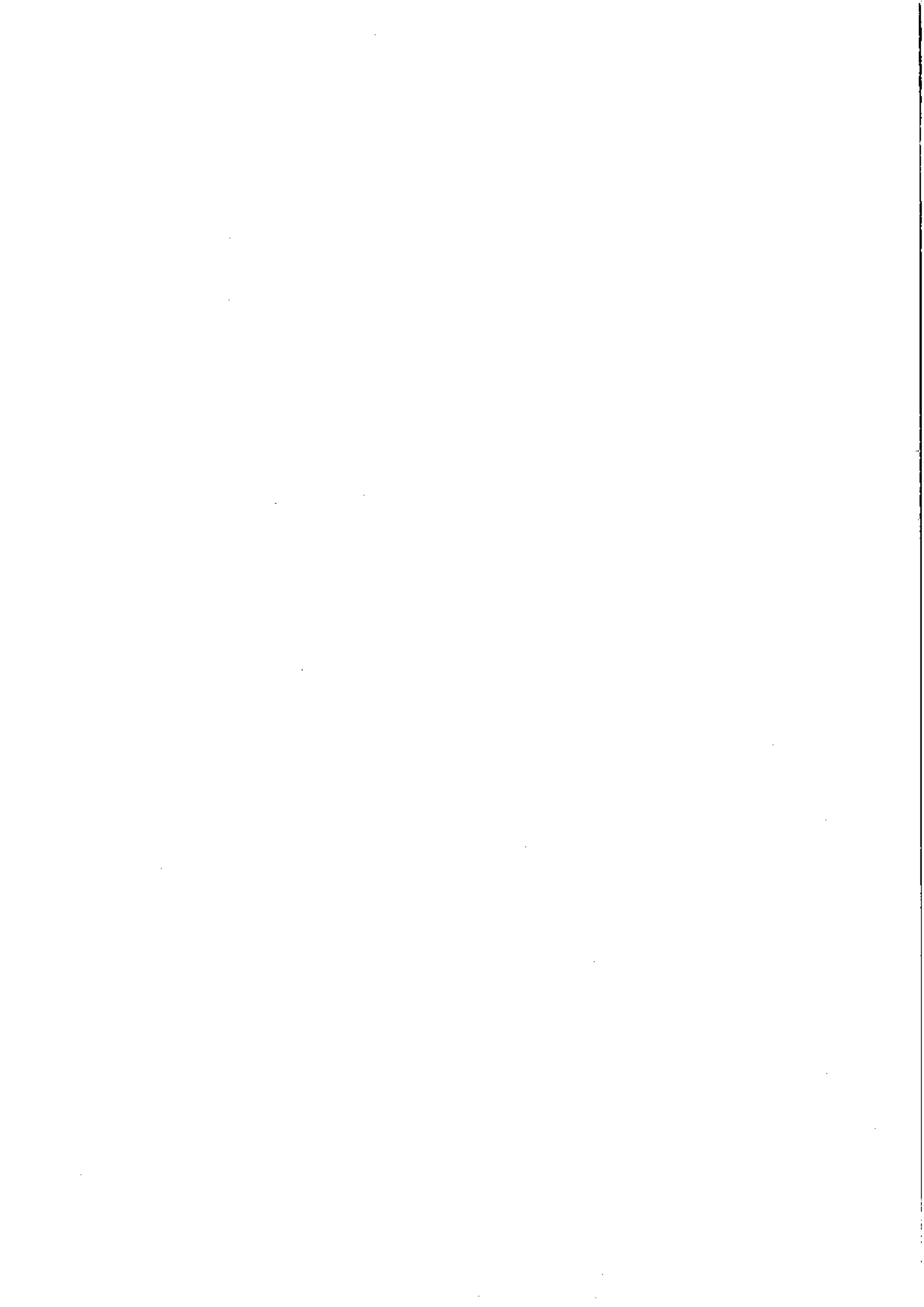
١٠٣	معدل النمو $(R_i = (p_t - p_0) / p_0)$ في القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة الدراسة على وفق طريقة (Benzion and Yagil)	١٩
١٠٤	حساب معدل القطع	٢٠
١٠٥	مقارنة بين قيمة (Trynor) ومعدل القطع (C)	٢١
١٠٦	نسبة الاستثمار في كل شركة عينة ال	٢٢
١٠٦	مخاطرة المحفظة	٢٣
١٠٧	عائد المحفظة	٢٤

#### قائمة الاشكال

الصفحة	الموضوع	ت
٣٦	يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة	١
٣٩	المجموعة المتاحة والحد الكفوء	٢
٩٢	معدل ربحية السهم للشركات عينة الدراسة	٣
٩٤	معدل التدفق النقدي للشركات عينة الدراسة	٤
٩٧	معدل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم للشركات عينة الدراسة	٥

#### قائمة الملاحق

الصفحة	الموضوع	ت
-----	الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي حققت صافي دخل خلال الفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	١
-----	سعر الاغلاق (القيمة السوقية للسهم) للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦	٢





## المقدمة

يحاول المستثمرون ورجال الاعمال الذين يتعاملون في الاوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية بمختلف اشكالها التعامل مع التفاوت الذي يحدث في الاسواق المالية باستعمال المحفظة الاستثمارية من اجل تحقيق اعلى عائد باقل مستوى من المخاطرة، وذلك بالاستعانة بالتطورات الادارية والخاصة بوظيفة الادارة المالية لما لها من دور مهم في التحليل المالية من جهة، وكونها تتعامل مع الاجراءات والمقاييس التي يمكن من خلالها توفير الاموال اللازمة والضرورية للشركة من اجل تحقيق ارباحها بأقل مخاطرة من جهة اخرى، لذلك لجأ المستثمرون الى اتباع مجموعة من الاساليب والطرائق المختلفة والمتباينة تبعا للقرارات المالية والادارية التي يتخذونها.

وعليه فان هذه الدراسة اتخذت من سوق العراق للأوراق المالية مجتمع لها من اجل تقديم مجموع من الطرائق والاساليب المهمة التي يمكن التوصل اليها من اجل الاسهام بمساعدة الشركات عينة الدراسة في تحقيق اعلى ربح ممكن باقل مخاطرة ممكنة، اذ تُعد القطاعات الاقتصادية التي تم استهدافها تحديا كبيرا امام الشركات المستثمرة، لما تتصف به هذه القطاعات من تباين في عواملها الداخلية والخارجية والتي تتمثل في زيادة نطاق العولمة، وتباين الاسواق المستهدفة، وتباين تفضيلات الزبائن، وزيادة شدة المنافسة، وبما ان القطاع الاقتصادي من اكثر القطاعات تأثر بما يحدث من تغييرات في سوق العراق للأوراق المالية كونها تتعامل بشكل اساس مع هذه الاسواق، الامر الذي يتعين على الشركات عينة الدراسة اعداد استراتيجيات حديثة تتسجم مع تلك المتغيرات، الامر الذي يؤدي الى اثاره بعض الاشكاليات لاسيما فيما يتعلق بالمحفظة الكفوءة والاسهم والاستثمارات سواء في فوائضها الضخمة أو في بعض أوقات انكماشها.

و يلاحظ المتبع للأسواق المالية ان هنالك ازمات مالية عالمية في الآونة الاخيرة ادت الى ضعف بعض الأطر التنظيمية والادارية لإدارة المحفظة التي تعد عنصرا مهما واساسيا ومحددا رئيسيا في نجاح اداء القطاعات، ان موضوع ادارة المحفظة الاستثمارية الكفوءة والنتائج المتحفظة عنها اصبح يشكل جدلا ونقاشا فكريا في قطاعات السوق بمجملها



لذا فان الهدف الذي يكمن وراء بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة هو كونها الاداة التي يمكن من خلالها تحقيق ارباح باقل مخاطرة وخسارة ممكنة، اذ أن المحافظ الاستثمارية ذات المخاطرة المرتفعة تكون ذات عائد مرتفع يتناسب مع حجم المخاطرة ، وتجسيدا للعلاقة التبادلية بين العائد والمخاطرة أي أن العائد على الاستثمار يتناسب مع درجة المخاطرة التي يحملها هذا الاستثمار، كما ان توفر الادارة الجيدة والكفوءة للإدارة المحفظة تساهم في تعزيز ثقة اصحاب المصالح (المودعين، المستثمرين، وغيرهم ) وتمكن الأسواق من استغلال الفرص المتاحة لتحقيق اقصى ربحية.

وعليه تم تقسيم هذه الدراسة الى أربعة فصول، وتضمن الفصل الأول منهجية الدراسة وبعض الدراسات السابقة وتمخض في مبحثين، ركز المبحث الأول منه على الاطار المنهجي للدراسة، فيما تناول المبحث الثاني بعض الدراسات السابقة، فيما اوضح الفصل الثاني الاطار النظري، وتضمن مبحثين، خُصص المبحث الاول للمحفظة الاستثمارية الكفوءة، بينما تناول المبحث الثاني على تقييم الاسهم العادية، في حين اوضح الفصل الثالث واقع الجانب التطبيقي للدراسة، واخيرا تناول الفصل الرابع عرض لأهم الاستنتاجات والتوصيات التي اقترحتها الدراسة.

# الفصل الاول

المبحث الاول: الإطار المنهجي للدراسة

المبحث الثاني: بعض الدراسات السابقة



## المبحث الأول

### الإطار المنهجي للدراسة

أولاً: أهمية الدراسة

يمكن تأطير أهمية الدراسة في النقاط الآتية:

(١) تتناول الدراسة الحالية لمجموعة من القطاعات المهمة ذات المكون الاقتصادي وهي ستة القطاعات صناعية وهي (قطاع المصرفي و قطاع التأمين و قطاع الخدمات و القطاع الصناعي و القطاع السياحة والفنادق و القطاع 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.

(٢) استعمال سوق العراق للاوراق المالية كمجال تطبيقي للدراسة، 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 الاستثمارية الكفوءة.

اضفاء مجموعة من النتائج والتوصيات والمقترحات التي تُعد نقاط جوهرية يمكن ان تضيف فائدة الى المستثمرين المتعاملين في الارواق المالية.

ثانياً: مشكلة الدراسة

تكمن مشكلة الدراسة في التساؤلات الآتية:

- (١) هل بالإمكان بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية؟
- (٢) هل بالإمكان بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر التدفق النقدي؟
- (٣) هل بالإمكان بيان مدى امكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر Benzien&

؟ yagil



٤) هل بالإمكان بيان مدى امكانية بناء محفظة استثمارية كفاءة باستخدام مؤشر Tryner مقارنة بمؤشر التدرج البسيط ( معدل القطع )؟

ثالثاً: اهداف الدراسة

تكمن اهداف الدراسة الرئيسية في النقاط الاتية:

(١) تحديد مفهوم المحفظة الكفاءة، والاسهم العادية، والعائد، والمخاطرة.

(٢) تحليل بعض مؤشرات 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)).

(٣) قياس طبيعة مؤشرات تقييم الاسهم العادية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفاءة.

(٤) بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية الكفاءة لبعض شركات القطاع الخاص عينة الدراسة من خلال المساهمة الفكرية والنظرية في موضوع نظرية المحفظة الاستثمارية الكفاءة من خلال العائد والمخاطرة .

رابعاً: فرضيات الدراسة

استنادا الى ما جاءت به مشكلة الدراسة من تساؤلات، يمكن افتراض الاتي:

الفرضية الاولى: هناك امكانية في بناء محفظة استثمارية كفاءة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية.

الفرضية الثانية: هناك امكانية في بناء محفظة استثمارية كفاءة باستخدام مؤشر التدفق النقدي.

الفرضية الثالثة: هناك امكانية في بناء محفظة استثمارية كفاءة باستخدام مؤشر Benzien & yagil.

الفرضية الرابعة: هناك امكانية في بناء محفظة استثمارية كفاءة باستخدام مؤشر Tryner مقارنة بمؤشر التدرج البسيط ( معدل القطع ).



#### خامساً: - مجتمع وعينة الدراسة

يتألف مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، فيما تمثلت عينة الدراسة ببعض الشركات المدرجة في ستة قطاعات وهي (قطاع المصارف، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع الصناعي، قطاع السياحة والفنادق، قطاع الزراعي)، وتم اعتماد (٢٠) شركة، بسبب ان الشركات المستبعدة لا تحقق ارباح على مدى افتره الزمنية عينة الدراسة، 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 احدى عشر سنة بين (٢٠٠٦-٢٠١٦) للشركات العراقية وبحسب دليل الشركات العراقية المتمثل في سوق العراق للأوراق المالية، انظر الملحق (١).

#### خامساً: حدود الدراسة

لدراستنا هذه العديد من الحدود منها الزمانية والمكانية وهي كالآتي:

١. الحدود الزمانية: امتدت الحدود الزمانية للدراسة من شهر نيسان ٢٠١٨ الى شهر كانون

الاول ٢٠١٨

٢. الحدود المكانية: يتألف مجتمع عينة الدراسة من شركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اذ تم اختيار ستة قطاعات والمتمثلة (قطاع المصارف ، قطاع التأمين ، قطاع الخدمات ، قطاع الصناعي ، قطاع السياحة والفنادق، قطاع الزراعي) وقد تم اختيارها لأسباب تتعلق بطبيعة متغيرات الدراسة.

سادساً: طرائق جمع البيانات والمعلومات





أ. الجانب النظري: إذ خصصت هذه الفقرة لمناقشة طرق جمع البيانات والمعلومات عن طريق مجتمع الدراسة والتي تم الاعتماد على المصادر العربية والأجنبية ذات العلاقة بموضوع الدراسة من الكتب العلمية المتخصصة والبحوث ورسائل ودوريات وأطاريح جامعية لإغناء الجانب النظري من الدراسة.

ب. الجانب العلمي: إذ خصصت هذه الفقرة لمناقشة استعمال اسعار الاغلاق للأسهم التي تصدر من سوق العراق للأوراق المالية ومجموع الاصول لميزانية الدخل الخاصة بالشركات عينة الدراسة في التحليل المتوافرة في دليل الشركات والمكونة من (٧٢) شركة والتي تم اختيار (٢٠) شركة ضمن عينة الدراسة التي تم اختيارها.

#### سابعاً: متغيرات الدراسة

تمثلت متغيرات الدراسة بالمتغير المستقل الذي يمثل تقييم الاسهم، فيما تمثل المتغير التابع في عملية بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة.



## المبحث الثاني

### الدراسات السابقة

أولاً: - الدراسات العراقية

الجدول (١) دراسات عراقية سابقة

دراسة ١	الموسوي ، ٢٠٠٩
عنوان الدراسة	تقييم اداء محفظة الاسهم وفق مقياس $M^2$ ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة
هدف الدراسة	الكشف عن دور مقياس $M^2$ في تقييم اداء محفظة الاسهم، و دورة في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة
مجتمع وعينة الدراسة	الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية
الاساليب المستخدمة	مؤشرات مقياس ( $M^2$ ) المستخدمة في قياس العائد ومخاطرة المحفظة.
اهم النتائج	ان استخدام مقياس $M^2$ له تأثير كبير في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة قياس بمؤشرات العائد والمخاطرة وذلك في عدد الشركات التي تم ادراجها في المحفظة على اساس هذا المقياس مقارنة مع معدل العائد لمحفظة السوق فرضية البحث.
اهم التوصيات	ضرورة الاهتمام الكبير بمجال المحفظة الاستثمارية الكفوءة لما يمتلكه من ارضية واسعة على المستوى العالمي.
دراسة ٢	عبد علي و كعيد ، ٢٠١٦
عنوان الدراسة	بناء محفظة الاسهم الكفوءة باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ
هدف الدراسة	اختيار موجودات محفظة الاسهم الكفوءة باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ والتي هي واحدة من استراتيجيات الادارة الساكنة وان اختيار الاسهم بموجب استراتيجية الشراء والاحتفاظ يتيح افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة المحفظة.



مجتمع وعينة الدراسة	الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية
الاساليب المستخدمة	معامل البيتاء، ومؤشرات السيولة.
اهم النتائج	امكانية استخدام منهج الشراء والاحتفاظ للحصول على افضل محفظة من الاسهم العادية من خلال تفوق اداء المحفظة الاستثمارية الكفوءة.
اهم التوصيات	استخدام سياسة الشراء والاحتفاظ ومراقبة المؤشرات الرئيسة للاسهم وتقييمها على النحو الذي يؤدي الى تحقيق عوائد افضل.
دراسة ٣	الحمداني و النعيمي، ٢٠١٦
عنوان الدراسة	تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للاسهم
هدف الدراسة	ايراز الدور الذي يؤديه انموذج الدخل المتبقي في ترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية، وزياد الثروة المعلوماتية للمتعاملين في سوق راس المال من خلال تقييم الاسهم العادية بغية الوصول الى القيمة الحقيقية.
مجتمع وعينة الدراسة	الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية
الاساليب المستخدمة	مؤشرات الدخل المتبقي. والقيمة الحقيقية للاسهم.
اهم النتائج	امكانية الاعتماد على النتائج التي يتمخض عنها انموذج الدخل المتبقي لتكون مرجعا يستند عليه عند اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية فيما يخص شركات القطاع المصرفي في سوق العراق للاوراق المالية.
اهم التوصيات	الزام الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية بالإفصاح عن بياناتها الخاصة بمركزها المالي وقرارات مجالس ادارتها ووضعها تحت اطلاع المستثمرين بالوقت المناسب.
دراسة ٤	الزبيعي والاسدي، ٢٠١٧
عنوان الدراسة	اعتماد خط سوق راس المال CML في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة
هدف الدراسة	١. اضعاف اسهام معرفي للفكر المالي الحديث. ٢. معرفة جدوى مؤشر CML ومدى أهميته في تقييم المحفظة الاستثمارية الكفوءة.
مجتمع وعينة الدراسة	الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية



الاساليب المستخدمة	الاساليب المالية لمؤشر CML
اهم النتائج	ان تباين المخاطرة التي واجهت المحافظ الاستثمارية وكانت المخاطرة النظامية بحكم الظروف التي مر بها البلد هي المساندة ولم تكن هناك فرصة امام الشركات لتتنوع محافظها الاستثمارية بسبب الظروف الساندة التي يمر بها البلد.
اهم التوصيات	ضرورة اعتماد مؤشرات رأس المال في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة
دراسة ٥	جبر وصالح، ٢٠١٨
عنوان الدراسة	تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج فاما وفرانش ذو العوامل الخمسة
هدف الدراسة	اختبار نموذج فاما وفرانش خماسي العوامل لتقييم الاسهم العادية لغرض تحديد مدى مطابقة الانموذج لسوق العراق للاوراق المالية في تفسير عوائد الاسهم
مجتمع وعينة الدراسة	الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية
الاساليب المستخدمة	عوامل الحجم، والقيمة الدفترية الى القيمة السوقية والربحية والاستثمارية، ومعامل بيتا.
اهم النتائج	يمكن اعتماد انموذج فاما وفرانش خماسي العوامل في تقييم الاسهم العادية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية لكونه اظهر قدرة تفسيرية عالية لاختلاف عوائد الاسهم، الامر الذي اثبت قدرته على احتواء جميع المخاطر ومن ثم يستطيع تعويض المستثمر عنها.
اهم التوصيات	اعتماد مؤشرات القيمة الحقيقية للاسهم العادية المحسوبة بموجب مؤشر فاما وفرانش خماسي العوامل لكونه يأخذ متغيرات (عوامل) اضافية تتمثل بعوامل الربحية والاستثمار والحجم والقيمة الدفترية الى القيمة السوقية.

## ثانياً:- الدراسات العربية

### الجدول (٢) دراسات عربية سابقة

دراسة ١	الكبيسي، ٢٠١٠
عنوان الدراسة	المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي



هدف الدراسة	تحديد واشتقاق المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الاسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي باستخدام نموذجي الموناد والموناد المستهدف
مجتمع وعينة الدراسة	المصارف الاسلامية في مجلس التعاون لدول الخليج
الاساليب المستخدمة	مؤشرات الموناد، والدخل المتوقع، ومعدل المخاطرة اعالي، ومعامل الاختلاف، ومعامل بيتا.
اهم النتائج	ان نتائج المحفظة الاولى مطابقة لنتائج محفظة الموناد الاولى. فضلا عن وجود ثلاثة مصارف كفوءة هي بنك البحرين الاسلامي، وبنك التمويل الخليجي، ومصرف بيتك.
اهم التوصيات	ضرورة استخدام المؤشرات الرياضية التي تعمل على تضمين عنصر المخاطرة ضمن نتائجها عند اشتقاق محافظ استثمارية كفوءة لأنها تكون اكثر واقعية واكثر عملية.

### ثالثاً: - الدراسات الاجنبية

#### الجدول (٣) دراسات اجنبية سابقة

دراسة ١	Block, 1964
عنوان الدراسة	The Place of Book Value in Common Stock Evaluation دور القيمة الدفترية في تقييم الاسهم العادية
هدف الدراسة	قياس دور القيمة الدفترية في تقييم الاسهم العادية بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات الخاصة بذلك.
مجتمع وعينة الدراسة	سوق اتلانتا للاوراق المالية.
الاساليب المستخدمة	قيمة الدفترية، ومعدل العائد المسموح به، وريحية السهم، وتوزيعات ارباح، وسياسة توزيع الأرباح، ونسبة P / E، وسعر السوق، ومعدل التسليم، ونسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية.

اهم النتائج	تمارس القيمة الدفترية دور مباشر وغير مباشر في تقييم الاسهم العادية
اهم التوصيات	تمارس القيمة الدفترية دور مباشر وغير مباشر في تقييم الاسهم العادية.
دراسة ٢	<b>Roy&amp; Ashrafuzzaman,2015</b>
عنوان الدراسة	EMH, Earning Multiples and Common Stock Valuation: The Case of Dhaka Stock Exchange فرضية السوق الفاعلة، ومضاعفات الكسب وتقييم الأسهم العادية
هدف الدراسة	تهدف هذه الدراسة الى فعالية الاستخدامات المعيارية للبيانات المالية في تحديد قيمة الأسهم العادية من خلال اختبار العائد على السهم ( EPS ، P / E ، P / NAV وما إلى ذلك في الفترة من ديسمبر ٢٠٠٩ إلى يناير ٢٠١٤ .
مجتمع وعينة الدراسة	دراسة حالة في بورصة دكا
الاساليب المستخدمة	تم استخدام المؤشرات المالية ( EPS ، P / E ، P / NAV )
اهم النتائج	أن المؤشرات فشلت في التنبؤ بسعر السهم بشكل مناسب التي تم العثور على اختلاف غير عادي يقع بين القيمة الجوهرية ، التي تحدها مؤشرات مضاعفات ، والسعر الفعلي. ومن الناحية اخرى ، لا يملك المحللون مجالاً كبيراً للتحقق من المعلومات المتاحة للجمهور ، والتي يمكن ارتجالها بصورة معقولة ، كما أنها تخدم المستثمرين العاديين كأم خداع عام.
اهم التوصيات	ضرورة تطبيق الاستخدام الامثل لمؤشرات مضاعفات ، والسعر الفعلي من اجل تقييم الاسهم العادية بشكل افضل.
دراسة ٣	<b>Sen&amp;Fattawat,2014</b>
عنوان الدراسة	Sharpe's Single Index Model and its Application Portfolio Construction: An Empirical Study



قدرة مؤشر Sharpe في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة: دراسة تطبيقية.	
الكشف عن قدرة مؤشر Sharpe في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة	هدف الدراسة
الشركات المدرجة في سوق سينسكس (sensex) للاوراق المالية في الهند	مجتمع وعينة الدراسة
الارتباط، والتباين، واختبار T	الاساليب المستخدمة
ان هنالك فروق ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية (5%) بين حجم المخاطرة الكلية وبين المحفظة الاستثمارية الكفوءة.	اهم النتائج
عدم وجود فروقات ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية (5%) بين متوسط عائد المحفظة الاستثمارية الكفوءة وفقا لمؤشر Sharpe.	اهم التوصيات
<b>Guerard et al., 2015</b>	دراسة ٤
Earnings forecasting in a global stock selection model and efficient portfolio construction and management	عنوان الدراسة
التنبؤ الأرباح في مؤشر اختيار الأسهم العالمية وبناء وإدارة محفظة الكفوءة	
تطوير وتقدير ثلاثة مستويات للاختبار في اختيار المخزون ومؤشرات بناء المحفظة.	هدف الدراسة
المخزون العالمي للاوراق المالية من سنة 1997-2011.	مجتمع وعينة الدراسة
مؤشر الأرباح، والقيمة الدفترية، والتدفقات النقدية والمبيعات	الاساليب المستخدمة



يمكن الجمع بين توقعات المحللين والبيانات الأساسية المبلغ عنها ، مثل الأرباح والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية والمبيعات ، وكذلك مع الزخم ، في مؤشر اختيار الأسهم لتحديد الأوراق المالية المتعثرة .	اهم النتائج
ضرورة اختيار المخزون وتوقعات المحللين بشكل جيد من اجل بناء محفظة استثمارية كفوءة	اهم التوصيات
<b>Chen&amp; Yuan,2016</b>	دراسة ٥
Efficient portfolio selection in a large market اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة في الاسواق الكبيرة	عنوان الدراسة
الموازنة الدقيقة للموازنة بين خطأ التقدير والخطأ المنتظم من خلال ما يسمى تحليل التباين المتوسط الفرز . بالإضافة إلى التحسن المستمر الذي تمت ملاحظته على مجموعات البيانات الحقيقية والمحاكاة.	هدف الدراسة
الاسواق الدولية الكبرى المدرجة في الشركات العالمية للاوراق المالية.	مجتمع وعينة الدراسة
تحليل التباين المتوسط الفرز	الاساليب المستخدمة
ان اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة في الاسواق الكبيرة يؤدي الى ضمان اجراء التحسين المستمر .	اهم النتائج
ضرورة قيام العينة المستهدفة ببناء محفظة استثمارية كفوءة قادرة على الولوج الى الاسواق المختلفة	اهم التوصيات
<b>Ralevic et al.,2017</b>	دراسة ٦



<p>Efficient Portfolio Selection and Its Applications to Decision Making</p> <p>اختيار المحفظة الكفوءة وتطبيقاتها في صنع القرار</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>جمع الأدلة التجريبية حول أداء محفظة الاستثمار مع الاهتمام الخاص بعملية صنع القرار.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>دراسة حالة</p>	<p>مجتمع وعينة الدراسة</p>
<p>دراسة حالة</p>	<p>الاساليب المستخدمة</p>
<p>من الضروري فحص مدى تقلب أصول المحفظة الاستثمارية الكفوءة ، وبالتالي تمكين اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة ، وهو أمر يمثل تحدياً خاصاً في الأسواق الانتقالية.</p>	<p>اهم النتائج</p>
<p>ضرورة بناء محفظة استثمارية كفوءة على مجموعة من التطبيقات المتطورة من اجل ادخالها في ادارة الشركات لغرض صنع القرار .</p>	<p>اهم التوصيات</p>
<p><b>Radović et al.,2018</b></p>	<p>دراسة V</p>
<p>THE APPLICATION OF THE MARKOWITZ'S MODEL IN EFFICIENT PORTFOLIO FORMING ON THE CAPITAL MARKET IN THE REPUBLIC OF SERBIA</p> <p>تطبيق مؤشر MARKOWITZ في بناء المحفظة الكفوءة في سوق رأس المال في جمهورية صربيا</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>تهدف هذه الدراسة الى إمكانية تطبيق مؤشر ماركويتز لتشكيل مجموعة من</p>	<p>هدف الدراسة</p>



المحافظ الكفوءة في سوق رأس المال في صربيا.	
مجتمع وعينة الدراسة	سوق رأس المال في جمهورية صربيا
الاساليب المستخدمة	مؤشر MARKOWITZ
اهم النتائج	أن مؤشر ماركويتز يسمح للمستثمرين باختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة ، ولكن فقط للأسهم السائلة ، واعتماد على المخاطر التي على استعداد لقبولها. كما وتشير إلى أن عدم السيولة في السوق الصربية وعدم كفاية عدد الأسهم للتنوع حسب القطاعات يجعل التطبيق العملي لنتائج البحث أمراً صعباً.
اهم التوصيات	ضرورة بناء محفظة استثمارية كفوءة قادرة على تخفيض المخاطرة وزيادة العوائد قدر الامكان.

#### رابعاً:- الدراسات الشاملة

#### الجدول (٤) دراسات شاملة سابقة

دراسة ١	ذلول ٢٠١٠،
عنوان الدراسة	تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام مؤشر التأكد المعادل
هدف الدراسة	تحديد القيمة الحقيقية للاسهم الشركات باستخدام مؤشر التأكد المعادل
مجتمع وعينة الدراسة	الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
الاساليب المستخدمة	مؤشر التأكد المعادل

اهم النتائج	امكانية الاعتماد على انموذج التأكد المعادل لتقييم الاسهم العدية ومن ثم اختيار الانسب منها لتشكيل المحفظة الاستثمارية الكفوءة.
اهم التوصيات	على ادارة سوق العراق للاوراق المالية بالعمل الحثيث لرفع درجة كفاءة هذه السوق من خلال دعم عملية الافصاح والشفافية في توفير المعلومات وذلك لضمان التقييم العادل لاسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية.

#### خامساً : جوانب الاستفادة من الدراسات السابقة

تكمن فائدة الدراسات السابقة للدراسة الحالية في الجدول الاتي:

الجدول (٥) جوانب الاستفادة من الدراسات السابقة

ت	الدراسة	الفائدة في الجانب النظري	الفائدة في الجانب التطبيقي
١	الموسوي ، ٢٠٠٩	اغناء فقرة مفهوم المحفظة الاستثمارية الكفوءة	الاستفادة من طرائق حل المعادلات واستخراج النتائج المطلوبة
٢	عبد علي و كعيد ٢٠١٦،	اغناء نظريات المحفظة الاستثمارية الكفوءة ( التقليدية، والحديثة)	الاستفادة من معادلة معامل بيتا
٣	الحمداني و النعمي، ٢٠١٦	اغناء مفهوم تقييم الاسهم العادية	الاستفادة من مؤشر القيمة الحقيقية للسهم
٤	الربيعي والاسدي، ٢٠١٧	الاسهام الفكري لاهمية المحفظة الاستثمارية الكفوءة	الاستفادة من الطرائق المتبعة في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة
٥	جبر وصالح، ٢٠١٨	اغناء مفهوم تقييم الاسهم العادية	الاستفادة من معادلات القيمة الدفترية، والقيمة السوقية والربحية والاستثمارية، ومعامل بيتا.
٦	الكبيسي، ٢٠١٠	اغناء مفهوم عائد المحفظة الاستثمارية	الاستفادة من المؤشرات المالية والاحصائية المتمثلة بمعامل بيتا،

ومعامل الاختلاف.			
الاستفادة من معادلة القيمة الحقيقية للاسهم	تحديد مفهوم تحديد القيمة الحقيقية للاسهم	دلول ٢٠١٠،	٧
الاستفادة من معادلة القيمة الدفترية في تقييم الاسهم العادية	الاستفادة من مفهوم الاسهم العادية	Block,1964	٨
الاستفادة من المؤشرات المالية المستخدمة	الاستفادة من مفهوم المؤشرات المضاعفة	Roy& Ashrafuzzaman,2015	٩
الاستفادة من معادلات الارتباط، والتباين، واختبار T	الاستفادة من مفهوم مؤشر Sharpe	Sen&Fattawat,2014	١٠
تحديد معادلات مؤشر الأرباح، والقيمة الدفترية، والتدفقات النقدية والمبيعات	تحديد مفهوم مؤشر الأرباح، والقيمة الدفترية، والتدفقات النقدية والمبيعات	Guerard et al.,2015	١١
الاستفادة من طريقة تحليل التباين	اغناء فقرة مفهوم مخاطرة المحفظة الاستثمارية	Chen& Yuan,2016	١٢
الاستفادة من دراسة المقارنة في الدراسة الحالية.	اغناء فقرة مفهوم المحفظة	Ralevic et al.,2017	١٣
الاستفادة من معادلة تطبيق مؤشر MARKOWITZ	تحديد مفهوم مؤشر تطبيق MARKOWITZ	Radović et al.,2018	١٤



# الفصل الثاني

المبحث الاول: المحفظة الاستثمارية الكفوءه

المبحث الثاني: تقييم الاسهم العادية



## المبحث الاول

### المحفظة الاستثمارية الكفوءه

#### اولاً: مفهوم المحفظة

نظرية المحفظة هي نظرية معيارية ( Normative Theory ) تتعلق بإرشاد المستثمر الى الأفعال الواجب القيام بها، للوصول الى التنوع الأفضل (Jones, 2000:512)، فضلاً عن انها تمثل المفهوم الذي يوضح كيفية اختيار الأوراق المالية اعتماداً على عائد ومخاطرة المحفظة. (Hirschey, 2001:527) ويعد (Harry Markowitz) ومقالته الرائدة اختيار المحفظة ( Portfolio Selection 1952 ) من الرواد الأوائل لهذه النظرية، إذ تمكن من اشتقاق أول مقياس لمخاطرة المحفظة. فقد أوضح (Markowitz) ان التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية هو العامل المهم في تحديد مخاطرة المحفظة. وبسبب هذه العلاقة بين عوائد الأوراق المالية فان المحفظة الجيدة هي ليست ببساطة مجموعة من الاستثمارات الجيدة (Reilly,2003:210)، إذ إن خصائص الأوراق المالية منفردة تختلف عن خصائص المحفظة، وان مسك او الزام المحفظة يوفر فرصة لتخفيض المخاطرة من دون التضحية بالعوائد. (Sharpe,1999:139) ( Edition et,2014:٣١٧ ).

ويستند مفهوم المحفظة على فكرة المزج الرئيس بين الاصول المالية والحقيقة، ومن خلال هذا المزج يتم تحديد التركيبة الاساس وتحديد الوزن النسبي لكل اصل من اصول المحفظة نسبة لرأسمالها الكلي، الامر الذي يؤدي الى ابراز دور المستثمر الرشيد الذي يستطيع الوصول الى المحفظة الكفوءة والتي يحقق من خلالها الحد الاقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئيس في تعظيم العوائد المتوقعة مع تخفيض مخاطرتها المرجحة الى ادنى حد ممكن (العائني، ٢٠٠٨: ٢). ويشير مفهوم المحفظة الى اداة مركبة من موجودين او اكثر، والمحفظة المالية هي توليفة منوعة ( Combination ) او مجموعة ( Collection ) من الاوراق المالية كلاسهم



العادية والاسهم الممتازة والسندات وغيرها ، ان الهدف من الاستثمار بالمحفظة هو رغبة المستثمرين بتعزيز فرص العائد وتخفيض المخاطرة من خلال نشرها عبر الحدود اذ يتيح الاستثمار بالمحفظة امكانية تخفيض عوامل المخاطرة النظامية من خلال توزيع رأس المال المخصص للاستثمار على ادوات استثمارية من اسواق متعددة (Edition et,2014:٣٥٠).

فنظرية المحفظة (Portfolio Theory) هي نظرية معيارية (Normative) تعني بالقرارات المادية او المالية (العامري، ١٩٩٠، ٥٦) وتتحقق الموازنة بين عائد ومخاطرة الاستثمار وبالتالي المحفظة الكفوءة اذا استطاع المستثمر تعظيم عوائده عند مستوى معين من المخاطرة او بدلا عن ذلك تدنية المخاطرة بتحقيق مستوى مطلوب من العائد ، ان الاساس الذي تقوم عليه المحفظة بوصفها مدخلا بديلا عن الاستثمار في الموجود المنفرد هو قدرتها في تخفيض مخاطرة الاستثمار من خلال التنوع. وعرفها (Edition et,2014:٣١٧) بأنها مجموعة أو توليفة من الاصول الاستثمارية سواء أكانت حقيقية أم مالية يستثمر بها المستثمرون أموالهم بهدف تقليل المخاطرة عن طريق التنوع وتعظيم العائد المتوقع. ويرى كلا من (Van Roa,1992:306 ; Horn,1998:51) ان المحفظة عبارة عن توليفة من الاصول المالية.

ومما تقدم يمكن القول ان المحفظة بأنها: عبارة عن توليفة من الاصول المالية الحقيقية التي يمكنها المستثمر بهدف تحقيق التوازن والمبادلة الفضلى بين العائد والمخاطرة.

## ثانياً: مفهوم المحفظة الاستثمارية الكفوءة

تشير المحفظة الاستثمارية بشكل عام الى مجموعة متنوعة من الاصول، اذ ان الفرد ان يستثمر الفرد كل امواله في موجود واحد ( ; McMEnamin;1999:198 ; Bhalla:2006:302). وعرف (Brockington,1993,134) المحفظة الاستثمارية بانها مجموعة من الاسهم التي يتم الاستثمار بها في شركات مختلفة. وتوصل (سامي، ٢٠١٨، :٢٣٤) الى ان المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة متنوعة من الاوراق المالية قد تجمع او لا تجمع خصائص كل مكون من مكوناتها الفعل والمخاطر المستقبلية

ويرى (الفضل وعطية، ٢٠١٦: ٣٣٣) الى ان المحفظة الاستثمارية الكفوءة على انها المحفظة التي تعطي عائد متوقع اعلى لمستوى مخاطر متساوية او مخاطر اقل لنفس مستوى العائد. وعرف (الموسوي، ٢٠٠٩: ٤) المحفظة الاستثمارية الكفوءة بانها مجموعة من الاصول المتمثلة بالأسهم والسندات الممسوكة من المستثمر. وأشار (الكبيسي، ٢٠١٠: ٧) الى ان المحفظة الاستثمارية الكفوءة هي المحفظة التي تحقق اعلى عائد للمستثمر الرشيد باقل المخاطر التي يمكن ان تنعكس على شكل خسائر يتحملها المستثمر نتيجة للتغيرات التي قد تنشأ في اسعار تلك الاصول او تلك المحفظة التي تخفض المخاطرة الى ادنى حد ممكن عند مستوى معين من العائد.

وتختلف المحافظ الاستثمارية عن بعضها في تنوع أصولها إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية Real Assets مثل الذهب والعقار والسلع. ويمكن أيضا أن تكون جميع أصولها مالية Financial Assets كالأسهم والسندات واذونات الخزانة والخيارات . لكن في اغلب الأوقات تكون أصول المحفظة من النوع المختلط أي أنها تجمع بين الأصول الحقيقية والأصول المالية معا (Ross et, 2017: ٣٥٤)

وعليه يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية الكفوءة : بأنها محصلة من الادوات المالية الاستثمارية المركبة التي يستعملها المستثمر من اجل الاستثمار في الأوراق المالية.

### ثالثاً: أهداف المحفظة الاستثمارية

تهدف المحفظة الاستثمارية الى تحقيق جملة من الاهداف المهمة، (الموسوي، ٢٠٠٩: ٤-٥)، ولعل ابرزها ما يلي:

- ١) الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العسر المالي من خلال بيع محتوياتها في السوق المالي عند الحاجة لتسديد التزاماتها المالية أزاء الدائنين في الوقت المناسب
- ٢) استثمار الاموال الفائضة عن حاجة المنظمة ، إذ إن بقاء الاموال الفائضة عن الحاجة لدى المنظمة بصورة مجمدة يؤدي إلى تعرضها لمخاطر انخفاض القيمة الزمنية للنقود ومن ثم تآكل قوتها الشرائية



٣) تحقيق الأرباح للمنظمة ، إذ تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموعة أرباح المنظمة ، وهذه تنعكس ايجابيا على امكان تحقيق النمو والتوسع وتقليل المخاطرة

٤) تقوم بإدارة مخاطرة معدل الفائدة ، فالأوراق المالية تجيز للمصرف ضبط أو تنظيم حساسية معدل الفوائد بسرعة لكي تستطيع شراءها أو بيعها فوراً وفي أي اجل

٥) تخفيف مخاطرة الائتمان: إذ تشكل الأوراق المالية الخالية من المخاطرة نسبة متوسطة من المخاطرة الائتمانية متنافسة مع مخاطرة الائتمان للقروض المصرفية ذات النوعية الجيدة.

#### رابعاً: أنواع المحافظ الاستثمارية

تختلف المحافظ الاستثمارية المستهدف تكوينها باختلاف أولويات المستثمر واحتياجاته والأهداف التي يسعى لتحقيقها ، إذ يرى أغلب المؤيدين للفكر الكلاسيكي الجديد، إذ أن هناك مجموعة من العوامل تحدد تشكيلة ودرجة تنوع الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية ومنها ، العمر ، الدخل ، طبيعة النظام الاقتصادي ونظام الضمان الاجتماعي ، الوضع والمسؤوليات الاجتماعية ، الحالة الصحية للمستثمر ، النظرة السيكولوجية للنقود ، العادات الأنفاقية، مدى إقدام المستثمر على المخاطرة المرتبطة بالاستثمار بمختلف مستوياتها ، الأفق الزمني للمحفظة، وعليه يمكن تقسيم المحافظ على وفق الأنواع الآتية، (Russell et al.,1987:563-565):

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، متوقفاً بارتفاع القيمة السوقية لهذه

الأسهم في المستقبل ، وبرز الأسهم التي تلائم هذه المحافظ هي أسهم الشركات القيادية في قطاعاتها.

ويشير مصطلح النمو ضمناً إلى أن الهدف من وراء هذا النوع من الأسهم هو زيادة قيمتها ومن ثم فإن هذه الزيادات أو أرباح رأس المال تنطوي ضمناً على أن عملية شراء هذه الأسهم إنما هي جزء من خطة الاستثمار طويلة الأجل ، فقيمة الأسهم في المستقبل هي أهم من قيمتها الحالية ، إذ تقوم أسهم النمو استناداً إلى احتمالات نجاحها ، ذلك أن المستثمرين يراهنون في هذه الحالة عادة على نجاح الشركات استناداً إلى ما سيؤدي إليه منتج فريد أو خدمة ممتازة أو إدارة ذات كفاءة عالية ، بدلاً من المراهنه على مسألة لا يمكن التكهّن بها.

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 تشكيلاتها 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 التنوع.

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.

## خامساً: نظريات إدارة المحفظة الاستثمارية

تعد المحفظة هي اداة مركبة من موجودين او أكثر تختلف في النوع والجودة ونظرية المحفظة هي تلك النظرية التي تقوم على تنويع الاصول او الادوات الاستثمارية في المحفظة بان يتناسب هذا التنوع مع (اهداف المستثمرين ومديري المحفظة)، وتشكل المحفظة الاستثمارية نظريتين هما النظرية التقليدية والنظرية الحديثة.

### ١. النظرية التقليدية

تقوم النظرية التقليدية للمحفظة الاستثمارية على تقييم العائد وظروف المخاطرة لكل ورقة مالية على حدة فهي تكشف عن طبيعتها الذاتية ، وتقوم هذه النظرية على عدة افتراضات يمكن ايجازها بالاتي:

- ✓ تفترض هذه النظرية عدم كفاءة السوق.
- ✓ يتوقع أصحاب هذه النظرية الحصول على الارباح بشكل سريع.
- ✓ من الممكن الافادة من حالات عدم كفاءة السوق.
- ✓ هناك احتمالية النمو لمؤسسة مالية معينة من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم

- ✓ امكاني الاستفادة من حالات عدم كفاءة السوق
- ✓ يتوقع اصحاب هذه النظرية الحصول على ارباح سريعة
- ✓ يتوقعون ان هناك احتمالية النمو لشركة معينة من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لاسعار الاسهم وتعطي هذه النظرية اهمية كبيرة لمقاييس التشتت ولاسيما الانحراف المعياري في قياس المخاطرة ( البو عامر، ٢٠١٨ : ٣٨ ; الجدوعي، ٢٠١٤ : ٣٢-٣٣).

### ٢. نظرية المحفظة الحديثة Modern Portfolio Theory

وهي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين ( الشركات و الافراد) من اذ الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الاستثمار في الاصول المالية والمادية (العامري، 1990:23) وان جوهر هذه النظرية يدور حول اثر التنويع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة و يستند الى مؤثر (Markowitz) الذي بين ان عائد ومخاطرة الاوراق المالية المفردة تختلف خصائصها

عن خصائص عائد ومخاطرة المحفظة التي تحتوي على عدد من الادوات المالية التي يجب ان تختار بشكل كفوء وان الاسواق الكفوءة تستجيب لجميع المعلومات بسرعة كبيرة أي ان فهم مزايا التنوع مهم جداً في اختيار مكونات المحفظة لكون الحاجة الى المعلومات والى الادوات المتطورة في قياس تمكن المحلل المالي من قياس مخاطرة الاوراق المالية بشكل منفرد الى جانب قياس عائدها في الوقت نفسه ويساعد في تحقيق اعلى تخفيض ممكن للمخاطرة واعلى عائد متوقع ان يحصل عليه وتعطي اهمية كبيرة للبيتا في قياس تلك المخاطرة ( Ganghad & Bahn,2006:314 ). و الجدول الاتي يوضح الفروق ما بين المحفظة التقليدية والحديثة (Pickford,2002:73).

وان الافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية هي:

- ✓ ان المستثمرين ينظرون الى الاستثمارات على انها التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة على فترة منية محددة.
- ✓ ان المستثمرين الافراد والمؤسسات ينبغي ان يمسكوا المحفظة على اساس مبدأ التنوع.
- ✓ الافراد يقدرّون المخاطرة على اساس تذبذب العوائد المتوقعة.
- ✓ ان قاعدة القرار الاستثماري لافراد تعتمد على العائد المتوقع او على تباينه او على انحرافه المعياري.
- ✓ بالنسبة لمستوى محدد من المخاطرة يفضل المستثمرون العائد الاعلى، وبالمثل لمستوى محدد من العائد فانهم يفضلون المخاطرة الاقل
- ✓ عائد المحفظة موزعا توزيعا طبيعيا، وهذا يعني ان مخاطرة الورقة الفردية يمكن قياسها باعتماد الانحراف المعياري (الريعي واخرون، ٢٠١٧: ٥٦).

### سادساً: مخاطر المحفظة الاستثمارية

ان المخاطرة تعرف بانها امكانية التعرض الى الخسارة او الضرر او المجازفة، أي انها تتضمن حصول احداث غير مرغوب فيها، او هي اختلاف العوائد الفعلية عن المتوقعة (عطية والفضل، ٢٠١٦: ٣٣٤). اذ أن القرار الاستثماري لا يتوقف على العائد المتوقع فقط، وإنما على المخاطرة أيضا التي ينطوي عليها الاستثمار ويقصد بمخاطرة محفظة الاستثمارات درجة تقلب

العائد المتولد من مجموع الاستثمارات التي تتكون منها تلك المحفظة. إذ يتم قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية بواسطة الانحراف المعياري وهو عبارة عن مقياس التشتت للتوزيع الاحتمالي.

وتبعا لمفهوم المحفظة ، أن المخاطرة الموجود في الأصل الواحد داخل المحفظة يختلف عن الخطر الموجود في نفس الأصل إذا احتفظ به منفردا ومنعزلا عن أي محفظة استثمارية فيمكن للأصل أن يتضمن درجة عالية جدا من المخاطرة إذا احتفظ به على انفراد بعكس الحال إذا دخل ضمن مجموعة من الأصول في محفظة استثمارية (Brigham&Houston,2016:277).

ويمكن حساب مخاطرة المحفظة من خلال الصيغة الرياضية الآتية:  
(Gitman,2000:237)

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \sigma_{ij} \dots\dots\dots(1-1)$$

وللمحفظة التي تتألف من إثنين من الأصول فإن مخاطرتها تحسب على النحو الآتي:

$$\sigma_p = [W_1^2 \sigma_1^2 + W_2^2 \sigma_2^2 + 2(W_1)(W_2)(\rho_{1,2})\sigma_1\sigma_2]^{1/2} \dots\dots\dots (1-2)$$

اذ تمثل:

$\sigma_p$  = الانحراف المعياري للمحفظة.

$\rho_{1,2}$  = معامل الارتباط بين الموجودين 1 و 2.

• مزايا العوائد بالنسبة للشركات المالية

هنالك مجموعة من المزايا التي يحققها العائد في المحفظة الاستثمارية بالنسبة للشركات المالية، لعل هذه المزايا يمكن حصرها في الآتي:

(١) ان تحقيق العوائد ضرورية لمقابلة المخاطر العديدة التي تتعرض لها الشركة حتى تتمكن من الاستمرار.

(٢) تسهم في تزويد الشركة بدعامة ضد المشاكل قصيرة الاجل.

- ٣) تسهم في تنمية رأس المال بوصفه مصدرا للتمويل الذاتي وتشجيع اصحاب رؤوس الاموال في الاكتتاب في اسهم الشركة عندما تقرر الشركة زيادة رأس مالها.
- ٤) تُعد العوائد اداة الكشف عن نقاط القوة والضعف للشركة بهدف قياس حالة التقدم او التأخر للشركة والاداء المالي الجيد يُعد شرطا اساس لتأمين بقاء الشركة في بيئة تنافسية ولاسيما في ظل التحديات المعاصرة.
- ٥) تمثل العوائد مقدار الاموال التي يمكن اضافتها الى رأس المال ومقدار المكافأة التي يحتل عليها مقابل تحمله المخاطر.
- ٦) تمثل العوائد الزمن الذي يخلق التوازن بين الرغبة في تحقيق العائد وبين القدرة على تحمل المخاطر المصاحبة لها.
- ٧) تمثل العوائد مجموعة من المكاسب او مجموعة من الخسائر الناجمة عن الاستثمار.
- ٨) يعد العائد احد اهم متغيرات العملية الاستثمارية (منهل وآخرون، ٢٠١٥: ١٢٢-١٢٤)

#### سابعاً: طرائق قياس المخاطرة

تعد المخاطرة احدى المقاييس التي يتم استعمالها من اجل قياس المحفظة الاستثمارية، ومن اجل قياس المخاطرة فانه يتم اللجوء الى مجموعة من الاساليب المهمة هي:

#### ١. بيتا Beta

البيتا هو مقياس المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بواسطة التنويع وهي مؤشر لدرجة تغير عائدات موجود معين استجابة لتغير عائد السوق ، وتحسب من خلال البيانات التاريخية (Bodie,2008:193). ومعامل البيتا يتم اشتقاقه بيانيا باستخدام العلاقة بين عائد الاصول، وعائد السوق من خلال رسم نقاط التقاء عائد السوق، وعائد الموجود في نقاط مختلفة من الزمن، وميل هذا الخط يمثل البيتا، والموجود الأكثر ميلا يشير الى تقلب عائدته بصورة اكبر استجابة لتغير عائد السوق وهذا يعني إنه اكثر مخاطرة من الاصول الاخرى (-Gitman,2000:257) 258 ; العطوي ، ٩٦ : ٢٠١٧)

ومعامل البيتا للسوق يكون دائما مساويا للواحد والموجود الاكثر تقلبا في عوائده تكون البيتا له اكبر من واحد والعكس صحيح (Jones,2000:179 ; Lendberg,2005:13)

وبيتا المحفظة التي تتألف من عدد من الأوراق المالية هي المعدل الموزون لبيتا تلك الأوراق  
ويحسب كما يأتي: (Besley & Brigham, 2008:166)

$$\beta_p = W_1 \beta_1 + W_2 \beta_2 + \dots + W_n \beta_n \dots\dots\dots (1-3)$$

$$= \sum_{i=1}^n W_i \beta_i \dots\dots\dots (1-4)$$

إذ إن :-

$$\beta_p = \text{بيتا المحفظة.}$$

$$W_i = \text{وزن الأوراق المالية المستثمرة في المحفظة.}$$

$$\beta_i = \text{بيتا الورقة المالية.}$$

## ٢. التباين والانحراف المعياري Variance & Standard Deviation

إن التباين لمحفظة مكونة من سهمين A و B هو

$$\text{Var (Portfolio)} = X^2 A \sigma^2 A + 2X A X B \sigma_{A, B} + X^2 B \sigma^2 B \dots\dots\dots (1-5)$$

### ٣- تباين المحفظة

يلاحظ أن هناك ثلاث فقرات على الجانب الأيمن من المعادلة هي أولاً تباين السهم A  $\sigma^2 A$  والثانية تتضمن معامل التباين المشترك بين السهمين  $\sigma_{A, B}$  والثالثة تتضمن التباين للسهم  $\sigma^2 B$  ، وهذه الصيغة توشر نقطة مهمة وهي أن تباين المحفظة يعتمد على تباينات الأسهم مفردة وعلى معامل التباين المشترك بين السهمين ، إذ إن التباين للورقة المالية يقيس مقدار التغير (التقلب) لعائد الورقة المالية ، أما معامل التباين فيقيس العلاقة بين الورقتين المالييتين ، فإذا كانت العلاقة موجبة بين التباينات للأوراق المالية فإن ذلك يؤدي إلى زيادة التباين داخل المحفظة ، أما العلاقة السلبية (معامل التباين السلبي) فذلك سوف يقلل من التباين داخل



المحفظة ، وهذا يعني أنه إذا اتجهت إحدى الأوراق المالية للارتفاع والأخرى للانخفاض أو بالعكس فإن ذلك يجعل انخفاض العائد في أحد الأوراق يقابله ارتفاع في العائد للورقة الأخرى وبذلك فإن أحدهما تحوط الأخرى أو تعوضها وعندها سوف تقلل مخاطرة المحفظة ( Brigham & Daves, 2016:42).

إن التباين  $V_{ar}$  يجب أن يكون أكبر من معامل التباين المشترك  $C_{ov}$  لذلك فإن تباين عائد الورقة المالية يكتب بالطريقة التالية :

$$\overline{V_{ar}} = \overline{C_{ov}} + (\overline{V_{ar}} - \overline{C_{ov}}) \dots\dots\dots(1-6)$$

أو المخاطرة الكلية للورقة المالية = مخاطرة المحفظة + المخاطرة اللانظامية

$$\overline{C_{ov}} + (\overline{V_{ar}} - \overline{C_{ov}}) = \overline{V_{ar}} \dots\dots\dots(1-7)$$

وبذلك فإن  $V_{ar}$  هي مخاطرة حمل ورقة مالية واحدة فقط . ومخاطرة المحفظة هي المخاطرة الباقية بعد الوصول إلى التنويع التام وهي  $C_{ov}$  ، ومخاطرة المحفظة تسمى المخاطرة النظامية أو مخاطرة السوق ، أما المخاطرة غير النظامية أو الفريدة أو القابلة للتنويع هي المخاطرة التي يمكن تجنبها من خلال المحفظة الكبيرة وهي  $(\overline{V_{ar}} - \overline{C_{ov}})$

لذا يعرف التباين بأنه مقياس لتشتت النواتج المحتملة حول القيمة المتوقعة ، وهو أكثر المقاييس شيوعاً لقياس التشتت ، والرمز  $\sigma$  هو حرف سيغما باللغة اليونانية والذي يمثل الانحراف المعياري ، أما الصيغة الرياضية للتباين ( Ross , et.al , 2008 : 268 - 269 ) :

$$V_{ar} = \frac{[(R_1-R)^2+(R_2-R)^2+\dots\dots\dots+(R_n-R)^2]}{T-1} \dots\dots\dots(1-8)$$

اذ أن :

T = تمثل عدد مفردات العينة المستخدمة .

Rn ، R2 ، R1 = العائدات المفردة .





$\bar{R}$  = الوسط الحسابي للعائدات .

ويمثل مجموع مربعات انحرافات القيم عن وسطها الحسابي مقسوماً على عددها ويكتب بالصيغة التالية (Van Horn , 2002 : 38) :

$$Variance = \sigma^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i \quad \dots\dots\dots(1-9)$$

اذ  $V =$  تمثل التباين

$R_i =$  يمثل العائد الفعلي

$\bar{R} =$  يمثل العائد المتوقع

$P_i =$  يمثل الاحتمالية

يتضح من خلال المعادلة أعلاه بأن التباين يتكون من المجموع الجبري لمربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي موزونة باحتمالية حدوث الانحراف ، أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين ويستخدم عادة لقياس المخاطرة اللا نظامية أو الخاصة ويستخرج بالمعادلة الآتية:-

$$Standard\ Deviation = SD = \sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i} \quad \dots\dots(1-10)$$

#### ١- معامل الاختلاف Coefficient of Variation

يعرف الاختلاف بأنه حاصل قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي مضروباً في ١٠٠ ، أي انه يشير إلى المخاطرة للوحدة الواحدة من العائد ، مما يؤدي إلى مقارنة ذات معنى عندما لا تتساوى المردودات المتوقعة من البدائل الاستثمارية وهو مقياس يقيس التغير النسبي وليس المطلق كما في الانحراف المعياري ، ويكتب بالصيغة التالية ( Chong, 2004 : 92 ) :



اذ ان:

$\sigma$  = الانحراف المعياري .

$R$  = متوسط العائد .

( 414,2011,BLOCK & DANIELSEN )

## ٢- الارتباط Correlation

الارتباط هو مقياس احصائي لقياس قوة واتجاه العلاقة بين ظاهرتين . ولاختبار العلاقة بين سلسلتين تمثلان عوائد الاصول فان هذه العلاقة تكون موجبة تامة (Positively Correlated) اذا كانت السلسلتان تتحركان بنفس الاتجاه، وتكون سالبة تامة (Negatively Correlated) اذا كانت السلسلتان تتحركان باتجاهين متعاكسين، والارتباط الصفري يدل على ان السلسلتين مستقلتان عن بعضهما. (Jim, 2000:201)

وقيمة معامل الارتباط تتحصر بين (+1) و (-1) وعندما تكون العلاقة موجبة تامة أو سالبة تامة فان تباين المحفظة يصبح المعدل الموزون لتباين الأوراق المالية المنفردة. (DeFusco,2004:24).

ويمكن حساب معامل الارتباط بين عوائد اثنتين من الاصول من خلال الصيغة الآتية :-

$$r_{A,B} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma_m^2 \dots\dots\dots(1-11)$$

اذ ان :

$r_{A,B}$  = معامل الارتباط بين الموجودين A و B.

COV = التباين المشترك بين عوائد الموجود (Ri) وعائد السوق (Rm).

$$\sigma_m^2 = \text{تباين السوق.}$$

ولأن الانحراف المعياري هو موجب دائماً لذا فإن إشارة معامل الارتباط بين اثنين من الأصول تعتمد على التباين المشترك بينهما، وقد تكون قيمة موجبة أو سالبة ، صغيرة أو كبيرة .  
(Ross,et,al.,2008 :247) (Berk , et , 2015 ، 397)

### ٣- التنويع Diversification

التنويع هو عملية تقليل المخاطر عن طريق تشكيل المحفظة من الأوراق المالية المرتبطة ارتباطاً غير كامل . (Thomas,2000:387) (Mayo,2000:167)

والتنويع يمثل المفتاح الرئيس لإدارة مخاطرة المحفظة، لأنه يوفر فرصة لتخفيض مخاطرة المحفظة الكلية الى مستوى اقل حتى من مخاطرة الموجود المنفرد نفسه  
(Elton,et,al.,2003:49). (Berk ، Demarzo ، 2017 ، 1002)

والتنويع قد يكون بسيطاً أو كفوءاً، فالتنويع البسيط (Simple Diversification) يقوم على أساس الاستثمار في عدد من القطاعات بغض النظر عن خصائص الاستثمارات كالعوائد المتوقعة وقطاعات الصناعة، ولأن اختيار هذه الاستثمارات يتم بصورة عشوائية فإنه يعرف أيضاً بالتنويع العشوائي (Random Diversification) وكلما زاد عدد هذه الاستثمارات يكون افضل.  
(Jones,2004:180)

كما أن التنويع هو القدرة على تنسيق الأنشطة والمبادرات الاستراتيجية عبر الاعمال والدول، من خلال توجيه موارد المنظمة مباشرة نحو أنشطة البحث والتطوير، ودمج الخبرات والامكانيات والموارد واتباع طرق تكنولوجية متقدمة، وتعجيل عمليات تحسين المنتجات وتطويرها. وبذلك يمكن للمنظمة ان تمتلك معاقل وحصون ارباح متعددة سواء في بلدها ام في بلدان متعددة، والاستفادة من علاقات التوافق الاستراتيجية لاكتساب ميزة تنافسية ، ومن ثم خلق قيمة للمساهمين وتحسينها(Thompson et al , 2008 :267).

اما التنوع الكفوء (Efficient Diversification) أو تنوع (Markowitz) فانه يأخذ بالحسبان العلاقات البنينة بين عوائد الأوراق المالية، لأنه كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، فإن العامل المهم الذي يتحكم بمخاطرة المحفظة هو الارتباط بين عوائد هذه الأوراق، لان الأداء الضعيف لبعضها يمكن ان يعوض عنه (Offset) أداء أفضل لأوراق اخرى، أي:

إن التنوع الكفوء هو الذي يحقق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة .  
(Gangadhar&Babu,2006:312 ; Moyer et al,2012:295)

### ثامناً: استراتيجية التنوع

تكمن اهمية استراتيجية التنوع في انها تضمن الموقع التنافسي الجيد مقارنة بمنافسيها من خلال المحافظة على مركزها التنافسي وحصتها السوقية، وتقسّم استراتيجية التنوع الى نوعين من الفوائد هما:

#### • الفوائد الداخلية

١. وفورات الحجم: الشركات ذات التنوع المترابط جداً من الممكن ان يكون لديها وفورات في الحجم ضمن المجموعة ، وهذه الوفورات في الحجم يمكن ان تتم عن طريق توفير التكاليف بواسطة المجموعة عندما تشترك في انشطتها وقابليات النقل وكفاءاتها من جزء واحد ضمن المجموعة الى اخر، على سبيل المثال «شركتين مختلفتين ربما تشتركان في فريق مبيعات مشترك او تكنولوجيا متشابهة.

٢. الكفاءات الاساسية: المنظمات ذات التنوع المترابط جداً والمترابط البعيد ربما تكون من الممكن ان تنقل الكفاءات الاساسية او المقدرات الجوهرية بين الشركات ضمن المجموعة.

٣. المشاركة في الانشطة: المنظمات ذات التنوع المترابط البعيد من الممكن أن تتشارك في انشطتها على سبيل المثال ، هذه الشركات ربما تشترك في أنشطة الشراء لأنها تملك مواد الخام نفسها او أنشطة التوزيع لأنها تملك زبائن متشابهين (Hitt et al,2011:173) .

## • الفوائد الخارجية

١. التكامل العمودي: و يحصل عندما تقوم الشركات بإنتاج مدخلاتها ( تكامل الخلفي) او عندما تقوم الشركة ببيع منتجاتها الى زبائن بصورة مباشرة (تكامل امامي) وهذا ربما يوفر تكاليف من خلال عند دفع اي شيء لموزعين او الى القوة البيعية بسبب الوصول المباشر الى الزبون.
٢. قوة السوق: بعض التعاون بين الشركات ذات التنوع المترابط جداً ضمن المجموعة يكسبها فوائد خارجية من اذ زيادة القوة التفاوضية مع الزبائن او تقليل التكاليف المتعلقة بالتوزيع.
٣. تقليل المنافسة: النتيجة الاخرى لقوة السوق ربما تقلل أنشطة المنافسة من خلال القدرة على عرض مدى اوسع للمنتجات ضمن الشركات ذات التنوع المترابط جداً (Lynch,2006:417-418).

## تاسعاً: العلاقة بين العائد والمخاطرة

تُعد العلاقة بين العائد والمخاطرة ذات اهتمام خاص عند تحديد تشكيلة الاستثمار في الأوراق المالية فاذا ارادت الادارة ان تحصل على عائد اعلى من استثمارها فيجب ان تكون على استعداد لتحمل درجة اعلى من المخاطرة. ويتعين ان تتخذ قرارات الادارة بالنسبة لعائد ومخاطرة تشكيلة الاستثمار على اساس مدى تأثير 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، ٢٠١٧: ١٠٢)

يعرف العائد بأنه أي زيادة أو نقصان في ثروة المستثمر (Investor Wealth) سواء أكانت نقدية أم رأسمالية نتيجة الإستثمار خلال مدة زمنية محددة ،وهو دالة لمستوى المخاطرة المصاحبة للاستثمار. ويمكن التمييز بين ثلاثة انواع من العوائد الأول هو معدل العائد المتوقع (Expected Rate Of Return) ويمثل مجموع مقسوم الارياح والعائد الرأسمالي المتوقعين وهو عائد يخضع لعدم التأكد وقد يتحقق أو لا يتحقق (Gruber,2003:1 ; Brian,2004:3)

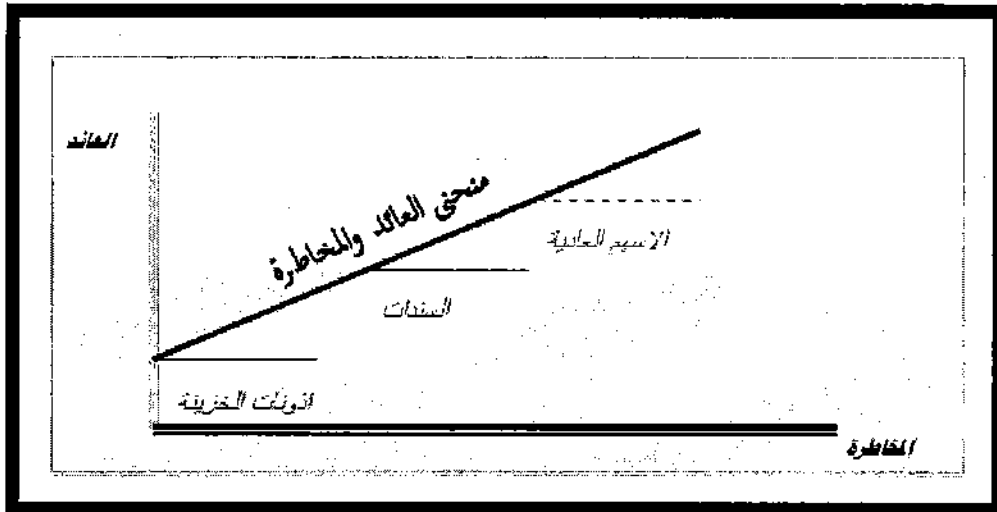
ولتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة نفترض ان هناك ثلاثة انواع من الاوراق المالية :

١. اذونات خزينة صادرة من البنك المركزي .

٢. سند صادر عن شركة مساهمة عامة .

٣. سهم عادي لشركة مساهمة عامة .

وفي مثل هذه الحالة يتعرض المستثمر في هذه الادوات لدرجات مختلفة من المخاطرة يرتبط مستوى كل منها بمعدل العائد الذي يتوقعه من كل اداة من ادوات الاستثمار الثلاث (مطر، ١٩٩٩: ١٠-١٢)، وكما موضح في الشكل (١) .



الشكل (١) يوضح العلاقة بين العائد والمخاطرة

المصدر : مطر ، محمد ، 1999 " ادارة الاستثمارات: الاطار النظري والتطبيقات العملية" الطبعة الثالثة ، عمان - الاردن ، ص ١٠ .

ومن الشكل (١) يتضح بان المستثمر في اذونات الخزينة لا يتعرض للمخاطرة على اساس ان هذه الاذونات مضمونة من قبل الدولة ، لذا يتوقع الحصول على عائد متوقع على الاستثمار يغريه على تحمل هذه المخاطرة . اما المستثمر في السند الصادر عن شركة مساهمة فهو يتحمل درجة مخاطرة بمستوى اكبر من المستثمر في اذونات الخزينة ولكن اقل من المستثمر في الاسهم العادية على اساس ان درجة الامان التي يتمتع بها اعلى من درجة الامان التي يتمتع

فيها حامل الاسهم واقل من درجة الامان التي يتمتع بها حامل اذن الخزينة ،لذا فان العائد المتوقع من استثماره سيقع في مركز وسط بين الاثنتين . (العطوي ،١٠٢ :٢٠١٧)

وقد عالج ماركويتز العلاقة بين العائد والمخاطرة في نظرية المحفظة وقد بنى هذه النظرية على فروض عدة من اهمها فرض المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار وقد استمد هذه الفرضية من نظرية المنفعة ( Utility Theory ) التي تنص على انه يوجد لكل مستثمر منحني منفعة ( Utility Curve ) معين يوضح ميلا وسلوكا اتجاه عائد الاستثمار ، ومن ثم اتجاه مخاطرة الاستثمار . ( مطر ، 1999 : 10 - 12 ) .

### عاشراً: مؤشرات تقييم المحفظة الاستثمارية الكفوءة

قبل البدء في طرح والتكلم عن المتدرج البسيط اكد الكثير من الكتاب والباحثين، الى ان هناك العديد من المؤشرات التي طرحت لتحديد المحفظة الكفوءة ومن بين المحافظ المتاحة للاستثمار وعلى الرغم من ان واحداً من أبرز المؤشرات التي لاقت شهرة كبيرة وشكالت انعطافه مهمة في نظرية المحفظة هو مؤشر (Markowitz) الا ان المصاعب التي واجهت تطبيقه شجعت الباحثين على طرح مؤشرات معدلة لهذا المؤشر . وسوف نستعرض في هذا المبحث هذه المؤشرات مبتدئين بمؤشر (Markowitz) ثم مؤشر المتدرج البسيط الذي هو موضوع البحث الرئيس ومن ثم نتطرق الى مؤشر مضاعف الريحية.

#### ١.مؤشر Markowitz

يعد مؤشر Markowitz احد المؤشرات التي تناغمت مع مستجدات الاعمال المالية والادارية للشركات وخاصة في بناء المحفظة الكفوءة والتي عززت من بناء عده مؤشرات كان لها الاسس البنائية في بلوره بناء المنشآت، لذا يعد مؤشر Markowitz واحداً من أهم القضايا الرئيسة التي تواجه المستثمرين سواء (كأفراد أو شركات) هو كيفية تخصيص الثروة (Wealth Allocation) بين البدائل الاستثمارية اذ إن أمام المستثمر هدفين متناقضين لا يتحققان سوية، وفي آن واحد الا نادراً جداً، هما:

١. الحصول على عائد متوقع مرتفع.

٢. تحمل مخاطرة منخفضة.

لذا فقد ركز (Markowitz) على كيفية الموازنة بين هذين الهدفين من خلال التنويع الكفوء، وذلك بدراسة خصائص الأوراق المالية والعلاقات التي تربط بينها (Sharpe&Alexander,1990:153) كما يقوم هذا المؤشر على افتراضات أساسية أهمها ان المستثمر هو متجنب للمخاطرة (Risk Avoidance)، وانه يسعى لتحقيق أقصى العوائد لأي مستوى من المخاطرة، والتعرض لأقل مخاطرة لأي مستوى من العائد أي ان :

$$Max. \bar{R}_p = \sum_{i=1}^n W_i \bar{R}_i$$

$$Min \sigma(R) = \sum_{i=1}^n W_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n W_i W_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$$

$$\sum_{i=1}^n W_i = 1, \text{ Subject to } W_i \geq 0, \quad \sum_{i=1}^n R_i \geq K$$

.....(1-12)

اذ إن :

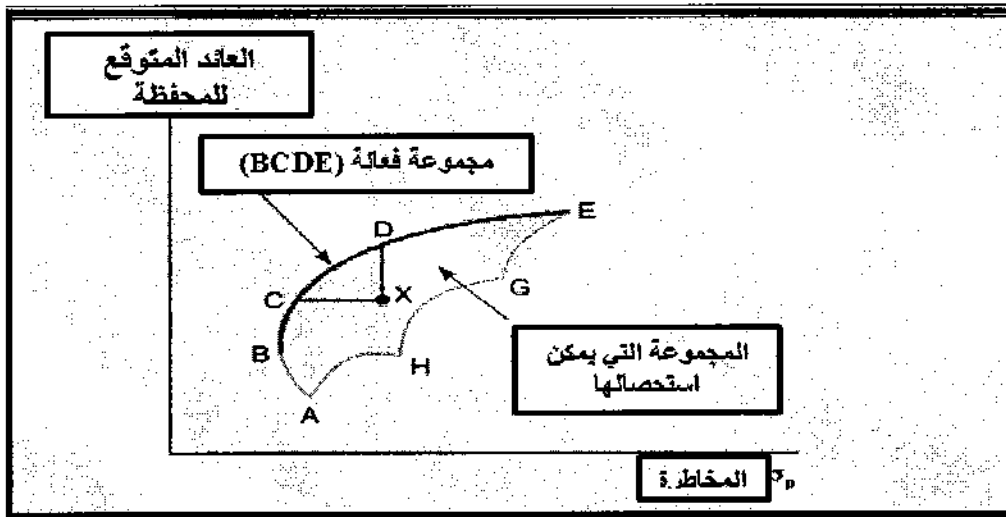
(K) : تمثل الحد الأدنى المقبول للعائد المتوقع. (Markowitz,1952)

ومع اثنين من الاصول، فان المجموعة المتاحة (Available Set) تكون على شكل خط مستقيم، وان كل البدائل تقع على هذا الخط، ولكن بزيادة عدد الاصول فأننا نحصل على مجموعة متاحة تشبه المنطقة المظللة (Shaded Area) في الشكل ( ) والتي تمثل جميع المحافظ التي يمكن بناؤها بشكل كفوء. إن عدد المحافظ في المجموعة المتاحة هو عدد لا



نهائي بحسب النسب المستثمرة في كل ورقة مالية، وان اختيار المحفظة التي سيمسكها المستثمر يتطلب شروطاً وهي: (Brigham & Ehrhardt , 2002:254)

١. تحديد المجموعة الكفوءة من بين المحافظ المتاحة.
  ٢. اختيار المحفظة التي تتناسب مع تفضيلات المستثمر للعائد.
  ٣. تجنبه للمخاطرة من هذه المجموعة .
- فالمحفظة الكفوءة (Efficient Portfolio) هي تلك المحفظة التي تحقق اعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة، أو التي تنخفض فيها المخاطرة لأي مستوى من العائد (Hearth&Zaima,2001:498) والشكل (٢) اذ يوضح المجموعة المتاحة والحد الكفوء من الاستثمارات المتاحة.



الشكل (٢) المجموعة المتاحة والحد الكفوء

Source: Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011) ،Financial management: Theory & practice ، Cengage Learning. P937

لذا نجد في المنطقة المضللة في الشكل (٢) لا توجد محفظة ذات عائد أعلى من عائد المحفظة (E)، ولا توجد محفظة ذات مخاطرة أدنى من مخاطرة المحفظة (B)، لذا فان الحد الكفوء سيمثل المنحنى المفتوح (BCDE)، ولغرض المقارنة بين المحافظ المتاحة ومحافظ الحد الكفوء، فأننا نلاحظ ان المحفظة (X) على الرغم من أنها تتساوى مع المحفظة (C) لكونها تعطي العائد نفسه الا أن مخاطرتها اكبر من مخاطرة المحفظة (C)، وكذلك فانها تتساوى مع المحفظة



(D) من اذ المخاطرة ، ولكن المحفظة (D) تتفوق لكونها تعطي عائداً أعلى من العائد المتوقع، لذا فان كل المحافظ التي تقع على يمين الحد الكفوء لا تستحق الاهتمام، والمحافظ التي تقع على يسار الحد الكفوء هي غير متاحة، بسبب مجموعة من شرط توازن السوق التي تعيق المستثمرين في العمل في هكذا اسواق لأنه في حالة وجودها فان الطلب عليها سيزداد كونها تقدم عائداً أعلى لأي مستوى من المخاطرة، ومخاطرة اقل لأي مستوى من العائد، وان الطلب عليها سيؤدي الى انخفاض العائد الذي تقدمه وازدياد مخاطرتها الى ان تحصل حالة التوازن في السوق أي توازن ما بين العرض والطلب في الاسواق، وان المستثمر سيختار محفظته من المحافظ التي تقع على طول الحد الكفوء وفقاً لتفضيلاته للعائد وتجنبه للمخاطرة ( ; Beterson,2000:33 ; Brigham&Ehrhadt,2002:254).

## ٢. مؤشر المتدرج البسيط

يعد مؤشر المتدرج البسيط من الموضوعات التي طرحت لتجاوز المصاعب التي واجهت مؤشر (Markowitz) ويبرز مؤشر المتدرج البسيط بوصفه واحداً من التمازج التي تميزه بسهولة استخدامه ودقة نتائجه وقدرته على تحديد المحفظة الكفوءة من خلال الحاجة الى استخدام العديد من البرامج الحاسوبية والرياضية المعقدة التي تحتاج الى مهارات خاصة لا يملكها كل المستثمرين. وقد اعتمد هذا المؤشر في المرحلة الاولى من مراحل تحديد المحفظة الكفوءة وهي مرحلة تحليل الاوراق المالية على مؤشر المؤشر الواحد ومعادلاته الرياضية لحساب عوائد الاوراق المالية او المحافظ. (Cohen,et,al.,1967:190) (Elton, et, al., 2003:189)

كما ان من اهم الافتراضات الأساسية التي قام عليه مؤشر المتدرج البسيط في المرحلة الاولى أي مرحلة تحليل الأوراق المالية هي: (Thomas,et, ٢٠٠٥ :٦٧٤ )

١. ان حد الخطأ العشوائي ومؤشر السوق مستقلان.

٢. ان حد الخطأ العشوائي للورقة المالية مستقل عن الخطأ العشوائي لكل قيم.

وهذا يعني ان عوائد اي ورقتين مالييتين سوف تكون مرتبطة فقط من خلال الاستجابة لمؤشر عام واحد هو مؤشر السوق للعوامل التي تتعلق بمتغيرات السوق.

أما الافتراضات التي تتعلق بالمرحلة الثانية أي مرحلة بناء المحفظة الكفوءة فهي:

١. جميع الأوراق المالية المرشحة لبناء المحفظة الكفوءة ذات عائد إضافي موجب.

٢. تكون البيتا موجبة لكل الأوراق المالية المرشحة لبناء المحفظة الكفوءة.

(Bhatnagar& Dipasri,2005:452)

أما فيما يتعلق بالمعادلة فيمكن التعبير عن مؤشر المتدرج البسيط من خلال المعادلة الآتية:

( Remesh&Poornima ، ٢٠١٦ :٢٩)

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{(R_j - R_f) \beta_j}{\sigma_{ej}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \left[ \frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2} \right]}$$

.....(1-13)

اذ إن :

$C_i$  : خصائص الورقة المالية (i).

$R_f$  : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$\beta_i$  : البيتا وهي مقياس المخاطرة النظامية.

$\sigma_m^2$  : تباين مؤشر السوق.



$\sigma_{ei}^2$  : تباين الورقة المالية غير المرتبط مع مؤشر السوق (المخاطرة غير النظامية)  
(Fischer & Jorden, 1996:599).

٣. مؤشر ترينور

ميز مقياس ترينور بين المخاطر الكلية والمخاطر النظامية لعوائد الاوراق المالية للمحافظ على اساس مخاطرتها النظامية فقط ومن خلال استخدام المعادلة الاتية:

$$TR = \frac{Rp - rf}{\beta_i} \dots\dots\dots(1-14)$$

اذ ان :

$Rp - rf$  : هي علاوة مخاطرة السوق

$(\beta_i)$  : المخاطرة المنتظمة للمحفظة

## المبحث الثاني

### تقييم الاسهم العادية

#### أولاً: مفهوم الاسهم

يلاحظ المتبع لمفهوم الاسهم عدم وجود مفهوم واحد يعبر عن الاسهم بشكل واحد، بل يلاحظ المتبع لهذا الموضوع هنالك تعدد في المفاهيم والآراء، ويعود السبب في ذلك لعدم وجود تناسق في آراء الباحثين وعدم الاتفاق على مفهوم واحد يعبر عن هذا الموضوع، إذ أصبحت العملية المالية أكثر تعقيداً بشكل يصعب تصوره، إذ قدم عدد من الكتاب والباحثين تعريفاتهم الخاصة بهم، وبذلك تعدى المفهوم من كونه علاقة تبادلية بين المنظمة والزبون الى علاقة إيجابية مع أصحاب المصالح في البيئة الديناميكية (Charlie&Pride,2016,4). وعليه فإن الاسهم تُعد هي الأوراق المالية التي تصدرها الشركات في القطاعات الاقتصادية المختلفة وخاصة الأسهم والسندات تُعد 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. اضافة الى ان السهم يمثل حصة معينة في ملكية منشأة ما، يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة المنشأة ( Berk & Demarzo, 2012:236 ; Moyer et al., 2017:406).

وعليه مما تقد يمكن القول ان الاسهم عبارة عن مجموعة من الحصص او المبالغ يقوم مالکها بالاستثمار في مشروع او عمل ما من اجل تحقيق الارباح ويحق لمالك هذه الاسهم بالتحكم فيها ممتا يشاء ويعتبر صاحب الاسهم او مالکها جزء اساسي من كيان المنشأة.



## ثانياً:- انواع الاسهم

ان هنالك نوعان للاسهم في ضل سوق الاوراق المالية ولعل ابرزها الاتي:

### ١. الأسهم العادية (Common stocks)

تعرف الاسهم العادية بانها احد المصادر الخارجية للتمويل الطويل الامد المتاح للشركة وتعد من المصادر الاساس للتمويل الممتلك والمصدر الاول في المراحل الاولى لحياة الشركة، فضلا عن انها تستعمل لمساعدة الشركة في تعزيز مركزها المالي (محمد و حنتوش، ٢٠١٧: ١٥٤). وأشار (محمد واحمد، ٢٠١٨: ١٨٣) الى ان الاسهم العادية تمثل ذلك النوع من الاسهم الخاص بحصة ملكية في الشركة المصدرة لها، فهي تمنح حاملها حق الحصول على توزيعات الارباح اذا ما حققت الشركة ارباحا يمكن توزيعها.

فالأسهم العادية هي عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول صاحبها الحصول على الارباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في ادارة المنشأة، فضلا عن ان السهم العادي يمثل صبح ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وقيمة حقيقية، وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس المنشأة، اما القيمة الدفترية فتتمثل في حقوق الملكية التي تتضمن القيمة الاسمية للاسهم المكتتب فيها وعلاوة الاصدار ان وجدت، اضافة الى الاحتياطات والارباح المحتجزة مقسومة على عدد الاسهم العادية المصدرة، بينما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وقد تكون اكبر او اقل من القيمة الدفترية (دلول، ٢٠١٠: ٤٢). وينظر (Berk et al., 2015: ٢٢٢) الى الاسهم العادية بانها 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 ، وتنقسم الى اجزاء رئيسة هي:

( Fischer&Jordan,1996:133 ; Moyer et al., Berk et al., 2015:١٨٥:١٨٤ )

; 2012:237 ; الشيخ، ٢٠٠٢: ٥-٧ ; عبد الحكيم وحسن، ٢٠١٠: ٥٦-٥٧ )

- أ- أسهم اسمية: وهي أسهم يثبت عليها إسم مالك الأسهم وتسجل هذه الأسهم لدى الشركة بإسم صاحب الشأن . لذلك يطلق عليها بالأسهم الإسمية.
- ب- اسهم المدافعة: هي الاسهم التي يتوقع بقائها مستقرة او متزايدة اثناء مرحلة الركود الاقتصادية وتدهور الاعمال والتقلبات الحادة في الاسواق المالية.
- ت- أسهم أذنية: وهي الأسهم التي يذكر فيها إسم صاحب السهم في الشهادة مع اظهار الأمر أو الأذن.
- ث- الاسهم الناجحة: تعود هذه الاسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي ان الشركة المصدره لها هي الشركات الكبيرة.
- ج- الاسهم الدورية: وتتمثل بالاسهم التي يرتبط مستوى اسعارها وارياحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي اسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغير الاقتصاد.
- ح- أسهم لحاملها: هي الأسهم التي لا تحمل شهادة إسم صاحب الأسهم وإنما يصبح مالك الأسهم حامل الشهادة، لذلك سميت اسهما لحاملها.
- خ- اسهم الدخل:- هي تلك الاسهم التي تحصل على اعلى توزيعات ارباح وذلك لان الصناعات التي تعمل بها الشركات المصدره لهذه الاسهم لا تتعرض للكثير من المخاطرة لذلك لا تحتجز الشركات الارياح وتقوم بتوزيعها على المساهمين
- د- اسهم مضمونة الريح:- هي تلك الاسهم التي تصدرها الشركات الكبيرة، وقد اثبتت جدارة عالية في المجال الذي تعمل فيه وتقوم بتحقيق عوائد مستقرة، لذا تتمتع اسهامها بنشاط تجاري فاعل وقوة في السيولة النقدية، ويعدها حاملوها انها مخزن للثروة وضمان لاستلام مقسوم ارباح منتظم في الوقت نفسه.
- ذ- اسهم المضاربة:- هي تلك الاسهم التي تتصف الشركات المصدره لها بامكانية حصول تقلبات كبيرة في اسعار اسهمها ويتحمل المستثمر تلك الاسهم درجة عالية من المخاطرة، وتحقق اسهم المضاربة اما عوائد رأسمالية كبيرة، او خسائر رأسمالية كبيرة.
- ر- الاسهم المقيدة:- هي الاسهم التي تمنح كمكافآت العاملين مقابل كلفة ضئيلة، وعادة ما تكون قابلة للالغاء، اذا ما ترك الموظف عمله في الشركة قبل الوقت المتفق عليه، وتمثل القيود المفروضة على تلك الاسهم بعدم السماح لحامل الاسهم ان يقوم ببيعها خلال مدة تتراوح من ٣-

٥ سنوات، اما الحقوق الاخرى تكون طبيعية مثل التصويت والحصول على كوبونات توزيعات الارباح.

ز- اسهم القيمة:- هي اسهم قليلة تعمل على توزيع الارباح مما يؤدي الى ارتفاع قيمة الاسهم، لذا فان المستثمرين الذين يتجنبون الضرائب العالية يرغبون بشراء تلك الاسهم (محمد وحتوش، ٢٠١٧: ١٥٦). أما بالنسبة لقيمة السهم العادي، فقد تتغير تبعاً لظروف المنشأة المالية وللظروف الاقتصادية عامة، ويمكن للسهم أن يتقلب مع الزمن فقد تكون للسهم العادي قيمة اسمية (Par value)، وهي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس المنشأة، إذ تتم توزيع هذه الأرباح حسب هذه القيمة نسبة مئوية منها، وقد يتخذ السهم العادي أيضاً قيمة التعامل بها في السوق المالي (البورصة)، وتكون هذه القيمة كثيرة التذبذب مقارنة بالقيمة الاسمية التي تظل ثابتة وتسمى هذه القيمة بالقيمة السوقية (Market Value)، وكذلك تكون للسهم العادي قيمة دفترية (Book value) وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة، وتحسب هذه القيمة للسهم بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم أي :

القيمة الدفترية للسهم العادي = إجمالي حقوق المساهمين / عدد الأسهم العادية

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم العادية في التمويل بمجموعة من الخصائص المهمة هي:

Chisholm, 2009:130 ; Keown et.al,2004:229  
; Brigham&Michal,2002:385-386 ; عبدالحكيم وحسن، ٢٠١٠: ٥٦).

- انها تمنح مقسوم ارباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للارباح من قبل الشركة، أي ان الشركة تدفع مقسوم نقدي كإرباح الى المستثمر، بمعنى اخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول على مقسوم ارباح
- بالامكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي امكان تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الاسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل.





- حقوق المطالبة بالدخل: أي يحق للمساهمين الحصول على الدخل المتبقي بعد دفع مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة ، ويتم دفعه بشكل مباشر إلى حملة الأسهم العادية أو الاحتفاظ بها واستثمارها من قبل الشركة .
- حقوق المطالبة بالأصول: ان لحاملي الأسهم العادية الحق في المطالبة بالأصول المتبقية في حالة التصفية بعد أن يتم استيفاء حقوق حاملي السندات والأسهم الممتازة .
- حق التصويت : ويحق لحاملي الأسهم العادية انتخاب مجلس الإدارة في الاجتماع العام ، إذ يقوم حملة الأسهم العادية بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة ، وكذلك فان لهم الحق في التصويت على أي تغيير في قانون الشركة ، وقد يتضمن التغيير ترخيص لإصدار أسهم جديدة ، أو لقبول اقتراح بالاندماج .
- يستفيد أصحاب الأسهم العادية من النمو في قيمة الشركة من خلال زيادة سعر السهم وارتفاع توزيع الأرباح .
- الشركة ليست ملزمة لدفع أرباح لحملة الأسهم العادية ، إذ ينبغي على الشركة دفع الفوائد والديون (مع انه في بعض الظروف القسوى تحاول الشركة الحصول على موافقة الدائنين لدفعاتهم لفترة من الزمن).

## ٢. الأسهم الممتازة (Preferred stocks)

تعرف الاسهم الممتازة بانها عبارة عن اوراق مالية هجينة كونها تحمل صفات مشابهة لكل من الاسهم العادية والسندات (محمد واحمد، ٢٠١٨: ١٨٣). إذ يختلف السهم الممتاز عن السهم العادي في أن مالكة 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 المصدرية يكون أيضاً للسهم الممتاز قيمة سوقية وقيمة دفترية كما في حالة الأسهم العادية.

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل بمجموعة من الخصائص المهمة هي:

- أ- الشركة ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات، وإن 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 & Ehrhardt, 2014:٥٥ ; Brigham & Daves, 2016: 334)

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 إن 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.

### ثالثاً: الاستثمار في الاسهم العادية

الاستثمار لغة:- ان مفردة الاستثمار مشتقة من الثمر، فيقال اثمر الشجر اي طلع ثمره، وثمر الرجل اي كثر ماله، وعلى هذا الاساس، فان استثمار المال يقصد به الثمر من اصل المال الا وهو تحقيق الربح، فالاستثمار ليس هو الربح وانما من باب المجاز اللغوي، لانه وسيلة للحصول على الربح، وهناك تفسير للفظ اورده الزمخشري في الاية القرآنية في قوله تعالى ( وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا )، وفحوى هذا التفسير بان السفهاء هم المبذرون لاموالهم والذين ينفقونها فيما لا ينبغي ولا يقومون باصلاحها وتثميرها والتصرف فيها (العنكود و خبصي، ٢٠١٣: ١٣٠).

اما الاستثمار اصطلاحاً:- يعد الاستثمار من المفاهيم التي حظيت باهتمام من خلال الكثير من الكتاب والباحثين لذا عندما يفكر أحد الأفراد في عملية الاستثمار في اوراق 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 مجعما) 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). واضاف (جبر وصالح، ٢٠١٨: ٢٣٦) الى ان الاستثمار مصطلح يستخدم للموجودات في اقامة مشروعات جديدة او منشآت قائمة يعطي عائدا او فائدة اضافية لها.

فالاستثمار يشير الى العمليات التي يقوم بها احد اطراف النشاط الاقتصادي والتي تتمثل في خلق راس المال، وزيادة حجم الموجود منه، بهدف الحصول على مزيد من الاشباع في



المستقبل. اذ ان 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 ; البكاء، ٢٠١٢: ١٤٧).

و عرف (Brigham,et، ٢٠٠٥ :٧٤ ) الاستثمار من الناحية الاقتصادية بأنه هو تخصيص راس المال للحصول على وسائل إنتاجية جديدة أو لتطوير الوسائل الموجودة لغاية زيادة الطاقة الإنتاجية. وينظر (عواد وعبدالله، ٢٠١٦ :١٧٩) ان الاستثمار هو العملية الاقتصادية التي تقوم بتوظيف رؤوس الاموال بهدف شراء مواد الانتاج والتجهيزات وذلك لتحقيق تراكم رأسمالي جديد، ورفع القدرة الانتاجية او تحديد وتعويض راس مال قديم. كما عرفة (102: Brealey ، et ، ٢٠٠٨) الاستثمار على انه تضحية لإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملا في الحصول على إشباع اكبر في المستقبل، لذا فالاستثمار يستمد أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة من المفاهيم الاقتصادية من أهمها :الاستهلاك Consumption، والاقتراض Borrowing، الدخل Income، والادخار Saving، لذا فإنه من الصعوبة فهم مضمون الاستثمار بدون ان تكون هنالك تحليل العلاقة التي تربطه بين هذه المفاهيم الاقتصادية. وبين بأنه عملية تخصيص أو توزيع أموال المنشأة بين الاصول المتداولة (استثمارات قصيرة الأجل) والاصول الثابتة(استثمارات طويلة الأجل) (العامري، ٢٠١٣:٦٤).

ويعد الاستثمار من الوظائف الأساسية لحقل الإدارة المالية، وإن قرارات الاستثمار مهمة حرجة في الإدارة المالية سواء كانت للإفراد ام للمنشأة، ولها تأثير مباشر على ثروة الفرد أو المنشأة ، لان الهدف هو زيادة الثروة بواسطة الاستثمارات التي يتوقع لها عوائد أكثر من كلفتها (Yen&Chong ، ٢٠٠٤ :٢٤٣)

ويرى (Gangadhar & Ramesh، ٢٠٠٦ :١٨٧ ) ان الاستثمار إما أن يكون متعدد الاشكال (Multiple) ، او فرديا (Single) ويقصد بالاستثمار الفردي: شراء أصل واحد فقط حتى لو



تكررت الوحدات المشتراة من هذه الاصول، بينما يكون الاستثمار متعددا إذا تضمن نوعين أو أكثر من الاصول.

وعليه مما تقدم يمكن القول ان الاستثمار توليفة من الاساليب والطرائق التي يستعملها المستثمر من اجل استثمار امواله وزيادة ارباحه.

#### رابعاً: - خصائص الاستثمار

ان الاستثمار ينطوي على مجموعة من الخصائص تعزز من عمليات الاستثمارية بالشكل الذي ينعكس على المستثمر وهي: (علي، ٢٠١٤: ٥٥ ; Bodnaruk & Simonov,2015:522 ; Ljungqvist et al.,2008:3)

- ١) يعد الاستثمار هو عملية توظيف الاموال او استخدامها في مجالات الاعمال الانتاجية.
- ٢) كما يعد الاستثمار في الاموال تتبعها سلسلة من الإيرادات في فترات زمنية متعاقبة كان تكون فصلية او دورية .
- ٣) كما ان عملية الاستثمار يهدف الى زيادة رأس المال او منفعة معنوية لدى الافراد من خلال زيادة ارباحهم.
- ٤) يعمل الاستثمار على توظيف الأموال في الاصول، والممتلكات والحقوق ، والأسهم والسندات ، والأشياء الأخرى ذات القيمة.
- ٥) الاستثمار هو عملية توظيف الاموال او استخدامها.
- ٦) الاستثمار إما أن يكون فردياً «Single» أو متعدد «Multiple» .
- ٧) الاستثمار في الاموال تتبعها سلسلة من الإيرادات في فترات زمنية متعاقبة .
- ٨) الاستثمار يهدف الى زيادة رأس المال او منفعة معنوية.
- ٩) درجة عالية من عدم اليقين والتفاوت الشديد في المعلومات
- ١٠) التمويل المرحلي: - اي على شكل مراحل واحده تلوى الاخرى



## خامساً: أهمية الاستثمار في الاسهم العادية

تكمن أهمية الاستثمار في الاسهم العادية في مجموعة من النقاط المهمة التي يمكن تلخيصها في الاتي: (الدفاعي، ٢٠١١: ٣٥ ; علي وكاظم، ٢٠١٧: ٢١)

١- الاستثمارات تعمل على تنمية الدخل القومي وذلك لان زيادة الاستثمار ستؤدي إلى حدوث زيادة في الدخل الفردي للأشخاص وبالتالي رفع معدلات التنمية الشاملة الاقتصادية والاجتماعية بشكل مباشر وغير مباشر.

٢- إن الاستثمارات تساعد على تطوير وتكوين القاعدة المادية-التكنولوجية للاقتصاد الوطني، وذلك بسبب أن المستثمرين يعملون على إدخال التقنيات الحديثة بسبب إنها تخفض من الجهد والوقت والكلفة. وهذا بدوره سيعمل على تطوير الواقع التكنولوجي في الدولة المعنية.

٣- الاستثمار يساعد على تطور الاقتصاد من الناحية القطاعية، إذ أن زيادة الاستثمار ستزيد من التشابك القطاعي ضمن اقتصاد الدولة الواحدة بسبب ازدياد مدخلات ومخرجات القطاعات وازدياد نسبة استخدام السلع نصف المصنعة.

٤- تعمل الاستثمارات على خلق فرص عمل جديدة وبالتالي تخفيض معدلات البطالة.

٥- توفير مصدر متجدد وبشرط جيد للحصول على العملات او رؤوس الاموال الاجنبية في تمويل برامج التنمية.

٦- تسهيل حصول الدول المضيفة على التقانة الحديثة والمتطورة خاصة لبعض انواع الصناعات

٧- توفير فرص عمل جديدة، فضلا عن المساعدة في تنمية وتدريب الموارد البشرية في الدول المضيفة وإذا كان ذلك يتوقف على ما تضعه تلك الدول من ضوابط وشروط

٨- تزكية المنافسة بين الشركات المحلية، وما يصاحب هذا التنافس مع منافع عديدة تتمثل في خفض الاحتكار وتحفيز الشركات على تحسين نوعية الخدمات والمنتجات

٩- المساعدة في فتح اسواق جديدة للتصدير، لا سيما ان الشركات متعددة الجنسيات لها افضل امكانيات للنفوذ الى اسواق جديدة للتصدير بما تملكه من مهارات تسويقية عالية.

## سادساً: أدوات العملية الاستثمارية

تُعد العملية الاستثمارية من الاصول الحقيقية التي يمكن التعامل بها من خلال مجموعة من الادوات المهمة، والتي يمكن تلخيصها في الاتي:

### ١. الأوراق المالية

تعد الأوراق المالية من ابرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحالي واهمها وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر قد لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى . وتختلف الأوراق المالية فيما بينها من عدة جوانب ، فمن اذ الحقوق المترتبة لحاملها نجد منها ما هو أدوات ملكية (equity instruments) كالأسهم بأنواعها (stocks) ، والضمانات ، ومنها ما هي أدوات دين (debt instruments) كالسندات (bonds)، وشهادات الإيداع ( deposit certificates ) . أما من اذ العائد المتوقع منها، فهناك أوراق مالية متغيرة العائد كالأسهم التي يتغير نصيبها من مقسوم الأرباح (dividend) من سنة لأخرى ، ومنها ذو العائد الثابت كالسند الذي يتحدد كوبونه بنسبة ثابتة من قيمته الاسمية ، أما من اذ درجة الأمان التي توفرها للمستثمر فيمكن ترتيب الأوراق المالية من الأقل مخاطرة فالأكثر مخاطرة مثل : اذونات الخزينة، السندات الحكومية، السندات المضمونة بأصول الشركات التي أصدرتها ، الأوراق التجارية ، الأسهم الممتازة الأسهم العادية، عقود المستقبلات، وأخيرا السندات غير المضمونة (مطر، ١٩٩٩: ٦٥ - ٧٨) .

### ٢. العقارات

إذ يتم الاستثمار فيها بشكلين : أما بالشكل مباشر، وذلك عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (مبان، أراضي). وأما بالشكل غير مباشر، وذلك عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن مصرف عقاري مثلا ، أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية والمعروفة تحت مصطلح (real estate investment trusts) واختصارها (REITS) ، وتصدر هذه المؤسسات أوراق مالية غالبا ما تكون على شكل سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد لتمويل المباني أو لشراء عقارات جديدة. ويلاقى هذا النوع من الاستثمار اهتماما كبيرا من قبل المستثمرين سواء في الأسواق المحلية، او في الأسواق الأجنبية . وقد أخذت معظم الدول بتأسيس مصارف عقارية متخصصة بمنح القروض العقارية ، وقد قامت بتأسيس مجموعة من الشركات المتخصصة بالعقارات . ( Yalcin,et, ٢٠١٧ : ١٠٦٢-١٠٦١ ) .

### ٣. السلع والخدمات

السلع يمكن المحافظة عليها عادة في المخزون، بينما الخدمات يتم انتاجها واستهلاكها في وقت واحد (Heizer et al.,2016:11)، اذ ان هناك سلع تتمتع بمزايا اقتصادية خاصة تجعلها أدوات صالحة للاستثمار، الأمر الذي أدى إلى إنشاء أسواق متخصصة ( بورصات ) للبعض منها على غرار بورصة الأوراق المالية . ومن الأمثلة على ذلك بورصة القطن في مصر ونيويورك وبورصة الذهب في لندن وبورصة الشاي في سيلان وبورصة البن في البرازيل . ويتم التعامل مع المستثمرين في هذه الأسواق من خلال عقود خاصة تعرف باسم عقود المستقبلات (future contracts) وهي عقود بيع بين طرفين، الطرف الأول هو منتج السلعة والطرف الثاني هو وكيل أو سمسار وفي الغالب ما يكون مكتب سمسة، اذ يتعهد المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة من سلعة معينة وبتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على هامش ربح يدعى بالهامش (margin) يتحدد بنسبة معينة من قيمة العقد.

#### ٤ . المنشآت الاقتصادية

يمكن اعتبار المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار انتشارا، إذ تتنوع أنشطتها ما بين صناعي وتجاري وزراعي وخدمي، وهناك مشاريع اقتصادية تتخصص بتجارة أو صناعة السلع، وأخرى تتخصص بتجارة أو صناعة الخدمات . ويعد المشروع الاقتصادي من أدوات الاستثمار الحقيقية لأنه يقوم على أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات ووسائل النقل والإفراد العاملين... الخ . إذ إن تشغيل هذه الأصول معا يؤدي إلى إنتاج قيمة مضافة تزيد من ثروة المالكين ومن ثم زيادة الناتج القومي للبلاد . ( Bhatia & Chhabra، ٢٠١٧ :٣٤ ) ويؤدي الاستثمار في المشروعات الاقتصادية دورا اجتماعيا بارزا اكبر من غيره من أوجه الاستثمار الأخرى . إذ إن المشروعات الاقتصادية تنتج سلعاً أو خدمات تحقق الإشباع الحقيقي لأفراد المجتمع، فضلاً عن توظيف الجزء الأكبر من العمالة الوطنية، ومن ثم فهي تعد مصدراً رئيسياً لدخولهم . (١٦٢ : Edwards،٢٠١٥).

#### ٥ . العملات الأجنبية

أخذت أسواق العملات الأجنبية تجذب اهتمام كثير من المستثمرين في الآونة الأخيرة، وتنتشر هذه الأسواق في شتى أرجاء العالم مثل نيويورك ولندن وفرانكفورت وباريس وطوكيو وغيرها . وتتميز أسواق العملات الأجنبية عن غيرها من الأسواق بعنصرين : العنصر الأول هو الحساسية





العالية للظروف الاقتصادية والسياسية، الأمر الذي يزيد من درجة مخاطرة الاستثمار في هذه الأسواق، ولعل من أهم المخاطر هي مخاطرة أسعار الفائدة ومخاطرة السيولة ومخاطر الائتمان . أما العنصر الثاني فهو افتقار هذه الأسواق إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية، إذ يتم التعامل فيها بواسطة أدوات الاتصال الحديثة. (Király & Simonovits، ٢٠١٧ : ١٦٤٨)

#### ٦. المعادن الثمينة

يعد الاستثمار في المعادن الثمينة مثل الذهب والفضة والبلاتين وغيرها، من مجالات الاستثمار الحقيقية . وهناك أسواق منظمة للمعادن الثمينة كسوق لندن وسوق زيورخ وسوق هونغ كونغ . ويتخذ الاستثمار بالمعادن الثمينة عامة والذهب منها بصورة خاصة أشكالاً متعددة منها:

- أ. الشراء والبيع المباشر .
- ب. ودائع الذهب (gold deposits) التي تودع بالمصارف إلا أن فوائدها تكون منخفضة نسبياً .
- ج. المقايضة أو المبادلة بالذهب ( gold swaps ) على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية . ( Cui, et، ٢٠١٦ : ١٢٥ )

#### ٧. صناديق الاستثمار

صندوق الاستثمار هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذي عمر محدد تنشئه مؤسسة مالية متخصصة وذات خبرة واسعة في مجال إدارة الاستثمارات كالمصارف وشركات الاستثمار وذلك بغرض تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين عوائد مجزية وبمستويات معقولة من المخاطرة وذلك من خلال الاستفادة من مزايا التنوع في تقليل المخاطرة . ويعد صندوق الاستثمار أداة مالية مركبة بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها أموال الصندوق، إذ تمارس صناديق الاستثمار عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعاً وشراءً . ويمكن تكوين صناديق استثمار عقارية للمتاجرة بالعقارات (Meidner، et، ٢٠١٧ : ٢٥٦).

#### سابعاً: أنواع الاستثمار

يعد الاستثمار من الوظائف الأساسية لحقل الإدارة المالية وخاصة في عمليات الشركات الانتاجية ، وان قرارات الاستثمار مهمة في الإدارة المالية سواء كانت للإفراد ام للشركات، ولها

تأثير مباشر على ثروة الفرد أو الشركة. لذا فان من اهم انواع الاستثمار وهي : (٣٩٧ : ٢٠١٦ ،  
( Liu & Tawn ) و ( Xu & Shiina ، ٢٠١٨ : ١٧ )

١. الاستثمار الأجنبي المباشر : هناك من يعده استثماراً دولياً فعلاً ويرمز له ( Direct)DFI Foreign Investment ويُعرف على إنه " الأموال التي تنفقها المنشأة المحلية بغرض إنشاء وحدات إنتاجية خارجية. كما ان الاستثمار يعرف بانه عبارة عن استثمار حقيقي طويل الامد في اصول انتاجية، وان هذا النوع من الاستثمار يقوم به شخص طبيعي او معنوي (شركة مثلاً) يقيم في بلد ويستثمر امواله في بلد اخر ويعني ضمناً ان المستثمر الاجنبي يمارس درجة مهمة من التأثير على ادارة المشروع المقام في بلد اخر غير بلده الام والذي يجب ان يتميز باستقراره السياسي وعدم تعرضه الى ازمات اقتصادية من اجل نجاح سعيه وتحقيق هدفه الاساس المتمثل في تحقيق اقصى الازياح والعوائد، اذ يعتبر الاستثمار الاجنبي المباشر من التحويلات المالية التي لا تمثل عبئ مديونية لانه لا يمثل اقتراضاً وان معظم الاستثمار الاجنبي المباشر العالمي يتم من قبل الشركات المتعددة الجنسيات (عابرة القوميات او عابرة القارات) لانه الشركة منها مؤسسة ذات فرع او شركة منتسبة او شركة اجنبية تابعة او اكثر وتقوم في الاستثمار في انتاجية او مبيعات او انتاج او تشغيل الفروع والتسهيلات الاجنبية وتعود اهمية الشركات الى امتلاكها لاحتياجات مالية كبيرة ومتزايدة تجعلها دائماً بحاجة الى استثمار مستمر، فضلاً عن امتلاكها قدرات تنظيمية مادية وتقنية، اضافة الى امتلاكها معرفة خاصة بالاسواق واحتكارها للتكنولوجيا، وسهولة حصولها على التمويل اللازم لذلك فان معظم الاستثمار الاجنبي المباشر يتم من قبل هذه الشركات (جاسم، ٢٠١٧ : ٢١٩-٢٢١).

ويعرف أيضاً بأنه استثمار طويل الأجل في اصول استثمارية إنتاجية، تتميز بنفوذ مباشر لصاحبه من خلال الملكية الكاملة او الجزئية التي تكفل له السيطرة على إدارة المشروع، ويحدد الحد الأدنى لهذه الملكية بنسبة (١٥%)، والحد الأعلى قد يصل الى (٥٠%) وتختلف هذه النسب بين حديها حسب سياسة البلد فمثلاً في الولايات المتحدة واليابان تصل الى (١٥%) وفي المانيا تصل الى (٢٥%) . ( Bodnaruk & Simonov ، ٢٠١٥ : ٥٢٢ )

٢. الاستثمار الأجنبي غير المباشر : الاستثمارات غير المباشرة تتضمن أسهم رأس المال بنسب اقل من (١٥%) وتشمل الأسهم والسندات بمعنى المضاربة والإفادة من ظروف الأسعار ويكون سقفها الزمني عادة قصير المدى ولا يمنع سلطة إدارية لصاحبه. وينقسم الى الانواع التالية:

( Choi et al.,2017:21-22 ; Ryan et al.,2016:293 ; Michael et al.,2015:111 ; Petrov et al.,2018:288 ; ابراهيم، ٢٠١٦ : ٣٨ )

أ- الاستثمار الحقيقي : هو الاستثمار في اصول لها قيمة اقتصادية في حد ذاتها ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة او على شكل خدمة فالعقار والمصانع اصل حقيقي.

ب- الاستثمار المالي : هو شراء تكوين رأسمالي موجود وهذا يعني شراء حصة في رأسمال ( أسهم ) او حصة في قرض ( سند او شهادة إيداع ) تعطي مالكة حق المطالبة بالإرباح او الفوائد والحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة، وتعد من المعايير النوعية التي تأخذ بنظر الاعتبار نوع الأصل، وهناك معيار آخر لتبويب مجالات الاستثمار إضافة الى المعيار النوعي وهو المعيار الجغرافي وبناء على هذا المعيار يمكن تبويب الاستثمارات الى نوعين من الاستثمارات والتي تلعب دوراً مهماً في بناء الاسس الدولية ومنها استثمارات محلية واستثمارات خارجية.

ت- الاستثمارات المحلية : هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة من العقارات والأوراق المالية .

ث- الاستثمارات الخارجية : وهي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة وتتم هذه الاستثمارات أما بشكل مباشر او غير مباشر.

ج- الاستثمار الداخلي:- وهو الذي يتم في داخل بلد المستثمر

ثامناً: العائد



يعرف العائد بأنه الربح الكلي (Total profit)، أو الخسارة الكلية (Total Loss) الناتجة من الاستثمار خلال مدة زمنية محددة (Gitman,2000:237)، أو هو كل التدفقات النقدية (Cash Flow) التي يحصل عليها المستثمر زائداً التغير في القيمة السوقية (Market Value) لأداة الاستثمار. (Horne & Jr ، 2009 ، 97). كما يعرفه (Gitman,2000:237) العائد بأنه عبارة عن عمليات ناتجة من خلال خساره او ربح في العمليات الاستثمارية وخلال مده زمنية محدد. اضافة الى ان العائد يمثل عبارة عن مجموعة من الأرباح ( الخسائر ) الكلية المتحققة من استثمار معين خلال مدة محددة من الزمن.

ويضيف ( العامري ، 1995 : 178 ) ان العائد مؤشراً أساسياً يتم اعتماده في تحليل الاستثمار بالأسهم العادية ويعتبر مقياساً مناسباً يجري في ضوءه ترتيب الأسهم العادية والمفاضلة فيما بينها. ويجب على المستثمر توخي الحرص عند تحديد العائد والمخاطرة لانهما العاملان الأساسيان اللذان يحكمان القرار الاستثماري ، فالمستثمر يسعى إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة من المخاطرة ، إلا إن هنالك تعارضاً بين العاملين إذ إنه كلما ارتفع معدل العائد المتوقع من الاستثمار كلما زادت درجة المخاطرة. لذا فان عوائد الاصول المالية تتمثل في ثلاثة أشكال مهمة ( رمضان ، 1998 : 239 ) .

1 . توزيع الأرباح : إذا كانت هذه الاصول تمثل حقوقاً من أموال ملكية مثل الأسهم ، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين .

2. الفوائد: إذا كانت الاصول المالية تمثل أموال اقتراض 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 من الشركة المقترضة (التي أصدرت هذه السندات) .

3. الأرباح الرأسمالية: تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الاصول المالية ، فحامل السهم أو حامل السند اذا استطاع ان يبيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو الربح الرأسمالي.

ومن خلال ما تقدم اعلاه يمكن القول ان العائد يمثل أي زيادة في أو نقصان في ثروة المستثمر التي يمكن ان تحقق عائد او ارباح سواء أكانت نقدية او رأسمالية نتيجة الاستثمار خلال مدة زمنية محددة ، وهو دالة لمستوى المخاطرة المصاحبة للاستثمار .

### تاسعاً: المخاطرة

تعد المخاطرة من اهم التحديات التي تواجهها الشركات اليوم وخاصة في منظمات الاعمال والاسواق المالية لذا تعرف المخاطرة على أنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية الناتجة من الاستثمار ( Weston & Brigham, 1981: 93 ).

كما يعرفها ( Archer , et.al. , 1983 : 22 ) بأنها احتمال اختلاف العائد المتوقع من العائد المتوقع من الاستثمارات. أو هي احتمال تقلب العوائد المستقبلية للقرارات المالية ، فالقرارات المالية المتعلقة بالتمويل تؤثر في احتمال تقلب العوائد التي تحققها المنشأة ، فزيادة اعتماد المنشأة على الاقتراض لتمويل موجوداتها تسهم في زيادة العائد المتوقع ، إلا أن ذلك يزيد بنفس الوقت من مخاطرة المنشأة المتمثلة في عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية المتمثلة بفوائد القروض . ( العامري ، 1990 : 35 ). وتعد المخاطرة من الامور المهمة التي يجب ان تأخذها الشركات بنظر الاعتبار عند اتخاذها للقرارات المالية، اذ هناك ثلاث حالات وهي :

( Foerster, ٢٠١٥ : ١٩٨ ; Mayer et al., 1992: 133 )

1. التأكيد : هي حالة يؤدي فيها اتخاذ قرار الى نتيجة واحدة معروفة ، أي أن صاحب القرار يعرف النتيجة التي سينتهي اليها قراره ، وتدعى هذه الحالة معرفة كاملة بالمستقبل .
2. المخاطرة : هي حالة يؤدي فيها اتخاذ القرار الى واحدة من مجموعة نتائج ممكنة وأن صاحب القرار يعرف احتمالات ( Probabilities ) حدوث كل من هذه النتائج وتعد هذه الحالة معرفة جزئية بالمستقبل .



3. عدم التأكد : هي حالة يؤدي فيها اتخاذ القرار الى مجموعة من النتائج الممكنة ، لكن احتمالات حدوث كل منها غير معروفة كما أن أي تقدير لاحتمالات في هذه الحالة يكون غير ذي معنى وتوصف هذه الحالة بالجهل الكامل بالمستقبل .

كما تعرف المخاطرة بانها إمكان التعرض الى الخسارة أو الضرر أو المجازفة اي انها تتضمن حصول احداث غير مرغوب فيها، أو هي اختلاف العوائد الفعلية عن المتوقعة، وتعرف بانها عدم التأكد (Uncertainty) في الحصول على العوائد المستقبلية.

وترى الباحثة ان المخاطرة هي إمكان التعرض الى الخسارة أو الضرر الناتجة من تقلب العوائد (Return Volatility)، بسبب الغموض (Ambiguity)، وعدم التأكد المصاحب للقرارات المستقبلية.

### عاشراً: انواع المخاطرة

ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المخاطرة هي :

١. المخاطرة النظامية (Systematic Risk) تسمى المخاطرة النظامية احياناً بمخاطرة السوق (Market Risk)، أو المخاطرة التي لا يمكن تجنبها (Unavoidable Risk)، اذ انها تشير الى ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد والتي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار الأوراق المالية بعامة. وتقاس هذه المخاطرة بالبيتا . ويرجع اصل المخاطرة النظامية الى ( The Sources Of Systematic Risk) وهناك عدة اشكال للمخاطرة النظامية هي:

( Rose ،1999 :210 ; Jones,2000 :293 ; Bodie,et.al.,2004:194)

أ.مخاطرة القوة الشرائية : وهي المخاطرة التي تواجه المستثمرين في الاصول المالية والناتجة عن اللاتأكد حول أثر التضخم في العوائد التي تحققها هذه الاصول .ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة .

ب- مخاطرة معدل الفائدة : وهي التقلبات التي تحدث في عائد الاوراق المالية بسبب التغيير الذي يحصل في مستويات معدل الفائدة



وهناك نوعان من مخاطر معدل الفائدة مرتبطان بالاستثمار في الأوراق المالية وهما :

✓ **مخاطرة السعر** : وهي مخاطرة انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد الثابت عند ارتفاع معدلات الفائدة مثل الأوراق المالية الطويلة الأجل التي تُعد أكثر عرضة لمخاطر السعر في حالة ارتفاع معدلات الفائدة

✓ **مخاطرة إعادة الاستثمار** : وهي المخاطرة الناجمة عن عدم إمكانية استثمار الأوراق المالية بنفس معدلات العائد ومثال ذلك الأوراق المالية قصيرة الأجل لأنه في حالة انخفاض معدل الفائدة يكون من الصعب إعادة استثمارها بنفس معدل العائد السابق، وتتسبب هذه المخاطرة كنتيجة لاحتمال وقوع بعض الأحداث المحلية أو العالمية العامة كإجراء تغييرات هامة في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى ترتبط معها بعلاقة وثيقة أو نشوب حرب أو حدوث تغييرات في تفضيلات المستهلكين .

٢. **المخاطرة اللانظامية (Unsystematic Risk)** تعرف المخاطرة اللانظامية بالمخاطرة الخاصة (Specific Risk) أو المخاطرة القابلة للتنويع (Diversifiable Risk)، وهي: ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تكون فريدة (Unique) أو خاصة بالشركة، أو الصناعة، ويمكن للمستثمر التخلص منها بتنويع محفظته وتقاس بالتباين، أو الانحراف المعياري. ( EHRHARDT & BRIGHAM، 2011، 238) وترجع مصادر المخاطرة غير النظامية ( Unsystematic Risk Sources) إلى :

( مطر ، 1999 : 50 - 51 ; هندي ، 2000 : 415 ; Chandra,2011:974 )

أ. **مخاطر الإدارة** :وهي المخاطر التي تنشأ بسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة والتي 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 الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كإزمات الطاقة واضرابات العمال .

ب. مخاطر الصناعة : وهي مخاطر تنجم عن ظروف خاصة بالصناعة كصعوبة توفير المواد الأولية اللازمة ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية ، وهناك أيضاً التأثيرات المتمثلة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الأقتصاديات المتطورة فضلاً عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة

ج. مخاطر الدورات التجارية : ويقصد بها الدورات التجارية التي يقتصر تأثيرها على منشأة معينة أو صناعة معينة وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالي لذا يصعب التنبؤ بحدوثها.

٣. المخاطرة الكلية (Total Risk): وتعرف بانها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في الأوراق المالية أو أي مجال استثماري آخر، وانها تشكل حاصل جمع المخاطرة النظامية مع المخاطرة غير النظامية.

### احدى عشر: مؤشرات تقييم الاسهم العادية

تعد مؤشرات تقييم الاسهم العادية من الخطوات التي تسعى الباحثة الى ايجاد قيمة حصة من الأسهم العادية التي تساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية (أرباح الأسهم) التي من المتوقع أن توفرها وعلى الرغم من أن أحد المساهمين يستطيع كسب مكاسب رأس المال عن طريق بيع الأسهم بسعر أعلى من المبلغ المدفوع أصلاً ، فإن ما يدفعه المشتري حقاً هو من أجل الحصول على جميع الأرباح المستقبلية. ماذا عن الأسهم التي لا تدفع أرباحاً في الوقت الحالي فهذه الأسهم لها قيمة تعزى إلى تدفق الأرباح في المستقبل أو إلى عائدات بيع الشركة. لذلك فإن من مؤشرات تقييم الاسهم العادية هي: (Gitman & Zutter, 2015: ٢٦٨)

#### ١. مؤشر مضاعف الأرباح

يتم حساب هذا المؤشر من خلال قياس القيمة الحقيقية والتي هي احدى مؤشرات قياس القيمة العادلة للسهم الواحد والتي بينتها الادبيات المختصة في ادارة الماليه ، وان لهذا المؤشر (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 وإن المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته ، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة القادمة ويمكن الحصول على تقدير ماتكون عليه قيمة السهم العادلة في السوق المالي ، ويمكن صياغة هذا المؤشر من خلال المعادلة الآتية معطياتها أدنى وهي : (John & James، ٢٠٠٩ : ٨١) و (صالح و اسماعيل ، ٢٠١٦ : ١٣).

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{(M)(E)}{(1+K)^t} \dots\dots\dots (1-18)$$

اذ ان :

(V): يمثل هذا الرمز القيمة العادلة للسهم

(m): تمثل مضاعف قيمة السهم في السوق الى الربحية .

(E): يمثل هذا الرمز ربحية السهم العادي .

(K): يمثل معدل العائد المطلوب.

ولكي يتم قياس القيمة الأدلة للسهم الواحد ينبغي استخراج معطيات المعادلة القيمة العادلة للسهم ومن خلال حساب كل معطى بشكل خاص ثم بعد ذلك يتم استخراج القيمة العادلة لكل سهم ، ولاحتساب معدل العائد المطلوب (K) يتم تطبيق المعادلة الآتية وهي :

$$K = R_{fr} + \beta(R_s - R_{fr}) \dots\dots\dots (1-19)$$

اذ ان :

(K) : يمثل معدل العائد المطلوب

$\beta_i$ : يمثل هذا الرمز معامل بيتا.

$R_{fr}$  = يمثل هذا الرمز المعدل الخالي من المخاطرة.

$R_s$  = يمثل هذه الرمز العائد السوقي للسهم الواحد لكل منشأة.

اذ يعد معدل العائد المطلوب هو ادنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرين لتعويضهم عن المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل ، وهو المعدل الذي يطلبه المستثمرين على الاصول ذات المخاطرة .

لذا يعتبر العائد الخالي من المخاطرة هو العائد على الورقة المالية ذات دخل الثابت والتي تصدرها الجهات الحكومية القادرة على السداد ما عليها من الالتزامات اتجاه حاملي الاوراق المالية. . ( John& James، ٢٠٠٩ : ٨٣ )

كما ان لمؤشر مضاعف الارياح من خلال قياس معدل العائد السوقي للسهم والذي يعبر عن ( RS ) ومن خلال المعادلة الاتية وهي:

$$R_s = \frac{p_0 - p_1 + D_i}{p_1} \dots\dots\dots (1-20)$$

اذ ان :

$R_s$  = يمثل هذا الرمز الى عائد السوقي للسهم .

$p_0$  = يمثل هذا الرمز بسعر الاغلاق السوقي .

$p_1$  = يمثل هذا الرمز بسعر الافتتاح .

$D_i$  = يمثل هذه الرمز بالتوزيعات للريح للسهم الواحد .

كما ان لمؤشر المضاعف للارياح يمكن ان تحاسبه من خلال معامل بيتا (B) والذي يقياس المخاطرة المنتظمة في المحفظة الاستثمار ، فكلما ارتفعت قيمة المؤشر دل ذلك على اداء افضل للمحفظة المالية محل التقييم ، وكما يقاس معامل بيتا (B) وفق المعادلة الاتية : (٤٢٥ : ٢٠١١ ، Stanley.et )

$$\beta = \frac{cov(R_s R_m)}{\sigma^2 R_m} \dots\dots\dots (1-21)$$

اذ ان :

$COV (R_s, R_m)$  : التباين المشترك والتي يتضمن معامل الارتباط بين العائدين  $\times$  الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية  $\times$  الانحراف المعياري لعائد السوق).

$(R_s)$  : ويمثل هذا الرمز العائد سوقي للسهم الواحد.

$(R_m)$  : ويمثل العائد على محفظة السوق.

$\sigma^2 R_m$  : ويمثل معامل التباين للعائد السوقي للسهم في السوق.

لذا فان معامل بيتا هو مقياس احصائي يقيس مدة مخاطرة المنتظمة ، وهي المخاطر الشائعة للأوراق المالية في الاسواق وكما يقاس معامل بيتا من خلال حساسية عائد الاوراق المالية تجاه عائد المحفظة في السوق او المنشأة والتي تم التطرق اليها في معامل بيتا. (٨١ : ٢٠٠٩ ، John&James ) و(عبد الزهرة واخرون، ٢٠١٢ : ٢٠٦)

## ٢. مؤشر التدفق النقدي

يعد التدفق النقدي من الموضوعات التي تُعد شرياناً لحياه الاعمال التجارية فان التدفق النقدي اداة مهمه للتشخيص وتقويم رؤية للمنشأة من خلال تدفقاتها النقدية ، لذا فان المقولة المشهورة تقول "المال هو الملك" وهي مقولة قديمة في مجال التمويل، لذا فان التدفق النقدي هو شريان الحياة للمنشأة هو المكون الأساسي في أي مؤشر تقييم مالي. وسواء أراد المحلل وضع قيمة على استثمار تقوم شركة ما في دراسته أو كان الهدف هو تقييم الشركة نفسها ، فإن تقدير التدفق النقدي هو أمر أساسي لعملية التقييم.

كما يقدر مؤشر خصم الأرباح حصة واحدة من الأسهم. في مؤشر إجمالي المدفوعات ، نقيم أولاً قيمة أسهم الشركة ، بدلاً من مجرد سهم واحد. ويذهب مؤشر التدفق النقدي الحر المخصوم خطوة أخرى إلى الأمام ويبدأ بتحديد القيمة الإجمالية للشركة لجميع المستثمرين - سواء أصحاب الأسهم أو أصحاب الديون. نبدأ بتقدير قيمة المؤسسة من خلال المعادلة الآتية:

قيمة المؤسسة = القيمة السوقية للأسهم + الديون - النقدية ..... (٢٢-١)

كما يمكننا تقدير قيمة المؤسسة؟ من خلالها نحسب القيمة الحالية لإجمالي أرباح الشركة لحاملي الأسهم. وبالمثل ، لتقدير قيمة الشركة ، نحسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة (FCF) التي تمتلكها الشركة لتسديد جميع المستثمرين ، سواء من أصحاب الديون أو الأسهم. بإجراء نفس الحساب للشركة بأكملها: (Berk et al., 2015 :٣٢٨)

التدفق النقدي الحر - العائد قبل احتساب الفائدة والضرائب (١ - معدل الضريبة) + الاستهلاك - النفقات  
الرأسمالية - الزيادات في صافي رأس المال العامل ..... (٢٣-١)

كما نلاحظ أيضا أن التدفقات النقدية للمنشأة تنقسم إلى ثلاث فئات أو مجاميع وهي: (١١٠):  
(Gitman & Zutter ، ٢٠١٥)

١. التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية: يشمل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية التدفقات النقدية الداخلة والخارجة مباشرة المرتبطة ببيع وإنتاج منتجات الشركة وخدماتها.
٢. التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار: يشمل التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية التدفقات النقدية المرتبطة بشراء وبيع الأصول الثابتة والاستثمارات في الأسهم في شركات أخرى. من الواضح أن عمليات الشراء سوف تؤدي إلى تدفقات نقدية خارجية، في حين أن عمليات المبيعات سوف تولد تدفقات نقدية.
٣. التدفق النقدي من أنشطة التمويل: ويشمل التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية من معاملات تمويل الديون والأسهم. قد يؤدي سداد الديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل إلى تدفق نقدي مماثل. سداد الديون سيؤدي إلى تدفق. وبالمثل ، سيؤدي بيع أسهم الشركة إلى تدفق نقدي ؛ إعادة شراء الأسهم أو دفع أرباح نقدية سيؤدي إلى تدفق.

وكما يضيف تصنيف التدفقات الداخلة والخارجة من النقد يلخص بيان التدفقات النقدية ، في الواقع ، التدفقات الداخلة والخارجة من النقد خلال فترة معينة. ويوضح الجدول (٦) التدفقات الأساسية أو الداخلية (المصادر) والتدفقات الخارجية (الاستخدامات) من النقد. وعلى سبيل المثال ، إذا زاد رصيد حسابات الشركة المستحقة الدفع بمقدار ١٠٠٠ دولار خلال السنة ، فسيكون هذا



التغيير بمثابة تدفق نقدي. وسيكون هذا التغيير بمثابة تدفق للنقد إذا زاد مخزون الشركة بمبلغ ٢٥٠٠ دولار. (Gitman & Zutter ، ٢٠١٥ :١١٤)

الجدول ( ٦ ) التدفقات النقدية الداخلية والخارجية

التدفقات النقدية الداخلية	التدفقات النقدية الخارجية
انخفاض في أي أصل	زيادة في أي أصل
زيادة في أي مسؤولية	انخفاض في أي مسؤولية
صافي الأرباح بعد الضرائب	صافي الخسارة بعد الضرائب الموزعة
الاستهلاك وغيرها كالرسوم غير نقدية و بيع الأسهم	إعادة شراء أو تقاعد الأسهم

المصدر: من اعداد الباحثة استناداً الى (Lawrence et al.,2015)

Lawrence J. Gitman ،Chad J. Zutter ،2015 ،Principles Of Managerial Finance Brief ،Copyright By Pearson Education, Inc. All Rights Reserved. Manufactured In The United States Of America.

٣. القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة (Benzion and Yagil):

يعد مؤشر (Benzion Yagil ،1987) من المؤشرات التي كان لها الدور البارز في احتساب القيمة الحقيقية للاسهم ، ولكن قبل التطرق والتجرب في المؤشر لا بد التطرق الى القيمة الحقيقية والقيمة السوقية لهذا المؤشر لذا ذكر(Aragon,1981:146) ان الهدف الرئيس للإدارة المالية في تعظيم ثروة المساهمين، ولتعظيم ثروة المساهمين على الإدارة تعظيم القيمة السوقية للسهم، ولكن قد تزداد القيمة السوقية للسهم بلا تزايد كبير في ثروة المساهمين، وتسهم القيمة السوقية في قياس القيمة الحقيقية المضافة للقيمة السوقية للسهم، وتمثل مؤشراً على كفاءة الإدارة في توظيف رأس المال بما ينعكس في زيادة ثروة المساهمين، وبموجب القيمة السوقية فان ما يجب تعظيمه



ليس سعر السهم بل الفرق بين القيمة السوقية لحق الملكية وبين رأس المال الممتلك، أي أن:

القيمة السوقية = القيمة السوقية لحق الملكية - رأس المال الممتلك المستثمر

(McMenamin, 1999:279) كما يمكن حساب القيمة السوقية على أساس رأس المال

الكلي (الممتلك والمقترض) كالآتي:

القيمة السوقية = القيمة السوقية للمنشأة - رأس المال الكلي

ويقصد بالقيمة السوقية للمنشأة مجموع قيم كل الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة في السوق.

لذا فان مؤشر (Benzion Yagil, 1987) ينص على لحساب القيمة الحقيقية للسهم من

خلال الصيغة او المعادلة الآتية وهي:

$$P = \frac{e}{r} \left(1 + \frac{r}{1+k}\right) \dots\dots\dots (1-24)$$

اذ ان :

(P) :القيمة الحقيقية للسهم.

(e) :ربحية السهم الواحد.

(r) :معدل العائد المالي من المخاطرة.

(k) :معدل العائد المطلوب.

اذ ان هذا المؤشر اشتق من خلال نسبة (P, E) والتي تفترض ان المستثمر يدفع السعر للحصول على الارباح المتحققة للمنشأة كمقسوم نقدي وتفترض هذا المؤشر ان ربحية السهم الواحد مستقلة بمرور الزمن وفي ظل التأكد التام والتي تون القيمة الحقيقية للسهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة، لذا فان من الانتقادات التي يمكن ان توجه الى هذا المؤشر هي افتراضات التوزيع الكامل للأرباح وهذا الافتراض غير منطقي في الواقع العملي اذ ان عموم المنشآت او الشركات تحتجز جزء من هذه الارباح لأغراض قانونية وتمويل ذاتي. (حسن ، ٢٠٠٥ :٩٣).



كما ان الغرض والتكليف المؤشر مع الواقع العملي فان ربحية السهم الت يفترضها يتم استبدالها بمقسوم الارباح للسهم الواحد ، وان المبرر من هذا التغيير هو ان المستثمران يدفع السعر لشراء مجرى الارباح المتوقع الحصول عليها واستلامها في المستقبل ، ونظراً لعدم الاستقرار البيئية الحقيقية ووجود عناصر المخاطرة والتهديدات في الغالب وفي ظل الظروف الاستثنائية الحالية والتي تم ترجيح قيمة التأكد التام بمعدل الخصم المعادل المحسوب بالمعادلة الاصلية لذا فان الصيغة او المعادلة هي: (حسن ، ٢٠٠٥ : ٩٣)

$$P = \frac{D}{r} \left( \frac{e}{r} + \frac{1}{1+k} \right) \dots\dots\dots (1-25)$$

اذ ان :

(P) : القيمة الحقيقية للسهم.

(e) : ربحية السهم الواحد.

(r) : معدل العائد المالي من المخاطرة.

(k) : معدل العائد المطلوب.

اثنا عشر: مؤشرات اخرى لتقييم الأسهم

أن قيمة الشركة هي PV لتقديراتها المستقبلية لذا فكيف نطبق هذه الفكرة في الممارسة او التطبيق؟ تمثل المعادلة .

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div^t}{(1+r)^t} \dots\dots\dots (1-26)$$

مؤشرا عامًا جدًا وقابلة للتطبيق بغض النظر عما إذا كان مستوى الأرباح الموزعة يتزايد أو يتذبذب أو ثابتًا. يمكن تبسيط المؤشر العام إذا كان من المتوقع أن تتبع أرباح الشركة أيًا من ثلاثة أنماط أساسية:

(١) نمو صفري .

(٢) نمو ثابت .



(٣) نمو غير ثابت.

حيث ان نماذج توزيع الأرباح

$$P_0 = \frac{\text{Div}}{r} \quad \text{النمو الصفري} .$$

$$P_0 = \frac{\text{Div}}{r-g} \quad \text{نمو ثابت}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Div} (1 + g_1)^t}{(1 + r)^t} + \frac{\text{Div}_{T+1}}{r - g_2} \frac{1}{(1 + r)^T} \quad \text{النمو غير الثابت}$$

( Ross et, ٢٠١٥ : ١٥٤-١٥٣ )

#### ١. مؤشر النمو الصفري

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

$$P = \frac{D_t}{K_e} \quad \dots\dots\dots (1-27)$$

اذ ان:

$$P = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

$$D_t = \text{توزيعات الارباح المتوقعة}$$

$$K_e = \text{سعر الخصم المناسب}$$

ان الطريقة الأبسط لتقييم الأرباح هو مؤشر النمو الصفري، يفترض ثابت غير مجرى الأرباح، وتزايد. من اذ 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:





$$D_1 = D_2 = D_3 = D \dots\dots\dots (1-28) \text{ ثابت}$$

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

$$P_0 = D_1 \times \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+R)^t} = D_1 \times \frac{1}{R} = \frac{D_1}{R} \dots\dots\dots (1-29)$$

لذا ، فإن قيمة السهم هي:

$$P_0 = \frac{D}{(1+R)^1} + \frac{D}{(1+R)^2} + \frac{D}{(1+R)^3} + \frac{D}{(1+R)^4} + \frac{D}{(1+R)^5} + \dots \dots\dots (1-30)$$

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

$$P_0 = D/R \dots\dots\dots (1-31)$$

اذ ان  $R$  هي العائد المطلوب.

لذا فان مؤشر 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 نظريًا. (Ross et ، ٢٠١٧: ٢٠٨) و(عبيدات ، ٢٠٠٨ : ٢)

## ٢. مؤشر النمو الثابت

يعتبر مؤشر النمو الثابت من المؤشرات التي تهدف الى جعل مستوى ثابت من الأرباح 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)

$$P = \frac{D_t}{(K_e - g)} \dots\dots\dots (1-32)$$

اذ ان:

$$P = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

$$D_t = \text{توزيعات الارباح المتوقعة}$$

$$K_e = \text{سعر الخصم المناسب}$$

$$g = \text{نسبة نمو توزيعات الارباح}$$

كما ويدل نهج تقييم الأرباح الموزَّع الأكثر شيوعًا ، وهو مؤشر 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 ،  $r_s$  ، هو شرط رياضي ضروري لاشتقاق هذا المؤشر عن طريق ترك  $D_0$  يمثل أحدث عائد ، يمكننا كتابة المعادلة :

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)^1}{(1 + r_s)^1} + \frac{D_0 \times (1 + g)^2}{(1 + r_s)^2} + \dots + \frac{D_0 \times (1 + g)^{\infty}}{(1 + r_s)^{\infty}} \dots (1-33)$$

فإذا قمنا بتبسيط المعادلة فيمكن إعادة كتابتها لتصبح :

$$P_0 = \frac{D_1}{r_s - g} \dots (1-34)$$

لذا فان مؤشر النمو الثابت في المعادلة هو يطلق عليه مؤشر نمو **Gordon**.

لذا فان مؤشر **Gordon** يقدر نمو قيمة سهم الشركة باستخدام افتراض النمو الثابت في المدفوعات التي تقدمها الشركة لمساهميها في الأسهم العادية. والمدخلات الرئيسية الثلاثة في المؤشر هي توزيعات الأرباح لكل سهم ، ومعدل النمو في توزيعات الأرباح لكل سهم ، ومعدل العائد المطلوب. تمثل الأرباح الموزعة ( $D$ ) للسهم المدفوعات السنوية التي تقدمها الشركة

لمساهمتها في الأسهم العادية ، في حين أن معدل النمو (G) في توزيعات الأرباح لكل سهم هو مقدار معدل زيادة الأرباح لكل سهم من سنة إلى أخرى. معدل العائد المطلوب (K) هو الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يرغب المستثمرون في قبوله عند شراء أسهم الشركة ، وهناك مؤشرات متعددة يستخدمها المستثمرون لتقدير هذا المعدل.

يفترض مؤشر Gordon Growth وجود شركة للأبد ويدفع توزيعات الأرباح لكل سهم والتي تزداد بمعدل ثابت. لتقدير قيمة السهم ، يأخذ المؤشر سلسلة غير محدودة من الأرباح لكل سهم ويخزنها مرة أخرى في الوقت الحالي باستخدام معدل العائد المطلوب. والنتيجة هي صيغة بسيطة ، تعتمد على الخصائص الرياضية لسلسلة لا نهائية من الأرقام التي تنمو بمعدل ثابت. (Gitman & Zutter، ٢٠١٥ : ٢٧١)

### ٣. مؤشر النمو المتغير او غير الثابت

لا تسمح مؤشرات الأسهم العادية ذات النمو الصفري والثابت بأي تحول في معدلات النمو المتوقعة. نظرًا لأن معدلات النمو المستقبلية قد ترتفع أو تنخفض بسبب تغير ظروف العمل ، فمن المفيد النظر في مؤشر النمو المتغير الذي يسمح بتغيير معدل نمو الأرباح (العائضي (٢٠١٧: ٥٧).

$$P = \sum_{t=1}^n \left[ \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+K)^t} \right] + \sum_{t=n}^{\infty} \left[ \frac{D_n(1+g_2)^t - n}{(1+K)^t} \right] \dots\dots\dots (1-35)$$

اذ ان:

$g_1$  = نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الارباح للمرحلة الاولى

$g_2$  = نسبة النمو المتوقع في توزيعات الارباح لمرحلة النضوج

$P$  = القيمة الحقيقية

$D_0$  = توزيعات الارباح المتوقعة في المرحلة الاولى

$D_n$  = توزيعات الارباح خلال فترة النضوج

$K_e =$  سعر الخصم المناسب

سنفترض حدوث تحول واحد في معدلات النمو في نهاية السنة  $N$  ، وسنستخدم  $g_1$  لتمثيل معدل النمو الأولي و  $g_2$  لمعدل النمو بعد التحول. من أجل تحديد قيمة حصة من الأسهم في حالة النمو المتغير ، نستخدم إجراءً من أربع خطوات:

الخطوة (١): هي العثور على قيمة التوزيعات النقدية في نهاية كل سنة ،  $D_t$  ، خلال فترة النمو الأولية ، من سنة واحدة حتى  $N$ . قد تتطلب هذه الخطوة تعديل أحدث عائد ،  $D_0$  ، باستخدام معدل النمو الأولي ،  $g_1$  ، لحساب مبلغ الأرباح لكل سنة. لذلك ، في السنوات  $N$  الأولى .

$$D_t = D_0 \times (1 + g_1)^t \quad \dots\dots\dots (1-36)$$

الخطوة (٢) : حساب القيمة الحالية للأرباح المتوقعة خلال فترة النمو الأولي. باستخدام الترميز المقدم في وقت سابق ، يمكننا تقديم هذه القيمة كـ

$$\sum_{t=1}^N \frac{D_0 \times (1 + g_1)^t}{(1 + r_s)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1 + r_s)^t} \quad \dots\dots\dots (1-37)$$

الخطوة (٣): أوجد قيمة المخزون في نهاية فترة النمو الأولية.

$$PN = (D_{N+1}) > (rs) - g_2 \dots\dots\dots (1-38)$$

وهي القيمة الحالية لجميع التوزيعات النقدية المنفذة من السنة  $N + 1$  إلى اللانهائية ، بافتراض معدل نمو أرباح مستمر ،  $z$  . تم العثور على هذه القيمة من خلال تطبيق مؤشر النمو الثابت (المعادلة ٧،٤) على الأرباح المتوقعة من العام  $N + 1$  إلى ما لا نهاية. إن القيمة الحالية للنسبة  $PN$  تمثل القيمة اليوم لجميع توزيعات الأرباح التي من المتوقع أن يتم استلامها من السنة  $N + 1$  إلى ما لا نهاية. يمكن تمثيل هذه القيمة بواسطة

$$\frac{1}{(1 + r_s)^N} \times \frac{D_{N+1}}{r_s - g_2} \quad \dots\dots\dots (1-36)$$



الخطوة (٤) : إضافة مكونات القيمة الحالية الموجودة في الخطوات ٢ و ٣ للعثور على قيمة المخزون ،  $P_0$  ، الواردة في المعادلة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0 \times (1 + g_1)^t}{(1 + r_s)^t} + \left[ \frac{1}{(1 + r_s)^N} \times \frac{D_{N+1}}{r_s - g_2} \right]$$

القيمة الحالية لأرباح الأسهم  
خلال فترة النمو الأولية

القيمة الحالية لسعر السهم  
في نهاية فترة النمو الأولية

..... (1-37)

لذا فإن مؤشر النمو المتغير أو غير الثابت هو منهج تقييم الأرباح الذي يسمح بتغيير معدل نمو الأرباح. (Gitman & Zutter، ٢٠١٥ :٢٧٣)

# الفصل الثالث

الجانب التطبيقي للدراسة



## المبحث الأول:

### وصف وتحليل البيانات

#### أولاً: - اسواق العراق للأوراق المالية

لإيضاح الصورة التاريخية لنشأة الأسواق المالية بصورة عامة وسوق العراق للأوراق المالية بصورة خاصة والكيفية التي يتم التعامل بها وأهم المؤشرات المالية التي تستخدم في قياس المتغيرات الخاصة بالسوق المالي من خلال .

يطلق البعض على سوق الأوراق المالية تسميات عدة تشير للأسواق ، كسوق الأسهم والسندات وسوق رأس المال والسوق المالي وأكثرها شيوعاً البورصة، من الواضح أن هنالك خلطاً بين هذه المفاهيم، فالسوق المالي يُعد اشم من سوق رأس المال على أساس أنها تشمل جميع الأصول المالية، وسوق رأس المال يُعد اشم من سوق الأوراق المالية على أساس أنها تشمل رأس المال غير المالي والأوراق المالية، وسوق الأوراق المالية يُعد اشم من البورصة على أساس أنها تشمل الأوراق المالية التي تصدرها جميع شركات الأعمال المدرجة وغير المدرجة في البورصة،

كما يتكون الاقتصاد الحديث من ثلاثة أسواق رئيسية هي أسواق الموارد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وتقوم بتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة، وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية والخدمات، والسوق المالي والتي يتم فيها تبادل الأصول المالية.

ويعرفه (J.Fred & Others ، ١٩٩٦ : ٣١) سوق الأوراق المالية على أنه "الميكانيكية التي يمكن من خلالها إقراض واقتراض الأموال. في حين اشار ( Sunders ، ٢٠٠١ ، ٤ : ) الى ان سوق الأوراق المالية عباره عن التراكيب التي يتم من خلالها تمويل التدفقات بأشكال متنوعة.

وعليه يمكن من خلال ما ورد اعلاه ان تعريف سوق الأوراق المالية بأنه عباره عن مؤسسة مالية وسيطة تديرها هيئة منتخبة من خلال اعضاء مجلس الادارة، اذ تعمل على تعبئة المدخرات وتمويل المشروعات من خلال توفيرها لأطر فنية وقانونية تنظم عملية تداول أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل تُصدرها شركات الأعمال والحكومة بهدف الحصول على التمويل

## ثانياً:- وصف وتحليل بيانات الدراسة

ويتمثل في التركيز على تحليل البيانات الاولية التي ستدخل في تقييم الاسهم العادية وبناء محفظة كفوءة اذ سيتم تحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة الدراسة حسب سعر الاغلاق للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، فضلا عن تحليل ربحية السهم والتدفق النقدي لكل سهم، وهي كما يلي:

(١) القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة الدراسة:- اذ ان القيمة السوقية (سعر الاغلاق) لاسهم الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، اذ يتضح ان متوسط الفترة لجميع الفترات الزمنية وعلى مستوى الشركات عينة الدراسة (المعدل الصناعي) قد بلغ (٦,١٩) دينار للسهم، والذي يعد ذات قيمة عالية بسبب هناك اربع شركات ذات اسعار اغلاق مرتفعة وهي (شركة المعمورة للاستثمار العراقي، وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك)، اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع وكما موضحة في الملحق (٢).

(٢) القيمة الحقيقية للسهم على وفق مضاعف الربحية:- يتم استخدام طريقة مضاعف الربحية لتحديد القيمة الحقيقية للاسهم للتعرف على الفترة الزمنية التي يمكن للمستثمر من استرجاع راس المال المستثمر في شراء الاسهم، ويتم حساب مضاعف الربحية وفقا للمعادلة (1-18)، ويعرض الجدول (٧) نتائج طريقة مضاعف الربحية، اذ اوضحت النتائج ان معدل القطاع للشركات باسترجاع راس المال يحتاج الى اربع سنوات تقريباً وان فندق بابل هو ذات مضاعف ربحية الاعلى اذ يحتاج المستثمر الى (١٣) سنة، والاقل هي شركة الخياطة الحديثة اذ انها تحتاج الى سنة واحدة، وان نتائج مضاعف الربحية كلما قلت كلما كانت جيدة للمستثمر الا ان النتائج تشير الى ضعف ربحية السهم السنوية الى قيمة السهم السوقية، وتم حساب القيمة الحقيقية لمؤشر مضاعف الربحية وفق المعادلة التالية:

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

اذ ان:

V: القيمة الحقيقية



M: القيمة السوقية للسهم الى ربحه

E: ربحه السهم

K: معدل العائد المطلوب

اذ تم حساب معدل العائد المطلوب (K) على وفق مؤشر (CAPM) مؤشر تسعير الاصول الراسمالية، وكانت النتائج على وفق الاتي:

ت	الشركة	Beta	Rm	RF	R
1	مصرف المنصور للاستثمار	0.47	0.039	0.05	0.045
2	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	1.2	0.217	0.05	0.251
3	شركة بغداد للنقل العام	0.58	0.217	0.05	0.147
4	شركة الخياطة الحديثة	2.78	0.124	0.05	0.255
5	شركة العراقية للسجاد	0.13	0.124	0.05	0.059
6	شركة بغداد للمشروبات الغازية	0.1	0.124	0.05	0.057
7	فندق بابل	0.79	0.075	0.05	0.07
8	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	1.21	0.075	0.05	0.08
9	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	2.72	0.177	0.05	0.395
10	الشركة العراقية لانتاج البذور	0.67	0.177	0.05	0.135
11	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	0.21	0.177	0.05	0.077

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للاوراق المالية

اذ يلاحظ من الجدول (٧) ان اعلى مخاطر في شركة الخياطة الحديثة تليها شركة الاوسط لانتاج الاسماك وكان اعلى كلفة راس مال هي شركة الاوسط لانتاج الاسماك تليها شركة



الخطاطة الحديثة، وان اقل مخاطرة سجلته شركة بغداد للمشروبات الغازية تليها الشركة العراقية للسجاد، اما اقل كلفة راس مال كانت لمصرف المنصور للاستثمار يليه الشركة العراقية للسجاد.



الجدول (٨) القيمة الحقيقية على وفق مضاعف الربحية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦

الإعراف المعاري	محل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.270	0.911	0.610	0.560	0.565	1.224	0.904	0.991	1.123	1.090	1.139	1.190	0.621	مصرف المنصور للاستثمار	1
0.307	0.635	0.198	0.412	0.650	0.698	0.803	0.858	0.754	0.939	0.715	0.958	0.000	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2
10.723	10.936	2.843	3.806	8.003	27.706	16.081	33.556	12.593	5.778	3.711	3.953	2.267	شركة بغداد للنقل العام	3
0.246	0.228	0.340	0.289	0.453	0.455	0.728	0.189	0.000	0.000	0.000	0.057	0.000	شركة الخيلطة الحديثة	4
1.007	2.549	2.741	2.413	2.537	2.623	3.080	3.545	3.604	3.101	0.000	2.764	1.626	شركة العراقية للسجاد	5
0.536	1.077	1.359	1.689	1.372	1.919	1.011	1.104	0.834	1.041	0.000	1.074	0.449	شركة بغداد للمشروبات الغازية	6
14.472	13.021	15.441	18.301	43.515	26.190	17.126	22.656	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	فندق بابل	7
5.084	9.791	3.646	4.169	9.255	10.805	11.232	10.820	13.952	21.867	8.732	6.301	6.924	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	8
1.237	1.265	0.195	0.251	0.387	0.872	1.556	3.460	3.786	1.056	1.105	0.771	0.475	شركة الازوسط لاتاج الاسماك	9
0.819	1.400	2.021	1.612	2.159	2.625	1.752	1.965	1.327	0.783	0.000	0.737	0.415	الشركة العراقية لاتاج الذور	10
2.196	2.323	1.716	2.215	4.042	4.640	5.444	5.184	0.000	0.000	0.000	0.000	2.315	الشركة العراقية لاتاج الزراعي	11
3.354	4.012	2.828	3.247	6.631	7.251	5.429	7.666	3.452	3.241	1.400	1.619	1.372	متوسط الفترة	

الجدول (٩) الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق مضاعف الربحية للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦				
الفجوة	القيمة الحقيقية	القيمة السوقية	الشركة	ت
0.322	0.911	1.233	مصرف المنصور للاستثمار	1
2.243	0.635	2.878	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2
17.047	10.936	27.983	شركة بغداد للنقل العام	3
1.697	0.228	1.925	شركة الخياطة الحديثة	4
1.649	2.549	4.198	شركة العراقية للسجاد	5
0.693	1.077	1.77	شركة بغداد للمشروبات الغازية	6
23.843	13.021	36.864	فندق بابل	7
6.211	9.791	16.002	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	8
8.394	1.265	9.659	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	9
2.517	1.4	3.917	الشركة العراقية لانتاج البذور	10
3.663	2.323	5.986	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	11
2.18	4.012	6.192	متوسط الفترة	

وفقا لما جاءت به النتائج اعلاه مما يؤكد رفض فرضية الدراسة المتعلقة بإمكانية تقييم القيمة السوقية لاسهم الشركات بأكثر من قيمتها الحقيقية، ووفقا لمؤشر مضاعف الربحية مما يجعل اسهم تلك الشركات عرضه للبيع تجنباً للخسارة وستبقى اسهم تلك الشركات كبيده عن تشكيلة المحفظة الاستثمارية الكفوءة، اي عدم امكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية.



٣) القيمة الحقيقية للاسهم على وفق التدفق النقدي:

تقدم طريقة التدفق النقدي للسهم تقيما حقيقيا للاسهم اذ تعتمد هذه الطريقة بخصم التدفقات النقدية للاسهم بكلفة راس المال والتي تم الاشارة لها في الجانب النظري للدراسة، اذ يتم حساب القيمة الحقيقية على وفق التدفق القدي بالاتي:

$$V = \sum_{T=1}^n \frac{C_T}{(1+K)^T}$$

اذ ان:

V: القيمة الحقيقية

C: التدفق النقدي

K: معدل العائد المطلوب

الجدول (١٠) القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة الدراسة على وفق طريقة التدفق النقدي للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

الاحرف التصاري	محل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.283	1.410	1.623	1.553	1.486	1.422	1.361	1.302	1.246	1.193	1.141	1.092	2.092	مصرف المنصور للاستثمار	1
3.326	4.988	11.744	9.388	7.504	5.999	4.795	3.833	3.064	2.449	1.958	1.565	2.565	شركة المصورة للاستثمار العراقي	2
1.025	2.604	4.521	3.941	3.436	2.996	2.612	2.277	1.985	1.731	1.509	1.316	2.316	شركة بغداد للنقل العام	3
3.461	5.115	12.164	9.693	7.723	6.154	4.903	3.907	3.113	2.481	1.977	1.575	2.575	شركة الخياطة الحديثة	4
0.311	1.530	1.879	1.774	1.675	1.582	1.494	1.411	1.332	1.258	1.188	1.121	2.121	شركة العراقية للمجاد	5
0.306	1.513	1.840	1.741	1.647	1.558	1.474	1.395	1.319	1.248	1.181	1.117	2.117	شركة بغداد المشروبات الغازية	6
0.350	1.633	2.105	1.967	1.838	1.718	1.606	1.501	1.403	1.311	1.225	1.145	2.145	فندق بابل	7
0.398	1.733	2.332	2.159	1.999	1.851	1.714	1.587	1.469	1.360	1.260	1.166	2.166	الفرقة الوطنية للاستثمار السياحي	8
12.055	12.320	38.933	27.909	20.006	14.341	10.281	7.370	5.283	3.787	2.715	1.946	2.946	شركة الأرواح لإنتاج الاسماك	9
0.873	2.418	4.027	3.548	3.126	2.754	2.426	2.138	1.884	1.660	1.462	1.288	2.288	الشركة العراقية لإنتاج الخبز	10
0.383	1.702	2.261	2.100	1.950	1.810	1.681	1.561	1.449	1.345	1.249	1.160	2.160	الشركة العراقية لإنتاج الزراعي	11
٢,٠٧٠	٢,٣٦١	٧,٥٨٤	٥,٩٧٩	٤,٧٦٢	٣,٨٢٥	٢,١٢٢	٢,٥٧١	٢,١٤١	١,٨٠٢	١,٥٢٢	١,٢١٧	2.317	متوسط الفترة	

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للأوراق المالية

يشير الجدول (١١) الى القيمة الحقيقية المقيمة على وفق طريقة التدفق النقدي اذ سجل معدل القطاع (٣,٣٦١) وان اعلى قيمة حقيقية لسهم شركة الاوسط للانتاج الاسماك، اما اقل قيمة حقيقية سجلها سهم مصرف المنصور للاستثمار.

الجدول (١٠) الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق التدفق النقدي للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦				
ت	الشركة	القيمة السوقية	القيمة الحقيقية	الفجوة
1	مصرف المنصور للاستثمار	1.233	1.41	-0.177
2	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2.878	4.988	-2.11
3	شركة بغداد للنقل العام	27.983	2.604	25.379
4	شركة الخياطة الحديثة	1.925	5.115	-3.19
5	شركة العراقية للسجاد	4.198	1.53	2.668
6	شركة بغداد للمشروبات الغازية	1.77	1.513	0.257
7	فندق بابل	36.864	1.633	35.231
8	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16.002	1.733	14.269
9	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	9.659	12.32	-2.661
10	الشركة العراقية لانتاج البذور	3.917	2.418	1.499
11	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	5.986	1.702	4.284
	متوسط الفترة	6.192	٣,٣٦١	2.831

وفقا لما جاءت به نتائج الجدول (١١) اعلاه ، مما يؤكد قبول فرضية الدراسة المتعلقة بإمكانية تقييم اسهم الشركات عينة الدراسة باقل من قيمتها الحقيقية وفقا لمؤشر التدفق النقدي، اذ جاءت اربع شركات فقط ملائمة للفرض وهي (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة المعمورة للاستثمار العراقي، وشركة الخياطة الحديثة، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك) مما يجعل اسهم تلك الشركات الاربع فرص معرضة للشراء وستكون تلك الاسهم مرشحة لبناء محفظة استثمارية كفوءة.

فيما كانت اكثر من نصف الشركات تم تقييمها باقل من القيمة الحقيقية وفقا لمؤشر التدفق النقدي، مما يجعل اسهم تلك الشركات عرضة للبيع وبعيدة عن تشكيل المحفظة الاستثمارية الكفوءة.

#### ٤) القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة (Benzion and Yagil):

تم استخدام طريقة (Benzion and Yagil) لايجاد القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة الدراسة، ويتم حساب هذه الطريقة حسب المعادلة التي وردت في الجانب النظري، ويعرض الجدول (١٤) نتائج طريقة (Benzion and Yagil)، ان معدل القطاع العام للقيمة الحقيقية هو (٣,٨٢١)، وان اعلى قيمة حقيقة سجلتها شركة بغداد للنقل العام تليها الشركة العراقية لانتاج البذور، اما اقل قيمة حقيقية سجلت لسهم فندق بابل، اذ تم حساب القيمة الحقيقية للسهم على وفق طريقة (Benzion and Yagil) على وفق الاتي:

$$V = \frac{E}{R} \left( \frac{1+R}{1+K} \right)$$

اذ ان:

V: القيمة الحقيقية

E: ربحية السهم

K: معدل العائد المطلوب

R: العائد الخالي من المخاطر





الجدول (١٢) القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة الدراسة على وفق طريقة (Benzion and Yagil) للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

الاعتراف المعياري	معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
1.170	1.576	0.058	0.079	1.367	2.010	2.150	1.608	0.985	1.166	3.919	3.055	0.944	مصرف المنصور للاستثمار	1
0.987	0.816	0.014	0.017	0.974	0.252	0.604	0.671	1.158	2.602	2.669	0.017	0.000	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2
20.071	14.502	1.298	0.790	8.697	62.652	15.800	6.646	21.806	39.583	1.575	0.439	0.238	شركة بغداد للنقل العام	3
0.853	0.527	0.104	0.233	2.192	2.058	0.050	0.050	0.000	0.000	0.000	1.104	0.000	شركة الخياطة الحديثة	4
4.188	5.234	0.324	0.322	6.663	7.337	7.218	6.742	5.453	10.034	0.000	12.195	1.289	شركة العراقية للسجاد	5
1.207	1.130	0.250	0.200	2.940	3.219	2.543	0.596	1.093	1.192	0.000	0.199	0.199	شركة بغداد للمشروبات الغازية	6
0.185	0.144	0.459	0.341	0.118	0.079	0.137	0.451	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	فندق بابل	7
2.487	3.373	0.115	0.049	2.722	6.397	7.253	3.656	2.528	3.694	4.278	0.583	5.833	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	8
2.269	4.063	0.334	0.387	5.269	7.708	5.931	5.931	4.366	2.619	3.809	3.974	4.366	شركة الاوسط لاتاج الاسماك	9
10.120	7.373	0.761	0.761	15.394	33.619	10.121	8.826	8.085	2.775	0.000	0.574	0.185	الفرقة العراقية لاتاج الدبور	10
5.163	3.290	0.106	0.844	14.039	10.120	9.125	0.663	0.000	0.000	0.000	0.000	1.287	الشركة العراقية لاتاج الزراعي	11
4.427	3.821	0.348	0.366	5.489	12.314	5.539	3.258	4.134	5.788	1.477	2.013	1.304	متوسط الفترة	

الجدول (١٣) الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق Benzion and Yagil للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦				
ت	الشركة	القيمة السوقية	القيمة الحقيقية	الفجوة
1	مصرف المنصور للاستثمار	1.233	1.576	-0.343
2	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2.878	0.816	2.062
3	شركة بغداد للنقل العام	27.983	14.502	13.481
4	شركة الخياطة الحديثة	1.925	0.527	1.398
5	شركة العراقية للسجاد	4.198	5.234	-1.036
6	شركة بغداد للمشروبات الغازية	1.77	1.13	0.64
7	فندق بابل	36.864	0.144	36.72
8	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16.002	3.373	12.629
9	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	9.659	4.063	5.596
10	الشركة العراقية لانتاج البذور	3.917	7.373	-3.456
11	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	5.986	3.29	2.696
	متوسط الفترة	6.192	3.821	2.371

ووفقا لما جاءت به نتائج الجدول (١٣) اعلاه، مما يؤكد رفض فرضية الدراسة المتعلقة بإمكانية تقييم اسهم الشركات عينة الدراسة وفقا لمؤشر (Benzion and Yagil)، اذ جاءت اكثر من نصف الشركات قيمة باقل من قيمتها الحقيقية، مما يجعل تلك الشركات عرضة للبيع وبعبء عن تشكيل المحفظة الاستثمارية الكفوءة، فيما يتم قبول فرضية الدراسة لاسهم ثلاث شركات فقط (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة العراقية للسجاد، والشركة العراقية لانتاج البذور) اذ جاءت اسهم تلك الشركات اكثر من القيمة السوقية لها، مما يجعلها فرص معرضة للشراء، وبإمكانية تشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة من الاسهم، اي إمكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة لاسهم تلك الشركات وفقا لمؤشر (Benzion and Yagil).

### ثالثاً:- متغيرات مؤشرات تقييم الاسهم

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

١. تحليل ربحية السهم للشركات عينة الدراسة: يبين الجدول (١٤) و الشكل (٤) ربحية السهم للشركات عينة الدراسة 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.



الجدول (١٤) ربحية السهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ إلى 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 ميمر	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 الجديدة	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 للشروبات 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	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	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	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	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	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

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للأوراق المالية



الشكل (٤) معدل ربحية السهم للشركات عينة الدراسة

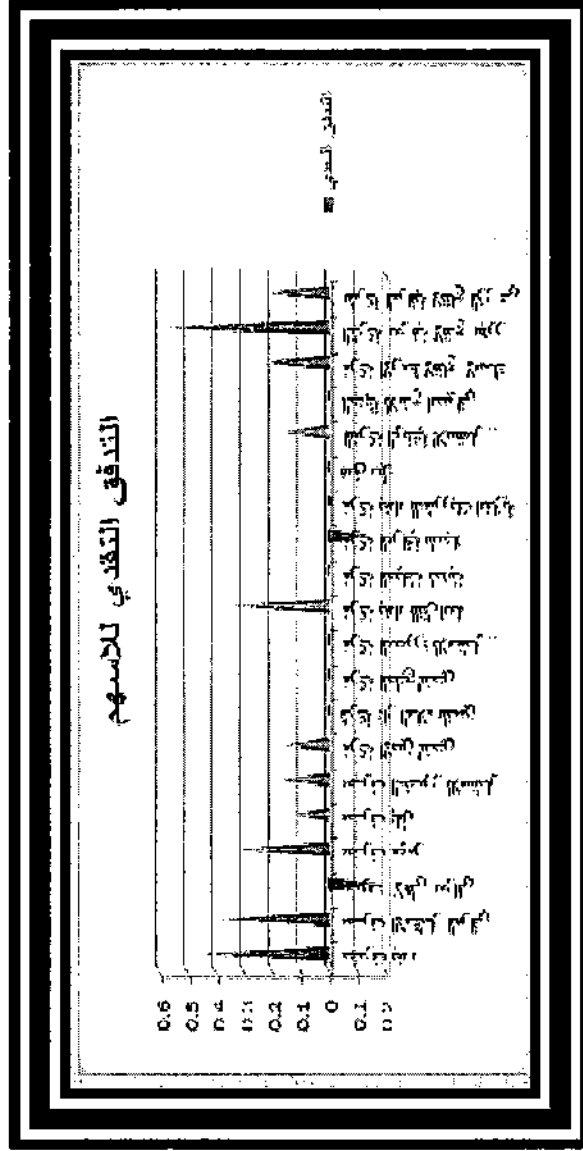
٢. تحليل التدفق النقدي لاسهم الشركات عينة الدراسة: يبين الجدول (١٥) و الشكل (٥) التدفق النقدي لاسهم الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية التي عددها (٢٠) شركة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦، اذ يتضح ان معدل القطاع العام قد بلغ (٠,١٤٤) دينار للسهم، وان هناك عشر شركات ذات تدفق نقدي عالي اذا ما قورنت بمعدل القطاع العام وهي (مصرف بغداد، ومصرف الاستثمار العراقي، ومصرف سومر، ومصرف المنصور للاستثمار، وشركة الامين للتامين، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة بغداد للنقل العام، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك، والشركة العراقية لانتاج البذور، والشركة العراقية للانتاج 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 للتامين، وشركة المعمورة للاستثمار العراقي، الشركة العراقية للسجاد، وشركة المشروبات الغازية.



الجدول (١٥) التدفق النقدي للسهم للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦

معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة
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
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
-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
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 سيوير
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
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
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
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
-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
-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 العمورة للاستثمار العراقي
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
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
-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
-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 للشروبات الغازية
0.007	-0.008	0.002	-0.006	-0.122	0.050	0.004	-0.262	0.157	0.106	0.024	0.129	فندق بابل

0.158	1.628	-0.013	-0.273	-0.058	-0.007	0.147	-0.247	0.050	0.426	-0.021	0.066	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	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	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	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	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



الشكل (٥) معدل التدفق النقدي للشركات عينة الدراسة



٣. تحليل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة الدراسة: يبين الجدول (١٦) و الشكل (٦) نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة الدراسة 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 للتامين، وشركة دار السلام للتامين، وشركة الخليج للتامين، وشركة الحديثة للانتاج الحيواني.

الجدول (١٦) نسبة التغير في القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦

رمز الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة
-0.001	-0.222	-0.245	-0.248	0.144	-0.483	0.944	-0.269	0.114	-0.290	0.550	0.000	مصرف بغداد
-0.066	-0.265	-0.320	0.031	-0.040	0.063	-0.234	-0.225	0.524	-0.192	0.000	0.000	مصرف الاستثمار العراقي
-0.078	-0.255	-0.389	0.098	-0.024	-0.012	0.049	-0.069	-0.033	-0.143	0.000	0.000	مصرف الازلي العراقي
-0.035	-0.053	-0.050	-0.020	0.244	0.012	0.012	-0.100	0.000	0.000	-0.379	0.000	مصرف سومر
-0.058	0.138	-0.256	-0.103	-0.037	-0.069	-0.069	-0.503	0.522	-0.080	0.250	0.000	مصرف بابل
0.002	0.138	0.036	-0.517	-0.047	-0.079	0.077	0.077	0.000	0.000	0.000	0.000	مصرف المنصور للاستثمار
-0.016	-0.117	-0.458	-0.290	-0.139	-0.096	-0.036	-0.036	0.333	0.105	-0.367	0.000	شركة الامين للتأمين
-0.073	-0.198	-0.471	-0.120	-0.364	-0.241	0.813	0.263	0.263	-0.367	-0.077	0.000	شركة دار السلام للتأمين
-0.069	0.333	-0.478	-0.304	0.243	-0.431	0.000	0.000	-0.133	0.000	0.000	0.000	شركة الخليج للتأمين
0.068	-0.401	-0.207	0.165	0.170	0.424	0.004	0.004	0.643	-0.067	-0.143	0.000	شركة المعمورة للاستثمار العراقي
0.367	-0.143	-0.455	-0.669	-0.450	2.056	1.500	1.500	0.786	0.077	-0.010	0.000	شركة بغداد للنقل العام
0.178	0.479	-0.200	-0.216	1.052	0.000	0.582	0.582	-0.389	0.651	-0.426	0.000	شركة الخيلطة الحديثة
0.047	0.203	0.007	-0.098	-0.080	0.042	0.231	0.231	0.114	0.129	-0.101	0.000	شركة العراقية للسجاد
0.147	-0.150	0.301	-0.244	-0.032	0.400	-0.154	0.083	0.083	0.000	0.263	0.000	شركة بغداد للمحروقات الغازية
0.077	-0.097	-0.550	0.778	-0.191	-0.160	0.350	0.350	0.579	-0.095	-0.475	0.000	فندق بابل
0.073	-0.056	-0.514	-0.075	0.121	-0.162	-0.311	1.705	0.497	-0.510	0.000	0.000	الشركة الوطنية للاستثمار المباهي

-0.056	0.111	-0.250	-0.153	-0.066	-0.452	0.137	0.327	-0.214	0.000	0.000	0.000	0.000	17
0.470	0.086	-0.097	-0.380	-0.219	-0.373	0.275	4.000	0.333	1.000	0.071	0.000	0.000	18
0.286	0.423	-0.153	-0.066	0.701	0.012	0.680	0.923	0.182	0.158	0.000	0.000	0.000	19
0.008	-0.166	-0.410	-0.062	-0.082	0.131	0.740	0.022	-0.011	-0.080	0.000	0.000	0.000	20
0.064	-0.011	-0.258	-0.092	0.189	-0.031	0.214	0.358	0.270	0.065	-0.068	0.000	0.000	متوسط الفترة



الشكل (٦) معدل نسبة التغير في القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة الدراسة



انتجت نسبة التغير في القيمة السوقية ان هنالك (9) شركات خاسرة والتي يجب استبعادها من التحليل الاحق لان لا جدوى من تقييمها او ادخالها في المحفظة الكفوءة، وان الشركات التي سجلت نسب تغير موجبة هي (11) شركة التي ستدخل في تقييم الاسهم والمحفظة الكفوءة، اذ بعد الغاء الشركات الخاسرة اصبح معدل القطاع العام (0,157) وان اعلى نسبة تغير سجلتها شركة الاوسط لانتاج الاسماك تليها شركة بغداد للنقل العام والموضحة في الجدول (19)، وان الشركات التي كان نسبه تغيرها اقل من معدل القطاع العام هي : مصرف المنصور للاستثمار، وشركة المعورة للاستثمار العاراقى، والشركة العراقية للسجاد وشركة بغداد للمشروبات الغازية وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي والشركة العراقية لانتاج الزراعي.

الجدول (١٧) نسبة التغير في القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية بعد الغاء الشركات الخاسرة للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

شركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة
0.002	0.138	0.036	-0.517	0.415	-0.047	-0.079	0.077	0.000	0.000	0.000	0	مصرف المنصور للاستثمار
0.068	-0.401	-0.207	0.165	0.088	0.170	0.424	0.004	0.643	-0.067	-0.143	0	شركة المعمورة للاستثمار العراقي
0.367	-0.143	-0.455	-0.669	0.976	-0.450	2.056	1.500	0.786	0.077	-0.010	0	شركة بغداد للنقل العام
0.178	0.479	-0.200	0.250	-0.216	1.052	0.000	0.582	-0.389	0.651	-0.426	0	شركة الخيطة الحديثة
0.047	0.203	0.007	0.024	-0.098	-0.080	0.042	0.231	0.114	0.129	-0.101	0	شركة العراقية للسجاد
0.147	-0.150	-0.301	-0.244	1.007	-0.032	0.400	-0.154	0.083	0.000	0.263	0	شركة بغداد للمشروبات الغازية
0.077	-0.097	-0.550	0.778	0.636	-0.191	-0.160	0.350	0.579	-0.095	-0.475	0	فندق بابل
0.073	-0.056	-0.514	-0.075	0.039	0.121	-0.162	-0.311	1.705	0.497	-0.510	0	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي
0.470	0.086	-0.097	-0.380	-0.219	-0.373	0.275	4.000	0.333	1.000	0.071	0	شركة الاوسط لانتاج الاسماك
0.286	0.423	-0.153	-0.066	0.701	0.012	0.680	0.923	0.182	0.158	0.000	0	الشركة العراقية لانتاج البذور
0.008	-0.166	-0.410	-0.062	-0.082	0.131	0.740	0.022	-0.011	-0.080	0.000	0	الشركة العراقية لانتاج الزراعي
0.157	0.029	-0.204	-0.072	0.295	0.028	0.383	0.657	0.366	0.206	-0.121	0	متوسط الفترة

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للاوراق المالية



#### رابعاً- تحليل الفجوة بين المؤشرات الثلاثة

في هذا المبحث تم الاعتماد على تحليل الفجوة بين المؤشرات الثلاثة بعد مقارنتها بطريقة مضاعف الربحية تليها طريقة (Benzion and Yagil)، واخيراً طريقة التدفق النقدي. كما في ال  
الجدول (١٨)

الجدول (١٨) تحليل الفجوة بين المؤشرات تقييم الاسهم الثلاثة					
ت	الشركة	الفجوة بين القيمة السوقية ومؤشر مضاعف الربحية	الفجوة بين القيمة السوقية ومؤشر التدفق النقدي	الفجوة بين القيمة السوقية ومؤشر Benzion (and Yagil)	أقل فجوة بين القيمة السوقية والمؤشر
1	مصرف المنصور للاستثمار	0.322	-0.177	-0.343	مؤشر (Benzion and Yagil)
2	المعمورة للاستثمار العراق	2.243	-2.11	2.062	مؤشر التدفق النقدي
3	بغداد للنقل العام	17.047	25.379	13.481	مؤشر (Benzion and Yagil)
4	الخطاطة الحديثة	1.697	-3.19	1.398	مؤشر التدفق النقدي
5	العراقية للسجاد	1.649	2.668	-1.036	مؤشر (Benzion and Yagil)
6	بغداد للمشروبات الغازية	0.693	0.257	0.64	مؤشر التدفق النقدي
7	فندق بابل	23.843	35.231	36.72	مؤشر مضاعف الربحية
8	الوطنية للاستثمار السياحي	6.211	14.269	12.629	مؤشر مضاعف الربحية
9	الايواسمك لانتاج الاسماك	8.394	-2.661	5.596	مؤشر التدفق النقدي
10	العراقية لانتاج البذور	2.517	1.499	-3.456	مؤشر (Benzion and Yagil)
11	العراقية لانتاج الزراعي	3.663	4.284	2.696	مؤشر (Benzion and Yagil)

	2.371	2.831	2.18	متوسط الفترة
--	-------	-------	------	--------------

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للاوراق المالية

يلاحظ من الجدول (١٨) ان مؤشر مؤشرا (Benzion and Yagil) تكرر خمس مرات أي يعد هذا المؤشر الافضل تقيماً لخمس شركات في حين تكرر مؤشر التدفق النقدي اربع مرات ومؤشر 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.

### خامساً:- بناء المحفظة الكفوءة

في هذا الفقرة تم الاعتماد على معدل القطع (C) في اختيار الاسهم المرشحة بعد مقارنتها بمعدل عائد (Trynor) فاذا سجل سهم الشركة معدل (Trynor) اكبر من معدل القطع فان سهم الشركة يدخل ضمن مكونات المحفظة، ثم سيتم حساب نسبة الاستثمار في كل شركة حتى يكون مجموع نسبة الاستثمار (١) عدد صحيح، ثم يتم حساب عائد المحفظة ومخاطرتها، اذ يعرض الجدول (١٩) مكونات معادلة معدل القطع ونتيجة (C) لكل شركة.

في الفقرة الخامسة تمت المقارنة بين المؤشرات الثلاثة وتم التعرف على ان القيمة الحقيقية وفق مؤشر (Benzion and Yagil) هي الافضل لذلك سيتم الاعتماد عليه في بناء محفظة كفوءة ، كما في هذه الفقرة تم الاعتماد على معدل القطع (C) في اختيار الاسهم المرشحة بعد مقارنتها بمعدل عائد (Trynor) فاذا سجل سهم الشركة معدل (Trynor) اكبر من معدل القطع فان سهم الشركة يدخل ضمن مكونات المحفظة، ثم سيتم حساب نسبة الاستثمار في كل شركة حتى يكون مجموع نسبة الاستثمار (١) عدد صحيح، ثم يتم حساب عائد المحفظة ومخاطرتها، اذ يعرض الجدول (٢٢) مكونات معادلة معدل القطع ونتيجة (C) لكل شركة، وتم حسابه وفق المعادلات الاتية:

$$R_i = \frac{(P_t - P_o)}{P_o}$$

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{i=1}^N \frac{(R_i - R_f)}{\sigma_{d_i}^2} \times \beta_i}{1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^N \frac{\beta_i^2}{\sigma_{d_i}^2}}$$





الجدول (١٩) معدل النمو  $(RI=(pt-p0)/p0)$  في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة الدراسة على وفق طريقة (Benzion and Yagil)

Ri	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
0.10	-0.27	-0.94	-0.32	-0.07	0.34	0.63	-0.16	-0.70	0.28	2.24	0	مصرف المنصور للاستثمار	1
15.60	-0.18	-0.98	2.87	-0.58	-0.10	-0.42	-0.55	-0.03	156.00	0.00	0	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2
2.96	0.64	-0.91	-0.86	2.97	1.38	-0.70	-0.45	24.13	2.59	0.84	0	شركة بغداد للنقل العام	3
3.78	-0.55	-0.89	0.07	40.16	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.00	0.00	0	شركة الخياطة الحديثة	4
0.63	0.01	-0.95	-0.09	0.02	0.07	0.24	-0.46	0.00	-1.00	8.46	0	شركة العراقية للمجاد	5
0.12	0.25	-0.93	-0.09	0.27	3.27	-0.45	-0.08	0.00	-1.00	0.00	0	شركة بغداد للغسوليات الغازية	6
0.16	0.35	1.89	0.49	-0.42	-0.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	فندق بابل	7
0.61	1.35	-0.98	-0.57	-0.12	0.98	0.45	-0.32	-0.14	6.34	-0.90	0	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	8
0.03	-0.14	-0.93	-0.32	0.30	0.00	0.36	0.67	-0.31	-0.62	1.28	0	شركة الاوسط لإنتاج الاسماك	9
0.41	0.00	-0.95	-0.54	2.32	0.15	0.09	1.91	0.00	-1.00	2.10	0	الشركة العراقية لإنتاج النخدر	10
1.04	-0.87	-0.94	0.39	0.11	12.76	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.00	0	الشركة العراقية لإنتاج الزراعي	11

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للأوراق المالية



الجدول (٢٠) حساب معدل القطع

C	$1 + \sigma m 2i = \frac{1}{1 + \beta^2 \sigma m^2}$	$\beta^2$	$\sigma M 2i = \frac{1}{2} \frac{(R - R_F) \beta \sigma_{ei}}{\sigma_{ei}^2}$	$\frac{(R - R_F) \beta}{\sigma_{ei}^2}$	$\sigma_m^2$	$\sigma_{ei}^2$	$(R - R_F) \beta$	$\beta$	$\frac{(R - R_F)}{F}$	$R_F$	$R_i$	رسم الشركة
62.053	0.000419	0.0004	0.026	0.001	20.58	0.79	0.0010	0.02	0.05	٠,٠٥	0.10	C1
0.012	112.1111	106.9156	1.385	0.066	20.58	2434.64	160.7870	1.34	15.55	٠,٠٥	15.60	C2
0.014	112.149	0.0361	1.584	0.010	20.58	57.26	0.5529	0.19	2.91	٠,١٥	2.96	C3
0.016	112.2702	0.1156	1.743	0.008	20.58	163.58	1.2682	0.34	3.73	٠,٠٥	3.78	C4
0.014	112.2807	0.01	1.590	-0.007	20.58	7.76	-0.0580	-0.10	0.58	٠,١٥	0.63	C5
0.014	112.2845	0.0036	1.529	-0.003	20.58	1.42	-0.0042	-0.06	0.07	٠,٠٥	0.12	C6
0.012	112.2862	0.0016	1.340	-0.009	20.58	0.48	-0.0044	-0.04	0.11	٠,١٥	0.16	C7
0.011	112.2878	0.0016	1.241	-0.005	20.58	4.63	-0.0224	-0.04	0.56	٠,٠٥	0.61	C8
0.011	112.2895	0.0016	1.280	0.002	20.58	0.42	0.0008	-0.04	-0.02	٠,١٥	0.03	C9
0.009	112.2933	0.0036	0.995	-0.014	20.58	1.56	-0.0216	-0.06	0.36	٠,٠٥	0.41	C10
0.009	112.2937	0.0004	0.971	-0.001	20.58	17.20	-0.0198	-0.02	0.99	٠,٠٥	1.04	C11

المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للأوراق المالية

يوضح الجدول (٢١) معدل (Trynor) الذي تم حسابه من خلال طرح معدل عائد الشركة من المعدل الخالي من المخاطر مقسوماً على كمية المخاطر على وفق (Beta)، ثم تم مقارنة معدل (Trynor) بمعدل القطع إذ كانت هناك ثلاث شركات غير مرشحة في بناء المحفظة وثمان شركات مرشحة . وحسب هذه النتائج سوف يتم حساب نسبة الاستثمار في كل شركة.

الجدول (٢١) مقارنة بين قيمة (Trynor) ومعدل القطع (C)

الشركات المرشحة	C	Trynor = $\frac{(R-R_f)}{B}$	الشركة	ت
غير مرشحة	62.053	2.50	مصرف المنصور للاستثمار	1
مرشحة	0.012	1.50	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	2
مرشحة	0.014	15.32	شركة بغداد للنقل العام	3
مرشحة	0.016	10.97	شركة الخباطة الحديثة	4
غير مرشحة	0.014	-5.80	شركة العراقية للسجاد	5
غير مرشحة	0.014	-1.17	شركة بغداد للمشروبات الغازية	6
غير مرشحة	0.012	-2.75	فندق بابل	7
غير مرشحة	0.011	-14.00	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	8
مرشحة	0.011	0.50	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	9
غير مرشحة	0.009	-6.00	الشركة العراقية لانتاج البذور	10
غير مرشحة	0.009	-49.50	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	11

ويؤكد الجدول اعلاه قبول فرضية الدراسة ل (٨) شركات عينة الدراسة، إذ كان معدل Trynor اكثر من معدل القطع فيها، مما يدل على ان تكون اسهم تلك الشركات مرشحة لتشكيل محفظة استثمارية، أي بإمكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة لاسهم تلك الشركات وفقاً لمؤشر Trynor مقارنة بمؤشر التدرج البسيط (معدل القطع). بينما تم رفض فرضية الدراسة ل (٣) شركات فقط هي (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة العراقية للسجاد، والشركة العراقية لانتاج الزراعي).



وبملاحظة بسيطة يمكننا النظر الى التفاوت في استخدام المؤشرات في تقييم الاسهم لبناء المحفظة الاستثمارية، اذ بإمكان معدل Trynor عدم ترشيح الشركات (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة العراقية للسجاد) التي رشحها مؤشر (Benzion and Yagil) ، واختلافه ايضا عن مؤشر التدفق النقدي في ترشيح شركة المنصور للاستثمار لبناء المحفظة.

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$$

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{e_i}^2} \left[ \left( \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \right) - C^* \right]$$

الجدول (٢١) نسبة الاستثمار في كل شركة عينة الدراسة			
ت	الشركة	Z	Xi
1	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	0.012	0.23
2	شركة بغداد للنقل العام	0.014	0.26
3	شركة الخياطة الحديثة	0.016	0.30
4	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	0.011	0.21
	المجموع	0.053	100%

تم حساب مخاطر المحفظة حسب المعادلة الآتية:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

حسب الجدول (٢٢) يوضح ان مخاطر المحفظة (Bp) هي (٠,٤٥) ، وبعد حساب المخاطرة للمحفظة سيتم حساب عائد المحفظة.

الجدول (٢٢) مخاطر المحفظة			
ت	الشركة	B	XiB
1	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	1.34	0.3082



0.0494	0.26	0.19	شركة بغداد للنقل العام	2
0.102	0.3	0.34	شركة الخياطة الحديثة	3
-0.0084	0.21	-0.04	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	4
0.45	مخاطرة المحفظة			

يتم حساب عائد المحفظة ( $R_p$ ) على وفق المعادلة الآتية:

$$R_p = \alpha_p + \beta_p R_m$$

ويشير ( $\alpha_p$ ) الى ثابت المحفظة الذي يتم حسابه على وفق الآتي:

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^n X_i \alpha_i$$

أي مقدار ثابت كل شركة مضروب في نسبة الاستثمار فيها ويعرض الجدول (٢٣) عائد المحفظة والذي سجل (٠,١٨٥).

الجدول (٢٣) عائد المحفظة								
$R_p$	$\beta_p$	$R_m$	$\alpha_p$	$X_{ia}$	$X_i$	$a$	الشركة	ت
0.185058	0.4512	0.215	0.08805	0.01541	0.23	0.067	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	1
				0.0013	0.26	0.005	شركة بغداد للنقل العام	2
				0.0663	0.3	0.221	شركة الخياطة الحديثة	3
				0.00504	0.21	0.024	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	7
				0.08805	المجموع			



# الفصل الرابع

## المبحث الاول الاستنتاجات

(١) ان متوسط الفترة لجميع الفترات الزمنية وعلى مستوى الشركات عينة الدراسة (المعدل القطاعي) قد بلغ (٦,١٩) دينار للسهم، الامر الذي يعني ان السهم ذات قيمة عالية بسبب هناك اربع شركات ذات اسعار اغلاق مرتفعة وهي (شركة المعمورة للاستثمار العراقي، وفندق بابل، والشركة الوطنية للاستثمار السياحي، وشركة الاوسط لإنتاج الاسماك) اما الشركات الاخرى سجلت متوسطات اقل من معدل القطاع.

(٢) ان معدل القطاع للشركات باسترجاع راس المال يحتاج الى اربع سنوات تقريباً وان فندق بابل هو ذات مضاعف ربحية الاعلى اذ يحتاج المستثمر الى (١٣) سنة، والاقل هي شركة الخياطة الحديثة اذ انها تحتاج الى سنة واحدة، وان نتائج مضاعف الربحية كلما قلت كلما كانت جيدة للمستثمر الا ان النتائج تشير الى ضعف ربحية السهم السنوية الى قيمة السهم السوقية.

(٣) أكدت النتائج بان اعلى مخاطر في شركة الخياطة الحديثة تليها شركة الاوسط لإنتاج الاسماك وكان اعلى كلفة راس مال هي شركة الاوسط لإنتاج الاسماك تليها شركة الخياطة الحديثة، وان اقل مخاطرة سجلته شركة بغداد للمشروبات الغازية تليها الشركة العراقية للسجاد، اما اقل كلفة راس مال كانت لمصرف المنصور للاستثمار يليه الشركة العراقية للسجاد.

(٤) ان معدل القطاع العام للقيمة الحقيقية هو (٣,٨٢١)، وان اعلى قيمة حقيقية سجلتها شركة بغداد للنقل العام تليها الشركة العراقية لإنتاج البنور، اما اقل قيمة حقيقية سجلت لسهم فندق بابل.

(٥) رفض فرضية الدراسة المتعلقة بإمكانية تقييم القيمة السوقية لاسهم الشركات بأكثر من قيمتها الحقيقية، و وفقاً لمؤشر مضاعف الربحية مما يجعل اسهم تلك الشركات عرضه للبيع تجنباً للخسارة وستبقى اسهم تلك الشركات كبيره عن تشكيلة المحفظة الاستثمارية الكفوءة، اي عدم امكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية



٦) قبول فرضية الدراسة المتعلقة بإمكانية تقييم اسهم الشركات عينة الدراسة باقل من قيمتها الحقيقية وفقا لمؤشر التدفق النقدي، اذ جاءت اربع شركات فقط ملائمة للفرض وهي (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة المعمورة للاستثمار العراقي، وشركة الخياطة الحديثة، وشركة الاوسط لانتاج الاسماك) مما يجعل اسهم تلك الشركات الاربع فرص معرضة للشراء وستكون تلك الاسهم مرشحة لبناء محفظة استثمارية كفوءة

٧) رفض فرضية الدراسة المتعلقة بإمكانية تقييم اسهم الشركات عينة الدراسة وفقا لمؤشر (Benzion and Yagil)، اذ جاءت اكثر من نصف الشركات قيمة باقل من قيمتها الحقيقية، مما يجعل تلك الشركات عرضة للبيع وبعيدة عن تشكيل المحفظة الاستثمارية الكفوءة، فيما يتم قبول فرضية الدراسة لاسهم ثلاث شركات فقط (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة العراقية للسجاد، والشركة العراقية لانتاج البذور) اذ جاءت اسهم تلك الشركات اكثر من القيمة السوقية لها، مما يجعلها فرص معرضة للشراء، وبإمكانية تشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة من الاسهم، اي امكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة لاسهم تلك الشركات وفقا لمؤشر (Benzion and Yagil).

٨) قبول فرضية الدراسة ل (٨) شركات عينة الدراسة، اذ كان معدل Trynor اكثر من معدل القطع فيها، مما يدل على ان تكون اسهم تلك الشركات مرشحة لتشكيل محفظة استثمارية، أي بإمكانية بناء محفظة استثمارية كفوءة لاسهم تلك الشركات وفقا لمؤشر Trynor مقارنة بمؤشر التدرج البسيط (معدل القطع). بينما تم رفض فرضية الدراسة ل (٣) شركات فقط هي (مصرف المنصور للاستثمار، وشركة العراقية للسجاد، والشركة العراقية لانتاج الزراعي).





## المبحث الثاني

### التوصيات

- ١) امكانية اجراء دراسات عديدة للمؤشرات المستخدمة في قطاعات اخرى.
- ٢) امكانية استخدام مؤشرات اخرى كمؤشر Jenson او sharp لتبيان مدى التفاوت في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة.
- ٣) اهتمام القائمين على السوق المالية كملاحظة لما جاء من استخدام مؤشرات تقييم الاسهم لبناء المحفظة.
- ٤) امكانية استفادة المكتبة العالمية من المعرفة للاطلاع عليها والامكانية والاستفادة مما جاء فيها.
- ٥) يتعين على سوق العراق للاوراق المالية الاعتماد على استراتيجية التنوع في المحافظة على العملية الاستثمارية لعدد مختار من الشركات، الامر الذي يتعين على سوق العراق للاوراق المالية استعمال استراتيجية التنوع كونها تمثل مردوداً اعلى بالمقارنة مع شركات لا توجد بينهما تنوع مرتبط.
- ٦) ضرورة قياس المخاطرة على الرغم من استخدامنا لأساليب التنوع والتشكيلة والتي تضمن الحد من تأثير المخاطرة اللانظامية، اذ ستكون عاملاً إضافياً في اختبار وتقييم التشكيلة المقترحة.
- ٧) ضرورة اختبار مؤشرات تقييم الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية واختيار الانسب منها لظروف السوق لتحقيق نتائج تسهل من تحقيق او تقييم الاسهم.
- ٨) ضرورة ان يحرص سوق العراق للاوراق المالية على الاهتمام بتخفيض من مخاطر في شركة الخياطة الحديثة تليها شركة الاوسط لإنتاج الاسماك والتي كان اعلى كلفة راس مال هي شركة الاوسط لإنتاج الاسماك تليها شركة الخياطة الحديثة، كذلك شركة بغداد للمشروبات الغازية تليها الشركة العراقية للسجاد.



# المصادر والمراجع



## ❖ المصادر والمراجع

- القرآن الكريم

أولاً: المصادر العربية

### ١. الكتب

- (١) العامري، محمد علي ، ٢٠٠٧ ، الادارة المالية ، عمان دار النشر والتوزيع.
- (٢) العامري، محمد علي ابراهيم ، ٢٠١٣ ، الادارة المالية الحديثة ، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الاردن.
- (٣) عماد عبد الناصر عوض، ٢٠١١ ، أسواق المال ، دار الكتاب العربي للنشر ، القاهرة ، ص ٣٠٥.
- (٤) مطر ، محمد ، ١٩٩٩ ، ادارة الاستثمارات، الاطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة الثالثة ، عمان - الاردن ، 10 - 12.
- (٥) هندي ، منير ابراهيم، ٢٠٠٠ " ادارة البنوك التجارية ، مدخل اتخاذ القرار " ، المكتب العربي الحديث ، الطبعة الثالثة.

### ٢. البحوث والدوريات العلمية

- (١) البكاء، حيدر، ٢٠١٢م " الحوافز الضريبية واثرها على الاستثمار والتنمية الاقتصادية في الفكر الاقتصادي الاسلامي " مجلة دراسات الكوفة، العدد ٢٧.
- (٢) جاسم، محمد، ٢٠١٧م " دور الاصلاح الاقتصادي في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر في مصر " مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد ١٢، العدد ٣٨
- (٣) جبر، شذى عبدالحسين/ وصالح، زينب باسم، ٢٠١٨ " تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج فاما وفرانش ذو العوامل الخمسة: دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية " مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٢٤، العدد ١٠٢.

- ٤) حسن ، عبدالله كاظم ، ٢٠٠٥ ، استخدام مؤشر (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).
- ٥) الحكيم ،هاشم طلعت عبد ،حسن ،انوار مصطفى، ٢٠١٠،تقييم الاسهم العادية باستخدام مؤشر الخصم (مؤشر جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية ،مجلة كلية الادارة والاقتصاد جامعة المستنصرية، العدد الحادي والثمانون
- ٦) حمد ،شهاب الدين ، ٢٠٠٨ ،التغير والاستقرار في سلوك الاسهم العادية خلال الفواصل الزمنية ،-دراسة تطبيقية لعينة من المصارف في بورصة عمان، مجلة العلوم الاقتصادية الادارية، جامعة بغداد كلية الادارة والاقتصاد، المجلد (١٤) ،العدد ٥١.
- ٧) الحمداني، الياس خضير/ و النعيمي، سعدالله محمد عبيد، ٢٠١٦ " تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم" مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ٦، العدد ١.
- ٨) الدفاعي، ابراهيم، ٢٠١١م " التخصيصات الاستثمارية في ظل الواقع التنموي لمحافظة كربلاء "رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم في التخطيط الحضري والاقليمي
- ٩) دلول، عماد عبد الحسين، عبد الحكيم، هشام طلعت ،٢٠١٠، تشكيل محفظة الاستثمارات المثلى للأسهم العادية باستخدام مؤشر الترتيب البسيط ( دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، كلية الإدارة والاقتصاد ،جامعة المستنصرية ،ص٦.
- ١٠) الربيعي ، حاكم محسن محمد، والاسدي ، بشرى محمد سامي مجلة الادارة والاعمال ،اعتماد خط سوق راس المال CML في اختيار المحفظة الكفوءة، الثاني ، العدد الاول / كانون الاول ، ٢٠١٧ المجلد الاول، البيضاء ، ليبيا .
- ١١) سامي، بشرى محمد، ٢٠١٨ " استعمال معدل القطع في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى: دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للاوراق المالية" مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ٢، العدد ٤٢/ج١.
- ١٢) الشمري، ابراهيم راشد، ٢٠٠٩ " دور الميزة التنافسية في بناء المحفظة الاستثمارية الكفوءة: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية" مجلة الادارة والاقتصاد، العدد الخامس والسبعون.

- ١٣) صالح ، هلال يوسف ، اسماعيل ، ابراهيم يعقوب ، ٢٠١٦ ، امكانية تطبيق مؤشرات القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للاسهم العادلة، دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات التجارية ، العدد ١٧ ، المجلد الثاني .
- ١٤) العارضي ، نورس كاظم عبيد ، ٢٠١٧ ، استخدام مؤشر التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للاسهم - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية.
- ١٥) العاني ، احمد حسين، ٢٠٠٨ " استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة المثلى: مع اشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، العدد الثاني
- ١٦) عبد الزهرة، كرار سليم، عوجه ، حسنين كاظم، طلب ، حسنين راغب ، ٢٠١٢ ، قياس القيمة العادلة الأسهم العادية باستعمال مؤشر مضاعفة الريحية: دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة الغري للعلوم الادارية والاقتصادية جامعة الكوفة كلية الادارة والاقتصاد، السنة التاسعة ، العدد التاسع والعشرون.
- ١٧) عبد علي ، علي جبران ، كعبيد ، احمد جبار ، ٢٠١٦ ، بناء محفظة الاسهم الكفوءة باستخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية ، جامعة القادسية ، كلية الادارة والاقتصاد.
- ١٨) عطية، سجاد محمد/ والفضل، مؤيد عبدالحسين، ٢٠١٦ " تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط: دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد ١ ، العدد ٤٢.
- ١٩) العنكود، كامل / خبصي، ممتاز، ٢٠١١ م " الاستثمار الاجنبي و ضماناته في القانون العراقي والمقارن " مجلة تكريت للعلوم القانونية والسياسية، المجلد ٣ ، العدد ١٠.
- ٢٠) عواد، موسى/ عبدالله، بدر، ٢٠١٦ م " الاستثمار في محافظة المثنى الواقع والإمكانات المتاحة " مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ١٨ ، العدد ١.
- ٢١) الفضل، مؤيد عبدالحسين، وعطية، سجاد محمد، ٢٠١٦ " تفضيلات المستثمرين كمدخل لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى بإطار نظرية الالتقاط: دراسة تحليلية لبعض الشركات في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة، العدد ٤٢.



(٢٢) الكبسي، عبد الرحمن عبيد، ٢٠١٠ " المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي" مجلة جامعة الانبار لعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٢، العدد ٣

(٢٣) محمد، اياذ طاهر، عدنان، محمد حمدان، ٢٠١٤، سيولة الاسواق المالية وأثرها في عائد الاسهم العادية، كلية الادارة والاقتصاد -جامعة بغداد، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، العدد(٧٦)، مجلد (٢٠).

(٢٤) محمد، برشك صالح، واحمد، فلاح حسن، ٢٠١٨ " التمويل الممتك في اطار نظرية الاشارة وانعكاسه على متوسط اسعار الاسهم العادلةية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية " مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٢٤، العدد ١٠٢.

(٢٥) مطر، محمد، ١٩٩٩، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن.

(٢٦) منهل، محمد حسين/ و العارضي، جليل كاظم مدلول/ و عبدالستار، ندى عبدالقادر، ٢٠١٥ " نموذج العوائد الاعلى من المعدل: دراسة تحليلية في قطاع التأمين العراقي الخاص" مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد ٢٥.

(٢٧) الموسوي، سعدي احمد، ٢٠٠٩ " تقييم أداء محفظة الأسهم وفق مقياس  $M^2$  ودوره في اختيار المحفظة الاستثمارية الكفوءة: دراسة تطبيقية تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد ٦، العدد ٢٤.

(٢٨) هاشم، صبيحة قاسم، اسماعيل، مصطفى منير، ٢٠١٣، بناء محافظ الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية: توقيت السوق مقابل الاختيار الكفوء، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، جامعة بغداد -كلية الادارة والاقتصاد، المجلد ١٩، العدد ٧٠.

### ٣. رسائل الماجستير وإطاريح الدكتوراه

(١) البو عامر، سارة فاضل حسين علوان، ٢٠١٨، استعمال خط سوق رأس المال (CML) ومعدل القطع Cut-off في بناء و اختيار المحفظة المثلى - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية برسالة غير منشوره، كلية الادارة والاقتصاد-جامعة الكوفة.



٢) الجدوعي، علي نوري اعبيد، ٢٠١٤ " تأثير سيولة الاسهم في اداء محافظها العادية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة القادسية كلية الادارة والاقتصاد.

٣) الشيخ، بابكر مبارك عثمان، ٢٠٠٢ " اختيار وتقييم اسهم النمو وبناء محفظتها: دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية" اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد.

٤) العامري ، محمد ابراهيم علي ، ١٩٩٠ ، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة "اطروحة دكتوراه ،جامعة بغداد ، كلية الادارة والاقتصاد

٥) عبيدات ، سامر فخري محي الدين، ٢٠٠٨ ، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية- دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير جامعة اهل البيت، كلية المال والاعمال-قسم التمويل والمصارف.

٦) العطوي ، مهند حميد ياسر، ٢٠١٧، تحليل العلاقة بين نظرية التوقيت السوق والقرار الاستثماري من خلال هيكل راس المال-دراسة مقارنة لعينة من الشركات الصناعية في سوق العراق الاوراق المالية وسوق القاهرة للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشوره -جامعة الكوفة كلية الادارة والاقتصاد

٧) محمد ،اياد طاهر، حنتوش ،مصطفى اكرم ، ٢٠١٧، انعكاس زيادة التمويل الممتمك على عوائد الاسهم العادية ، بحث مستل من رسالة ماجستير ،مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، العدد(١٠٠) المجلد (٢٣).

ثانياً: المصادر الأجنبية

#### **A. Books**

1) Aragon, George A. ،1989. Financial Management, By Allyn And Bacon; Printed In Usa .

2) Brockington, R.B., 1993, financial management, 6th.ed., London ,publications.Ltd.



- 3) Block, S. B., Hirt, G. A., & Danielsen, B. R. (1992). Foundations of financial management, Fourteenth Edition 'Foundations Of Financial Management.
- 4) Berk , Jonathan & Demarzo , Peter ,2017, Corporate Finance , By Jonathan Berk And Peter Demarzo.
- 5) Besley , Scott & Brigham , Eugene F., 2008 'Essentials Of Managerial Finance ' 14th .Ed , Thomson South – Western.
- 6) Beterson, C.M., "Portfolio Theory ", 3th Ed. 2000 , Mchull Publisher, New York.
- 7) Bhalla-v.k, 2006" Fundamentals OF investment management" SChand & company ltd New Delhi India.
- 8) Bodie, Zvi, Kane Alex, And Marcus Alan J , 2008 , Essential Of Investments , 10th Ed, Irwin, Mcgraw–Hill.
- 9) Bodies , Zvi & Kane , Alex & Marcus , Alan J , 2008 'Investments, 7th.Ed, Mcgraw–Hill.
- 10) Brealey ,Richard.A. ,& Myers , Stewart .C.,& Allen ,Franklin , ((Principles of Corporate Finance )), 9th. ed, McGraw–Hill Irwin , 2008 .
- 11) Brigham , Eugene F. & Ehrhardt , Michael c. , ((Financial Management Theory and Practice)), 11th.ed , South , Western , 2005 .
- 12) Brigham, Eugene F. and Ehrhard, Michael C., 2002 " Financial Management theory and practice" 10th.ed., Thomson Learning Inc.
- 13) Chisholm , Andrew M. , 2009 , An Introduction To International Capital Markets: Products, Strategies , John Wiley & Sons .
- 14) Chong , Yen Yee , 2004 , Investment Risk Management , John Wiley&Son,Inc..





- 15) Elton , Edwin J., & Gruber Martin ,2003 , Modern Portfolio Theory And Investment Analysis , 5th .Ed John Wiley & Sons , Inc.
- 16) Eugene F . Brigham , Michael C . Ehrhardt , 2014 , financial Management , South–Western, Cengage Learning.
- 17) Eugene F. Brigham , Phillip R. Daves. 2016 , Intermediate Financial Management , Cengage Learning.
- 18) Eugene F. Brigham ,Phillip R. Daves ,2016 , Intermediate Financial Management ,Intermediate Financial Management, 12 Th Edition , Cengage Learning
- 19) Eugene F . Brigham ,Michael C . Ehrhardt ,2014 , Management financial Theory & Practice ,South–Western, Cengage Learning , South–Western, Cengage Learning All Rights Reserved.
- 20) Fischer, Donald E. and Jordan, Ronald J.,1996 " security Analysis and portfolio Management "New Delhi, prentice– Hall of India.
- 21) Fourth Edition ,Pascal Quiry ,Maurizio Dallocchio ,Yann Le Fur ,Antonio Salvi ,2014 , COrporate F Inance , Edition First Published.
- 22) Gangadhar ,V., & Ramesh Babu , G.,2006 , Investment Management , Anmol Publications Pvt . Ltd.
- 23) Gitman , L. Lawrence , 2000 ,Principles Of Managerial Finance , 9th Ed., Printed In U.S.A.
- 24) Heizer.J , Render.B&Munson.C, 2016 "Operations Management" Sustainability and Supply Chain Management (12th Edition)–Pearson.
- 25) Hempel , George And Simonson , Donald , 1999 ,Bank Management Text And Cases , 5th Ed John Wiley And Sons , Inc.
- 26) Hirschey, Mark ,2001, Investments Theory And Application, Harcourt Cottage Publisher.



- 27) J. Fred Weston and Others, " Essentials of Managerial Finance" , 11th edition , Prentice hall , New York , 1996 ,.31 .
- 28) J. Fuller Russell , & L. Farrell Janes, Modern Investment And Security Analysis , Mc Grow- Hill, Usa , 1987.
- 29) Jonathan Berk , Peter Demarzo , Jarrad Harford ,2015 Fundamentals Of Corporate Finance , Pearson Education Limited.
- 30) Jones, Charles P., 2000 ,Investment , Analysis And Management ,7th. Ed , John Wiley & Sons , Inc.
- 31) Jones, Charles P., 2004 , Investment , Analysis And Management ,7th. Ed , John Wiley & Sons , Inc.
- 32) Lawrence J. Gitman ,Chad J. Zutter ,2015 ,Principles Of Managerial Finance Brief ,Copyright By Pearson Education, Inc. All Rights Reserved. Manufactured In The United States Of America.
- 33) Lynch, Richard,2006, " Corporate Strategy " Licensing Agency Ltd, 90 Tottenham Court Road, London W1t 4lp, 4th Ed.
- 34) Mc Menamin , Jim ,2000 , Financial Management , N.Y , The Bath Press.
- 35) McMenamin , J, 1999" Financial Management an introduction" Rutledge. London U.K.
- 36) Roa,K., 1992" Financial Management: An Introduction", 2th Ed. New York.
- 37) Rose , Peters . " Commercial Bank Management .", Irwin Mc Graw – Hill , 1999 .
- 38) Ross , Stephen A., Wester Field , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F., 2008 , Corporate Finance , 7th .Ed , Mcgraw – Hill International Edition.



- 39) Sharpe ,William F. & Alexander, Gordon J.& Bailey, Jeffery V., ((Investments)) , 6th . Ed , Prentice Hall , 1999 .
- 40) Sharpe, William F.And Alexander, Gordon J., 1990 ,Investments", 4th Ed., N.J: Prentice–Hall, Englewood Cliffs.
- 41) Stanley B. Block ,Geoffrey A. Hirt ,Bartley R. Danielsen,2011 ,Foundations Of Financial Management ,By The McGraw–Hill Companies, Inc. All Rights Reserved.
- 42) Stephen A. Ross ,Randolph W. Westerf ield ,Jeffrey F. Jaffe , Gordon S. Roberts ,2015 , CORPORATE FINANCE ,Copyright © by McGraw–Hill Ryerson Limited. All rights reserved.
- 43) Stephen A. Ross,Randolph W. Westerfield ,Bradford D. Jordan , 2017 , Essentials of Corporate Finance ,Published by McGraw–Hill Education, 2 Penn Plaza, New York, NY 10121. Copyright © by McGraw–Hill Education.
- 44) Stephen Foerster ,2015 ,Concepts And Applications Financial Management ,Copyright © 2015 By Pearson Education, Inc .
- 45) Thomas E. Copeland ,J. Fred Weston ,Kuldeep Shastri ,2005 , Financial Theory Fourth Edition And Corporate Policy ,Copyright© 2005 By Pearson Education, Inc., Publishing As Pearson Addison Wesley.
- 46) Thompson A. Jr., Et. Al., 2008," Crafting And Executing Strategy " The Quest For Competitive Advantage, 16th. Ed., McGraw – Hill Irwin Co.
- 47) Van Horne,James C, 1998"Financial Management and Policy" ,11<sup>th</sup> Ed. : Prentice–Hall International, Inc.



## **B. Research and periodicals**

- 1) Anthony Sunders and Marcia Millon, "Financial Markets Institutions" , published by McGraw – Hill , New York , 2001 ,.4 .
- 2) Bhatia, V., & Chhabra, B. (2017). Financial Awareness and its Impact on Investment Decisions by Individual–Professionals in NCR Region. *Research Bulletin*, 43(2), 29–43.
- 3) Bhatnagar, Chandra S. And Ghosh, Dipasri. 2005. Global Diversification: Developed And Emerging Economies", *Journal Of Finance*, 43,( Jan , 450–462.
- 4) Block, F. E. (1964). The Place of Book Value in Common Stock Evaluation. *Financial analysts journal*, 20(2), 29–33.
- 5) Bodnaruk, A., & Simonov, A. (2015). Do financial experts make better investment decisions?. *Journal of financial Intermediation*, 24(4), 514–536.
- 6) Chen, J., & Yuan, M. (2016). Efficient portfolio selection in a large market. *Journal of Financial Econometrics*, 14(3), 496–524.
- 7) Choi, K. J., Kwak, M., & Shim, G. (2017). Time preference and real investment. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 83, 18–33.
- 8) Cohen, Kaman, And Pogue, Jerry. 1967. An Empirical Evaluation Of Alternative Portfolio Selection Models, *Journal Of Business*, 46 (April 1967) 166–193.
- 9) Cui, X., Ren, P., Deng, D., Deng, J., & Bao, X. (2016). Single Layer Graphene Encapsulating Non–Precious Metals As High–Performance Electrocatalysts For Water Oxidation. *Energy & Environmental Science*, 9(1), 123–129.



- 10) Edwards, Wayne. "Land is one of the most important, valuable, and versatile assets in human endeavor. The ability of a party to own land enhances its opportunity for economic growth and wealth acquisition in many ways including through resource extraction, agricultural production, and as use for collateral to finance economic projects. Land also pro." *Law and Social Economics: Essays in Ethical Values for Theory, Practice, and Policy* (2015): 161.
- 11) 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*.
- 12) 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.
- 13) Gunarathna, V. (2014). Determinants of Expected Rate of Return on Common Stock: An Empirical Study in Sri Lanka.
- 14) Hearth, Douglas And Zaima, Janis K. 2001. *Contemporary Investments: Security And Portfolio Analysis* 3th Mcgraw-Hill.
- 15) Hitt, A. Michael, Ireland, Duane, And Hoskisson, E. Robert, 2011, " *Strategic Management: Competitiveness And Globalization: Concepts* ", Ninth Edition, South-Western, A Part Of Cengage Learning..
- 16) J. Russell , Fuller & L. Janes Farrell , *Modern Investment And Security Analysis* , Mc Grow- Hill, Usa , 1987 , : 563-565.
- 17) James C. Van Horne (John M. Wachowicz, Jr. 2009 , *Fundamentals Of Financial Management* .© Pearson Education Limited



© Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, Harlow, Essex CM20 2JE, England

18) Jonathan Berk, Peter Demarzo, 2017, Corporate Finance Fourth Edition, Jonathan Berk And Peter Demarzo

19) Keown, Arthur J., Martin, John D., Petty, William, Scott, David F., 2004, Foundations Of Finance: The Logic And Practice Of Financial Management, Pearson Education Asia Limited And Tsinghua University Press.

20) Király, J., & Simonovits, A. (2017). Mortgages Denominated In Domestic And Foreign Currencies: Simple Models. Emerging Markets Finance And Trade, 53(7), 1641–1653.

21) Koye, R. Charles, R. Mcguigan, James, Ramesh Rao, J. K Retlow, Willia M., 2012, Contemporary Financial Management, South-Western, Cengage Learning.

22) Lawrence J. Gitman, Chad J. Zutter, 2015, Principles Of Managerial Finance, By Pearson Education, Inc. All Rights Reserved. Manufactured In The United States Of America.

23) 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).

24) Liu, Y., & Tawn, J. A. (2016). Extreme Risks Of Financial Investments. Extreme Value Modeling And Risk Analysis: Methods And Applications, 399.



- 25) Ljungqvist, A., Richardson, M., & Wolfenzon, D. (2008). The investment behavior of buyout funds: Theory and evidence (No. w14180). National Bureau of Economic Research.
- 26) Markowitz, Harry, "Portfolio Selection", Journal Of Finance, (March,1952).
- 27) Meidner, R., Hedborg, A., & Fond, G. (2017). Employee Investment Funds: An Approach To Collective Capital Formation. Routledge.
- 28) Michael, O. B. A., Kilanko, O., Salako, G., & Temilade, A. (2015). Local Investments in Nigeria: What Role for Capital Market Operations. Journal of Investment and Management, 4(4), 100–112.
- 29) Michaelc . Ehrhardt ,Eugenef . Brigham .2011 ,Corporate Finance: A Focused Approach .South–Western, A Part Of Cengage Learning
- 30) Moyer.R,Jamesr . Mcguigan ,Ramesh Rao ,William J . Kretlow . 2012 .Contemporary Financial Management .South–Western, Cengage Learning
- 31) Petrov, N. A., Abramov, D. V., & Michailov, A. M. (2018). Modern State Of The Institutional Environment Of The Region As A Factor Influencing The Outcome Foreign Investments. Rudn Journal Of Economics, 26(2), 283–295.
- 32) Pick Ford, Jams ,2002 . Mastering Investment , Pearson Education Limited.
- 33) Poornima, S., & Remesh, A. P. A .2010 .Study On Optimal Portfolio Construction Using Sharpes Single Index Model With Special Preference To Selected Sectors Listed In Nse.



- 34) Prasanna Chandra ,2011 ,Financial Management Theory And Practice Eighth Edition ,Cfm-Tmh Professional Series In Finance ,Published By Tata Mcgraw Hill Education Private Limited.
- 35) 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.
- 36) 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.
- 37) Reilly, Frank K. & Brown, Keith C. ,2003 , Investments Analysis And Portfolio Management", 7th Ed. South-Western, Division Of Thomson Learning, Usa.
- 38) Richard A. Brealey , Stewart C. Myers , Franklin Allen , 2014 , Principles Of Corporate Finance , Mcgraw-Hill Companies.
- 39) Ross , Stephen A., Wester Field , Randolph W., & Jaffe , Jeffrey F., & Jordon, Bradford D. ,2008 , Modern Financial Management , Mcgraw – Hill Irwin .
- 40) 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).
- 41) Ryan Dunn, C., Dorsch, T. E., King, M. Q., & Rothlisberger, K. J. (2016). The Impact Of Family Financial Investment On Perceived Parent Pressure And Child Enjoyment And Commitment In Organized Youth Sport. *Family Relations*, 65(2), 287-299.





- 42) Sen, K., & Fattawat, C. D. (2014). Sharpe's Single Index Model and its Application Portfolio Construction: An Empirical Study. *Global Journal of Finance and Management*, 6(6), 511–516.
- 43) Stanley B. Block , Geoffrey A. Hirt , Bartley R. Danielsen , 2011 , *Foundations Of Financial Management* , Mcgraw-Hill Companies.
- 44) Stephen A. Ross , Randolph W. Westerfield , Bradford D. Jordan , 2017 , *Essentials Of Corporate Finance* Published By Mcgraw-
- 45) Tilley, J. R. (2015). Investment Performance of Common Stock in Relation to their Price–Earnings Ratios: BASU 1977 Extended Analysis.
- 46) Van Horne , James C. , 2002 , *Financial Management And Policy* , 12th .Ed Prentice – Hall Of India Private Limited .
- 47) Weston , J. , Fred , Besley , Scott Of Brigham , F. , Eugene , “ *Essentials Of Managerial Finance .* ” , 11th Ed. , The Dryden Press , 1996 .
- 48) Xu, C., & Shiina, T. (2018). Market Risk Measures In Financial Investments. In *Risk Management In Finance And Logistics* (Pp. 13–34). Springer, Singapore.
- 49) Yalcin, K. C., Tatoglu, E., & Zaim, S. (2016). Developing an instrument for measuring the effects of heuristics on investment decisions. *Kybernetes*, 45(7), 1052–1071.
- 50) Zynda, I. I., & David, B. (2018). The Effects of Economic Policy Uncertainty on Common Stock and American Depository Receipts.

الملاحق

الملحق (١) الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي حققت صافي دخل خلال

الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦

ت	الشركة	القطاع
1	مصرف بغداد	القطاع المصرفي
2	مصرف الاستثمار العراقي	القطاع المصرفي
3	مصرف الاهلي العراقي	القطاع المصرفي
4	مصرف سومر	القطاع المصرفي
5	مصرف بابل	القطاع المصرفي
6	مصرف المنصور للاستثمار	القطاع المصرفي
7	شركة الامين للتأمين	قطاع التأمين
8	شركة دار السلام للتأمين	قطاع التأمين
9	شركة الخليج للتأمين	قطاع التأمين
10	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	قطاع الخدمات
11	شركة بغداد للنقل العام	قطاع الخدمات
12	شركة الخياطة الحديثة	القطاع الصناعي
13	شركة العراقية للسجاد	القطاع الصناعي
14	شركة بغداد للمشروبات الغازية	القطاع الصناعي
15	فندق بابل	قطاع السياحة
16	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	قطاع السياحة
17	الحديثة للانتاج الحيواني	القطاع الزراعي
18	شركة الاوسط لانتاج الاسماك	القطاع الزراعي
19	الشركة العراقية لانتاج البذور	القطاع الزراعي
20	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	القطاع الزراعي

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المسحوبة من سوق العراق للأوراق المالية

الملحق (٢) سعر الاعلاني (القيمة السوقية للسهم) للشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة من ٢٠٠٦ الى ٢٠١٦

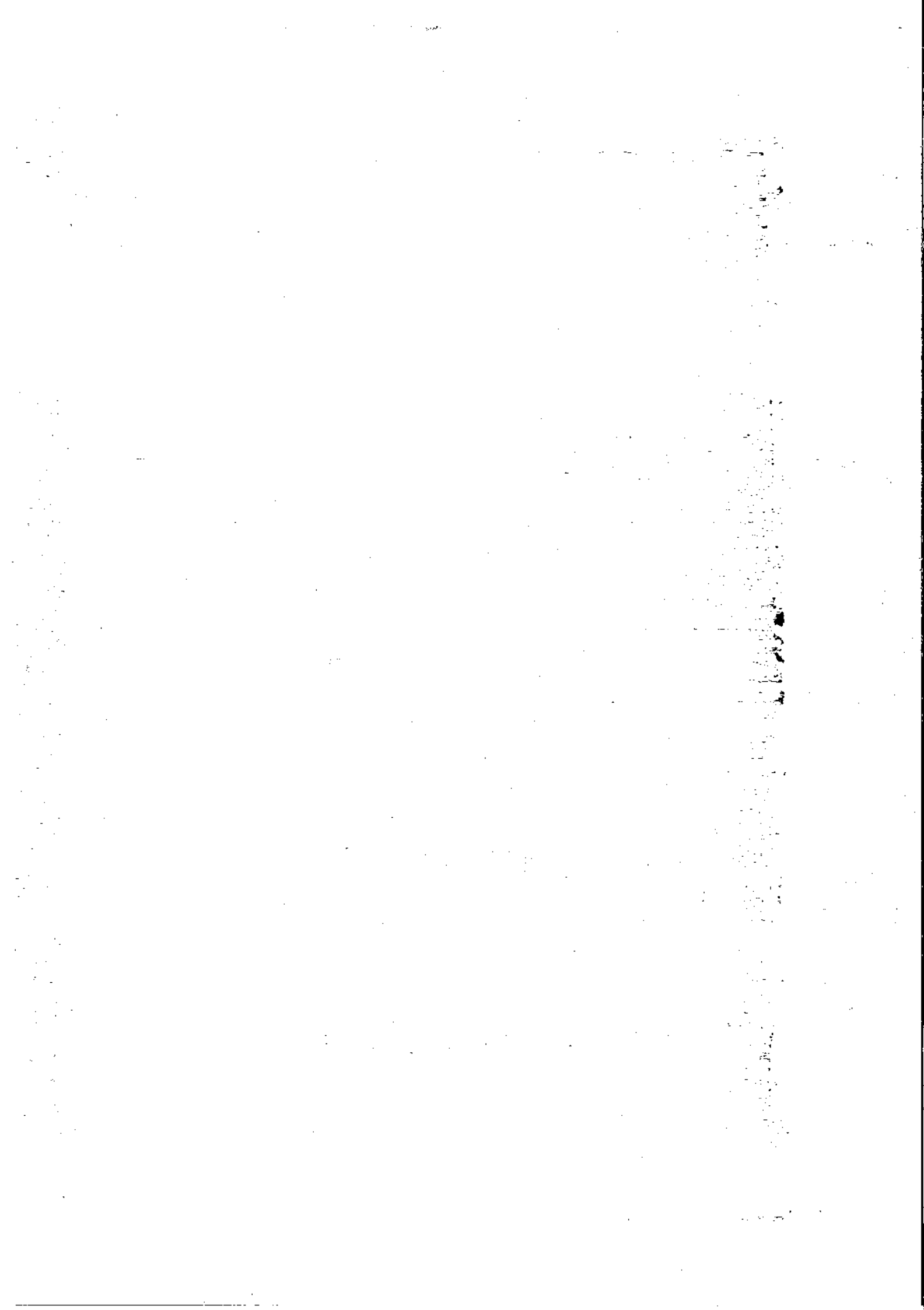
معدل الشركة	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	الشركة	ت
2.046	0.910	1.170	1.550	2.060	1.800	3.480	1.790	2.450	2.200	3.100	2.000	مصرف بغداد	1
1.055	0.500	0.680	1.000	0.970	1.010	0.950	1.240	1.600	1.050	1.300	1.300	مصرف الاستثمار العراقي	2
0.823	0.410	0.550	0.900	0.820	0.840	0.850	0.810	0.870	0.900	1.050	1.050	مصرف الاهلي العراقي	3
0.968	0.900	0.950	1.000	1.000	1.020	0.820	0.810	0.900	0.900	0.900	1.450	مصرف سومر	4
0.847	0.330	0.290	0.390	0.700	0.780	0.810	0.870	1.750	1.150	1.250	1.000	مصرف بابل	5
1.233	0.990	0.870	0.840	1.740	1.230	1.290	1.400	1.300	1.300	1.300	1.300	مصرف المنصور للاستثمار	6
1.217	0.680	0.770	1.420	2.000	1.050	1.220	1.350	1.400	1.050	0.950	1.500	شركة الامين للتأمين	7
2.382	0.810	1.010	1.910	2.170	2.100	3.300	4.350	2.400	1.900	3.000	3.250	شركة دار السلام للتأمين	8
0.994	0.480	0.360	0.690	0.640	0.920	0.740	1.300	1.300	1.500	1.500	1.500	شركة الخليج للتأمين	9
2.878	2.320	3.870	4.880	4.190	3.850	3.290	2.310	2.300	1.400	1.500	1.750	شركة المعمورة للاستثمار العراقي	10
27.983	12.850	15.000	27.500	83.000	42.000	76.410	25.000	10.000	5.600	5.200	5.250	شركة بغداد للنقل العام	11
1.925	4.140	2.800	3.500	2.800	3.570	0.740	0.740	1.100	0.800	0.090	0.900	شركة الخياطة الحديثة	12
4.198	5.150	4.280	4.250	4.150	4.600	5.000	4.800	3.900	3.500	3.100	3.450	شركة العراقية للمسجد	13

1.770	2.500	2.940	2.260	2.990	1.490	1.540	1.100	1.300	1.200	1.200	0.950	شركة بغداد للمشروبات الغازية	14
36.864	32.500	36.000	80.000	45.000	27.500	34.000	40.500	30.000	19.000	21.000	40.000	فندق بابل	15
16.002	8.500	9.000	18.500	20.000	19.250	17.170	20.500	29.750	11.000	7.350	15.000	الشركة الوطنية للاستثمار السياحي	16
1.095	0.600	0.540	0.720	0.850	0.910	1.660	1.460	1.100	1.400	1.400	1.400	الحدائق لانتاج الحيواني	17
9.659	7.600	7.000	7.750	12.500	16.000	25.500	20.000	4.000	3.000	1.500	1.400	شركة الأروسط لانتاج الاسماك	18
3.917	8.140	5.720	6.750	7.230	4.250	4.200	2.500	1.300	1.100	0.950	0.950	الشركة العراقية لانتاج البذور	19
5.986	3.880	4.650	7.880	8.400	9.150	8.090	4.650	4.550	4.600	5.000	5.000	الشركة العراقية لانتاج الزراعي	20
6.192	4.710	4.923	8.685	10.161	7.166	9.553	6.874	5.164	3.228	3.132	4.520	متوسط الفترة	

## **Abstract**

This study aims at the possibility of building an efficient portfolio using some of the indicators of valuation of ordinary shares represented by (the real value of the shares according to the multiplier of profitability, the real value of shares according to the cash flow, and the real value of the share according to the method ((Benzion & Yagil) In order to enrich the applied side of the study, the quantitative data withdrawn from companies listed in the Iraqi Stock Exchange were adopted in order to build an efficient investment portfolio using the indicators of valuation of ordinary shares. A number of financial and statistical indicators were used to test the hypothesis of the study. (Analysis of the market value of the shares of companies, analyzing the earnings per share of companies, analyzing the cash flow of the shares of companies, and analyzing the percentage change in the market value of the shares of companies). The results of the study showed that it is not possible to build an efficient investment portfolio using the multiplier index, Using an efficient cash flow index, and building an efficient investment portfolio using the Benzion and Yagil index.





## **Abstract**

The present study aims to reveal how to build an efficient investment portfolio using the stock valuation model. Therefore, the study used a number of important models in the financial analysis, namely: the real value of the shares according to the multiples of profitability, the real value of shares according to the cash flow, Per share according to the method (Benzion & Yagil), In order to implement the objective of the study, a group of sectors was selected in the Iraqi Stock Exchange as an applied sample, As it represents in the present day of great importance in facilitating trade exchange, whether internally or externally between countries and other important and indispensable services, especially after the rapid developments in services and business transactions and the openness of the world, which played the key role in expanding the scope of external work more than in Income. Accordingly, the target sectors operating in the economic sectors amounted to six sectors reflected in the sector (banking, insurance, services, industry, tourism, hotels, agriculture), which was the (20) distributed on the basis of the company (six companies in the banking sector, three companies in the insurance sector, and two companies in the service sector, and three companies in the industrial sector, two companies in the tourism and hotel sector, and four companies in the agricultural sector), The time series for the sample of the Iraq market analysis for the eleven-year period (2006-2016), and for extracting the results in the light of the data withdrawn from the Iraqi market for securities. The study sample used a set of important indicators in financial analysis, Which were represented in (Analysis of the market value of shares of companies, analysis of earnings per share of companies, analysis of cash flow of shares of companies, and analysis of the percentage change in the market value of shares of companies), Accordingly, the study found a group of perhaps the most notable results represent that the need for the Iraq Stock Exchange is keen to provide some proper scientific methods, which is an opportunity for an investor to reduce the time, effort and cost in choosing the portfolio of efficient, Based on that study, it presented a set of recommendations reflected in the most important that the need for the Iraq Stock Exchange building financial indicators are based on a financial basis

**Key words:** efficient portfolio, equity, investment, returns, risk.



1  
2  
3  
4  
5

**The Ministry of Higher Education and  
Scientific Research  
University of Al-Qadissiyah  
Faculty of Management and Economy  
Business Management**



# **Building an Efficient Portfolio Using Some of stocks Evaluation Models**

**Analytical Study on the Iraqi Stock Market  
within 2006–2016**

A thesis

Submitted to The Council of the College of Administration and  
Economics , AL-Qadisiya University, In partial Fulfillment of  
Requirements of the

Master Degree in Business Administration

**By**

**Hind Abdul-Hadi Abdul-Wahid Al-Khyzaii**

Supervised by

Prof. Dr.

**Abdullah Kadhim Hasan Al-Saeidi, PhD.**

**1440 H.D**

**2019 A.D**