



جامعة الموصل
كلية الإدارة والاقتصاد
العلوم المالية والمصرفية

دور مضاعف الربحية في تقييم اداء المحفظة الاستثمارية دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2016- 2018)

محمد عبد مصطفى مشعل

رسالة دبلوم عالي علوم مالية

بإشراف المدرس
الدكتور
محمد فوزي محمد

2019 م

1441هـ

جامعة الموصل

دور مضاعف الربحية في تقييم اداء المحفظة الاستثمارية
دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2016- 2018)

رسالة تقدم بها

محمد عبد مصطفى مشعل

إلى
مجلس كلية الادارة والاقتصاد في جامعة الموصل وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدبلوم
العالى في العلوم المالية

بإشراف المدرس
الدكتور
محمد فوزي محمد

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

□ قَالَ إِنَّكَ لَن تَسْتَطِيعَ مَعِيَ صَبْرًا ❁ وَكَيْفَ

تَصْبِرُ عَلَى مَا لَمْ تُحِطْ بِهِ خُبْرًا ❁ قَالَ سَتَجِدُنِي

إِنْ شَاءَ اللَّهُ صَابِرًا وَلَا أَعْصِي لَكَ أَمْرًا □

صدق الله العظيم

من سورة الكهف

الآية 67-69

شكر وعرفان

الحمد لله رب العزة والجلال، واسع الكرم عظيم الأفضال، والصلاة والسلام على سيدنا محمد (صلى الله عليه وسلم) وآله وصحبه الطيبين الأطهار.

وبعد

فان واجب العرفان بالجميل يلزمني ان اسجل عظيم شكري وبالحق أمتناني لاستاذي المشرف الدكتور محمد فوزي محمد، لما ابداه من توجيهات سديده وأراء علمية رصينة لعبت دوراً أساسياً في انضاج هذه الرسالة ، اذ كان للجهود الكبيرة التي بذلها في خضم مشاغله الرسمية حيناً وعلى حساب راحته الشخصية في احيان كثيرة اعظم الاثر في نفسي فجزاه الله عني خير الجزاء .

كما يطيب لي أن أتقدم بفائق التقدير والاحترام إلى الأستاذ الدكتور سرمد كوكب الجميل وفاءً.

وأتقدم بشكري وإمتناني للأستاذ الدكتور ثائر احمد السمان عميد كلية الإدارة والاقتصاد والدكتور وحيد محمود رمو معاون عميد الكلية العلمي والدكتور عدنان سالم قاسم معاون العميد الاداري لما قدموه لطلبة الدراسات العليا.

ويلزمني واجب الأمانة العلمية أن أتقدم بالشكر والإمتنان الى أساتذته قسم العلوم المالية والمصرفية لمساندتهم العلمية والمعنوية لطلبة الدراسات العليا .

واعتزائي وتقديري لمن واكبوا مسيرتي ومنحوني دعماً معنوياً زملائني في عمادة كلية الادارة والاقتصاد واصدقائي خارج الجامعة.

ومن واجب الوفاء اتقدم بشكري وامتناني لست مها متي شكر مدير حسابات كلية الادارة والاقتصاد لما قدمته لي من دعم في كل المجالات.

وإن واجب الوفاء يلزمني بتقديم جهدي ودراستي ثناءً لروح والدي الطاهرة رحمه الله رحمةً واسعة ولأهلي جميعاً الذين كانوا السند والعون في اكمال هذا الدراسة .

الباحث

المستخلص

يعد مضاعف الربحية احد اهم المؤشرات المستخدمة في الاسواق المالية والتي تستخدم لتقييم الاوراق المالية، لذلك سعت الدراسة الى اختبار دور مضاعف الربحية في تقييم اداء المحافظ الاستثمارية، وهدفت الدراسة الى بناء محفظتين استثماريتين تدعى المحفظة الاولى محفظة القيمة والتي يتم بناؤها بالاستناد الى الاسهم التي تمتلك ادنى مضاعف ربحية، في حين تم بناء المحفظة الثانية والتي تسمى محفظة النمو من الاسهم التي تمتلك اعلى مضاعف ربحية، وتم تقييم اداء كلا المحفظتين عبر مجموعة مقاييس وهي: ترينور (Treynor)، وشارب (Sharpe)، وجنس (Jensen)، و(M-Square) .

وشملت الدراسة عينة من الشركات المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2016-2018) وقد خلصت الدراسة إلى نتائج عدة وخرجت بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات، وكان من ابرزها تفوق محفظة القيمة على محفظة النمو ومحفظة السوق من حيث معدل العائد السنوي والعائد الاضافي باستثناء سنة (2017) فضلاً عن تفوقها من حيث الخطر النظامي والخطر الكلي خلال مدة الدراسة، كما استطاعت محفظة القيمة التفوق وفق جميع مقاييس تقييم الاداء. وكانت ابرز التوصيات ضرورة استخدام نسبة مضاعف الربحية من قبل المستثمرين والمحللين الماليين في سوق العراق للأوراق المالية في انتقاء الاسهم التي تشكل محافظهم الاستثمارية للأثر الملحوظ في زيادة متوسط العوائد السنوية فضلاً عن ارتفاع العوائد الاضافية مقارنةً بعوائد مؤشر السوق.

الكلمات المفتاحية: مضاعف الربحية، المحفظة الاستثمارية، مقاييس تقييم اداء المحفظة.

ثَبَّتَ المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
أ	المستخلص باللغة العربية
ب	ثَبَّتَ المحتويات
ت	ثَبَّتَ الجداول
ت	ثَبَّتَ الأشكال
2-1	المقدمة
13-3	الفصل الأول: الاطار العام للدراسة
5-3	المبحث الأول: منهجية الدراسة
13-6	المبحث الثاني: مراجعة الدراسات السابقة
46-14	الفصل الثاني: الاطار النظري للدراسة
28-14	المبحث الأول: القيمة الحقيقية مدخلاً لمضاعف الربحية
46-29	المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية ومقاييس تقييم ادائها
61-47	الفصل الثالث: الاطار التطبيقي للدراسة
54-47	المبحث الأول: تهيئة البيانات وتحليلها
61-55	المبحث الثاني: بناء المحافظ الاستثمارية وتقييمها
62	أولاً: الاستنتاجات
63	ثانياً: التوصيات
69-64	المصادر والمراجع
T	الملاحق
A	المستخلص باللغة الإنكليزية

ثبت الجداول

الصفحة	البيان	رقم الجدول
46	ملخص مقاييس تقييم اداء المحفظة الاستثمارية	1
48	متوسط نسبة مضاعف الربحية للشركات عينة الدراسة للمدة (2018-2016)	2
51	عائد مؤشر السوق للمدة (2018-2016)	3
53	متوسط أسعار الفائدة على ادونات الخزينة	4
54	معاملات بيتا للشركة عينة الدراسة للمدة (2018-2016)	5
55	مكونات محفظة القيمة	6
56	مكونات محفظة النمو	7
59	احتساب العائد المطلق والعائد الاضافي للمحافظ الاستثمارية	8
60	احتساب العائد المعدل بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية	9

ثَبَّتَ الأشكال

الصفحة	البيان	رقم الشكل
49	متوسط نسبة مضاعف الربحية في القطاعات عينة الدراسة للمدة (2018-2016)	1
50	متوسط عائد الاسهم في القطاعات عينة الدراسة للمدة (2018-2016)	2
51	اسعار اغلاق مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث (2018-2016)	3
52	عائد مؤشر السوق للمدة (2018-2016)	4
57	متوسط نسبة مضاعف الربحية للمحافظ الاستثمارية وحسب القطاعات	5
58	متوسط مضاعف الربحية لمحفظة النمو ومحفظة القيمة	6

المقدمة :

يُعد أسلوب التحليل الاساس (Fundamental Analysis) من اكثر اساليب التحليل المالي استخداماً في الاسواق المالية. ويقوم هذا الاسلوب في الاساس على قياس القيمة الحقيقية للأوراق المالية من خلال دراسة العوامل الاقتصادية والمالية ذات العلاقة، والتي يمكن أن تكون ذات طبيعة نوعية وكمية. اذ يدرس المحللون الماليون العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة الاوراق المالية، بما في ذلك عوامل الاقتصاد الكلي (مثل ظروف الاقتصاد والصناعة) ومؤشرات مالية خاصة بالشركة. ويتمثل الهدف النهائي للتحليل الأساس في التوصل الى قيمة كمية يمكن للمستثمر مقارنتها بالسعر الحالي للأوراق المالية وذلك للتحقق فيما إذا كانت الورقة المالية مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية أو مبالغ في تسعيرها ، الامر الذي يفضي الى الاستفادة من هذه المعلومات لتحسين أداء المحافظ الاستثمارية.

ولقد طور المهتمون بالتحليل الاساس من باحثين ومحللين ومستثمرين العديد من نماذج تقييم حق الملكية لاستخدامها في اختيار الاوراق المالية، ذلك ان الميزة المشتركة بين تلك النماذج هي استخدامها لبيانات القوائم المالية، وان احد اهم الفروض التي يستند اليها استخدام هذه النماذج هو ان سوق راس المال يخطئ في تسعير الاوراق المالية، وان هذه النماذج يمكن استخدامها في الكشف عن هذا الخطأ. وتعد نسبة سعر السهم الى ربحيته (Price-to-Earnings Ratio) او ما يطلق عليه بمضاعف الربحية (earnings multiple) احد اهم تلك النماذج التي نالت اهتمام العديد من المتخصصين والباحثين فضلا عن المستثمرين. ونتيجة لذلك اضحى هناك الكثير من البحوث والدراسات التي ناقشت مضاعف الربحية وفق مدخل التحليل الاساس بهدف الوصول الى افضل تقييم للأوراق المالية وبالشكل الذي يساهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

ومع ذلك نجد ان نظرية السوق المالية الكفوءة تتعارض مع التحليل الاساس، ذلك ان كفاءة السوق تجعل اسعار السوق تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية الامر الذي يجعل المستثمر غير قادر على استخدام المعلومات المتاحة للجمهور للحصول على عوائد غير اعتيادية (abnormal returns) تختلف عن الصفر بصورة دائمة، وان احد اهم التفسيرات العلمية لتلك الجدلية هو الانشطة التنافسية لمحلي الاوراق المالية؛ فكل محلل يسعى للكشف عن الاوراق المالية المسعرة بصورة خاطئة (Mispricing)، ومن اجل تكوين محافظ استثمارية ذات عوائد

متوقعة غير صفرية، ورغم ان كل محل مالي قد يعتمد على مجموعة مكثفة ومتنوعة من المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين، الا ان ارتفاع عدد المحللين الماليين الذين يبحثون عن ذات الاوراق المالية يرفع من احتمال انعكاس تلك المعلومات بشكل سريع في اسعار الاوراق المالية، وبذلك تصبح فكرة كفاءة السوق اكثر تحقفا في الاسهم التي يتابعها اكبر عدد من المحللين، وعلى العكس من ذلك تصبح كفاءة السوق اقل تحقفا في الاسهم التي يسعى وراءها عدد اقل من المحللين.

وعلى الرغم من تلك الجدلية القائمة بين التحليل الاساسي وكفاءة السوق والتي يكتنفها الكثير من التعقيد وتختلف فيها الآراء والمدارس المالية كثيراً، الا ان الدراسة الحالية ستبحث فيما اذا كان بالإمكان تشكيل محافظ استثمارية بالاستناد الى مضاعف الربحية في سوق العراق للأوراق المالية واختبار مدى إمكانية تحقيق عوائد اضافية وفق تكوين محافظ استثمارية مكونة من الاسهم ذات النسبة الأقل (الاعلى) من مضاعف الربحية.

وانسجاماً مع طبيعة موضوع الدراسة فقد قسمت إلى ثلاثة فصول، يتناول الفصل الأول الاطار العام للدراسة والذي يضم بحثين، يعنى الاول بمنهجية الدراسة، فيما يتناول المبحث الثاني مراجعة للدراسات السابقة. وخصص الفصل الثاني للاطار النظري للدراسة وعبر بحثين يتناول الاول القيمة الحقيقية بوصفها مدخلاً لمضاعف الربحية، فيما يختص المبحث الثاني بالمحفظة الاستثمارية ومقاييس تقييم ادائها، وكُرس الفصل الثالث للاطار التطبيقي للدراسة وعبر بحثين، يُعنى المبحث الاول بتهيئة البيانات وتحليلها، ويختص المبحث الثاني ببناء المحافظ الاستثمارية وتقييمها، واختتمت الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات التي توصلت إليها الدراسة .

الفصل الاول

الاطار العام للدراسة

المبحث الاول: منهجية الدراسة

اولاً: مشكلة الدراسة

ان مراجعة البحوث والدراسات المالية التي ناقشت استراتيجيات الاستثمار وامكانية التفوق على السوق ومن ثم تحقيق عوائد اضافية (Excess returns) تظهر الجدل الكبير بين أوساط الاكاديميين والباحثين والمحليلين الماليين حول امكانية ايجاد نموذج او اطار عمل يساعد المستثمرين في العثور على اسهم منخفضة القيمة او مبالغ في تسعيرها (Over Price) واستخدامها في تكوين محافظ استثمارية قادرة على تحقيق عوائد اضافية معدلة بالمخاطر (Risk-Adjusted Rates of Return) وعليه تتطوي مشكلة البحث في الاجابة على التساؤلات الاتية:

1. هل يوجد محتوى معلوماتي لنسبة مضاعف الربحية؟
2. ما مدى امكانية استخدام نسبة مضاعف الربحية في عملية تقييم الاسهم؟
3. هل ان المحافظ الاستثمارية ذات نسبة مضاعف ربحية منخفضة قادرة على تحقيق عوائد اضافية (Excess Returns) مطلقة ومعدلة بالمخاطر مقارنة بمؤشر السوق؟
4. هل تتطابق نسبة مضاعف الربحية لمحفظة القيمة الاستثمارية مع محفظة النمو الاستثمارية.
5. هل تحقق محفظة القيمة الاستثمارية عائد اعلى من محفظة النمو الاستثمارية.

ثانياً: اهمية الدراسة

على الرغم من كل التطورات التي شهدتها الدراسات المالية في مجال نماذج تقييم حق الملكية التي تعتمد على التدفقات النقدية والارباح وتوزيعاتها، واستخدامات تلك النماذج في الكشف عن الاخطاء في تسعير الاوراق المالية، إلا أن تناول نسبة مضاعف الربحية على وفق سرد علمي يطرح الجذور التاريخية والأبعاد والمضامين لتلك النسبة، ومن ثم محاولة اختبار وتقييم قدرتها على تكوين محافظ استثمارية واختبار قدرتها على تحقيق عوائد اضافية معدلة

بالمخاطر، يعد من الموضوعات المهمة للمهتمين بسوق العراق للأوراق المالية، ومن ثم تساهم الدراسة الحالية في ردد المكتبه العربيه والمهتمين بالأسواق الماليه بجزئية ولو بسيطه في هذا المجال.

ثالثاً: هدف الدراسة

تهدف الدراسة الى:

1. توضيح مفهوم مضاعف الربحية بوصفه من المؤشرات المهمة في ادبيات الاسواق الماليه عبر التأصيل النظري لتلك النسبة من خلال نماذج تقييم حق الملكية
2. بناء محافظ استثمارية بالاستناد الى مضاعف الربحية وتقييم ادائها وفق شروط العائد والمخاطرة وبالاغتماد على مقاييس ترينور (Treyner)، وشارب (Sharpe)، وجنسن (Jensen)، و(M-Square)

رابعاً: فرضية الدراسة

اعتماداً على الاساس النظري لمشكلة الدراسة واهميتها واهدافها، فقد طرحت الدراسة فرضيات رئيسية بهدف اختبارها وهي كما يأتي:

1. يمكن بناء محفظة استثمارية بالاغتماد على نسبة مضاعف الربحية
2. تحقق محفظة القيمة ذات نسب مضاعف ربحية منخفضة عوائد اضافية مرتفعة مقارنة بمؤشر السوق
3. لا تحقق محفظة النمو ذات نسب مضاعف ربحية مرتفعة عوائد اضافية مرتفعة مقارنة بمؤشر السوق

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، واشتملت عينة الدراسة على جميع الشركات المساهمة والمدرجة في السوق، وقد خضعت الشركات للشروط الآتية ليتم إدخالها في عينة الدراسة:

1. أن تكون الشركة مدرجة على لوائح سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة الممتدة من عام 2016 وحتى عام 2018

2. أن لا يكون قد تم وقف التداول بأسهم تلك الشركة خلال مدة الدراسة

3. أن لا يكون قد حدث للشركة أحداثٌ غير عادية خلال مدة الدراسة مثل الاندماج، لتأثير هذه العمليات على احتساب متغيرات الدراسة بشكل متسق

4. الانتظام بنشر القوائم المالية، وتوفير البيانات المحاسبية للشركات موضع الدراسة لحساب متغيرات الدراسة

وقد بلغ عدد الشركات التي استوفت الشروط السابقة وأدخلت في عينة الدراسة (38) شركة مساهمة يوضحها الملحق (1)، منها (17) مصرفاً ضمن القطاع المالي (2) شركة ضمن قطاع التأمين، و(1) شركة واحدة ضمن قطاع الاتصالات، و(3) شركة ضمن قطاع السياحة والفنادق، و(6) شركات ضمن القطاع الصناعي، و(5) شركات ضمن القطاع الزراعي، و(4) شركات ضمن قطاع الخدمات. وتتمثل أسباب استبعاد الشركات الأخرى بما يأتي:

1. اندماج الشركة خلال مدة الدراسة

2. وقوع الشركة تحت التصفية

3. تأسست حديثاً

4. عدم توفر البيانات

سادساً: مدة الدراسة

غطت الدراسة مدة ثلاث سنوات تمتد من (2016-2018)

سابعاً: أساليب جمع البيانات والمعلومات

تم الاعتماد على الكتب والدراسات والبحوث لتوضيح الأسس النظرية، وتم تناول البيانات المالية المنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية وهيئة السوق المالي كأسعار الاسهم واسعار اغلاق مؤشر السوق فضلاً عن الكشوفات المالية (الميزانية، وكشف الدخل) والتقارير التفصيلية للشركات عينة الدراسة، والنشرات الصادرة عن البنك المركزي العراقي.

ثامناً: المنهج

اعتمدت الدراسة في تناولها للموضوع على المنهج الوصفي في جانبها النظري وعلى المنهج التحليلي في جانبها التطبيقي.

المبحث الثاني

مراجعة الدراسات السابقة

تمثل الدراسات السابقة والدراسات ذات العلاقة اهمية كبيرة في البحث العلمي وذلك لتناولها الكثير من الاثباتات المعرفية التي تسهم في تدعيم وترصين الجانب النظري والتطبيقي، ولهذا يركز هذا المبحث على مراجعة الدراسات والبحوث ذات العلاقة بموضوع الدراسة الحالية، متضمناً عرضاً مختصراً لمجموعة من الدراسات العلمية العربية والأجنبية والتي سترد وفق الفترة الزمنية التي تم انجاز الدراسة فيها وعلى النحو الآتي:

أولاً: الدراسات العربية

1. دراسة (الشكرجي، 1999) بعنوان: (اختبار نماذج تقييم الأسهم العادية لتشكيل المحافظ الاستثمارية)

سعت هذه الدراسة الى اختبار نماذج تقويم الأسهم في سوق بغداد للأوراق المالية لتوضيح مدى قدرتها في التقويم وفق مدخل التحليل الاساس، كما هدفت الدراسة الى تشكيل محفظة استثمارية بالاستناد الى مؤشرات القيمة الحقيقية للأسهم. واشتملت عينة الدراسة على ستة عشر شركة مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية للفترة (1992-1996) وركزت الدراسة على مجموعة من مداخل تقييم الاسهم كان من اهمها نموذج مضاعف الربحية، وخلصت الدراسة الى مجموعة من الاستنتاجات كان من بينها ان نسبة مضاعف الربحية يعد مدخلاً ذا اهمية في تقييم الاسهم للوصول الى القيمة الحقيقية، كما اشرت الدراسة ان القيم المرتفعة لنسبة مضاعف الربحية تؤشر امكانية تحقيق الشركات لمعدل نمو عالي في الارباح المستقبلية الامر الذي يدفع بالمستثمرين الى شراء اسهم تلك الشركات ومن ثم ارتفاع اسعارها.

2. دراسة (العامري، 1999) بعنوان: (استخدام مضاعف الأرباح Price to Earnings Ratio في تقييم الاستثمار بالأسهم العادية)

بحثت هذه الدراسة في قدرة مضاعف الربحية على تقييم الاسهم العادية، وهدفت الدراسة الى حساب متوسط نسبة مضاعف الربحية لكل شركة من شركات عينة الدراسة التي شملت القطاع الصناعي المدرج في سوق بغداد للأوراق المالية للفترة (1986-1995)، كما عملت الدراسة على حساب متوسط الصناعة لمضاعف الربحية، وبذلك سعت الدراسة الى البحث في اختلاف نسبة مضاعف الربحية بمرور الزمن بعد ان تم تقسيم مدة الدراسة الى مدتين تتضمن كل مدة (5) سنوات، واشرت الدراسة ان ارتفاع نسبة مضاعف الربحية يعد مؤشراً على ارتفاع سعر السهم فضلاً عن ربحيته مما يدل على ان هناك فرص نمو امام الشركة، كما ان ارتفاع معدل نمو الارباح وفق نموذج خصم التدفقات يؤدي الى ارتفاع مضاعف الربحية.

3. دراسة (الزبيدي، 2002) بعنوان: (استخدام بعض مؤشرات السوق في الاستثمار بالأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية)

استهدفت الدراسة إظهار التباين بين مؤشرات السوق عند استخدامها في الاستثمار بالأسهم العادية ، فضلاً عن دورها في اختيار الأوراق المالية وهذه المؤشرات هي : نسبة مضاعف الربحية (Price to Earnings Ratio)، ونسبة سعر السهم الى قيمته الدفترية (Price to Book Value Ratio)، ونسبة سعر السهم الى تدفقه النقدي (Price to Cash Flow Per Share)، واشتملت عينة الدراسة عشر (10) شركات مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ضمن القطاع الصناعي، وغطت الدراسة المدة الزمنية الممتدة بين السنوات (1992 – 1999) وتم استخدام عدد من الأساليب المالية والإحصائية لقياس وتحليل متغيرات الدراسة واختبار الفرضية. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات أهمها إن نسبة مضاعف الربحية المرتفعة لا يعول عليها عند الاستثمار بأسهم شركات العينة لأنها نتجت عن تدني أرباح هذه الشركات ، كما توصلت الدراسة إلى نتائج تدعم صحة فرضيتها.

4. دراسة (الجبوري، 2006) بعنوان: (تأثير محتوى معلومات الأرباح في قيمة الأسهم العادية دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)

أجرت الدراسة عملية تقييم الأسهم العادية في ضوء معلومات الأرباح، على وفق نسبة مضاعف الربحية المحسوبة استناداً إلى الأرباح الكلية، وكذلك النسبة المحسوبة استناداً إلى

الأرباح الدائمية كمؤشر على كفاءة تسعير الأسهم في السوق المالية، وذلك من اجل البحث في تأثير محتوى معلومات الأرباح في سلوك أسعار أسهم الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. تم اختيار هاتين الفرضيتين على عينة شملت تسع شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ضمن القطاع الصناعي المختلط، تضمنت اثنان وسبعون اعلان عن الأرباح لتلك الشركات، وغطت الدراسة المدة الزمنية الممتدة بين السنوات (1995 – 2002) وخلصت الدراسة إلى مجموعة استنتاجات من أهمها: هناك تأثير معنوي بين محتوى معلومات الأرباح وبين العوائد غير الاعتيادية للفترة قبل وأثناء وبعد الإعلان عن الأرباح. كما تعد نسبة مضاعف الربحية المحسوبة على أساس الأرباح الكلية أكثر موضوعية في تقييم الأسهم العادية من تلك النسبة المحسوبة على أساس الأرباح الدائمية.

5. دراسة (المنصور، 2018) بعنوان: (جدوى التنويع الدولي في ظل الازمة المالية – دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية)

تناولت هذه الدراسة التخصيص الامثل للأوراق المالية الدولية الذي يعزز من العائد المعدل بالمخاطر (Risk - adjusted return) في بيئة المحفظة الاستثمارية، ومن ثم هدفت الدراسة الى توضيح جدوى التنويع الدولي في الازمة المالية عبر تقسيم الاختبارات على ثلاث فترات (قبل الازمة، اثناء الازمة، بعد الازمة) بالتطبيق على عينة الدراسة التي اشتملت على مؤشرات الاسواق المالية الدولية فضلا عن مؤشر سوق العراق للأوراق المالية، وباستخدام العديد من المؤشرات الاحصائية والمالية التي طبقت على مدة الدراسة البالغة (771) يوماً اشترت الدراسة العديد من الاستنتاجات كان من بينها ان التنويع الدولي في بناء المحفظة الاستثمارية المعدل عوائدها بالمخاطر ذو اهمية كبير مقارنة بالتنويع المحلي، وان جدوى ذلك التنويع يظهر بوضوح بعد الازمة المالية، وخرجت الدراسة بعدد من التوصيات كان من أهمها: ضرورة توجه المستثمر العراقي نحو بيئة الاستثمار الدولية وذلك لتفادي التقلبات التي تحدث في الاسواق المحلية والمستند للإثبات الذي تقدمه الدراسة حول تلاشي التقلبات واختفائها بمرور الزمن على المدى الطويل.

6. دراسة (الخرزاعي، 2019) بعنوان: (بناء المحفظة الكفوة باستخدام بعض نماذج تقييم الاسهم العادية- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2006-2012)

استهدفت الدراسة البحث في امكانية بناء محفظة استثمارية كفوة وذلك بالاستناد الى مقاييس تقييم الاسهم والمتمثلة بالقيمة الحقيقية للاسهم وفق نموذج مضاعف الربحية، والقيمة الحقيقية للاسهم وفق نموذج التدفق النقدي، والقيمة الحقيقية للاسهم وفق نموذج (Yagil and Benzion). واعتمدت الدراسة في ذلك على البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، كما استعانت الدراسة بمجموعة من المؤشرات الاحصائية والمالية من اجل اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج كتحليل القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة الدراسة، وتحليل مؤشر التدفق النقدي للاسهم، ونسبة التغير في القيمة السوقية. واشترت نتائج الدراسة عدم امكانية بناء محفظة استثمارية كفوة بالاعتماد على مضاعف الربحية، فيما اظهرت النتائج القدرة على بناء المحفظة المنشودة بالاعتماد على نموذج التدفق النقدي ونموذج (Yagil and Benzion).

ثانياً: الدراسات الاجنبية

1. دراسة (Johan, 2007) بعنوان: (A quantitative study of the P/E ratio on the Swedish market) (دراسة كمية لنسبة مضاعف الربحية في سوق الاسهم السويدية)

سعت الدراسة الى التعرف على المتغيرات التي تؤثر في نسبة مضاعف الربحية في سوق الاسهم السويدي للمدة (1997-2007)، كما تهدف الدراسة وعبر المنهجية الكمية الى تحديد كيفية تأثير التغير في مجموعة من المتغيرات على متوسط نسبة مضاعف الربحية. وتم الاعتماد على تحليل الانحدار لتسع قطاعات يتضمنها السوق المالي، وعليه تم تقسيم الانحدار الى قسمين: القسم الاول يتضمن اربعة متغيرات كلية (سعر الفائدة، ومعدل النمو في الناتج المحلي الاجمالي، خطر السوق، القيمة السوقية) فيما يتضمن القسم الثاني من التحليل تضمين معادلة الانحدار متغيرات تفسيرية على المستوى الجزئي (الدين الى حق الملكية، القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، موثوقية البيانات)

وتضمنت الدراسة مراجعة نظرية لنسبة مضاعف الربحية فضلا عن مراجعة نظرية خصصت لتحليل الانحدار. وخلصت الدراسة الى ان نسبة مضاعف الربحية في جميع القطاعات لها عوامل تدفعها وتؤثر فيها بدلالة المعاملات الاحصائية الناتجة عن معدلات الانحدار، واشرت الدراسة ان خمسة من اصل ستة متغيرات كانت ذات تأثير معنوي باستثناء القيمة السوقية الى القيمة الدفترية التي كانت ذات تأثير معنوي في القطاع المالي فقط.

2. دراسة (Wenjing, 2008) بعنوان: (Price- Earnings Ratio and Influence Factors: evidence from China) (نسبة مضاعف الربحية والعوامل المؤثرة: دليل من الصين)

بحثت هذه الدراسة العلاقات بين نسب مضاعف الربحية والعوامل المؤثرة عليها عبر توظيف بيانات متوسط نسبة مضاعف الربحية في سوقي (Shanghai and Shenzhen) للأوراق المالية، كما تم استخدام نسب مضاعف الربحية للشركات المدرجة في مؤشر (Hushen 300) بهدف الكشف عن معاملات الارتباط بين النسب فضلا عن دراسة العوامل المؤثرة في تلك النسب من خلال بناء نماذج الانحدار للتنبؤ بنسب مضاعف الربحية وذلك من اجل توفير اسس نظرية وتجريبية تساهم في مساعدة المستثمرين في السوق المالي على تقييم استثماراتهم وفقا لنسب مضاعف الربحية، كما تساعد المستثمرين على تسعير الاكتتاب الاولي.

واشرت نتائج الدراسة وجود اثر محدود لمؤشرات الاقتصاد الكلي في متوسط نسبة مضاعف الربحية على مستوى السوق المالي ومن هذه المؤشرات (الناتج المحلي الاجمالي، سعر الفائدة، معدل التضخم) كما اشرت الدراسة اهمية الاخذ بالعوامل المالية كالرفع المالي عند تقدير مضاعف الربحية على مستوى الشركات لما له من علاقة في رفع الخطر المالي ومن ثم ارتفاع كلفة راس المال.

3. دراسة (Strahle, 2011) بعنوان: (Value and growth stocks on the Swedish stock market) (اسهم القيمة والنمو في سوق الاسهم السويدية)

تبحث هذه الدراسة فيما إذا كان هناك قدرة للمستثمر في الحصول على عوائد اضافية عند الاستثمار في الأسهم ذات القيمة (Value stocks) (الاسهم التي تكون قيمتها الحقيقية اعلى

من قيمتها السوقية) مقارنةً بالاستثمار في أسهم النمو (Growth stocks) (الاسهم التي تكون قيمتها السوقية اعلى من قيمتها الحقيقية) في سوق (Stockholm) للأوراق المالية للمدة (2010-1989)

وعملت الدراسة على تصنيف الاسهم الى اسهم قيمة واسهم نمو وفقاً لمجموعة من المؤشرات المالية وهي : نسبة سعر السهم الى تدفقه النقدي، ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، ونسبة مضاعف الربحية، وبالإستناد الى تلك المؤشرات صنفت الدراسة الاسهم التي تحظى بنسب مرتفعة على انها اسهم نمو، في حين ان الاسهم الي تمتلك نسب منخفضة تعد اسهم قيمة. ثم قامت الدراسة ببناء محافظ استثمارية مكونة من اسهم قيمة فقط ومحافظ من اسهم نمو فقط، وتم تقييم تلك المحافظ الاستثمارية على فترات زمنية مختلفة (3)(12)(36)(60) شهراً. ومن اجل تحقيق اهداف الدراسة تم مقارنة عوائد المحافظ المشكلة وعلى مرحلتين، المرحلة الاولى تضمنت مقارنة العوائد المطلقة، في حين ان المرحلة الثانية تضمنت مقارنة العوائد المعدلة بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية وفق نموذج Sharpe. واشرت نتائج الدراسة ان المحافظ الاستثمارية المكونة من اسهم القيمة حققت عوائد (مطلقة، ومعدلة بالمخاطر) اعلى من المحافظ الاستثمارية المكونة من اسهم النمو ولجميع الفترات الزمنية المعدة للاختبار، كما تم تحقق ذات النتائج عند اجراء المقارنة في فترات ازدهار السوق وفترات الكساد، كما اشرت الدراسة ان معامل بيتا المحافظ الاستثمارية ذات اسهم القيمة اقل من معامل بيتا المحافظ الاستثمارية ذات اسهم النمو. وتربط الدراسة بين النتائج المتحقق مع السلوك العقلاني للمستثمرين في السوق المالي والتي تستند الى الموازنة ما بين العائد والخطر، ومن ثم فان نتائج الدراسة لا تتعارض مع طروحات نظرية كفاء السوق ونموذج تسعير الموجود الرأسمالي.

4. دراسة (Viorica, 2013) بعنوان: (The relationship between volatility of price multiples and volatility of stock prices: A study of the Swedish market from 2003 to 2012) (العلاقة بين تقلب مضاعفات السعر

وتقلب اسعار الاسهم: دراسة في سوق الاسهم السويدية للمدة (2012-2003))

ان الغرض من هذه الدراسة هو مناقشة العلاقة بين تقلب مضاعفات السعر وتقلب اسعار الاسهم في سوق الاسهم السويدية للمدة (2012-2003) وبالتركيز على نسبة مضاعف

الربحية ونسبة سعر السهم الى قيمته الدفترية بوصفهما مؤشران يعبران عن مضاعفات السعر. واستندت هذه الى الدراسة الى دراسات سابقة اظهرت وجود علاقة بين المتغيرات المدروسة، مما دفع القائمين على هذه الدراسة الى التساؤل ما اذا كان يجب ان يكون هناك علاقة بين تلك المتغيرات في السوق عينة الدراسة. كما ان للدراسة اهمية خاصة كونها اجريت على فترة زمنية تخللها ازمة مالية، مما يعني امكانية استخدام نموذج تقلبات مضاعفات السعر للتنبؤ بتقلبات اسعار الاسهم.

واستخدمت الدراسة التحليل الاحصائي كالانحدار والارتباط لعينة الدراسة (مؤشر السوق)، واطهرت الدراسة ان هناك علاقة ارتباط بين التقلبات في السنوات العشرة الماضية، الا ان معاملات الارتباط تختلف من حيث القوة والاتجاه باختلاف القطاعات المدرجة في مؤشر السوق عبر الزمن، كما اشرت نتائج الدراسة فيما يخص تحليل الانحدار الخطي ان التقلب في مضاعفات الاسعار يفسر التغير في اسعار الاسهم، وعليه يمكن استخدام مؤشر مضاعف الربحية ومؤشر سعر السهم الى قيمته الدفترية في انشاء نموذج تنبؤي للتقلب في اسعار الاسهم، كما وجدت الدراسة ان النموذج المستخدم يصبح ذا اهمية خاصة عندما تكون الظروف الاقتصادية غير مستقرة حيث كان لمعامل الارتباط وميل معامل التقدير في نموذج الانحدار اعلى القيم في السنوات الخمسة الاخيرة من فترة الدراسة مع الاشارة الى بلوغ تلك المعاملات ذروتها في عام (2008) سنة الازمة المالية.

5. دراسة (Gacheri, 2014) بعنوان: (The relationship between price earnings ratio and return of firms listed at the Nairobi securities exchange) (العلاقة بين نسبة مضاعف الربحية وعائد السهم للشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية)

سعت هذه الدراسة إلى تحديد ما إذا كانت هناك علاقة بين نسبة مضاعف الربحية وعوائد الأسهم في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وجاءت هذه الدراسة للتحقق من نتائج الدراسات السابقة في مسألة الاعتماد على متغير مضاعف الربحية في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وعليه تم حساب نسبة مضاعف الربحية للأسهم المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية للمدة (2008-2013). واستندت الدراسة في اختبار الفرضية ومناقشة النتائج الى اجراء تحليل

الانحدار الخطي، واشترت الدراسة عدم وجود اثر مهم احصائيا لعائد السهم في نسبة مضاعف الربحية، كما توضح الدراسة عدم امكانية تحقيق عوائد اضافية بالاعتماد على نسبة مضاعف الربحية بوصفها استراتيجية استثمارية.

6. دراسة (Knopers, 2014) بعنوان: (Value investing: evidence from the Dutch stock market)(قيمة الاستثمار: دليل من سوق الاسهم الهولندية)

اختبرت هذه الدراسة استراتيجيات الاستثمار بالقيمة لسوق الاوراق المالية الهولندي للمدة (1995-2013)، وكان الغرض من هذه الدراسة هو اختبار ما اذا كانت (نسبة مضاعف الربحية ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية ونسبة السعر الى التدفق النقدي ومقسوم الارباح) تعد مؤشرات ذات اهمية في استراتيجيات الاستثمار بالقيمة، ذلك ان الدراسات السابقة قد اظهرت ان لهذه المؤشرات علاقة بأداء المحافظ الاستثمارية، كما سعت الدراسة الى اضافة مؤشرات اخرى كالعائد على الموجودات (Return on assets) والعائد على راس المال المستثمر (Return on invested capital).

واظهرت نتائج الدراسة وجود قيمة مضافة لاستخدام تلك المؤشرات في السوق الهولندية وبما يتفق مع الادلة الدولية التي تقدمها دراسات سابقة، الا ان علاوة القيمة (value premium) التي تقدمها تلك المؤشرات تختلف من مؤشر الى اخر، فنسبة مضاعف الربحية ومؤشر العائد على الموجودات وراس المال المستثمر تعد من اقوى مؤشرات القيمة. كما اشترت الدراسة عدم وضوح العلاقة بين توزيعات الارباح وعائد السهم.

ثالثاً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

انتهاج منهج التحليل الاساس في بناء محافظ استثمارية بالاستناد الى مضاعف الربحية (Price-to-Earnings Ratio) وتقييم تلك المحافظ في سوق العراق للأوراق المالية وفق شروط العائد والمخاطرة وباعتماد على مقاييس ترينور (Treyner, 1965)، وشارب (Sharpe, 1966)، وجنسن (Jensen, 1968)، ونموذج الاداء المعدل بالمخاطر (M-Square, 1997).

الفصل الثاني

الاطار النظري للدراسة

المبحث الاول

القيمة الحقيقية مدخلاً لمضاعف الربحية

اولاً: القيمة الحقيقية للاسهم

يعود اساس استراتيجيات الاستثمار وفق مدخل قيمة الاسهم الحقيقية الى عام 1929 عندما انهار سوق الأسهم الأمريكية في 29 أكتوبر عام 1929 ، عندها قام كل من (Benjamin Graham and David Dodd) في عام 1934 بإنشاء اطار مفاهيمي للاستثمارات في سوق الاوراق المالية حيث وضعت المبادئ الرئيسة للتحليل الاساس للشركات في كتابهم الشهير تحليل الاوراق المالية (Security Analysis). واستنادا للتحليل الاساسي يسعى المستثمرون الباحثون عن القيمة الحقيقية الى الاستثمار في الاسهم التي يتم تداولها في السوق باقل من قيمتها، ذلك ان الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية يسمى هامش الامان (margin of safety) وكلما كان هامش الامان اعلى انخفضت فرصة خسارة المال المستثمر. وتتطلب استراتيجيات استثمار القيمة الاستثمار في الاسهم التي تمتاز بانخفاض اسعارها نسبة الى الارباح المحاسبية او ربحية الاسهم او القيمة الدفترية للموجودات او غيرها من مقاييس القيمة (Lakonishok, et.al, 1994, 1541) ووفقا لذلك ابدى العديد من الاكاديميين والمحللين الماليين في العقود الماضية اهتماماً كبيراً باختبار أداء ما يسمى باستراتيجيات القيمة.

ويتم تعريف القيمة الحقيقية للسهم على أنها تلك القيمة التي تبررها الحقائق من موجودات ومطلوبات وحقوق ملكية فضلاً عن الارباح وتوزيعاتها (Graham and Dodd, 2009, 64)، او انها تلك القيمة المحددة مسبقاً وفق مفهوم القيمة الحالية (Present value) لجميع المدفوعات النقدية للمستثمر، بما في ذلك توزيعات الأرباح والعائد الرأسمالي من بيع الاسهم، على اعتبار ان قيمة الاسهم ما هي الا القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة وتكون مضمومة على اساس معدل خصم مساوٍ لكلفة راس المال وهو ما يعادل معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم (Ehrhardt & Brigham, 2011, 601). ووفقاً للأدبيات المالية فان القيمة

الحقيقية للشركة تساوي القيمة الحالية المتوقعة للتدفقات النقدية (Brealey et.al, 2017, 23) .(

وتختلف القيمة الحقيقية للاسهم عن قيمتها السوقية (سعر السهم) المحددة في السوق المالي، ويعود سبب الاختلاف الى المقاييس المستخدمة لقياس القيمة الحقيقية التي تختلف من مستثمر الى اخر، ومن ثم فإنها قيمة تعتمد على تحليل المعلومات المالية حول شركة معينة. وقد وردت تسميات متعددة للقيمة الحقيقية منها القيمة العادلة (Fair Value)، والقيمة الصحيحة (True Value)، والقيمة المعقولة (Reasonable Value). وعند تحقق تلك القيمة في سوق الاوراق المالية، فإنها تعكس حالة التوازن، الا ان حالة التوازن هذه لا تتسم بالاستقرار، اذ ان القيمة الحقيقية تتقلب باستمرار لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة، بهدف تصحيح اتجاهات الاسعار نحو القيمة الحقيقية الجديدة، وان تحققت الاستجابة فهي دليل على كفاءة سوق الاوراق المالية. لذلك يعد الوصول الى القيمة الحقيقية عبر نماذج تقييم حق الملكية (الاسهم) من اهم مواضيع الادارة المالية والاستثمارات المالية، والذي نال اهتمام العديد من المتخصصين والباحثين فضلا عن المستثمرين. ونتيجة لذلك انصبت الكثير من البحوث والدراسات على هذا الموضوع وعلى وفق مداخل مختلفة لكل منهم انصاره ونظرياته وأدواته ومقاييسه بهدف الوصول الى ادق وافضل تقييم للاسهم وبالشكل الذي يساعد في اتخاذ القرار الاستثماري(العامري، 2013، 361-366)

ويستخدم المحللون الماليون نماذج تقييم حق الملكية للكشف عن الأوراق المالية التي تم تسعيرها باقل من قيمتها الحقيقية، وفي الحياة العملية تقدر هذه النماذج القيمة الحقيقية لسهم الشركة من خلال البيانات المالية المفصّل عنها في السوق المالي، وتختلف نماذج التقييم فيما بينها من حيث البيانات المستخدمة وذلك استناداً الى الغرض من التحليل المالي، وطالما كان الغرض من التحليل هو تعظيم قيمة الاستثمارات عندها يلجئ المحللون الى اسلوب المقارنات، وبالتالي النظر إلى محددات القيمة الحقيقية على اساس مجموعة من العوامل المالية والاقتصادية ومن ثم مقارنة تلك القيمة مع السعر السوقي الجاري للسهم لتحديد العلاقة بين سعر السهم والمحددات المتنوعة لقيمة الشركة (Bodie, et.al, 2013, 406).

وعلى الرغم من أن تحليل الميزانية العمومية (Balance sheet) يوفر معلومات مهمة عن قيمة الشركة من موجودات ومطلوبات وحقوق ملكية بوصفها صورة فتوغرافية للوضع المالي للشركة في فترة زمنية معينة عادة ما تكون نهاية السنة (Kieso, 2002, 42). إلا أنه من ناحية أخرى يستدعي التحليل الأساسي اللجوء إلى النماذج الكمية لتقدير قيمة الأسهم الحقيقية بناءً على مصادر القيمة كالأرباح المحاسبية التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة فضلاً عن مقسوم الأرباح.

ثانياً: نماذج تقييم حق الملكية

يمكن تصنيف مداخل تقييم حق الملكية إلى مداخل تعتمد على الميزانية العمومية ومداخل تعتمد على التدفقات النقدية المخصومة فضلاً عن المداخل التي تعتمد على مؤشرات السوق أو كما تعرف بنسب تقييم السوق. وتشتمل مداخل الميزانية العمومية على القيمة الدفترية (Book value) وقيمة التصفية (liquidation value) قيمة الاستبدال (Replacement value). وتتضمن مداخل خصم التدفق النقدي نماذج خصم مقسوم الأرباح ونماذج التدفق النقدي الحر (Free cash flow). فيما تتضمن مؤشرات السوق نسبة السعر إلى الأرباح (Price to earnings ratios)، ونسب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Price to book value ratios)، ونسبة السعر إلى المبيعات (Price to sales ratios). وتحاول مداخل تقييم حق الملكية إيجاد القيمة الحقيقية العادلة للأوراق المالية. أي أنها تتطوي على دراسة للموجودات، والأرباح المحتملة، والتدفقات النقدية المستقبلية، فضلاً عن مقسوم الأرباح (Gitman and Zutter, 2015, 329-339).

وتركز نماذج تقييم حق الملكية على مصادر القيمة الحقيقية الآتية: (Foster, 1986, 397)

1. الأرباح المستقبلية وربحية السهم
2. خصم التدفقات النقدية
3. مقسوم الأرباح النقدي
4. موجودات ومطلوبات الشركة

وعلى الرغم من كل تلك المتغيرات الداخلة في احتساب النماذج والتي تعد مصادر للقيمة الحقيقية وان هذه المصادر غير مستقلة عن بعضها البعض، إلا ان مداخل تقييم حق الملكية تركز على واحدة فقط من تلك المصادر.

1. مداخل التقييم التي تعتمد على الارباح المستقبلية وربحية السهم

اضحت الأرباح ذات أهمية كبيرة في أدبيات الادارة المالية، نظرا للدور المهم والحاسم الذي تلعبه في تحليل الأوراق المالية وفي بحوث الاستثمار. لذا فإن استعراض مفهوم الأرباح (Earnings)، وكذلك العلاقة بين الأرباح المحاسبية واسعار الاسهم يعد أمراً أساسياً، وقد تصدر عناوين العديد من الدراسات المالية.

فعلى مستوى التحليل الأساس (Fundamental Analysis) تكون هناك حاجة إلى النظر في مفهوم الأرباح، وتأثير تلك الأرباح على ربحية السهم ومن ثم عملية تقييم الأسهم العادية، وعلى الرغم من الغموض في مفهوم الأرباح إلا أن العديد من الدراسات أوضحت أن القدرة على التنبؤ بالأرباح تؤدي إلى تحقيق المستثمرين عوائد اضافية (الجبوري، 2006، 3) لذا يعكس كشف الدخل الأحداث الاقتصادية لمدة زمنية معينة عن طريق مقابلة الانجازات لتلك الفترة. أي الإيرادات مع التكاليف، وتنتهي البيانات المالية في كشف الدخل برقم متعلق بالأرباح المحاسبية للشركة التي يطلق عليها أيضاً بصافي الدخل أو الخط السفلي Bottom line، الذي يمثل الفرق بين الإيرادات Revenues والتكاليف Costs التي تحتوي جميع التكاليف المتعلقة بالنشاط التشغيلي الرئيس، أو تكاليف الأنشطة غير الرئيسة للشركة (Bodie et. al, 2013, 452)

ويرى (Edmonds) وزملاؤه ان هناك العديد من المصطلحات المترادفة لوصف الارباح كصافي الارباح المحاسبية Net Accounting earnings، وصافي الدخل Net Income، وصافي الربح Net Profit، كما ان استخدام العديد من المصطلحات المحاسبية في نماذج القياس كالأرباح التشغيلية، والارباح قبل الفوائد والضرائب، والربح التشغيلي قبل الاندثار والإطفاء، واجمالي الربح؛ سبب تعدد نماذج القياس في التحليل المالي (Edmonds et.al, 2003, 9-10) ويُرجع (الجبوري، 2006، 5-6) السبب في ذلك إلى أن أية شركة أعمال تقوم

بأنشطة مستمرة، لا يمكن تحديد نتيجة أعمالها وما أسفرت عنه من أرباح أو خسائر على وجه التأكد، إلا بعد اكتمال كافة الأنشطة في نهاية عمر الشركة . ولمعرفة ارباح الشركة بصفة دورية ومستمرة، أي عن فترات تقل عن عمر الشركة، يفترض تجزئة عمر الشركة إلى فترات لإمكانية قياس نتائج الأعمال، وهذا ما يطلق عليه افتراض الفترة المحاسبية الدورية Time Period Assumption.

ان أبسط اشكال نماذج التقييم المستندة الى الارباح المحاسبية هو ذلك الذي يتم صياغته وفق فروض حالة التأكد التام والذي يجعل جميع الارباح موحدة لفترة لا نهائية (عدم وجود معدل نمو)، وفي ظل فروض كفاءة الاسواق المالية حيث ان القيمة السوقية تساوي القيمة الحقيقية، فان القيمة التوازنية يمكن احتسابها عبر قسمة الارباح المحاسبية (E_i) للشركة المعنية على معدل عائد خالي من الخطر (r) وفقاً للصيغة الآتية: (Foster, 1986 , 397)

$$V = \frac{E_i}{r} \dots \dots \dots - (1 - 1)$$

كما ان احد التوسعات ذات الاهمية للمعادلة (1-1) هو الانتقال من حالة التأكد الى حالة عدم التأكد بخصوص الارباح المتحققة عبر الاعتراف بالمخاطر الناشئة عن عدم التأكد، وذلك عبر ادراج معدل خصم مناسب، ومن الامثلة على ذلك دراسة (Modigliani and Miller, 1958) اذ طورت هذه الدراسة فكرة تصنيف الشركات ضمن فئات مخاطر متساوية وبالاستناد الى فروض كفاءة السوق وعقلانية المستثمرين وغياب الضرائب تصبح القيمة الحقيقية مساوية لقسمة المستوى المتوقع من الارباح السنوية ($E(X_I)$) على معدل خصم مساوي لكلفة راس مال الشركة ($1 - r$) وكالاتي: (Modigliani and Miller, 1958)

$$V = \frac{E(X_I)}{1 + r} \dots \dots \dots (2 - 1)$$

وطالما ان الارباح المحاسبية ستعود الى حملة الاسهم فان التقييم الاصح لابد ان يكون على اساس ربحية السهم (EPS) وليس على اساس الارباح ، لذلك تعد ربحية السهم الواحد (Earnings per Share) إحدى المتغيرات التي تؤثر في قرارات بيع وشراء الأسهم المتداولة في السوق، وكذلك تعد إحدى المتغيرات الأساسية في حساب القيمة الحقيقية للسهم لأنها تعبر

عن حصة السهم الواحد من الأرباح التي تنعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق، وربحية السهم الواحد لها أهميتها الواضحة بالنسبة لحملة الأسهم لأنها توفر تدفقا "نقديا" ضروريا" لدفع مقسوم الأرباح، وتحسب ربحية السهم الواحد (EPS) من قسمة صافي الدخل (NI) على عدد الأسهم العادية القائمة للشركة (S) ووفقا للمعادلة الآتية: (الزبيدي، 2002، 8)

$$EPS = \frac{NI}{S} \dots \dots \dots (3 - 1)$$

وتستند مداخل التقييم التي تعتمد على الأرباح الى ربحية السهم (Earnings per Share) في بناء نموذج تقييم الأرباح (Earnings Valuation Model) وهذا ما ذهب اليه (Modigliani and Miller, 1961)، ومن ثم فان القيمة الحقيقية للسهم (V) تساوي القيمة الحالية للربحية المستقبلية (EPS_0) للسهم مطروحا منها القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية (I_0) والتي هي الأرباح المحتجزة مخصومة بمعدل خصم (K) يساوي معدل العائد المطلوب والتي توضحها المعادلة الآتية: (العامري، 2013، 371)

$$V = \frac{(EPS_0 - I_0)}{(1 + K)^0} + \frac{(EPS_1 - I_1)}{(1 + K)^1} + \dots + \frac{(EPS_{\infty} - I_{\infty})}{(1 + K)^{\infty}} \dots \dots \dots (4 - 1)$$

2. مداخل التقييم التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية

تسعى الادبيات المالية المتعلقة بالموازنة الرأسمالية (Capital Budget) في كتب تمويل الشركات والادارة المالية الى ابراز اهمية مدخل التدفقات النقدية المخصومة في اختيار المشاريع الاستثمارية بدلا من مدخل الأرباح المحاسبية، ومن بين اسباب تفضيل التدفقات النقدية ما يأتي: (Foster, 1986, 399)

1. ان التدفقات النقدية المخصومة تأخذ بعين الاعتبار توقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

2. ان الأرباح المحاسبية تتأثر بالخيارات المحاسبية والمرونة المتاحة في تطبيق الطرائق والإجراءات المحاسبية البديلة لقياس وتوصيل حدث اقتصادي معين مثل تكلفة البضاعة المباعة والاندثارات وطرق تقييم المخزون.

ولذلك عندما يتم مقارنة أسلوب التحليل في المعادلتين (1-1) و(2-1) بأسلوب التحليل الذي يقدمه (Stern, 1980) عندها يمكن ملاحظة انه بالإمكان استخدام كلا المعادلتين المذكورتين انفا في تقييم حق الملكية بالاستناد الى التدفقات النقدية بدلا من الارباح، ويرى (Stern) بان ما يهم المستثمرين هو خصم التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flows) المتوقعة مستقبلا والتي هي عبارة عن تدفقات نقدية متوقعة مطروح منها المتطلبات الرأسمالية المتوقعة، وبذلك فان التدفقات النقدية الحرة هي التي يهتم بها السوق المالي، اما الارباح المحاسبية وربحية السهم تعد غير مهمة (Foster, 1986, 400)

وعليه يركز الكثير من المحللين الماليين على التدفق النقدي في عمليات التقييم كما يميزون بين الربح المحاسبي وبين صافي التدفق النقدي، وان الاختلاف بين المفهومين ينتج عن المصاريف التي لم تدفع والإيرادات التي لم تستلم وفق ما يسمى بمحاسبة الاستحقاق. كما تختلف عمليات تقييم الشركة عما هو عليه في الاسهم وفق مدخل خصم التدفقات النقدية حيث يكون معدل الخصم المستخدم لتقييم الشركات مساويا لمتوسط الكلفة المرجحة لراس المال، في حين تستخدم كلفة راس المال المعدلة على اساس المخاطر كمعدل خصم عند تقييم الاسهم، وبذلك يمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم وفق المعادلة الآتية: (Ehrhardt & Brigham, 2011, 381)

$$V = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_{\infty}}{(1+r)^{\infty}}$$

$$V_{i,t} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_{i,t}}{(1+r)^t} \dots\dots\dots (4-1)$$

اذ ان:

$$V = \text{القيمة الحقيقية للسهم (i) في السنة (t).}$$

$$CF = \text{التدفقات النقدية المتوقعة للسهم (i) في السنة (t).}$$

$$r = \text{كلفة راس المال المعدلة على اساس المخاطر كمعدل خصم.}$$

الا ان المعادلة (4-1) تستند الى ان التدفقات النقدية تتسم بحالة التأكد التام في حين ان تلك التدفقات يكتنفها بعض الغموض في درجة تحققها ومن ثم ارتفاع خطر عدم التأكد، عندها اقترح (Sharp, 1964) نموذج تسعير الموجود الرأسمالي (Capital Asset Pricing Model)، واستناداً الى هذا النموذج فان سعر الموجود (السهم) في بداية الفترة يعتمد على معدل العائد المتوقع $E(r_i)$ ، والذي يعتمد على معدل العائد الخالي من الخطر r_f ، وعلى معدل العائد المتوقع على محفظة السوق $E(r_m)$ او مؤشر السوق، وعلى التباين المشترك (Covariance) ما بين معدل العائد على السهم ومعدل العائد على محفظة السوق $cov(r_i, r_m)$ ، وعلى التباين لمعدل العائد على محفظة السوق $\delta^2(r_m)$: (جبر، 2006، 41)

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \frac{cov(r_i, r_m)}{\delta^2(r_m)} \dots \dots \dots (5 - 1)$$

أي ان معدل العائد المتوقع على أي سهم يساوي معدل العائد الخالي من الخطر مضافاً اليه علاوة خطر السوق (Risk Premium) والتي تساوي: (جبر، 2006، 41)

$$[E(r_m) - r_f] \times \frac{cov(r_i, r_m)}{\delta^2(r_m)}$$

وبافتراض ان $(CF_{i,t})$ في المعادلة (4) هو التدفق النقدي للسهم (i) في نهاية السنة (t)، وان $(V_{i,t})$ هي القيمة السوقية للشركة في بداية السنة (t)، فان معدل العائد المتوقع على الاستثمار في السهم (i) يساوي: (جبر، 2006، 41)

$$E(r_i) = \frac{E(CF_{i,t}) - V_{i,t}}{V_{i,t}} \dots \dots \dots (6 - 1)$$

وبتعويض قيمة $E(r_i)$ الناتجة من المعادلة (6)، بدل $E(r_i)$ في المعادلة (5) والقيام بترتيب المعادلة تصبح معادلة القيمة الحقيقية للسهم كالآتي: (جبر، 2006، 41)

$$V_{i,t} = \frac{E(CF_{i,t}) - [E(r_m) - r_f] \times \frac{cov(r_i, r_m)}{\delta^2(r_m)}}{1 + r_f} \dots \dots \dots (7 - 1)$$

وبالتالي فإن الفرق بين المعادلة (7-1) والمعادلة (4-1) هو حالة التأكد التام من عدم التأكد في توقع التدفقات النقدية المستقبلية.

3. مداخل التقييم التي تعتمد على مقسوم الأرباح

ولقياس القيمة الحقيقية للأسهم يستخدم المحللون الماليون نماذج تقييم الأسهم العادية كنموذج خصم مقسوم الأرباح النقدي (Dividend Discount Model) الذي يدعى بنموذج جوردن (Gordon) ويفترض هذا النموذج أن القيمة الحقيقية دالة للقيمة المخصصة لمقسوم الأرباح النقدي المتوقع في المستقبل التي يتم خصمها بمقدار مساوي لكلفة رأس المال من قبل المستثمر لتعويض حالات الخطر وعدم اليقين أو التأكد التي تنشأ نتيجة الاختلاف في معدلات نمو التوزيعات النقدية المستقبلية (الميداني، 2004، 672) وعلى وفق الصيغة الآتية: (Brigham and Houston, 2017, 315)

Value of stock = P_0 = Present Value of expected future dividends

$$\text{Value of stock} = P_0 = \frac{D_1}{(1 + r_s)^1} + \frac{D_2}{(1 + r_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + r_s)^\infty}$$

$$\text{Value of stock} = P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_s)^t} \dots \dots \dots (8 - 1)$$

اذ ان:

$$P_0 = \text{القيمة الحالية للسهم (القيمة الحقيقية للسهم).}$$

$$D_t = \text{مقسوم الأرباح المستقبلي للفترة (t).}$$

$$r_s = \text{معدل العائد المطلوب (معدل خصم).}$$

وبشكل عام يمكن القول انه كلما ارتفع مقسوم الأرباح (مع بقاء العوامل الاخرى ثابتة) كلما ارتفعت القيمة الحقيقية للسهم، وعمليا قد يحدث ان تكون المتغيرات الاخرى سواء اكانت على مستوى الشركة او على مستوى السوق المالي في وضع يؤدي الى دفع المستثمرين لرفع معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) كرد فعل على ارتفاع الخطر مما يؤدي الى انخفاض القيمة الحقيقية للسهم.

وعلى الرغم من أن نموذج خصم مقسوم الأرباح النقدي (DDM) يتسم بسهولة التركيب الا ان معوقات تطبيقه تكمن في دقة التنبؤ بمقسوم الأرباح النقدي المستقبلي في الاجل

الطويل، ولتلافي معوقات تطبيق نموذج خصم مقسوم الأرباح النقدي، قدم (Myron J. Gordon) عام 1963 نموذج النمو الثابت (Constant Growth Model) بعد ان تم ادخال بعض الافتراضات المبسطة الى نموذج خصم مقسوم الارباح (DDM) (Dividend Discount Model)، عندها سيكون من المفترض أن يكون مقسوم الأرباح المستقبلي (D_t) يتجه صعودًا بمعدل نمو مستقر او ثابت (g)، وبذلك يتم حساب القيمة الحقيقية للسهم على النحو الاتي (Brigham and Houston, 2017, 318):

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

$$P_0 = \frac{D_0 (1 + g)}{r_s - g} = \frac{D_1}{r_s - g} \dots \dots \dots (9 - 1)$$

وبذلك تسمى المعادلة (9-1) بنموذج النمو الثابت او نموذج (Gordon) نسبة الى مبتكر النموذج، ويشترط لصلاحية نموذج (Gordon) ان يكون معدل العائد المطلوب (r_s) اكبر من معدل النمو المتوقع (g) وبخلافه ستكون قيمة السهم سالبة وهذا غير منطقي (Bodie, et.al, 2013, 411). وتمثل (P_0) القيمة الحقيقية للسهم على اساس تقديرات احد المستثمرين الخاصة بمقسوم الارباح المتوقع والمخاطر المصاحبة لها، وبالتالي فان تلك القيمة تختلف من مستثمر الى اخر، على عكس القيمة السوقية للسهم التي تكون قيمة واحدة لدى كافة المستثمرين، الامر الذي يعني ان قرار شراء السهم يعتمد على المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة الاسمية للسهم المعني، وبالتالي لن يقوم اي مستثمر بشراء السهم ما لم تكن القيمة الحقيقية للسهم اكبر من القيمة السوقية او مساوية لها على اقل تقدير. كما يؤدي وجود عدد كبير من المحللين الماليين في السوق المالي الى وجود تقديرات متعددة للقيمة الحقيقية للسهم، الا ان ذلك الافتراض لا يتماشى مع المستثمرين العقلانيين (Rational investors) الذين يسعون ان تكون القيمة الحقيقية مساوية للقيمة السوقية وبخلافه فان حالة من عدم التوازن ستنشئ مما يؤدي الى عمليات بيع وشراء الى ان يتحقق التساوي بين القيمتين (Brigham and Houston, 2017, 316).

ثالثاً: مفهوم مضاعف الربحية

تعد نسبة سعر السهم الى ربحيته (Price-to-Earnings Ratio) التي تسمى عادة بنسبة مضاعف الربحية (Earning Multiple) من أكثر المقاييس المستخدمة للتقييم بين المحللين

الماليين ومؤسسات الخدمات الاستشارية المالية، وتعرف نسبة (P/E) او مضاعف الربحية بأنها نسبة سعر السهم الحالي إلى ربحية السهم (earnings per share (eps)، ويؤشر ذلك المضاعف توقعات النمو في حصة السهم الواحد من الأرباح التي يتوقعها السوق: فانخفاض النسبة يعكس توقعات انخفاض النمو لدى المحللين الماليين، في حين ان ارتفاع النسبة يعكس أن الشركة تحتاج إلى تحقيق نمو عالي في الأرباح لمقابلة هذه التوقعات، وعلى الرغم من أن ادارة الشركة ترى ارتفاع نسبة مضاعف الربحية مؤشراً على القوة المالية للشركة، الا انه من ناحية اخرى يمكن ان تؤثر تلك النسبة الحلقة المفرغة التي تقع بها ادارة الشركة، فكلما ارتفعت النسبة كلما زادت الصعوبة امام الادارة على تحقيق النمو الضمني في استثمارات الشركة ومن ثم نمو الأرباح ومقابلة تنبؤات المحللين (Bender and Ward, 2002, 26).

ويتم احتساب مضاعف الربحية ببساطة عبر قسمة السعر السوقي للسهم المعني على ربحية ذلك السهم نهاية السنة المالية، ويؤشر ارتفاع تلك النسبة مدى استعداد ورغبة المستثمرين لشراء ذلك السهم مقابل كل دينار اضافي من الأرباح السنوية، وان المحتوى المعلوماتي لهذه النسبة يعبر عن عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر او القيمة السوقية للسهم، وعلى وفق الصيغة الآتية (العامري، 2010، 488):

$$\text{Price / earnings} = \text{share price / earnings per share} \dots\dots\dots(10-1)$$

اذ ان :

$$\text{Price / earnings} = \text{نسبة مضاعف الربحية وتكتب اختصاراً (P/E) .}$$

$$\text{share price} = \text{سعر اغلاق السهم .}$$

$$\text{earnings per share} = \text{ربحية السهم الواحد وتكتب اختصاراً (eps).}$$

ولتوضيح معنى نسبة سعر السهم الى ربحية السهم نفترض ان سعر السهم السوقي (75) دينار وربحية السهم (5) دينار وعلى ذلك فأن نسبة سعر السهم الى ربحية السهم تعادل (15) دينار اي (75 / 5) ويشير الرقم (15) الى مقدار الاموال المطلوب استثمارها للحصول على دينار واحد من ارباح الشركة , كما يشير ايضا الى عدد السنوات اللازمة لاسترداد المبلغ المستثمر في السهم من خلال الأرباح التي يحققها السهم سنوياً (الحناوي وآخرون , 2002, 222).

وبذلك تستخدم نسبة سعر السهم على نطاق واسع من جانب المحللين للتعرف على الاسعار النسبية للأسهم. ويرى العديد من الباحثين ان سهولة معرفة السعر السوقي للسهم، يقابله صعوبة تحديد ربحية السهم التي يكتنفها بعض التعقيدات، وللتغلب على ذلك عادة يتم استخدام ربحية السهم السابقة التي يتم حسابها من اخر قوائم مالية منشورة للشركة.

رابعاً: محددات مضاعف الربحية

تحدد نسبة مضاعف الربحية عبر ثلاثة عوامل هي معدل العائد المطلوب على الاستثمار (r_s) ونسبة الأرباح المحتجزة (b)، ومعدل العائد على حق الملكية (ROE)، ولتوضيح ذلك سيتم الاستعانة بنموذج النمو الثابت (نموذج Gordon) كما توضحه المعادلة السابقة رقم (9):

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

اذ ان:

$$P_0 = \text{القيمة الحقيقية للسهم.}$$

$$D = \text{مقسوم الأرباح للسهم الواحد.}$$

$$r_s = \text{معدل العائد المطلوب.}$$

$$g = \text{معدل النمو في مقسوم الأرباح.}$$

وبقسمة طرفي المعادلة على ربحية السهم الواحد (eps) نحصل على: (الزبيدي، 2002، 14)

$$\frac{P_0}{\text{eps}} = \frac{D/\text{eps}}{r_s - g} \dots \dots (11 - 1)$$

واذا علمنا بان معدل توزيع الأرباح أو نسبة توزيع الأرباح (Dividend Payout Ratio) يمكن احتسابها من خلال قسمة مقسوم الأرباح للسهم الواحد (D) على ربحية السهم الواحد (eps) وفق الاتي: (الزبيدي، 2002، 14)

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{D}{\text{eps}}$$

او يمكن كتابتها بالشكل الاتي: (الزبيدي، 2002، 14)

$$\text{Dividend Payout Ratio} = 1 - b$$

اذ ان:

$$b = \text{الارباح المحتجزة}.$$

كما ان معدل النمو المتوقع (g) يمكن احتسابه من خلال الاتي: (الزبيدي، 2002، 14)

$$g = ROE \times b$$

اذ ان:

$$ROE = \text{معدل العائد على حق الملكية}.$$

عندها يمكن كتابة المعادلة (11) بالشكل الاتي: (Bodie, et.al, 2013, 411).

$$\frac{P_0}{\text{eps}} = \frac{1 - b}{r_s - (ROE \times b)} \dots\dots\dots (12 - 1)$$

وتؤشر المعادلة (12-1) انه اذا كان من المتوقع ان تنمو التوزيعات بمعدل نمو ثابت، فان نسبة سعر السهم الى ربحية السهم (P_0/eps) تساوي نسبة التوزيعات المتوقعة للسهم ($1 - b$) مقسومة على الفرق بين معدل العائد المطلوب (r_s) ومعدل النمو المتوقع ($ROE \times b$). ويمكن القول انه عندما يرتفع معدل العائد على حق الملكية (ROE) عندها سترتفع نسبة مضاعف الربحية، مما يؤشر ان ارتفاع معدل العائد على حق الملكية يوفر فرص نمو للشركة، فضلا عن ذلك فان نسبة مضاعف الربحية تزداد بزيادة الارباح المحتجزة (b) وبالتالي، تتم مكافأة الشركة بنسبة مضاعف ربحية أعلى كدليل على الفرص الاستثمارية الجيدة الموجودة امام الشركة.

واتساقا مع ما تقدم فان التغير في العوامل المكونة لنموذج (Gordon) سيؤثر في تغيير نسبة مضاعف الربحية، وينتج عن هذه التغيرات علاقات عدة مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة وهذه العلاقات هي (الزبيدي، 2002، 15):

1. ارتفاع نسبة التوزيع تعني ارتفاع نسبة مضاعف الربحية
2. ارتفاع نسبة النمو المتوقع (g) تعني ارتفاع نسبة مضاعف الربحية
3. ارتفاع معدل العائد المطلوب (r_s) تعني انخفاض في نسبة مضاعف الربحية

وعلى الرغم من منطقية نموذج (Gordon) في اشتقاق نسبة مضاعف الربحية (P/E)، إلا أن بعض المحللين يفضل استخدام طريقة أخرى لتقييم الأسهم العادية إذ يجري أولاً تقدير أرباح السهم الواحد (eps) ثم يجري بعدها تقدير نسبة (P/E). وبالتالي يمكن التوصل إلى السعر المستقبلي عبر ضرب الأرباح المقدرة أو المتوقعة في نسبة (P/E) (العامري، 2013، 377).

إلا أن مساوئ تلك الطريقة يمكن توضيحها عبر تحليل العلاقة بين متغيراتها، إذ أنه من المعروف أن نسبة مضاعف الربحية يمكن الحصول عليها من خلال قسمة سعر السهم الحالي على ربحية السهم:

فإذا كان مضاعف الربحية يحتسب وفق المعادلة الآتية: (العامري، 2013، 377)

$$P/E = \text{share price} / \text{eps}$$

عندها يمكن كتابة المعادلة بالشكل الآتي: (العامري، 2013، 377)

$$\text{Share price} = P/E \times \text{eps}$$

ولعل القارئ لا يجد أي مشكلة مع هذا الترتيب، إلا أن المشكلة تنشأ عندما يكون هناك مستثمرين وهم على معرفة تامة بالأمور المالية ويفترضون في المعادلة الثانية أن هناك علاقة سببية، وأن سعر السهم Share price في معادلة P/E يقوم بوظيفة ربحية السهم eps. وبذلك إذا كانت الإدارة لديها اعتقاد تام بتلك العلاقة السببية، فيمكن للإدارة أن تستنتج أنه من أجل زيادة سعر السهم، فكل ما يجب القيام به هو زيادة ربحية السهم eps، وفي إطار هذا المنطق، يفترض أن نسبة P/E في الشركة لن تتغير، لذلك فإن أي زيادة في ربحية السهم سوف تترجم إلى زيادة في سعر السهم. فهذا النوع من التفكير يوضح السبب وراء التركيز على ربحية السهم. وللوهلة الأولى، قد يبدو أن نسبة P/E وبالتالي سعر السهم، يمكن زيادتها بمجرد زيادة نسبة توزيع الأرباح، أي أن دفع نسبة مئوية أعلى من الأرباح للمساهمين تؤثر وبشكل مباشر على أسعار الأسهم، ومن يعتقد ذلك يقول أن الشركة يتولد لديها أموال تستطيع استخدامها إما لتوزيع

أرباح أو لإعادة استثمارها من أجل النمو في المستقبل، فإذا قامت الشركة بزيادة توزيع الأرباح فإن هذا الأمر من شأنه أن يؤثر على النمو في المستقبل لانخفاض الأموال التي يمكن استخدامها في استثمارات تولد النمو في المستقبل، بذلك سيكون النمو أقل من المتوقع ومن ثم انخفاض نسبة مضاعف الربحية (Bender and Ward, 2002, 27-30).

ويرى (العامري) أن هناك نوعين من نسبة مضاعف الربحية هما النسبة الفعلية (Actual) التي تعتمد في حسابها على الأرباح الفعلية المتحققة خلال فترة معينة، والنسبة الطبيعية (Normal) التي يجري تقديرها بافتراض أرباح تقديرية بمعزل عن الاضطرابات الاقتصادية التي قد تحدث في الأسواق (العامري، 2013، 77). ويمكن تحديد فيما إذا كان السهم مسعراً تسعيراً مضخماً أو منخفضاً من خلال مقارنة نسبة مضاعف الربحية الفعلية للأسهم مع نسبة مضاعف الربحية الطبيعية، فسر السهم يكون مضخماً إذا كانت نسبة مضاعف الربحية الاعتيادية أقل من الفعلية والعكس صحيح (الزبيدي، 2002، 14).

المبحث الثاني

المحفظة الاستثمارية ومقاييس تقييم ادائها

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية

تستمد نظرية المحفظة الاستثمارية (Investment Portfolio Theory) جذورها من علم الاقتصاد، وتعتمد مفاهيمها على العلاقة ما بين النظرية والتطبيق، ويتنازع تركيبها

ومحتوياتها الخلاف بين علماء الاقتصاد ما بين الاقتصاد الموضوعي او الوضعي (Positive Economics) والقيمي او المعياري (Normative economics)، وربما تعود البداية الى الباحث في الاقتصاد المالي (Milton Friedman) عام 1953 عندما قدم مقالته الشهيرة عن منهجية الاقتصاد الموضوعي (The Methodology of Positive Economics) ويرى بان الاقتصاد الموضوعي علم يستند الى مبدأ الاستقلالية عن أي موقف اخلاقي او احكام قيمية، ومن ثم فانه علم يبحث بما هو كائن وليس بما يجب ان يكون، وتتمثل مهمته بتوفير نظام التعميم الذي يمكن استخدامه لوضع التنبؤات الصحيحة (Friedman, 1953, 2). وبالتالي فان اصحاب تلك النظرة للاقتصاد ينادون بضرورة ان ينصب الجهد التحليلي في الاقتصاد على معرفة جوهر العلاقة بين الظواهر الاقتصادية، وان يلتزم الحياد تجاه اهداف المجتمع ليحافظ على موضوعيته كعلم. ويتميز هذا الموقف عن موقف بعض علماء الاقتصاد الذين يقفون على الطرف المقابل من هذا الخلاف، والذين يرون ان الاقتصاد هو علم قيمي او معياري يبحث في المعايير والمقاييس التي تحدد ما يجب ان يكون مرغوبا من بين الاهداف الاقتصادية (الدباغ والجومرد، 2003، 27).

واتساقا مع ما تقدم تعد نظرية المحفظة الاستثمارية نظرية معيارية (Normative Theory) قائمة على توجيه المستثمرين الى التنوع الكفوء للموجودات من اجل الوصول الى المحافظ الاستثمارية المرغوب فيها وفق قرارات مالية رشيدة (Jones, 2000, 512). الا انها لا يمكن ان تكون مستقلة عن النظرية الموضوعية، فأى محفظة كفوءه تعتمد بالضرورة على التنبؤ بالعائد والمخاطرة لجميع الموجودات المكونة لتلك المحفظة. الامر الذي يعني انها مفهوماً متاخلا ما بين الموضوعية والمعيارية الذي يوضح كيفية تنويع المحفظة الكفوة من موجودات حقيقية ومالية (ما هو كائن) والاعتماد في ذلك على قياس العلاقة ما بين العائد والخطر (بما يجيب ان يكون).

ويعد (Harry Markowitz) صاحب الفضل الكبير في ربط الرياضيات مع اسواق الاسهم، اذ قدم ورقته الاولى في خمسينيات القرن الماضي التي تعد الاساس الذي استندت اليه جميع البحوث الحالية، فهو الذي ارسى ما يعرف اليوم بنظرية المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory). ففي السابق وقبل ظهور نظرية المحفظة الحديثة لـ (Markowitz)

كانت اليات الاستثمار الكلاسيكية تعتمد على نموذج البعد الواحد (John Burr William's) لأنه يأخذ بالحسبان العائد المتوقع على الاستثمار فقط دون المخاطرة. ومعنى ذلك، انه يهتم بجزء واحد فقط من خصائص المحفظة الاستثمارية وهو العائد، اذ يقوم بتحليله وتقييمه من حيث حجم مبلغ الاستثمار المخصص في المحفظة بغض النظر عن حجم المخاطرة التي ينطوي عليها (المنصور، 2018، 4).

لذلك يعد (Markowitz) من الرواد الاوائل لنظرية المحفظة الحديثة، اذ تمكن من اشتقاق اول مقياس لخطر المحفظة، وبين ان التباين المشترك (Covariance) بين عوائد الاوراق المالية هو العامل المهم في تحديد خطر المحفظة الاستثمارية (الخزاعي، 2019، 20)، ومن ثم فان المحفظة الكفوءة هي ليست مجموعة من الاستثمارات الجيدة، انما هي المحافظ الاستثمارية التي تتيح تحقيق اكبر عائد ممكن عند درجات الخطر المختلفة، كما يمكن تقسيم الخطر من منظور المحفظة الاستثمارية وفقا لـ (Markowitz) الى قسمين، القسم الاول مرتبط بخطر الموجود (الاصل) ويدعى بالخطر غير المنتظم، ويمكن تجنبه من خلال التنويع. في حين يرتبط القسم الثاني من الخطر بمخاطر السوق ويدعى بالخطر المنتظم ولا يمكن تجنبه بالتنويع (Brigham and Daves, 2007, 32). وعليه تعرف المحفظة الاستثمارية على أنها مجموعة من الموجودات التي يجب أن تحقق أقصى إشباع ممكن للمستثمر من خلال العائد المستقبلي المتوقع مقابل أدنى خطر ممكن (Hirschey , 2001, 525). وعليه تعد المحفظة الاستثمارية اداة مركبة من موجودين او اكثر، اي انها توليفة متنوعة (Combination) او مجموعة (Collection) من الاوراق المالية كالأسهم العادية والاسهم الممتازة والسندات وغيرها، وان الهدف من الاستثمار بالمحفظة هو رغبة المستثمرين بتعزيز فرص العائد وتخفيض المخاطرة عبر امكانية تخفيض عوامل الخطر النظامي (Systematic Risk) ومن خلال توزيع رأس المال المخصص للاستثمار على ادوات استثمارية متعددة (الخفاجي، 2006، 85).

ثانيا: انواع المحافظ الاستثمارية

تختلف المحافظ الاستثمارية المستهدف تكوينها باختلاف اولويات المستثمر والاهداف التي يسعى الى تحقيقها، اذ ان هناك مجموعة من العوامل تحدد تشكيلة ودرجة تنويع الموجودات المكونة للمحفظة الاستثمارية ومنها العمر والدخل وطبيعة النظام الاقتصادي ونظام الضمان

الاجتماعي والمسؤوليات الاجتماعية والحالة الصحية للمستثمر والعادات الانفاقية ودرجة تجنب المستثمر للخطر (الخراعي، 2019، 23) وعليه يمكن تقسيم المحافظ على وفق الانواع الاتية:

1. محفظة الدخل

ان محفظة الدخل (Income portfolio) عبارة عن محفظة تهدف الى تحقيق اعلى دخل للمستثمر بقليل من المخاطرة , وبشكل عام، تركز محفظة الدخل بشكل أكبر على تأمين دخل منتظم من الاستثمارات بدلاً من التركيز على المكاسب الرأسمالية المحتملة. مثال على ذلك هو شراء الأسهم بناءً على توزيعات أرباح الأسهم بدلاً من البحث عن تاريخ ارتفاع أسعار الأسهم وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الاوراق المالية التي تدر على المستثمر أعلى العوائد. فالدخل مثلاً يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات , ولا بد من اختيار السند الذي يحقق اعلى فائدة بأقل وقت, وكذلك بالنسبة للأسهم يتحقق الدخل عن طريق توزيعات الارباح عندها لا بد من اختيار الاسهم التي توزع ارباح عالية وتكون قليلة المخاطرة، وان الهدف الاول والاخير هو ايجاد دخل شهري او سنوي للمستثمر من المحفظة ويكون ذلك اذا تم اختيار اسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق. (المومني، 2013، 21).

2. محفظة النمو

تهدف محفظة النمو (Growth portfolio) إلى تعزيز النمو من خلال تحمل مخاطر أكبر، بما في ذلك الاستثمار في الصناعات المتنامية كشركات التكنولوجيا المتطورة التي تنمو ارباحها وتزداد سنة بعد سنة فضلاً عن تميزها بارتفاع مضاعف الربحية . اذ تقدم المحافظ التي تركز على استثمارات النمو في العادة عوائد مرتفعة متزامنة مع مخاطر أعلى، وغالباً ما ينطوي الاستثمار في محفظة النمو على الاستثمار في اسهم الشركات الأصغر عمراً التي تمتاز بإمكانات أكبر للنمو مقارنةً بالشركات الأكبر حجماً (معروف، 2009، 227).

3. محفظة القيمة

تعد محفظة القيمة (Value portfolio) محفظة مكونة من اسهم يتم تداولها بسعر اقل من قيمتها الحقيقية ويستند في ذلك الى مجموعة من المؤشرات السوقية التي تقيس قدرة الشركة

في تحقيق أداء جيد يساهم في تعظيم القيمة السوقية لأسهمها كمضاعف الربحية ونسبة سعر السهم الى قيمته الدفترية (Fama and French, 1992,428)

4. المحفظة المختلطة

تتميز المحفظة المختلطة (The Mixed Portfolio) بأنها تجمع اسهما مختلفة يتميز البعض منها بتحقيق دخل ثابت ومستقر، ويتميز البعض الآخر بتحقيق النمو، وهنا يجب ان تتبع القواعد العامة لكل نوع من الاسهم الفردية التي تسري على نوع المحفظة التي ينتمي اليها السهم . ويناسب هذا النوع من المحافظ المستثمرين متوسطي العمر الذين يتطلعون الى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ (المعموري، 2015، 58).

5. المحفظة المتوازنة

وهي من انواع المحافظ التي تتكون من الاسهم العادية والممتازة وكذلك السندات ، حيث يطمح المستثمر في مثل هذا النوع من المحافظ بالحصول على الارباح الرأسمالية فضلاً عن التوزيعات النقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات مع الاهتمام بالمحافظة على رأس مال المستثمر (المعموري، 2015، 58).

ثالثاً: قياس عائد وخطر المحفظة الاستثمارية

ارتبط الخطر بالعائد ضمن ثنائية العائد والخطر (Risk and Return) في دراسة القرارات المالية والاستثمارية او التمويلية، وتناول كتاب الادارة المالية هذه الثنائية، ومنهم من ناقشها بشكل مبسط ومنهم من تناولها بشكل معمق ومسهب، ولا شك ان هناك ارتباطاً بين الاثنين العائد والخطر ولاسيما في بيئة المحفظة الاستثمارية، فأى قرار استثماري لا يعتمد على العائد فقط باي حال من الاحوال في ظل بيئة متغيرة وديناميكية فلا بد ان يكون هناك خطر يجب ان يحسب في تلك المعادلة ومرد هذا الخطر التغيرات البيئة الداخلية والخارجية والتي قد تقود للخسارة (الجميل، 2011، 281-282)

وفي غالبية النشاطات الاستثمارية يُقدم المستثمر سواء اكان فردا ام شركة على التخلي عن مبالغ نقدية الآن على امل الحصول على مبالغ نقدية اكبر في المستقبل، وبذلك يبرز مفهوم

العائد النسبي (percentage return) او معدل العائد (rates of return) بوصفه طريقة للتعبير عن مستوى جودة الاداء المالي للاستثمار، والذي يعد اكثر مقاييس اداء الاستثمار شيوعا في الاستخدام. ويمكن قياس معدل العائد وفق الطريقة التالية: (Bodie, et.al, 2013, 128).

$$\text{Rate of return} = \frac{\text{Amount received} - \text{Amount invested} + \text{Cash dividend}}{\text{Amount invested}}$$

حيث يمكن حساب معدل العائد على الاستثمار بالأسهم ببساطة وفق المعادلة اعلاه من خلال طرح المبلغ المستثمر (Amount invested) من المبلغ المستلم (Amount received) ومقسوم الارباح الموزع (Cash dividend) ومن ثم تقسم النتيجة على المبلغ المستثمر.

ولعل من المهم توضيح عائد المحفظة الذي يقصد به العائد المرجح لكل اسهم المحفظة وفق الصيغة النسبية القائمة على احتساب نسبة التغير في العائد (الجميل، 2011، 278). ويعرف العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية بأنه الوسط الحسابي المرجح للعوائد المتوقعة على مكونات المحفظة، ويمكن التعبير عنه من خلال المعادلة الاتية: (Ehrhardt & Brigham, 2011, 221)

$$\hat{r}_P = w_1 \cdot \hat{r}_1 + w_2 \cdot \hat{r}_2 + \dots + w_n \cdot \hat{r}_n \dots (1 - 2)$$

or

$$\hat{r}_P = \sum_{i=1}^n w_i \cdot \hat{r}_i$$

اذ ان:

$$\begin{aligned} \hat{r}_P &= \text{معدل العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية.} \\ w_i &= \text{وزن الاستثمار في السهم (i) داخل المحفظة.} \\ \hat{r}_i &= \text{معدل العائد المتوقع للسهم (i).} \end{aligned}$$

ووفق مفاهيم الادارة المالية يعد معدل العائد على الاستثمار احد اهم مؤشرات الربحية ومقياس الاداء التشغيلي للشركة الذي يتم احتسابه من خلال قسمة الارباح قبل الفوائد والضريبة (Earnings Before Interest and Tax) على مجموع التمويل المستثمر في موجودات الشركة، ويشير معدل العائد المتحقق على الاستثمار الى معدل العائد الفعلي المتحقق عن النشاط التشغيلي، الا انه في بيئة المحفظة الاستثمارية عادة ما يصاغ الى مفهوم معدل العائد المتوقع (Expected rate of return)، وبذلك يهتم المستثمرون بالعائد المتوقع من الاموال المستثمرة بغية مقارنتها مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار (Required Rate of Return)، فاذا كان معدل العائد المتوقع في سوق الاوراق المالية اكبر من معدل العائد المطلوب فان ذلك يعني ان القرارات المالية للمستثمر سليمة وان نتائج النشاط الاستثماري مربحة (العامري، 2010، 47-48)

ولكن عندما يشرع المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول ، لذلك تعد المخاطرة عنصراً مهماً يجب اخذه بالحسبان عند اتخاذ اي قرار استثماري ، ويهدف المستثمر العادي الى تحقيق اكبر عائد ممكن مع تحمل اقل درجة ممكنة من المخاطرة (مطر وتيم، 2005، 31) ولكن هذه المخاطرة في محفظة الاوراق المالية ككل تكون اقل من متوسط المخاطرة في الموجودات الفردية المكونة لها، والسبب في ذلك يعود الى كون عوائد الموجودات (الاسهم) ليست مرتبطة ارتباطاً كاملاً، فعندما ينخفض سعر احد الاسهم، فقد يرتفع سعر سهم آخر. وكلما تنوعت محفظة الاوراق المالية بهذا الشكل، كلما انخفضت المخاطرة فيها (المعموري، 2015، 60).

ويعرف الخطر على انه الخسارة التي يمكن التعرض لها نتيجة الظروف غير المؤكدة، ومن ثم فان الخطر المالي (Financial Risk) مقياس نسبي لمدى التقلب في العوائد المتوقعة الحصول عليها مستقبلاً ، وأن الخطر يعني أن هناك فرصة لحدوث خسارة مالية، وأن مصطلح الخطر يستخدم للإشارة إلى التغير الذي يمكن أن يحدث في العوائد المصاحبة لموجود معين (موسى وآخرون، 2013، 38).

ويعتمد الباحثون العديد من التصنيفات للخطر الذي يواجه العملية الاستثمارية وبشكل عام يمكن تصنيف الخطر وفق الاتي: (الحسيني، 2008، 45-46)

1. الخطر النظامي

انه ذلك الخطر الخاص بالسوق او هو ذلك الخطر الذي يصيب الورقة المالية والذي لا يمكن تجنبه من خلال التنويع في الاوراق المالية (الجميل، 2011، 283) او انها المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الاوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة او قطاع معين. وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية , كالاضطرابات العامة او حالات الكساد او ظروف التضخم او معدلات اسعار الفائدة او الحروب او الانقلابات السياسية الخ. فأسعار الاوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بالاتجاه نفسه ولكن بدرجات متفاوتة، وتكون درجة الخطر المنتظم مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية اساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف اعمالها بالموسمية كشركات الطيران، ويطلق على هذه المخاطر ايضا بمخاطر السوق وكذلك بالمخاطر غير قابلة للتنويع (Non-diversifiable Risk) لذلك فإن مصادر هذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبها من خلال بناء محافظ يعتمد مبدأ التنويع في بناءها. وبصورة عامة فإن اكثر الشركات تعرضا للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وارباحها وبالتالي اسعار اسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك مستوى النشاط في سوق الاوراق المالية . ومن اهم مصادر المخاطر النظامية مخاطر اسعار الفائدة، مخاطر القوة الشرائية، ومخاطر اسعار الصرف (المعموري، 2015، 61).

2. الخطر غير النظامي

اما الخطر غير النظامي او غير السوقى فهو الخطر الناتج عن عوامل تتعلق بشركة معينة او قطاع معين ويكون مستقل عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل (مطر و تيم، 2005، 42) او انه الخطر القابل للتنويع وليس لهذا الخطر علاقة بالسوق ومصادره متعددة ومنها الادارة والسيولة والرفع المالي وغيرها (الجميل، 2011، 285).

ويقاس خطر السهم كمياً من خلال الانحراف المعياري (Standard deviation) وفق

المعادلة الاتية: (Ehrhardt & Brigham, 2011, 225)

$$\text{Standard deviation} = \sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i + \hat{r})^2 P_i \dots \dots \dots (2 - 2)}$$

اذ ان:

$$\sigma = \text{تشنت القيم المتوقعة لعائد السهم عن الوسط الحسابي.}$$

$$r_i = \text{عائد السهم (i).}$$

$$\hat{r} = \text{معدل العائد المتوقع.}$$

$$P_i = \text{احتمال تحقق العائد.}$$

وهنا لا بد من الإشارة الى انه كلما زاد الانحراف المعياري كلما زاد الخطر.

واذا كان معدل العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية هو الوسط الحسابي المرجح للعوائد المتوقعة على الاسهم المكونة للمحفظة، فان خطر المحفظة يقاس من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة (Ehrhardt & Brigham, 2011, 232). وبالتالي فان مخاطرة المحفظة الاستثمارية هي دالة لمخاطرة الاستثمارات التي تشكل او تكون المحفظة واورانها، فضلا عن معاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الاستثمارات الفردية، فكلما كانت معاملات الارتباط سالبة بين موجودات المحفظة كلما اقتربت المحفظة من المثالية ويكون ذلك افضل (العامري، 2013، 45). وعليه يتم قياس خطر محفظة مكونه من اصلين وفق المعادلة الاتية : (Reilly and Brown, 2012, 191)

$$\sigma_{port} = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 r_{1,2} \sigma_1 \sigma_2 \dots \dots \dots (3 - 2)}$$

اذ ان:

$$\sigma_{port} = \text{الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.}$$

$$w_1 = \text{وزن الاستثمار في الاصل (1)}$$

$$w_2 = \text{وزن الاستثمار في الاصل (2)}$$

$$\sigma_1 = \text{الانحراف المعياري في عوائد الاصل (1)}$$

$$\sigma_2 = \text{الانحراف المعياري في عوائد الاصل (2)}$$

$$r_{1,2} = \text{معامل الارتباط بين عوائد الاصلين (1,2)}$$

وتوضح المعادلة (2-3) ان الانحراف المعياري لعوائد المحفظة هو دالة لتباين (variance) الاوزان الاستثمارية للأصلين (1,2) فضلا عن التباين لعوائد الاصلين (1,2).

كما توضح المعادلة اعلاه العلاقة بين تحركات عائد الاصلين ($r_{1,2}$) من خلال الارتباط (Correlation) ويؤشر معامل الارتباط (Correlation coefficient) درجة هذه العلاقة وبالتالي فان سبب كون بعض الحافظ الاستثمارية عديمة الخطر هو ان عائد الاصلين يتحركان في اتجاهين متعاكسين (Ehrhardt & Brigham, 2011, 233).

كما يمكن كتابة المعادلة السابقة بالشكل الاتي : (Reilly and Brown, 2012, 191)

$$\sigma_{port} = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 cov_{1,2} \dots \dots \dots (4 - 2)}$$

وتؤشر المعادلة اعلاه التباين المشترك (Covariance) بين عوائد الاصلين ($cov_{1,2}$) والذي يعد من المقاييس الاساسية في تحليل العائد والخطر في بيئة المحفظة الاستثمارية، اذ يعد التباين المشترك مؤشرا يمزج بين تباين عوائد الاصل وحساسية هذه العوائد لتقلبات عوائد الاصول الاخر، ومن ثم يوضح التباين المشترك فيما اذا كان عوائد الاصلين سيتبعان في تغييرها اتجاها واحدا ام اتجاهين مختلفين. ويحسب التباين المشترك وفق المعادلة الاتية: (Reilly and Brown, 2012, 191)

$$Cov(1,2) = \sum_{i=1}^n (r_1 - \hat{r}_1) \cdot (r_2 - \hat{r}_2) \cdot P_i \dots \dots \dots (5 - 2)$$

وتوضح المعادلة (2-5) ان المقدار ($r_1 - \hat{r}_1$) يؤشر انحراف عائد الاصل (1) عن متوسط العائد المتوقع، في حين تؤشر ($r_2 - \hat{r}_2$) انحراف عائد الاصل (2) عن متوسط العائد المتوقع، فيما تؤشر (P_i) درجة احتمال تحقق العائد. وبشكل عام يمكن القول ان التباين المشترك بين الاصلين (1,2) يكون موجبا اذا كان الانحراف المعياري لعوائد الاصلين مرتفعاً، وبالتالي

فان هذين العائدين يتغيران في اتجاه واحد صعودا وهبوطا. ويصبح التباين المشترك سالباً اذا كان الانحراف المعياري بين عوائد الاصلين مرتفعاً الا ان العوائد تتحرك في اتجاهين متعاكسين، كما ويؤشر انخفاض التباين المشترك الحركة العشوائية لعوائد الاصلين فضلاً عن انخفاض الانحراف المعياري (Ehrhardt & Brigham, 2011, 240).

وقد يكون من المناسب هنا اعادة صياغة الافكار السابقة عن خطر المحفظة الاستثمارية لتصبح اكثر انسجاماً مع نظرية المحفظة الحديثة لـ (Markowitz, 1952) وصولاً الى قياس خطر السوق لـ (Sharpe, 1964) وذلك عبر طرح التساؤل الآتي: ماذا سيحدث لخطر المحفظة المكونة من اصلين لو تم اضافة اصول اخرى؟ بشكل عام سينخفض الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الاستثمارية نتيجة التنوع، وطالما ان المخاطر ستخفض كلما زاد عدد الاصول المكونة للمحفظة، هل يمكن اضافة عدد كافي او مثالي من الاصول لإلغاء مخاطر المحفظة بشكل تام؟ والاجابة على ذلك التساؤل قطعاً لا؛ ذلك ان تأثير عدد الاصول على خطر المحفظة يتوقف على معامل الارتباط بين عوائد الاصول فضلاً عن تأثير معامل بيتا (Beta coefficient).

ويعد انموذج تسعير الموجود الرأسمالي (Capital Asset Pricing Model) والذي يشار اليه اختصاراً (CAPM) افضل النماذج تمثيلاً للمبادلة بين العائد والخطر وقياس معدل العائد المطلوب، وبالتالي يعد الامتداد الجوهرى لنظرية المحفظة الحديثة، اذ قدم هذا النموذج من قبل (Sharpe, 1964) على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها (Markowitz, 1952) (النعمي والتميمي، 2012، 96). وتبرز اهمية هذا النموذج في كونه قدم المقياس الكمي للمخاطرة غير القابلة للتنوع لأي استثمار فردي تتضمنه المحفظة، ومن ثم امكانية قياس المخاطر النظامية (العامري، 2013، 71). ذلك ان الخطر النظامي يمثل التحدي الحقيقي للمراقبين والمتابعين في سوق الأوراق المالية، لأنه يمثل خطر السوق الذي يتوافق مع حالة الفشل في أداء الأسهم لمختلف الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، وغالباً ما يقود لحدوث الأزمات المالية. إما مقاييس الخطر النظامي (السوق) فهي متعددة وفي مقدمتها معامل بيتا من خلال تطبيق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي ومقياس الرفع المالي الذي يقيس أخطار سعر الفائدة (الجميل، 2011، 298).

ويستخدم نموذج (CAPM) لحساب معدل العائد المطلوب (r_i) بناءً على معطيات محددة، وهي معدل العائد الخالي من المخاطر (r_{RF}) وعائد محفظة السوق (r_M)، ومعامل الخطر الذي يتم قياسه بمعامل بيتا (b_i) (Beta coefficient). ويفترض النموذج أن العائد المطلوب على موجود ما يرتبط بعلاقة موجبة خطية مع المخاطر النظامية (غير الموزعة) لهذا الموجود، بمعنى أن الأسهم ذات العوائد الأعلى تتحمل درجة أعلى من المخاطر. وفق المعادلة الآتية (مطر و تيم، 2005، 225):

$$r_i = r_{RF} + (r_M - r_{RF}) \cdot b_i \dots\dots\dots (6 - 2)$$

وبعبارة أخرى، يمكن القول ان النتيجة الرئيسة لنموذج تسعير الموجود الرأسمالي تتحدد في ان مخاطر السوق (المخاطر النظامية) لاحد الاسهم ما هي الا مقدار مساهمته في المخاطرة الكلية لمحفظة استثمارية تضمه الى جانب اسهم اخرى. كما يمكن قياس معامل بيتا (b_i) من خلال قسمة الانحراف المعياري لعائد السهم (σ_i) على الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق (σ_M) وضرب النتيجة بمعامل الارتباط بين عائد السهم وعائد محفظة السوق (r_{iM}) وفق المعادلة الآتية : (Brigham and Daves, 2007, 52)

$$b_i = \left[\frac{\sigma_i}{\sigma_M} \right] \cdot r_{iM} \dots\dots\dots (7 - 2)$$

وتشير المعادلة (7-2) الى نقطتين مهمتين: (Brigham and Daves, 2007, 52)

كلما كان الانحراف المعياري لعوائد السهم (i) اكبر كلما كان معامل (beta) للسهم اكبر، وهذا الامر منطقي لأنه مع بقاء العوامل الاخرى ثابتة فان السهم ذي المخاطر الاعلى يسهم بشكل اكبر في المخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية.

وكلما كان معامل الارتباط بين عوائد السهم وعوائد محفظة السوق اكبر، كلما كان معامل (beta) للسهم اكبر، وذلك لان ارتفاع درجة الارتباط تقلل من فائدة التنويع مما يجعل مساهمة السهم في المخاطرة الكلية للمحفظة اكبر.

ويمكن قراءة وتفسير معامل بيتا على النحو الآتي: (Ehrhardt & Brigham, 2011, 285)

Beta = 0.5 وذلك يعني ان عوائد السهم اذا كان جزء من محفظة متنوعة تتقلب بنسبة مساوية لنصف نسبة التغير الكلي في محفظة السوق وبالتالي فان خطر سهم معامل بيتا له يساوي (0.5) تمثل نصف مخاطر محفظة السوق.

Beta = 1 وذلك يعني ان عوائد السهم اذا كان جزء من محفظة متنوعة تتقلب بنسبة مساوية لنسبة التغير الكلي في محفظة السوق وبالتالي فان خطر سهم معامل بيتا له يساوي (1) تمثل تماما مخاطر محفظة السوق.

Beta = 2 وذلك يعني ان عوائد السهم اذا كان جزء من محفظة متنوعة تتقلب بنسبة مساوية لضعف نسبة التغير الكلي في محفظة السوق وبالتالي فان خطر سهم معامل بيتا له يساوي (2) تمثل ضعف مخاطر محفظة السوق.

رابعا: مقاييس تقييم المحفظة الاستثمارية

تقضي المبادئ العلمية للاستثمار ان يتم اخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الانجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بهدف الوقوف على مواطن القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، وفي تقييم اداء المحفظة الاستثمارية لا بد من اخذ المبادئ الاتية بالحسبان: (مطر و تيم، 2005، 185)

1. ان تتم مقارنة الاداء الفعلي من هذه الاستثمارات وفق الية السوق المالي بعد اخذ حساسية موجودات المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة بالحسبان
2. يجب ان يكون العائد على الاستثمار المعتمد اساسا لتقييم اداء المحفظة هو عائدها الاجمالي والذي يشمل دخل الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافا اليه المكاسب او الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات

3. ان قياس قيمة صافي موجودات المحفظة يجب ان يتم على اساس القيمة السوقية او القيمة الحقيقية بعد احتساب القيمة المخصصة للتدفقات النقدية، وليس على اساس تكلفتها التاريخية.

4. يجب ان تتم عملية التقييم في اطار مراعاة عنصري العائد والخطر معا .

5. من المفيد ان تتم مقارنة اداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بالأرقام القياسية المتعارف عليها مثل مؤشر السوق.

ويتطلب قياس الاداء من مدراء المحافظ الاستثمارية بعدين، البعد الاول يركز على قدرة المدراء او محلي الاوراق المالية في زيادة العوائد من خلال التنبؤات الناجحة لا سعار الاوراق المالية وفق مدخل التحليل الاساس وصولا الى القيمة الحقيقية. فيما يركز البعد الثاني على قدرة مدراء المحافظ الاستثمارية في تخفيض حجم الخطر عبر التنويع الكفوء ومن ثم ترتيب المحافظ الاستثمارية وفقا لأدائها الاستثماري. وتكمن صعوبة تقييم اداء المحفظة في هذين البعدين بوصفهما يشكلان ثنائية العائد والخطر، ومما يزيد الصعوبة هو النقص في فهم طبيعة الخطر المالي وطرق قياسه (العامري، 2013، 434). وقد طرح رواد نظرية المحفظة العديد من المقاييس لتقييم اداء المحفظة الاستثمارية، وعلى الرغم من ان احد ابرز تلك المقاييس الذي لاقى شهرة كبيرة وانعطافه مهمة في نظرية المحفظة هو مؤشر (Markowitz)، الا ان الانتقادات التي وجهها الباحثون والتي كان من اهمها عدم تضمين المؤشر العوائد المعدلة بالمخاطر، شجعت الباحثين على طرح مؤشرات معدلة لهذا المؤشر (الخزاعي، 2019، 37). وبذلك تتعدد مقاييس تقييم اداء المحفظة الاستثمارية وفق الاتي:

1. مقياس ترينور (Treyner 1965)

طور ترينور (Treyner) عام 1965 اول مقياس مركب لقياس اداء المحفظة متضمنا للخطر (العامري، 2013، 436) . ويعتمد مقياس ترينور على الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، اذ يفترض ان المحفظة التي يتم تنويعها بطريقة جيدة، تعمل على التخلص من المخاطر غير المنتظمة، الامر الذي يعني ان مقياس ترينور يعمل على قياس المخاطر المنتظمة من خلال معامل بيتا (Beta coefficient) بوصفه مؤشراً لخطر المحفظة وفق المعادلة الاتية: (الشعراني، 2015، 70)

$$T_P = \frac{R_P - R_F}{\beta_P} \dots \dots \dots (8 - 2)$$

اذ ان:

$$T_P = \text{مقياس ترينور.}$$

$$R_P = \text{معدل عائد المحفظة.}$$

$$R_F = \text{معدل العائد عديم المخاطرة.}$$

$$\beta_P = \text{معامل بيتا المحفظة.}$$

كما يتم قياس معامل بيتا للمحفظة من خلال المعادلة الاتية: (الشعراني، 2015، 70)

$$\beta_P = \sum_{i=1}^n w b_i \dots \dots \dots (9 - 2)$$

اذ ان:

$$w = \text{وزن الاستثمار في السهم (i) داخل المحفظة.}$$

$$b_i = \text{معامل بيتا للسهم (i).}$$

ومن ثم فان هذا المقياس يحسب من خلال قسمة معدل العائد الاضافي (Excess Return) والمساوي للمقدار $(R_P - R_F)$ على بيتا المحفظة (β_P) ، ويؤشر مقياس ترينور الاداء الافضل كلما زادت درجة المقياس، ومن ثم يتم ترتيب المحافظ الاستثمارية من الاعلى الى الادنى (العامري، 2013، 436).

2. مقياس شارب (Sharpe 1966)

قدم وليم شارب هذا المقياس في عام 1966، وهو امتداد لمقياس (Treynor) ومخصص لقياس اداء المحافظ الاستثمارية ويمكن استعماله خلال فترات طويلة وليس كما هو الاسلوب البسيط الذي يمكن حسابة على اساس فترات قصيرة، ومن خلال هذا المقياس يمكن قياس اداء اي محفظة استثمارية. ويطلق على مقياس شارب بانه يمثل نسبة المكافأة الى التقلب، ويقصد بالمكافأة الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد عديم المخاطرة، منسوبة هذه العلاوة الى التقلب لعوائد موجودات المحفظة الاستثمارية والتي يقصد به الانحراف المعياري لعوائد موجودات

المحفظة الاستثمارية (المومني ، 2013 ، 227). وعليه يقاس اداء المحافظ الاستثمارية وفق المعادلة الاتية: (الشعراني، 2015، 70)

$$Sharpe = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P} \dots \dots \dots (10 - 2)$$

اذ ان:

$$\sigma_P = \text{خطر المحفظة مقاس بالانحراف المعياري.}$$

وعليه فان مقياس (Sharpe) يقيس علاوة الخطر المنتظمة ($R_P - R_F$) الى الخطر الكلي للمحفظة (σ_P)، ولعل من المهم الاشارة الى ان مقياس (Sharpe) لم يفرق بين الخطر المنتظم والخطر غير المنتظم، ويستخدم في تقييم اداء المحافظ الاستثمارية ذات الانواع المتشابهة في الاهداف والتي تخضع لقيود متشابهة، وكلما كنت درجة مقياس (Sharpe) مرتفعة كان اداء المحفظة افضل (عمر واخرون، 2017، 104).

3. مقياس جنسن (Jensen 1968)

طرح (Jensen) عام 1968 مقياسا لقياس وتقييم اداء المحافظ الاستثمارية ويدعى هذا المقياس بمعامل الفا (α) (Alpha)، ويستند المقياس في فكرته على حساب الفرق بين حدين للعائد، الحد الاول يؤثر الفرق بين معدل العائد المتوقع على المحفظة (R_P) ومعدل العائد عديم الخطر (R_F) والذي يمثل العائد الاضافي (Excess Return)، فيما ينتج الحد الثاني للعائد من حاصل ضرب معامل بيتا للمحفظة (β_P) في علاوة خطر السوق ($R_m - R_F$) وفقاً للمعادلة الاتية: (عمر واخرون، 2017، 104).

$$\alpha = (R_P - R_F) - (R_m - R_F) \cdot \beta_P \dots \dots \dots (11 - 2)$$

وبموجب المعادلة اعلاه اذا كان معامل الفا (α) موجباً ($\alpha > 0$) فانه يؤثر اداءً مرتفعاً للمحفظة، وان كان سالباً ($\alpha < 0$) اشر اداءً منخفضاً.

4. مقياس (M-Square)

يعد مقياس (M-Square) احد مقاييس تقييم اداء المحافظ الاستثمارية، تم طرحه من قبل (Leah Modigliani and Franco Modigliani) عام 1997، ويعرف بمقياس (M^2) نسبة الى الاحرف الاولى من اسماء الباحثين (Bodie, et.al, 2013, 600). كما يدعى بنموذج الاداء المعدل بالمخاطر (Risk adjusted Performance) (عمر وآخرون، 2017، 105). ويبدأ مقياس (M^2) بما انتهى منه مقياس (Sharpe) في الاعتماد على المخاطر الكلية للمحفظة ممثلة بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة (σ_p)، الا ان مقياس (M^2) سهل التفسير في تحديد المحافظ ذات الاداء الافضل وفق المعادلة الآتية: (الموسوي، 2009، 229)

$$M^2 = R_{p^*} - R_m \dots\dots\dots (12 - 2)$$

اذ ان:

$$R_{p^*} = \text{عائد المحفظة المعدل بالمخاطر.}$$

$$R_m = \text{عائد محفظة السوق.}$$

وان (R_{p^*}) تحسب من خلال :

$$R_{p^*} = \left[R_p \cdot \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] + \left[R_F \cdot \left(1 - \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right) \right] \dots\dots\dots (13 - 2)$$

اذ ان:

$$R_p = \text{عائد المحفظة محل التقييم.}$$

$$R_F = \text{معدل العائد عديم المخاطر على اذونات الخزنة.}$$

$$\frac{\sigma_m}{\sigma_p} = \text{العلاقة النسبية بين مخاطر محفظة السوق } (\sigma_m) \text{ ومخاطر المحفظة محل التقييم } (\sigma_p) .$$

وكلما كانت قيمة (M^2) اكبر اشترت اداءً افضل للمحفظة . ان الشيء الجديد الذي يقدمه مقياس (M^2) هو اضافة معدل العائد عديم المخاطرة الى اداء المحفظة الاستثمارية بوصف

المستثمر سيحصل على هذا العائد عديم المخاطر في أسوأ الحالات إذا ما قرر عدم الاستثمار في الأسهم (عمر وآخرون، 2017، 105).

الجدول (1)

ملخص مقاييس تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

اسم المقياس	القانون	التطبيق
Treynor 1965	$\frac{R_P - R_F}{\beta_P}$	التقييم بالاستناد الى العائد الاضافي والانحراف المعياري لمعامل بيتا المحفظة
Sharpe 1966	$\frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$	التقييم بالاستناد الى العائد الاضافي والانحراف المعياري لعوائد المحفظة
Jensen 1968	$(R_P - R_F) - (R_m - R_F) \cdot \beta_P$	التقييم بالاستناد الى الفرق بين العائد الاضافي وعلاوة خطر المحفظة
M-Square 1997	$R_{p^*} - R_m$	التقييم بالاستناد الى الفرق بين عائد المحفظة المعدل بالمخاطر وعائد محفظة السوق

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على (الشعراني، 2015، 70) ، (عمر وآخرون، 2017، 104) ، (الموسوي، 2009، 229)

الفصل الثالث

الاطار التطبيقي للدراسة

المبحث الاول

تهيئة البيانات وتحليلها

اولاً: تحليل نسبة مضاعف الربحية

تم احتساب نسبة مضاعف الربحية (Price-to-Earnings Ratio)، من خلال قسمة سعر اغلاق السهم نهاية السنة المالية لجميع الاسهم المدرجة عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية على ربحية السهم الواحد خلال مدة الدراسة (2016-2018) وفق المعادلة الاتية:

$$\text{Price} / \text{earnings} = \text{share price} / \text{earnings per share}$$

كما تم حساب ربحية السهم الواحد (earnings per share) عبر قسمة صافي الربح على عدد الاسهم المصدرة بعد ان تم الحصول على تلك البيانات من الحسابات الختامية (الميزانية وكشف الدخل) للشركات عينة الدراسة خلال المدة (2016-2018). كما تم الحصول على اسعار اغلاق الاسهم عينة الدراسة من خلال الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية (<http://www.isx-iq.net>)

ويؤشر الجدول (2) نتائج احتساب متوسط نسبة مضاعف الربحية لشركات عينة التحليل والدراسة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ويتضح من الجدول (2) ان اعلى نسبة مضاعف ربحية كانت من نصيب الشركات المدرجة ضمن القطاع المالي (مصرف سومر التجاري) اذ بلغت (74.857) مرة، ويؤشر هذا الارتفاع في نسبة مضاعف الربحية ارتفاع توقعات النمو في حصة السهم الواحد من الارباح التي يتوقعها السوق، فضلاً عن انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار في اسهم القطاع المالي نتيجة انخفاض معامل بيتا (الخطر السوقي) وهذا ما يوضحه الجدول (5) الامر الذي يعني ان تلك الاسهم مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية (Overpriced) وعادة ما توصف بانها اسهم نمو (Growth stocks). كما يبين الجدول (2) ان ادنى نسبة مضاعف الربحية كان من نصيب الشركات المدرجة ضمن قطاع التأمين (شركة الخليج للتأمين) اذ بلغت (0.009) مرة، ويؤشر هذا الانخفاض في نسبة

مضاعف الربحية انخفاض توقعات النمو في ربحية السهم التي يتوقعها المحللون الماليون، فضلا عن ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في اسهم الشركات عينة الدراسة والمدرجة ضمن قطاع التأمين، ويعزى ذلك الى ارتفاع معامل بيتا (خطر السوق) وهذا ما يؤشره الجدول (5). الامر الذي يعني ان تلك الاسهم مقيمة باقل من قيمتها الحقيقية (Not overpriced) وعادة ما توصف بانها اسهم القيمة (Value stocks).

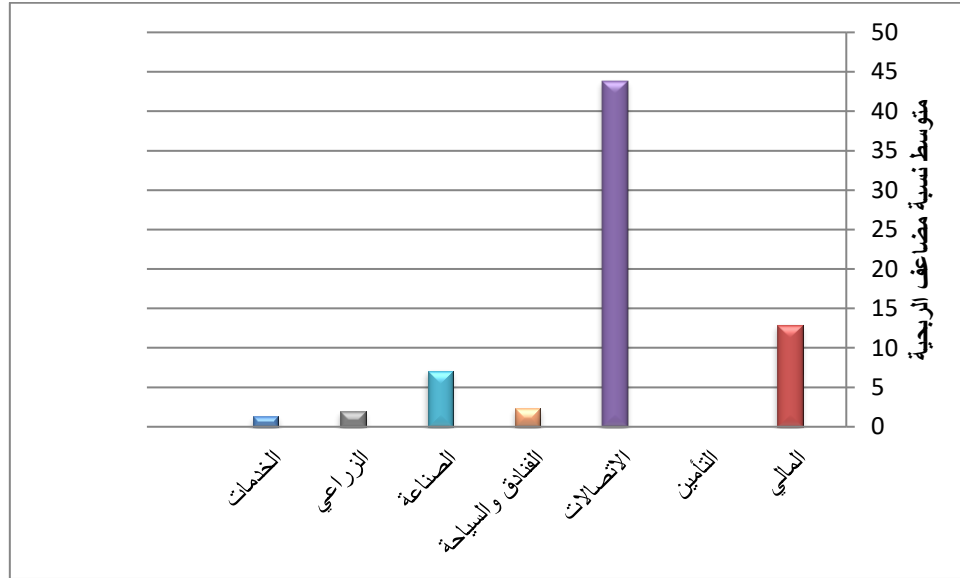
الجدول (2)¹

متوسط نسبة مضاعف الربحية للشركات عينة الدراسة للمدة (2016-2018)

مضاعف الربحية	ت	مضاعف الربحية	ت	مضاعف الربحية	ت
3.388	بغداد لصناعة مواد التغليف	1.036	مصرف المنصور للاستثمار	13.152	المصرف التجاري العراقي
5.012	بغداد للمشروبات الغازية	16.771	المصرف المتحد للاستثمار	16.901	مصرف بغداد
3.017	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	3.013	مصرف ايلاف الاسلامي	19.678	المصرف العراقي الاسلامي
0.030	الاهلية للانتاج الزراعي	0.842	المصرف الوطني الاسلامي	9.149	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار
1.320	الشرق الاوسط لانتاج الاسماك	0.015	الامين للتأمين	4.990	مصرف الاستثمار العراقي
1.004	العراقية لانتاج البذور	0.009	الخليج للتأمين	18.242	المصرف الاهلي العراقي
3.400	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	43.838	اسياسيل للاتصالات	74.857	مصرف سومر التجاري
4.023	العراقية للمنتجات الزراعية	3.044	فندق بابل	1.011	مصرف بابل
0.982	مدينة ألعاب الكرخ السياحية	2.017	فندق بغداد	0.049	مصرف الخليج التجاري
1.297	المعمورة للاستثمارات العقارية	2.068	الوطنية للاستثمارات السياحية	1.586	مصرف الموصل
2.060	النخبة للمقاولات العامة	12.092	المنصور للصناعات الدوائية	28.273	مصرف الشمال
1.009	بغداد العراق للنقل العام	10.015	الخيطة الحديثة	7.784	مصرف كوردستان
		9.013	العراقية للمسجد والمفروشات	2.011	مصرف اشور الدولي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

ويوضح الشكل (1) متوسط نسبة مضاعف الربحية موزعة حسب القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ومن خلال الشكل يتبين بان اعلى متوسط نسبة مضاعف ربحية كان من نصيب قطاع الاتصالات ممثلا بشركة اسيا سيل للاتصالات بمقدار (43.838) مرة، في حين ان ادنى متوسط نسبة مضاعف ربحية كان من نصيب قطاع التأمين ممثلا بشركة الامين وشركة الخليج بمقدار (0.012) مرة.



الشكل (1)

متوسط نسبة مضاعف الربحية في القطاعات عينة الدراسة للمدة (2016-2018)

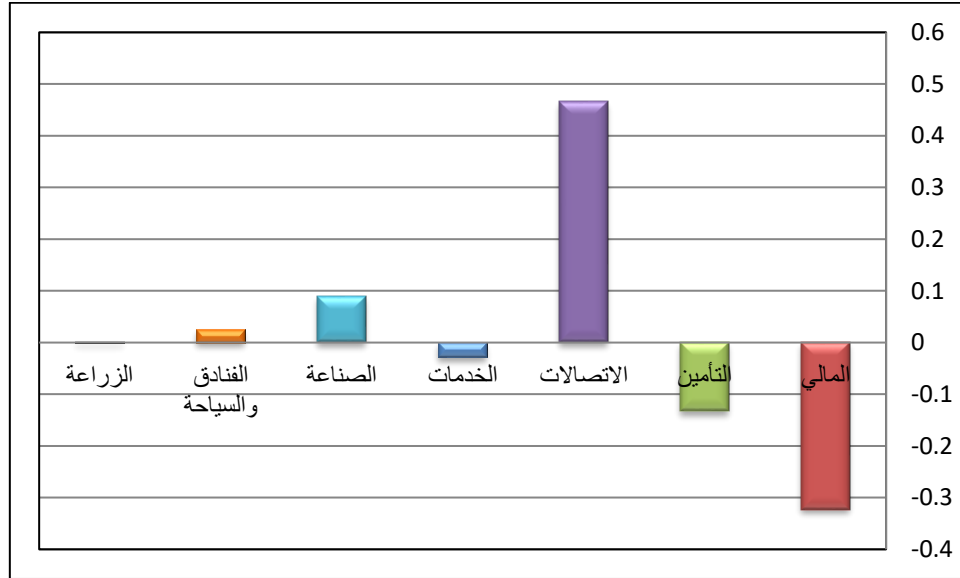
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (2)

ثانياً: تحليل متغيرات المحفظة الاستثمارية

تعتمد متغيرات المحفظة الاستثمارية على العائد والخطر لمكوناتها، ولحساب العائد لآبد من احتساب عائد السهم (R_t)، وعليه اخذ أسعار الإغلاق (P_t) الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة والتحليل بواقع (36) مشاهدة للمدة (2016-2018)، بعد ذلك تم احتساب العائد الشهري لأسهم تلك الشركات بالطريقة التالية :

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

ويوضح الشكل (2) نتائج احتساب متوسط عائد الاسهم لشركات عينة التحليل والدراسة وموزعة حسب القطاع المدرج في سوق العراق للأوراق المالية، ويتضح من الشكل (2) ان اعلى متوسط لعائد الاسهم كانت من نصيب الشركات المدرجة ضمن قطاع الاتصالات اذ بلغ (0.467)، في حين ان ادنى متوسط عائد كان من نصيب الشركات المدرجة ضمن القطاع المالي اذ بلغ (-0.324).



الشكل (2)

متوسط عائد الاسهم في القطاعات عينة الدراسة للمدة (2016-2018)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مؤشر السوق

ولأغراض تقييم اداء المحافظ الاستثمارية لابد من ان يتم تقييم ذلك الاداء مع مقارنة مرجعي (Benchmark)، وتستند الادبيات المالية في ذلك الى محفظة السوق، الا ان عدم التمكن من الحصول على بيانات واقعية لمحفظة متنوعة تنوعاً جيداً، اعتمدت الدراسة على مؤشر السوق بوصفه محفظة مرجعية تمكن المستثمرين من اجراء المقارنات بين العائد على محافظهم الاستثمارية والعائد على مؤشر السوق. ويوضح الشكل (3) اسعار مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث (2016-2018)



الشكل (3)

اسعار اغلاق مؤشر سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة البحث (2018-2016)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات مؤشر سوق العراق للأوراق المالية

وبالاستناد الى اسعار اغلاق مؤشر السوق (I_t) تم احتساب العوائد الشهرية (R_t) لمؤشر السوق بوصفه مؤشراً على عائد محفظة السوق (R_m) وفق الطريقة الآتية :

$$R_t = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1}$$

ويوضح الجدول (3) عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية بعدد مشاهدات (35) مشاهدة.

الجدول (3) عائد مؤشر السوق الشهري للمدة (2018-2016)

العائد	التاريخ	العائد	التاريخ	العائد	التاريخ
0.076	2018/01/31	0.032	2017/01/31	0.149	2016/01/31
-0.004	2018/02/28	0.000	2017/02/28	0.068	2016/02/28
0.040	2018/03/31	0.136	2017/03/31	-0.049	2016/03/31
0.002	2018/04/30	0.069	2017/04/30	0.074	2016/04/30
-0.046	2018/05/31	-0.026	2017/05/31	0.057	2016/05/31
0.006	2018/06/30	0.000	2017/06/30	0.05	2016/06/30
0.036	2018/07/31	0.001	2017/07/31	-0.01	2016/07/31
0.052	2018/08/31	0.018	2017/08/31	0.001	2016/08/31
0.049	2018/09/30	-0.036	2017/09/30	0.078	2016/09/30
0.016	2018/10/31	0.010	2017/10/31	0.053	2016/10/31
0.024	2018/11/30	0.016	2017/11/30	0.021	2016/11/30
		0.017	2017/12/31	0.097	2016/12/31

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب



الشكل (4) عائد مؤشر السوق للمدة (2016-2018)

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (3)

الا ان الاسلوب البسيط في تقييم اداء المحفظة يعتمد على العوائد المتحققة من الاسهم المكونة للمحفظة الاستثمارية دون الاخذ بالحسبان الخطر الذي يتعرض له ذلك العائد ، ومن اجل ان يكون التقييم اكثر موضوعية ويعبر عن اداء المحفظة الاستثمارية لابد من الربط بين العائد المتحقق والخطر السوقي الملازم له بالاستناد الى نموذج تسعير الموجود الرأسمالي (CABM) وبذلك اعتمدت الدراسة في قياس الخطر السوقي (معامل بيتا السهم والذي سيتم استخدامه فيما بعد لاحتساب بيتا المحفظة بالاستناد الى وزن الاستثمار) باستخدام أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي بوصفه إطاراً عاماً يكتم العلاقة بين العائد والخطر والذي يعتمد على التباين المشترك بين العائد على السهم والعائد على مؤشر السوق، ويتم حساب هذا المعامل على وفق الطريقة الآتية:

إذ تم حساب معامل بيتا عبر معادلة الانحدار بين عوائد سهم الشركة وعوائد السوق لـ (35) مشاهدة، وكانت آلية تطبيق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي بالشكل الآتي:

$$R_{j,t} - R_{f,t} = \alpha_j + \beta (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{j,t}$$

إذ أن

$$R_{j,t} = \text{عائد سهم الشركة (j) في السنة (t) .}$$

$$R_f = \text{معدل العائد الخالي من الخطر (سعر الفائدة) ، والذي يساوي العائد على اذونات الخزينة .}$$

$$\text{Beat}_{j,t} (\beta) = \text{درجة حساسية عوائد السهم j للتغير كنتيجة للتغير في عوائد السوق .}$$

$$R_{m,t} = \text{العائد على مؤشر السوق .}$$

واعتمد الدراسة متوسط أسعار الفائدة على اذونات الخزينة بوصفها مؤشرا على معدل العائد الخالي من الخطر وعلى وفق ما يظهره الجدول (4)

الجدول (4)

متوسط أسعار الفائدة على اذونات الخزينة

السنوات	سعر الفائدة
2016	4.3 %
2017	5.2 %
2018	5.5 %
المتوسط	5 %

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الإحصائية السنوية للبنك المركزي العراقي للسنوات (2016-2018).

وتشير البيانات الواردة في الجدول (5) الى معاملات بيتا للشركات عينة الدراسة (ملحق رقم 1) للمدة (2016-2018) وفق مستويات معنوية تراوحت ما بين (1%) و(5%) و(10%)، ويؤشر الجدول (5) ان اعلى معامل بيتا كان من نصيب شركة الامين للتأمين وشركة الخليج للتأمين بواقع (2.986) و(2.241) على التوالي وهو ما يفسر سبب انخفاض نسبة مضاعف الربحية في قطاع التأمين، ذلك أن الشركات ذات المخاطر العالية سيكون لها معدلات عائد مطلوبة مرتفعة، لأن أي انخفاض في التدفق نقدي المتوقع ينتج عنه ارتفاع القيمة الحالية للمخاطر. في حين ان ادنى خطر سوقي كان من نصيب شركة المعمورة للاستثمارات العقارية بواقع (0.081)

الجدول (5)

معاملات بيتا للشركة عينة الدراسة للمدة (2016-2018)

معامل بيتا	ت	معامل بيتا	ت	معامل بيتا	ت
2.033	بغداد لصناعة مواد التغليف	1.074	مصرف المنصور للاستثمار	1.543	المصرف التجاري العراقي
0.512	بغداد للمشروبات الغازية	1.251	المصرف المتحد للاستثمار	1.011	مصرف بغداد
0.428	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	1.358	مصرف ايلاف الاسلامي	2.092	المصرف العراقي الاسلامي
0.635	الاهلية للانتاج الزراعي	2.012	المصرف الوطني الاسلامي	0.231	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار
1.225	الشرق الاوسط لانتاج الاسماك	2.986	الامين للتأمين	0.772	مصرف الاستثمار العراقي
1.351	العراقية لانتاج البذور	2.241	الخليج للتأمين	1.351	المصرف الاهلي العراقي
0.507	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	0.365	اسيسيل للاتصالات	0.464	مصرف سومر التجاري
1.984	العراقية للمنتجات الزراعية	0.241	فندق بابل	0.562	مصرف بابل
3.522	مدينة العباب الكرخ السياحية	0.447	فندق بغداد	0.514	مصرف الخليج التجاري
0.081	المعمورة للاستثمارات العقارية	0.364	الوطنية للاستثمارات السياحية	0.198	مصرف الموصل
0.065	النخبة للمقاولات العامة	2.648	المنصور للصناعات الدوائية	1.312	مصرف الشمال
0.369	بغداد العراق للنقل العام	1.752	الخيطة الحديثة	0.721	مصرف كردستان
		2.341	العراقية للمسجد والمفروشات	0.503	مصرف اشور الدولي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

المبحث الثاني

بناء المحافظ الاستثمارية وتقييمها

أولاً: بناء المحافظ الاستثمارية

سعيًا لتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضيتها تم بناء محفظتين استثماريتين بالاعتماد على مضاعف الربحية، إذ تم حساب مضاعف الربحية (P/E) لكل سهم من أسهم الشركات عينة الدراسة ومن ثم تصنيف الأسهم من الأدنى إلى الأعلى، وعليه تم بناء محفظة مكونة من أسهم شركات العينة ذات مضاعف ربحية متدني تسمى محفظة القيمة مكونة من (19) سهماً. كما تم بناء محفظة ثانية مكونة من أسهم الشركات عينة الدراسة ذات مضاعف ربحية مرتفع تسمى محفظة النمو ومكونة من (19) سهماً. ثم يتم حساب نسبة الاستثمار في كل سهم حتى يكون مجموع نسبة الاستثمار (1) وبذلك يكون مجموع الأسهم في كل محفظة استثمارية (19) سهماً. ويبين الجدول (6) مكونات محفظة القيمة ذات مضاعف الربحية الأدنى، في حين يوضح الجدول (7) مكونات محفظة النمو ذات مضاعف الربحية الأعلى.

الجدول (6) مكونات محفظة القيمة

الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية
الخليج للتأمين	0.009	المعمورة للاستثمارات العقارية	1.297
الأمين للتأمين	0.015	الشرق الأوسط لإنتاج الأسماك	1.32
الاهلية للإنتاج الزراعي	0.03	مصرف الموصل	1.586
مصرف الخليج التجاري	0.049	مصرف اشور الدولي	2.011
المصرف الوطني الاسلامي	0.842	فندق بغداد	2.017
مدينة العباب الكرخ السياحية	0.982	النخبة للمقاولات العامة	2.06
العراقية لإنتاج البذور	1.004	الوطنية للاستثمارات السياحية	2.068
بغداد العراق للنقل العام	1.009	مصرف ايلاف الاسلامي	3.013
مصرف بابل	1.011	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	3.017
مصرف المنصور للاستثمار	1.036		

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

الجدول (7)
مكونات محفظة النمو

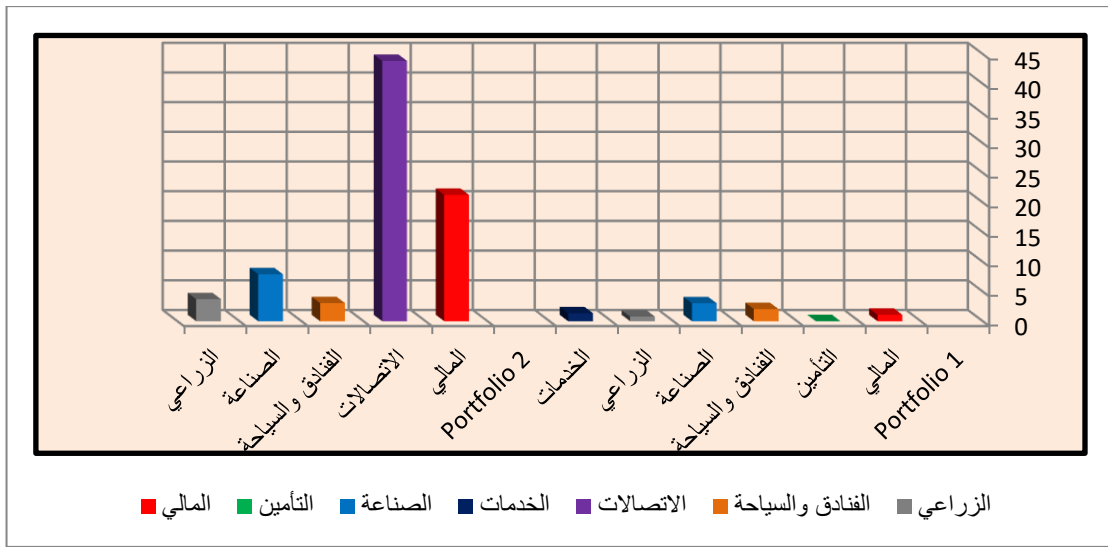
مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية	الشركة
12.092	المنصور للصناعات الدوائية	3.044	فندق بابل
13.152	المصرف التجاري العراقي	3.388	بغداد لصناعة مواد التغليف
16.771	المصرف المتحد للاستثمار	3.4	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم
16.901	مصرف بغداد	4.023	العراقية للمنتجات الزراعية
18.242	المصرف الاهلي العراقي	4.99	مصرف الاستثمار العراقي
19.678	مصرف الشرق الاوسط	5.012	بغداد للمشروبات الغازية
28.273	مصرف الشمال	7.784	مصرف كوردستان
43.838	اسيا سيل للاتصالات	9.013	العراقية للسجاد والمفروشات
74.857	مصرف سومر التجاري	9.149	مصرف العراقي الاسلامي
		10.015	الخيطة الحديثة

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

ومن اجل الحصول على فكرة افضل فيما يخص المحافظ التي تم تكوينها، تم تصنيف كل سهم داخل في تكوين المحفظتين الى القطاع الذي ينتمي اليه، وعليه يوضح الشكل (5) متوسط نسبة مضاعف الربحية للمحافظ الاستثمارية وحسب القطاعات.

اذ تتكون المحفظة الاولى (محفظة القيمة) من (19) سهما موزعة ما بين (6) قطاعات، وان وزن الاستثمار في القطاع المالي كان (31.6%) مشتقة من ستة مصارف، في حين ان وزن الاستثمار في قطاع التأمين (10.5%) مشتقة من شركتان للتأمين، وان وزن الاستثمار في قطاع الفنادق والسياحة والقطاع الصناعي كان (10.5%) وبواقع شركتان لكل قطاع، كما ساهم القطاع الزراعي بثلاث اسهم وبوزن استثمار (15.9%)، واخيرا فان قطاع الخدمات كان وزن الاستثمار في شركاته بواقع (21%).

كما تم بناء المحفظة الثانية (محفظة النمو) من (19) سهما موزعة ما بين (5) قطاعات، احتل فيها القطاع المالي الوزن الاكبر من الاستثمار بواقع (11) احد عشر مصرفاً وبوزن استثماري بلغ (57.89%)، واحتل القطاع الصناعي المركز الثاني من حيث وزن الاستثمار بواقع (4) اربع شركات صناعية وبوزن استثماري بلغ (21%)، وجاء في المركز الثالث القطاع الزراعي وبواقع شركتان وبوزن استثماري بلغ (10.5%)، اما الوزن الاستثماري الاقل كان من نصيب كلا من القطاع الفنادق والسياحة والاتصالات وبواقع شركة لكل قطاع وبوزن استثماري بلغ (5.5%).

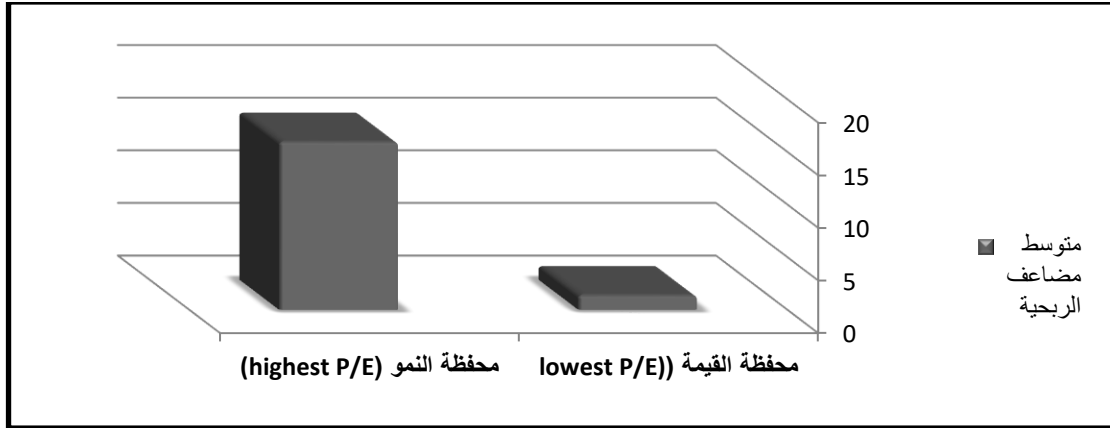


الشكل (5)

متوسط نسبة مضاعف الربحية للمحافظ الاستثمارية وحسب القطاعات

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول رقم (6) وجدول رقم (7)

ويوضح الشكل (6) متوسط مضاعف الربحية لكل محفظة من المحافظ الاستثمارية .



الشكل (6) متوسط مضاعف الربحية لمحفظة النمو ومحفظة القيمة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول رقم (6) وجدول رقم (7)

ثانياً: تقييم المحافظ الاستثمارية

لأغراض تقييم المحافظ الاستثمارية سيتم افتراض شراء الاسهم من (1/كانون الثاني) والاحتفاظ بالأسهم المكونة للمحافظ لمدة عام كامل أي لغاية (31/كانون الاول)، وسيتم تكرار تلك العملية خلال مدة الدراسة (2016-2018)، ولكل سنة من سنوات الدراسة سيتم احتساب عائد المحفظة المطلق وعائد المحفظة معدل بالمخاطر وفق مقاييس تقييم اداء المحفظة الاستثمارية. كما سيتم تقييم اداء المحافظ الاستثمارية عن مدة الدراسة وبشكل شامل من (1/كانون الثاني/2016) ولغاية (31/كانون الاول/2018).

1 - احتساب العائد المطلق

استخدمت الدراسة مجموعة من مؤشرات التحليل ونماذج للقياس، وقد عرضت ضمن الإطار النظري لها، وإن عرضها بشكل موجز في الجانب التطبيقي ليس لأجل الإعادة وإنما لسهولة العودة إليها كدليل عند استعراض الإطار التطبيقي للبحث.

تم احتساب عائد المحافظ الاستثمارية وفق المعادلة الآتية ليتم مقارنة العوائد المطلقة مع عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية ولا يتم الاخذ بنظر الاعتبار اية مخاطر مرتبطة بالعوائد المتحققة.

$$\hat{r}_P = \sum_{i=1}^n w_i \cdot \hat{r}_i$$

اذ ان:

\hat{r}_P = معدل العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية.

w_i = وزن الاستثمار في السهم (i) داخل المحفظة .

\hat{r}_i = معدل العائد المتوقع للسهم (i).

ويؤشر الجدول (8) نتائج احتساب معدل العائد السنوي لكلا المحفظتين الاستثماريتين، وتوضح البيانات الواردة في الجدول تفوق محفظة القيمة على محفظة النمو من حيث معدل العائد السنوي المتحقق في السنوات (2016) و(2018)، حيث حققت محفظة القيمة معدل عائد سنوي قدرة (0.074) و(0.066). كما استطاعت محفظة القيمة ان تحقق معدل عائد اضافي اعلى من محفظة النمو فضلا عن مؤشر السوق في السنوات (2016) و(2018) والذي يتم احتسابه بطرح معدل العائد الخالي من الخطر من معدل العائد السنوي. كما حققت محفظة القيمة النتيجة ذاتها عند قياس معدل العائد السنوي والعائد الاضافي خلال المدة (2016-2018). ولم تستطع محفظة القيمة التفوق على محفظة النمو سنة (2017).

الجدول (8) احتساب العائد المطلق والعائد الاضافي للمحافظ الاستثمارية

المؤشرات	السنوات	محفظة القيمة	محفظة النمو	مؤشر السوق	العائد الخالي من الخطر
متوسط العائد السنوي	2016	0.074	0.051	0.049	0.043
العائد الاضافي		0.023	0.008	0.006	
متوسط العائد السنوي	2017	0.089	0.101	0.019	0.052
العائد الاضافي		0.037	0.049	0.033-	
متوسط العائد السنوي	2018	0.066	0.061	0.023	0.055
العائد الاضافي		0.011	0.006	0.032-	
متوسط العائد السنوي	2018-2016	0.076	0.053	0.031	0.05
العائد الاضافي		0.026	0.003	0.019-	

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

2 - احتساب العائد المعدل بالمخاطر:

عادة ما يقوم الاستثمار على بعدين هما العائد والمخاطرة، وعليه لا بد من تقييم البعدين عند اتخاذ القرار الاستثماري، اذ بدون امتلاك معلومات عن المخاطرة فان تقييم اداء المحافظ الاستثمارية يعد ناقصاً ولا يعول عليه، لذلك تم تقييم اداء المحفظتين الاستثماريتين (القيمة والنمو) عبر مجموعة من مقاييس الاداء وهي : ترينور (Treyner)، وشارب (Sharpe)، وجنسن (Jensen)، و(M-Square). وكانت النتائج كالآتي : حيث يعرض الجدول نتائج قياس معدل العائد السنوي لمدة الدراسة (2016-2018) ومعدل العائد الاضافي والخطر الكلي للمحفظة والمقاس بالانحراف المعياري لعوائد الاسهم فضلاً عن الخطر النظامي للمحفظة والمقاس بمعاملات بيتا المحفظة، كما يعرض الجدول العوائد المعدل بالمخاطر وفق مقاييس الاداء المذكورة انفاً.

الجدول (9)

احتساب العائد المعدل بالمخاطر للمحافظ الاستثمارية

مؤشر السوق	محفظة النمو	محفظة القيمة	المؤشرات
0.031	0.053	0.076	متوسط العائد السنوي
0.019-	0.003	0.026	العائد الاضافي
0.132	0.156	0.178	خطر المحفظة (σ_p)
1.000	1.147	1.049	الخطر النظامي (β_p)
0.019-	0.003	0.025	Treynor ratio
0.144-	0.019	0.146	Sharpe ratio
	0.021	0.086	Jensen's alpha
	0.053	0.069	M-Square

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

ويؤشر الجدول (9) ارتفاع الخطر الكلي لمحفظة القيمة والمقاس بالانحراف المعياري (σ_p)، فضلاً عن ارتفاع الخطر النظامي (β_p) مقارنة بمحفظة النمو ومؤشر السوق، وهو ما

يفسر انخفاض نسب مضاعف الربحية للأسهم المكونة لمحفظة القيمة، ذلك ان ارتفاع الخطر يعمل على ارتفاع معدل العائد المطلوب مما يؤدي الى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

كما يبين الجدول (9) تفوق محفظة القيمة بالاستناد الى جميع مقاييس تقييم اداء المحفظة الاستثمارية على محفظة النمو فضلا عن مؤشر السوق، وان اعلى نسبة كانت لمؤشر (Sharpe) وقدرها (0.146) بفارق قدره (0.127) عن محفظة النمو فيما كانت نسبة (Jensen's alpha) بالمرتبة الثانية وحقت نسبة قدرها (0.086) بفارق قدره (0.065) عن محفظة النمو. كما تفوقت محفظة القيمة عن محفظة النمو وفق مقياس (M-Square) وبفارق قدره (0.016)، كما حققت محفظة القيمة النتيجة ذاتها وفق مقياس (Treyner ratio) وبفارق قدره (0.022). ولم يتم احتساب العائد المعدل بالمخاطر لمؤشر السوق وفقا لمقاييس (Jensen's alpha)، و(M-Square) كون ان عائد مؤشر السوق يدخل ضمن متغيرات تقييم اداء محفظة القيمة ومحفظة النمو. وبناءً على ما جاء من نتائج تطبيق نماذج تقييم اداء المحفظة يشير الباحث إلى قبول الفرضية المتعلقة بالدراسة، وذلك لتأييد الاختبارات المحددة لإثباتها وعلى المستويين (العائد المطلق، والعائد المعدل بالمخاطر) مقارنة بمؤشر السوق.

الاستنتاجات والتوصيات

توصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات وفي ضوءها تم إيجاز مجموعة من التوصيات، لذا فالحصيلة النهائية يمكن إخراجها بالشكل الآتي :

أولاً : الاستنتاجات

1. تعد نسبة مضاعف الربحية من أكثر المقاييس المستخدمة للتقييم بين المحللين الماليين ومؤسسات الخدمات الاستشارية المالية
2. ان انخفاض نسبة مضاعف الربحية يعكس توقعات انخفاض النمو لدى المحللين الماليين، في حين ان ارتفاع النسبة يعكس أن الشركة تحتاج إلى تحقيق نمو عالي في الأرباح لمقابلة هذه التوقعات
3. يتطلب قياس أداء المحفظة الاستثمارية معرفة تامة بمدخل التحليل الأساس للوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم، فضلاً عن المعرفة التامة بطرق قياس الخطر ومقاييس تقييم الأداء.
4. ان انخفاض مضاعف الربحية للشركات عينة الدراسة يؤشر ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في اسهم الشركات نتيجة انخفاض معامل بيتا (الخطر السوقي).
5. تفوق محفظة القيمة (التي تم بناءها بنسب مضاعف ربحية منخفضة) على محفظة النمو (التي تم بناءها بنسب مضاعف ربحية مرتفعة) ومحفظة السوق من حيث معدل العائد السنوي والعائد الإضافي باستثناء سنة (2017).
6. تفوق محفظة القيمة على محفظة النمو من حيث الخطر النظامي والخطر الكلي، كما استطاعت محفظة القيمة التفوق وفق جميع مقاييس تقييم الأداء.
7. عند احتساب عائد المحافظ الاستثمارية ليتم مقارنة العوائد المطلقة مع عائد مؤشر السوق لا يتم الأخذ بنظر الاعتبار أية مخاطر مرتبطة بالعوائد المتحققة.
8. ان الأسلوب في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية يعتمد على العوائد المتحققة من الأسهم المكونة للمحفظة الاستثمارية دون الأخذ بالحسبان الخطر الذي يتعرض له ذلك العائد.

ثانياً : التوصيات

1. ضرورة الابتعاد عن الاساليب الكلاسيكية في الاستثمار، والاهتمام بمفهوم المحفظة الاستثمارية لما في ذلك من اثر كبير على العائد والخطر.
2. ضرورة استخدام نسبة مضاعف الربحية من قبل المستثمرين والمحللين الماليين في سوق العراق للأوراق المالية في انتقاء الاسهم التي تشكل محافظهم الاستثمارية الأثر الملحوظ في زيادة متوسط العوائد السنوية فضلاً عن ارتفاع العوائد الاضافية مقارنةً بعوائد مؤشر السوق.
3. توصي الدراسة بضرورة استخدام مقياس تقييم اداء المحفظة الاستثمارية المعتمدة في الدراسات الحالية مع ضرورة مقارنة اداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بالأرقام القياسية المتعارف عليها مثل مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.
4. من اجل ان يكون تقييم اداء المحافظ الاستثمارية اكثر موضوعية لابد من الربط بين العائد المتحقق والخطر السوقي الملازم له بالاستناد الى نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CABM).
5. توصي الدراسة بضرورة تقييم البعدين العائد والمخاطرة عند اتخاذ القرار الاستثماري اذ بدون امتلاك معلومات عنهما فان تقييم اداء المحافظ الاستثمارية يعد ناقصاً.

المصادر والمراجع

المراجع العربية

أولاً: الوثائق والنشرات الرسمية

1. الموقع الالكتروني الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية (www.isx-iq.net).
2. الموقع الالكتروني الرسمي للبنك المركزي العراقي (www.cbi.iq).
3. الموقع الالكتروني الرسمي لهيئة الأوراق المالية العراقية (www.isc.gov.iq).

ثانياً: الرسائل والاطاريح

1. جبر، جمال زكريا، (2006)، اثر محددات مخرجات النظام المحاسبي وخصائص المنشأة في المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية والمصرفية، الجامعة الاردنية.
2. الجبوري، اياد طاهر، (2006)، تأثير محتوى معلومات الأرباح في قيمة الأسهم العادية دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
3. الخزاعي، هند عبد الهادي، (2019)، بناء المحفظة الكفوءة باستخدام بعض نماذج تقييم الاسهم العادية- دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من (2006-2012)، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية.
4. الخفاجي، علي جبران عبد علي، (2006)، تحليل الاستثمارات المالية الدولية وبناء المحفظة الكفوءة في اسواق الاسهم الناشئة دراسة تطبيقية , اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد.
5. الزبيدي، شذى عبد الحسين، (2002)، استخدام بعض مؤشرات السوق في الاستثمار بالأسهم العادية دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.

6. الشعراي، بشار، (2015)، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية- مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير منشور، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
7. الشكرجي، اعتصام جابر، (1999)، اختبار نماذج تقويم الأسهم العادية لتشكيل المحافظ الاستثمارية، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
8. المعموري، قاسم حميد، (2015)، أثر تغيرات سعر الفائدة والسيولة في إعادة بناء المحفظة الاستثمارية دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية العراقية للمدة (2004-2014)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
9. المنصور، هبة الله مصطفى، (2018)، جدوى التنويع الدولي في ظل الازمة المالية - دراسة تحليلية لعينة من اسواق الاسهم الدولية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

ثالثاً: الدوريات

1. العامري، محمد علي، (1999)، استخدام مضاعف الأرباح Price to Earnings Ratio في تقييم الاستثمار بالأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، عدد 20، مجلد 6.
2. عمر، عبو، عبو ربيعة، وبوفليح نبيل، (2017)، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية- دراسة وصفية احصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة في السوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 1.
3. الموسوي، سعدي احمد، (2009)، تقييم أداء محفظة الاسهم 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، العدد 24.

رابعاً: الكتب

1. الجميل، سرمد كوكب علي، (2011)، المدخل الى الاسواق المالية، الطبعة الاولى، دار ابن الاثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل.
2. الحناوي، محمد صالح ، ابراهيم سلطان، جلال العبد، (2002)، تحليل وتقييم الاوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية.
3. الدباغ، اسامة بشير، الجومرد، اثيل عبد الجبار، (2003)، المقدمة في الاقتصاد الكلي، الطبعة الاولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن.
4. العامري، محمد علي ابراهيم، (2010)، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، اثراء للنشر والتوزيع، الاردن.
5. العامري، محمد علي ابراهيم، (2013)، ادارة محافظ الاستثمار، الطبعة الاولى، اثراء للنشر والتوزيع، الاردن.
6. مطر، محمد، وتيم فايز، (2005)، ادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، الاردن.
7. معروف، هوشيار، (2009)، الاستثمارات والاسواق المالية، الطبعة الاولى، دار صفاء للنشر، الاردن.
8. موسى، شقيري نور، محمود ابراهيم، ذيب، سوزان سمير، (2013)، ادارة المخاطر، الطبعة الاولى، دار المسيرة، الاردن.
9. المومني ، غازي فلاح، (2013)، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة الاولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الاردن.
10. الميداني، محمد أمين ، (2004)، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة الرابعة، مكتبة العبيكات، الرياض.
11. النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، ارشد فؤاد، (2012)، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن.

المراجع باللغة الأجنبية:

A. Thesis

1. Gacheri, Nyaga, (2014), " **The relationship between price earnings ratio and return of firms listed at the Nairobi securities exchange**", Master thesis, School of Business, University of Nairobi.
2. Johan, Kulling Karl, (2007), "**quantitative study of the P/E ratio on the Swedish market**", Master thesis, Lunds University.
3. Knopers, Frank, (2014), " **Value investing: evidence from the Dutch stock market**", Master thesis, School of Management and Governance, University of Twente.
4. Strahle, Mikael, (2011), " **Value and growth stocks on the Swedish stock market**", Master thesis, Copenhagen Business School.
5. Viorica, Gonta, (2013), " **The relationship between volatility of price multiples and volatility of stock prices: A study of the Swedish market from 2003 to 2012**", Master thesis, UMEA University.
6. Wenjing, Huang, (2008), " **Price- Earnings Ratio and Influence Factors: evidence from China**", Master thesis, University of Vaasa, Finland.

B. Journals

1. Fama, Eugene F.,and French, Kenneth R, (1992), The Cross-Section of Expected Stock Returns, The Journals of finances , Volume47, Issue2, PP 427-456.
2. Lakonishok, J, Shleifer, A, and Vishny, R. (1994), "Contrarian investment, extrapolation, and risk", Journal of Finance, Vol. 49, No 5, pp 1541-1578..

C. Books

1. Bender, Ruth., Ward, Keith., (2002), "Corporate Financial Strategy", 2th Edition, Butterworth-Heinemann.
2. Bodie, Zvi, Kane, Alex, and Marcus. Alan J. (2013), "**Essentials of investments**", 9th Edition, McGraw-Hill – Irwin.
3. Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen, Franklin, (2017), "**Principles of Corporate Finance**" , 12th Edition, McGraw-Hill – Irwin.
4. Brigham,Eugene F., and Daves, Phillip R., (2007), " **Intermediate Financial Management**", 9th Edition, Thomson/South-Western.
5. Brigham,Eugene F., and Houston, Joel F.(2017), "Fundamentals of Financial Management", 2th Edition, Cengage Learning.
6. Ehrhardt C. Michael and Brigham F . Eugene, (2011), "**Financial management: Theory and practice**", 13th Edition, South-Western.
7. Foster, George., (1986), " **Financial Statement Analysis**", 2th Edition, Prentice Hall.
8. Friedman, Milton., (1953), "**Essays in Positive Economics,The Methodology of Positive Economics**", University of Chicago Press.
9. Gitman, Lawrence J., and Zutter, Chad J., (2015), " **Principles of Managerial Finance**", 14th Edition, Pearson Education.
10. Graham, Benjamin, and Dodd, David, (2009), "**Security Analysis**", 6th Edition, McGraw-Hill – Irwin.
11. Hirschey, Mark.,(2001), "Investments Theory and Application", 2th Edition Harcourt Cottage Publisher.
12. Jones, Charles., (2000), " **Investment: Analysis and Management**", 2th Edition, John Wiley.

13. Kieso,Donald, J ,weygandt, Jerry , and Kimmel Panel D.(2002) "**Accounting principles**". John Wiley & Sons.
14. Reilly, Frank K., and Brown Keith C., (2012), " **Investment Analysis & Portfolio Management**", 10th Edition, South-Western and Cengage Learning.
15. Edmonds, P ,Mcnair,M,Milam,E,Olds,R,Edmonds,D,Schneider,W, (2003), **fundamental financial accounting concepts**, fourth Edition, McGraw-Hill-Irwin.

ملحق (1)
الشركات عينة الدراسة

اسم الشركة	ت	اسم الشركة	ت
قطاع الفنادق والسياحة		القطاع المالي	
فندق بابل	21	المصرف التجاري العراقي	1
فندق بغداد	22	مصرف بغداد	2
الوطنية للاستثمارات السياحية	23	المصرف العراقي الاسلامي	3
قطاع الصناعة		مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	4
المنصور للصناعات الدوائية	24	مصرف الاستثمار العراقي	5
الخيطة الحديثة	25	المصرف الاهلي العراقي	6
العراقية للسجاد والمفروشات	26	مصرف سومر التجاري	7
بغداد لصناعة مواد التغليف	27	مصرف بابل	8
بغداد للمشروبات الغازية	28	مصرف الخليج التجاري	9
الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	29	مصرف الموصل	10
القطاع الزراعي		مصرف الشمال	11
الاهلية للإنتاج الزراعي	30	مصرف كوردستان	12
الشرق الاوسط لإنتاج الاسماك	31	مصرف اشور الدولي	13
العراقية لإنتاج البذور	32	مصرف المنصور للاستثمار	14
العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	33	المصرف المتحد للاستثمار	15
العراقية للمنتجات الزراعية	34	مصرف ايلاف الاسلامي	16
قطاع الخدمات		المصرف الوطني الاسلامي	17
مدينة العاب الكرخ السياحية	35	قطاع التأمين	
المعمورة للاستثمارات العقارية	36	الامين للتأمين	18
النخبة للمقاولات العامة	37	الخليج للتأمين	19
بغداد العراق للنقل العام	38	قطاع الاتصالات	
		اسيا سيل للاتصالات	20

ABSTRACT

Earnings multiplier is one of the most important indicators used in financial markets and is used to evaluate securities. Therefore, the study sought to test the role of earnings multiplier in evaluating the performance of investment portfolios. The study aimed to build two investment portfolios, The first portfolio is called the Value Portfolio, which is built on stocks that have the lowest P / E ratio, The second portfolio, called the Growth Portfolio, was built from the stock with the highest P / E ratio. Both portfolios were evaluated across a range of measures: Treynor, Sharpe, Jensen and (M-Square)

The study included a sample of corporations listed on the Iraq Stock Exchange for the period (2016-2018). The study concluded with a number of conclusions and recommendations, most notably the value of the portfolio over the growth portfolio and the market portfolio in terms of annual rate of return and additional return except for (2017). In addition to its superiority in terms of systemic risk and total risk during the study period, the value portfolio was able to excel according to all performance evaluation measures. The most prominent recommendations were the need to use the ratio of earnings multiplier by investors and financial analysts in the Iraqi market for securities in the selection of shares that make up their investment portfolios to the effect of increasing the average annual returns as well as higher returns compared to the returns of the market index .

Key words: Earnings multiplier, investment portfolio, portfolio performance evaluate .

**University Of Mosul
College Of Administration
& Economics**



**The role of earning multiple in evaluating investment
portfolio performance : Analytical study in the Iraqi Stock
Exchange for (2016 – 2018)**

Thesis Higher Diploma in Financial Sciences

Mohammed Abd Mustafa misheal

**Supervised by
Dr. Mohammed Fawzi Mohammed**

1441 A.H.

2019 A.D.

**University Of Mosul
College Of Administration
& Economics**

**The role of earning multiple in evaluating investment
portfolio performance : Analytical study in the Iraqi Stock
Exchange for (2016 – 2018)**

**A Thesis Submitted
By**

Mohammed Abd Mustafa misheal

To

**The College Council of Administration and Economic
University of Mosul In Partial Fulfillment of the
Requirements for the Degree of **High Diploma** In Finance
Sciences**

**Supervised by
Dr. Mohammed Fawzi Mohammed**

1440 A.H.

2019 A.D.