

للمستثمر لانها تمثل ما يجب ان يكون عليه قيمة السهم وان عملية المقارنة بين القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها بسعر السوق السائد هو الاقرار بمدى عشوائية الاسعار وفي هذا المضمار فقد طرحت عدة نماذج الهدف منها تقويم الاسهم ، تم اعتماد واحد من تلك النماذج لغرض تقييم الاسهم بعد اجراء تعديل تمثل في استبدال (ربحية) السهم التي تضمنها النموذج بمقسوم الأرباح حتى يتلاءم مع ظروف البيئة الواقعية. اشتمل الجانب النظري للبحث على عرض مفهوم القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ونموذج الدراسة اما الجانب العملي فقد اشتمل على تحليل كل من القيمة السوقية والقيمة الحقيقية والمتغيرات ذات العلاقة .

المبحث الاول

(الجانب النظري)

(١) الية تقويم الاسهم :-

ان عملية تقويم الاسهم العادية لاقرار فيما اذا كان السوق يقيم السهم تقييما مضخما او منخفضا ومدى انعكاس ذلك التقويم على القيمة الحقيقية للسهم ، كانت في وقت قريب تقوم على اساس تقديري لكل من علاقة العائد الى السعر او مقسوم الارباح الى السعر ، ولكن في السنوات الاخيرة ظهرت عدة انواع من النماذج الحديثة التي تاخذ في اعتبارها التدفق النقدي المتوقع من الاسهم العادية (Soldofsky & oliver ، ١٩٧٤ : ٢٤٥). ويشير (Mathur ، 1979:264) الى ان هذه النماذج تمكن المشتري من تحديد اسباب التقلبات في الاسعار السوقية . حيث ان مثل هذه التقلبات

استخدام نموذج (Benzion) & Yagil) في تقييم الاسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية

عبد الله كاظم حسن/ مدرس مساعد كلية
الإدارة والاقتصاد /جامعة القادسية

ملخص البحث

استهدف البحث استخدام أحد النماذج المستعملة في تقويم الأسهم للتعرف على الاقيام الحقيقية للأسهم لعينة من شركات القطاع الصناعي المساهمة. حيث بلغت العينة (١٢) شركة وللفترة من (١٩٩٤ - ٢٠٠٠) انطلق البحث من فرضية مفادها ان اسعار الاسهم المتداولة في سوق بغداد للاوراق المالية لاتعكس القيمة الحقيقية لها وفق نموذج الدراسة. وتوصل البحث إلى ان جميع اسهم الشركات عينة البحث قد سعت تسعيرا مضخما .

المقدمة (introduction)

يعد الاستثمار بالاسهم احد المجالات الاستثمارية المهمة للمستثمرين في توظيف اموالهم للحصول على عائد وهذا النوع من الاستثمار يتطلب الركون الى بعض المعايير والمؤشرات والمعلومات لغرض الاستثمار كونه من مجالات الاستثمار المحفوفة بالمخاطر لذا فان عملية التعرف على القيمة الحقيقية للاسهم تعد في غاية الاهمية

ان هذا النموذج اشتق من نسبة (P,E) التي تقترض ان المستثمر يدفع السعر للحصول على الارباح المتحققة للمنشأة كمقسوم نقدي وتقترض هذا النموذج ان ربحية السهم الواحد مستقلة بمرور الزمن وفي ظل التاكيد التام تكون القيمة الحقيقية للسهم مساوية الى القيمة المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة.

ان الانتقادات التي يمكن ان توجه الى هذا النموذج هي افتراض التوزيع الكامل للارباح وهذا الافتراض غير منطقي في الواقع العملي حيث ان عموم الشركات تحتجز جزء من هذه الارباح لاغراض قانونية ، وتمويل ذاتي (التميمي ، ١٩٩٨ :٥٠) .

ولغرض تكييف النموذج مع الواقع العملي فان ربحية السهم التي يفترضها يتم استبدالها بمقسوم الارباح للسهم الواحد . والمبرر لهذا التغيير هو ان المستثمر يفترض ان يدفع السعر لشراء مجرى الارباح المتوقعة استلامها في المستقبل ونظرا لعدم استقرار البيئة الحقيقية ووجود عنصر المخاطرة في الغالب لاسيما البيئة العراقية في ظل الظروف الاستثنائية الحالية تم ترجيح قيمة التاكيد التام بمعدل الخصم المعادل المحسوب بالمعادلة الاصلية لذا فان صيغة النموذج تكون وفق الصيغة الاتية .

$$P = \frac{D}{r} (1 + \frac{r}{1+k})$$

ثالثاً: القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم

Actual and Market Value of stock
(١) القيمة السوقية للسهم:

لها صفة الاستمرار الى ان تصل الاسعار الى حالة توازن جديدة. ان قيمة أي موجود مالي تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل كنتيجة لخصم هذه التدفقات بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر . ومبرر ذلك يعود الى كون المستثمر ينظر الى قيمة الموجود المالي بثلاث سمات اساسية (Pettlet , 1982:342)

أ- مقدار التدفق النقدي .

ب- توقيت تلك التدفقات .

ج- درجة تقلب تلك التدفقات .

في اطار تقويم الاسهم فان حصيلة التراكم النظري الذي خلفته الدراسات والابحاث في الفكر المالي المعاصر تمخضت عنه عدة نماذج تختص بتحديد القيمة الحقيقية للسهم ومن هذه النماذج هي: نموذج والتر (walter) ، نموذج جوردين (Gorden) ، نموذج سولدوفسكي ومورفوري ، ونموذج خصم مضاعف الارباح ومفهوم الارباح ، نموذج خصم مقسوم الارباح ، وغيرها من النماذج الاخرى ، وفي هذه الدراسة استخدم احدا من النماذج المستخدمة في تقييم الاسهم الذي قدمه (Benzion & yagil) .

نموذج (Benzion & Yagil , 1987)

قدم هذا النموذج لحساب القيمة الحقيقية للسهم وفق الصيغة الاتية :-

$$P = \frac{e}{r} (1 + \frac{r}{1+k})$$

حيث ان $P =$ القيمة الحقيقية للسهم .

$e =$ ربحية السهم الواحد

$r =$ معدل العائد المالي من المخاطرة

$K =$ معدل العائد المطلوب

أ) مفهوم القيمة السوقية:

تعد القيمة السوقية للسهم من المعايير والمؤشرات الأساسية التي تستخدم للتعبير عن قيمة الشركة. ويعتبر هدف تعظيم قيمة الشركة من الأهداف الأساسية للإدارة المالية ويذكر (Westen and Brigham, 1971: 3) أن محور الاهتمام في التمويل وأبحاثه الحديثة يتمثل في القرارات والتصرفات التي تؤثر في قيمة الشركة، والقيمة السوقية للسهم كثيرة التذبذب، إذ تتغير تبعاً للوضع المالي للمنشأة والظروف الاقتصادية عامة وحجم العرض والطلب على ذلك السهم بشكل خاص. ويعكس الارتفاع في القيمة السوقية للأسهم حركة رواج ونمو في الاقتصاد وبالعكس في حالة الانخفاض في قيمتها يفسر على أنه مؤشر سلبي ويعكس حركة ركود اقتصادي (سلامة، ١٩٩٧: ٤١)، ومن هنا يمكن النظر للقيمة السوقية على إنها معيار للأداء ومقياس من وجهة نظر المالكين، ويمكن تقدير قيمة الشركة على أساس السعر السوقي لأسهمها. وان تعظيم هذه القيمة ليس من اليسر تحققه بل إنها من الاهتمامات الأساسية لإدارة الشركة والإدارة المالية تحديداً وينظر المستثمر في السوق المالي إلى هذه القيمة على أنها مؤشر لنجاح أو فشل الشركة. ويمكن أن تحدد القيمة السوقية للشركة من خلال حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر السهم بالنسبة للشركات المتداول أسهمها في السوق المالية.

ب) العوامل المؤثرة في القيمة السوقية:

تتأثر القيمة السوقية للأسهم بمجموعة من العوامل، ومن هذه العوامل ما يأتي:

(عبد الخالق، ٣٢: ١٩٩٧)

أ- التنبؤات الخاصة بربحية السهم.
 ب- توقيت تدفق الأرباح للسهم.
 ج- درجة الخطر واحتمال تحقق الأرباح المتوقعة.
 د- هيكل التمويل.
 هـ- سياسة مقسوم الأرباح.

ولهذه العوامل أثر في القيمة السوقية للمنشأة حيث أن أسعار الأسهم في السوق تتأثر بمقدار أو حجم الأرباح المستقبلية المتوقعة حيث تؤثر إيجابياً في أسعار الأسهم عندما تشير التوقعات إلى زيادة حجم الأرباح المتوقعة ويكون التأثير سلبياً في حالة التوقعات التي تشير إلى انخفاض الأرباح المتوقعة. ويضاف إلى ذلك أنه كلما كان التوقيت مناسب في إيرادات وأرباح المنشأة أدى ذلك إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم. ويؤثر عامل الخطر في القيمة السوقية للأسهم. فإذا كانت درجة المخاطرة في المشروع الاستثماري منخفضة والربحية المتوقعة للسهم مرتفعة

٧- نشاط السوق الموازي في العراق وعدم دخول الشركات في سوق بغداد للأوراق المالية لذا فان عدم توفر هذه العوامل أو جزء منها سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم في سوق المال.

ويرى الباحث من خلال استعراضه لمفهوم القيمة السوقية للأسهم والعوامل المؤثرة فيها، أهمية الإشارة إلى ما ذكره (Jonson, 569 :1971) أن هنالك أربع دوال تؤثر في القيمة السوقية للسهم وهي:

أ- العلاقة الدالية ما بين القيمة السوقية للسهم وربحيته.

ب- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقق الربح.

ج- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة.

د- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالتزاماتها.

وفيما يلي شرح لتلك العلاقات.

أ- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته:

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وبدل ذلك على فاعلية إدارة الاستثمارات، فحينما يتوقع المستثمرون أن يكون هنالك صافي ربح بعد الضريبة يزداد الطلب على الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

ب- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقق الربح:

فسيوذي ذلك إلى إقبال المستثمرين على شراء اسهم المنشأة ومن ثم زيادة القيمة السوقية للسهم. أما فيما يتعلق بهيكل التمويل في المنشأة فان له تأثير على قيمة المنشأة خاصة إذا استخدم بشكل ناجح وخلاف ذلك يؤدي إلى عجز المنشأة عن مواجهة التزاماتها المترتبة على استخدام الرافعة المالية. وأخيراً فان لسياسة مقسوم الأرباح تأثير في التمويل الداخلي للمنشأة ويمكن لها من تلبية رغبات المستثمرين من خلال اتباع سياسة مرنة ولكن ذلك يؤدي إلى تقليص الأموال المتحققة داخلياً والمتاحة للاستثمار. وقد استطلع أحد الباحثين مجموعة من آراء المستثمرين وعدد من المتخصصين حول العوامل التي تؤثر في ارتفاع وانخفاض القيمة السوقية للأسهم في سوق المال العراقي، ومن تلك العوامل:

(الحسيني، ٢٦٣، ١٩٩٤)

١- قوة المركز المالي للشركة.

٢- استقرار الأرباح ونموها من سنة إلى أخرى.

٣- اطمئنان المستثمرين وزيادة ثقتهم باستمرارية نشاط الشركة.

٤- منح رسملة من احتياطات الشركة وتوزيع اسهم مجانية بدل المقسوم النقدي.

٥- ارتفاع معدلات التضخم النقدي.

٦- قلة التفضيل النقدي من قبل المساهمين نتيجة لزيادة حجم المعروض النقدي في السوق.

موجودات الشركة، وإنتاجية هذه الموجودات، والمبيعات والأرباح التي تحققها الشركة الأرباح الموزعة على المساهمين، وأفاق النمو المستقبلية وقدرات إدارة الشركة (الميداني، ١٩٨٩: ٦٦٤).

وتحسب القيمة الحقيقية للسهم من خلال تقدير التدفقات النقدية -توزيعات الأرباح والعوائد (أو الخسائر) الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم (Westen and Copeland, 1989: 690).

ويهتم المستثمرون بالقيمة الحقيقية لأنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية، فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السهم يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم كان كما يجب (الميداني،

١٩٨٩: ٦٤٦) إن الغرض من تحليل القيمة الحقيقية ومقارنتها بسعر السوق السائد هو الإقرار على مدى عشوائية الأسعار السائدة وفيما إذا كان السهم ذا سعر مضخم أو منخفض وهذه المقارنة مهمة بالنسبة للمستثمر

تعد هذه العلاقة ما بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقق الربح علاقة عكسية إذ أنه في حالة التوقع بتوزيع ربح فوري فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر فيما لو تم توزيع الربح بعد شهر أو سنة.

ج- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة:

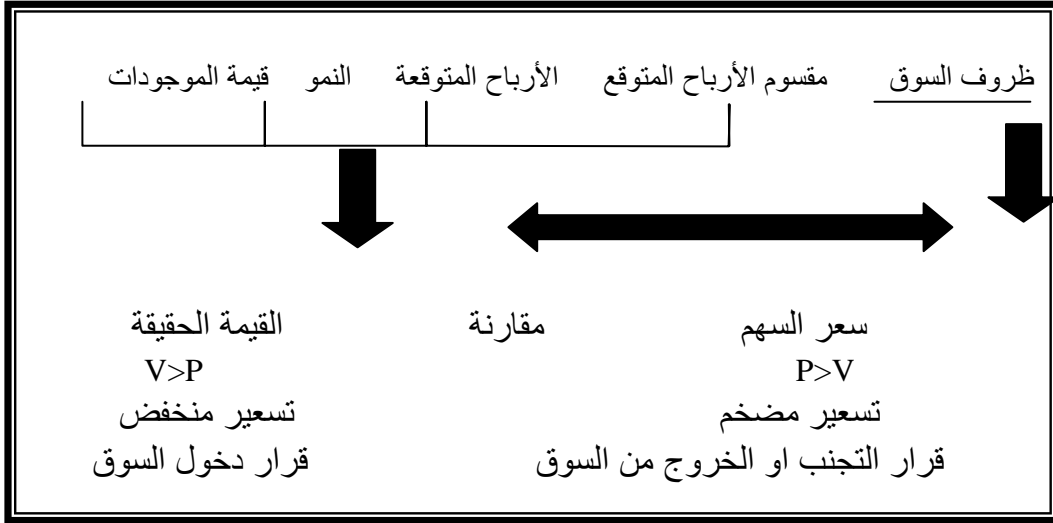
تكون العلاقة ما بين القيمة السوقية ودرجة السيولة طردية إذ كلما كانت درجة السيولة مرتفعة ترتفع القيمة السوقية للسهم. ويعود السبب في ذلك إلى إمكانية دخول المشروع أو المنشأة في مجال استثماري جديد يدر عليها أرباحاً فترتفع القيمة السوقية للسهم. د- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالالتزامات:

لبيان العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات لا بد من دراسة هذه العلاقة واستخراجها من البيانات المحاسبية والظاهرة في الكشوفات المالية واستخراج النسب المالية مثل نسبة إجمالي الموجودات إلى المديونية بمعنى معدل العائد المتوقع من المديونية إذ أنه كلما زاد معدل العائد أدى ذلك إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

٢- القيمة الحقيقية للسهم Actual Value أ- مفهوم القيمة الحقيقية للسهم:

دل مفهوم القيمة الحقيقية للسهم على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة وتحدد القيمة الحقيقية للسهم على ضوء معطيات موضوعية تتمثل في قاعدة

لغرض الاحتفاظ أو التخلص من السهم أو تجنبه والشكل (٥) يوضح طبيعة العلاقة بين القيمة الحقيقية والأسعار السوقية للسهم.



شكل (١)

آلية الدخول والخروج في أسواق المال

المصدر (Hampton, 1996:370)

ومن الشكل أعلاه يتضح ان هذه الآلية تتطلب الاهتمام بظروف السوق واتجاهاته السايكولوجية وتتوقف عملية الطلب على الأسهم على ما إذا كان السهم مقيم بأقل أو أكثر مما هو عليه، فإذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من سعر السهم السائد فإن الطلب سوف يزداد بسبب السعر المنخفض للسهم وبالعكس عندما يكون السهم مسعر بأكثر مما يجب.

(١) أهمية البحث :-

أتي أهمية هذا البحث من خلال اهتمام المستثمرين بالقيمة الحقيقية للاسهم لانها تمثل ما يجب ان يكون عليه قيمة السهم . فاذا كان سعر السوق اعلى من القيمة الحقيقية فان ذلك يعني ان السهم مقيم باكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار اما اذا كان سعر السوق اقل من القيمة الحقيقية فان ذلك يعني ان السهم مقيم باقل مما يجب ويصلح

المبحث الثاني (منهجية البحث)

يتكون مجتمع البحث من الشركات الصناعية المساهمة المختلطة البالغه (٢٠) شركة مدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية ومبرر اختيار مجتمع البحث لعمقه الزمني ومعرفته من قبل المستثمر العراقي فضلا عن تنوع مصادر تمويله وحجم ارباحه ومن هذا المجتمع تم اختيار (١٢) شركة من مجموع (٢٠) شركة وذلك لتوفر البيانات عنها التي تساعد على انجاز البحث حيث شكل مجموع تلك الشركات (٦٠ %) من مجموع شركات القطاع الصناعي المساهم المختلط .

(٧) الاساليب والنماذج المستخدمة في البحث:

$$أ- الوسط الحسابي \bar{X} = \sum xi / n$$

حيث ان :

$$\bar{X} = \text{الوسط الحسابي}$$

$$\sum xi = \text{مجموع المشاهدات}$$

$$n = \text{عدد المشاهدات}$$

(ب) نموذج (Benzion & Yagil)

$$P = D/r (1+r/1+k)$$

حيث ان :

$$P = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

$$D = \text{مقسوم الارياح}$$

$$K = \text{معدل العائد المطلوب}$$

للاستثمار وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فان السهم كان كما يجب .

(٢) هدف البحث :-

ب هدف البحث الى اختبار احد النماذج المتعلقة في تقييم القيمة الحقيقية للسهم في سوق بغداد للأوراق المالية والتعرف على مدى اقتراب او ابتعاد اسعار السوق عن اقيامها الحقيقية . كذلك تشكل هذه الدراسة محاولة في متابعة وتحليل حركة الاوراق المالية المستثمرة في سوق الاوراق المالية .

(٣) مشكلة البحث :-

تكمن مشكلة البحث في اطارها التطبيقي الذي يتعلق بمدى ابتعاد واقتراب قيمة الاسهم في السوق عن قيمتها الحقيقية وما يترتب عليه من تحويل سوق بغداد للأوراق المالية الى المضاربة او الابتعاد عن مفهوم الاستثمار العقلاني .

(٤) فرضية البحث :-

ينطلق البحث من فرضية رئيسة مفادها ان اسعار الاسهم في سوق بغداد المالية لا تعكس القيمة الحقيقية لها أي هناك اختلاف بين القيمة الحقيقية والسوقية لها .

(٥) مدة البحث :

لقد غطت مدة البحث سلسلة زمنية امدها سبع سنوات امتدت من عام ١٩٩٤-٢٠٠٠ ومبررات اختيار هذه المدة زيادة الاستثمار في الاوراق المالية خلال المدة من قبل المستثمر

(٦) مجتمع البحث:

R(R : معدل العائد المطلوب
R)
معدل العائد الخالي من المخاطرة
RF :
B : معامل بيتا

معدل العائد الخالي من المخاطرة (سعر
الفائدة) r=
ج) نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية
R(RR)=Rf+(Rm-Rf)B
حيث ان

د- الانحراف المعياري

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (xi - \bar{x})^2}{N}}$$

على مؤشر الشركات بجمعة، وهي للشركة الوطنية للصناعات الغذائية ضمن قطاع شركات الصناعات الغذائية وبالمقارنة مع المؤشر القطاعي البالغ (٣٠,٦٧٩) دينار يتبين أن هذا المتوسط يزيد عن المؤشر القطاعي بمقدار (١٦,٦١٨) دينار وبانحراف معياري (٨,٣١). وهذا مؤشر جيد في صالح الشركة، ويرجع ذلك إلى الظروف الاقتصادية الناتجة عن الحصار الاقتصادي. حيث يهتم المستهلك بالغذاء أولاً قبل أية مستلزمات أخرى، وضمن هذا القطاع تأتي بالدرجة الثانية شركة بغداد للمشروبات الغازية حيث بلغ متوسط القيمة السوقية (٤٤,٧١٤) دينار ويفوق هذا المتوسط المؤشر القطاعي أيضاً بمقدار (١٤,٠٣٥) دينار وبانحراف معياري (٧,٠٢) ، في حين لم تتمكن الشركتان الوطنية لصناعة اللحم وبغداد للصناعات الكحولية من تجاوز المؤشر

المبحث الثالث الجانب العملي تحليل القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم

أولاً: تحليل القيمة السوقية:

تعد القيمة السوقية للسهم من المعايير والأدوات الأساسية التي تستخدم في التعبير عن قيمة المنشأة، حيث يُعبر عن القيمة السوقية بأسعار أسهمها في السوق المالي، والجدول (١) يبين القيمة السوقية لأسهم الشركات، ومنه يتضح أن أعلى متوسط قيمة سوقية كانت (٤٧,٢٩٧) دينار

المتوسط المؤشر القطاعي بمقدار (٢,٧٤٧) دينار وبانحراف معياري (١,٣٧) ويعود ذلك إلى تنامي نشاط الشركة خلال فترة الحصار وهو ما أدى إلى زيادة حدة الطلب على أسهمها وهذا ما انعكس على أسعار أسهمها في سوق بغداد للأوراق المالية، وبالنسبة لشركة الصناعات الخفيفة فقد بلغ المتوسط للقيمة السوقية للسهم (٣١,٩٦٠) دينار حيث يفوق المؤشر القطاعي بمقدار ضئيل قدره (٠,١٢٥) وبانحراف معياري (٠,٠٦) وهو مؤشر جيد في صالح الشركة. وفيما يتعلق بشركات الصناعات الإنشائية فقد كان أعلى متوسط قيمة سوقية لشركة صناعات المواد الإنشائية الحديثة حيث بلغ (٢١,٦٢٦) دينار ويفوق المؤشر القطاعي البالغ (١٢,٠٢٥) دينار بمقدار (٩,٦٠١) دينار ويعود ذلك إلى ارتفاع ربحية الشركة مقارنةً بمثيلاتها من الشركات رغم تضائل الحركة العمرانية وارتفاع أسعار المواد الإنشائية خلال مدة الحصار، أما ما يتعلق بأدنى متوسط فقد كان لشركة التأميم حيث بلغ (٦,٠٩٢) دينار وبانحراف معياري (٤,٨) ويقل هذا المتوسط عن المؤشر القطاعي بمقدار (٥,٩٣٣) دينار وبانحراف معياري (٢,٩٧) ويعود هذا الانخفاض إلى السبب المذكور في أعلاه، تلتها شركة الخازر حيث انخفض متوسطها البالغ (٧,١٢٠) دينار عن المؤشر القطاعي بمقدار (٤,٩٠٥) دينار وبانحراف معياري (٢,٤٥) في حين ارتفع متوسط شركة الفلوجة لبالغ (١٣,٣٨٥) دينار عن المؤشر القطاعي بمقدار (١,٣٦) دينار

القطاعي، إذ بلغ متوسط القيمة السوقية للشركة الوطنية لصناعة اللحوم (٠,٩٣٥) ديناراً وبانحراف معياري (١٠,٩)، أما متوسط القيمة السوقية لشركة بغداد للصناعات الكحولية (٢١,٧٧٠) ديناراً ويقل هذا المتوسط عن متوسط السوق بمقدار (٨,٩٠٩) دينار وبانحراف معياري (٤,٤٥)، ويرجع الانخفاض في القيمة السوقية لتلك الشركتين إلى اتجاه المستهلك نحو الغذاء، إذ يخصص مدخولاته للغذاء الأساسي (الطعام) وبذلك يقل وبشكل كبير مشترياته من الكحول وهذه المادة لا يفتنيها كل الناس، ورغم أن اللحوم مادة أساسية ولكن بسبب ارتفاع أسعارها بشكل يزيد عن الحد المعقول لذا إن المستهلك قلل مشترياته من هذه المادة مما انعكس على مبيعات وأرباح الشركة. أما شركات الصناعات الهندسية فقد كان أعلى متوسط للقيمة السوقية لشركة الصناعات الإلكترونية حيث بلغ (٤٦,٧٦٤) دينار وهذا ناتج عن ارتفاع أسعار منتوجاتها مع انخفاض مبيعاتها، وهو متوسط يفوق المؤشر القطاعي البالغ (٣١,٨٣٥) دينار بمقدار (١٤,٩٢٩) دينار وبانحراف معياري (٧,٤٦). أما أدنى متوسط قيمة سوقية كانت للشركة العراقية للصناعات الهندسية حيث بلغ (١٤,٠٣١) دينار ويقل هذا المتوسط عن المؤشر القطاعي بمقدار (١٧,٨٠٤) دينار بسبب تضائل حجم أعمالها خلال فترة الحصار الجائر. وفيما يخص شركة الهلال الصناعية فقد بلغ المتوسط للقيمة السوقية للسهم (٣٤,٥٨٢) دينار حيث يفوق هذا

وبانحراف معياري (٠,٦٨). ومن نتائج التحليل أعلاه يمكن القول بأن أسعار أسهم الشركات قد ارتبطت ارتباطاً وثيقاً بنشاط عمل الشركة ومستوى ربحيتها حيث ارتفعت أسعار أسهم الشركات التي تنتج سلعاً ضرورية والتي

يسعى المستهلك جاهداً لإشباع حاجته على حساب السلع الأخرى والتي هي أقل أهمية له مما دفع المستثمرين إلى الاستثمار في تلك الشركات ومن ثم زيادة الطلب عن أسهمها وهو مما أدى إلى ارتفاع أسعارها.

جدول (١)
القيمة السوقية لأسهم الشركات عينة البحث للسنوات (١٩٩٤-٢٠٠٠)

S.D	المتوسط	السنوات								اسم الشركة	
		٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤			
١٠٣٧	٣٤,٥٨٢	٣٩,٤٩١	٤٤,٩٣٦	٢٥,٤٥٩	١٦,٦٧	١٨,٩٦٣	٤٨,١٨	٤٨,٣٧٥	الهلال الصناعية	الصناعات الهندسية	
٠٠٠٦	٣١,٩٦٠	٤٤,٥٢٣	٤٢,٣٤١	٢٤,٦٦٨	١٧,٧٢	١٦,٦٥	٣١,٥٠٦	٤٦,٣١٥	الصناعات الخفيفة		
٧,٤٦	٤٦,٧٦٤	٥٤,٨٢٧	٦٦,٤٢٣	٥١,٢٩١	٢٥,٦٨٦	٢٠,٥٧٣	٥٣,٢٧	٥٥,٢٧٩	الصناعات الإلكترونية		
٨٤٩	١٤,٠٣١	١١,٧٦	١٢,٤٨٣	١٢,٠٦١	٧,٨٩	٨,٨٥٩	٢٣,٥٣٩	٢١,٦٢٥	العراقية للصناعات الهندسية		
٤,٤٥	٣١,٨٣٥	٣٧,٦٥٠	٤١,٥٤٦	٢٨,٣٧٠	١٦,٩٩٢	١٦,٢٦١	٣٩,١٢٤	٤٢,٨٩٩	متوسط أسعار السوق		
٧,٠٢	٤٤,٧١٤	٦٠,٠٠٤	٧٣,٣٢٥	٧١,٧٩٦	٣١	٢٤,١٩٢	٢٩,١٣٣	٢٣,٥٥	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعات الغذائية	
١٠,٤٩	٨,٩٣٥	٢٩,٤٨٩	٧,٠٧٩	٤,٧٣٣	٣,٤٣٦	٣,٤٤٥	٥,٦٤٢	٨,٧٢٣	الوطنية لصناعات اللحوم		
٤,٤٥	٢١,٧٧٠	٢٥,١٣٣	٣٣,٩٧٥	٢١,٩٦٨	١٤,٠٥٨	١١,٩	١٨,٠١٨	٢٧,٣٣٩	بغداد للصناعات الكحولية		
٨,٣١	٤٧,٢٩٧	٥٦,٠٣٦	٨٥,٣٥٤	٥١,١٩٦	٣١	٢٠,٣٧٣	٣٨,٥٢٥	٤٨,٥٩٥	الوطنية للصناعات الغذائية		
٧,٦٧	٣٠,٦٧٩	٤٢,٦٦٦	٤٩,٩٣٣	٣٧,٤٢٣	١٩,٨٧٤	١٤,٩٨٧	٢٢,٨٣٠	٢٧,٠٥٢	متوسط أسعار السوق		
٠,٦٨	١٣,٣٨٥	١٠,٠٩٥	١١,٥	١٠,٦٦٣	٦,٧٤	٨,٣	٢١,٩٩٥	٢٤,٤٠٥	الفلوجة للمواد الإنشائية	الصناعات الإنشائية	
٢,٤٥	٧,١٢٠	٧,٦٥٥	١٠,١٣٣	٦,١٨٢	٤,٧٢٧	٤,١١٨	٧,٩٩٥	٩,٠٢٩	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية		
٢,٩٧	٦,٠٩٢	٤,١٤٦	٥,٠٠٤	٤,٧٧٢	٤,٩١١	٤,١٤٤	١٠,٠٠٨	٩,٦٦	التأميم لإنتاج المواد الإنشائية		
٤,٨	٢١,٦٢٦	٨,٨٩٥	١١,٠٤١	١١,٨٣٥	١٧,٢٢١	١٧,٠٨٢	٤٧,٧٥	٣٧,٥٦	صناعة المواد الإنشائية الحديثة		
٢,٧٣	١٢,٠٢٥	٧,٦٩٨	٩,٢٠	٨,٣٦٣	٨,٤٠	٨,٤١١	٢١,٩٣٧	٢٠,١٦٤	متوسط أسعار السوق		

العائد الخالي من المخاطرة (r) ومعدل العائد المطلوب (K) المشار اليه في الملحق رقم (٢) والجدول رقم (٢) يبين القيمة الحقيقية للسهم وفق النموذج المذكور ومنه يتضح أن أعلى قيمة حقيقية للسهم كانت (٣٧,٢٩٨) دينار لشركة بغداد للمشروبات الغازية على مستوى الشركات ويفوق هذا المتوسط للمؤشر القطاعي البالغ (٢٣,١١٥) دينار بمقدار

(٢) تحليل القيمة الحقيقية للأسهم وفق نموذج (Benzion & Yagil):

تعتمد معادلة (Benzion & Yagil) في حساب القيمة الحقيقية للسهم على ثلاث متغيرات هي ربحية السهم (e) والمشار إليها في الملحق رقم (١) ومعدل

وفيما يخص الشركة العراقية للصناعات الهندسية فقد بلغ المتوسط لها (٧,٥٠٣) دينار بانخفاض مقداره (١٢,٧٥٥) عن المؤشر القطاعي بانحراف معياري (٦,٣٨). وفيما يتعلق بقطاع الصناعات الإنشائية فقد كان أعلى متوسط (١٣,٩٨٨) دينار لشركة صناعة المواد الإنشائية الحديثة، إذ يفوق المؤشر القطاعي البالغ (٨,٢٠٣) دينار بمقدار (٥,٧٨٥) دينار بانحراف معياري (٢,٨٩) حيث بلغ أدنى متوسط (٣,٤٣٤) دينار لشركة التأميم للمواد الإنشائية بانخفاض مقداره (٤,٧٦٩) دينار بانحراف معياري (٢,٣٨) تلتها شركة الخازر بمتوسط مقداره (٧,٠٥٣) دينار بانخفاض مقداره (١,١٥) دينار بانحراف معياري (٢,٣٤) في حين تجاوز المتوسط لشركة الفلوجة للمواد الإنشائية البالغ (٨,٣٣٦) دينار وبفارق ضئيل عن المؤشر القطاعي بمقدار (٠,١٣٣) بانحراف معياري (٠,٠٠٧). ومن النتائج أعلاه يتضح ان جميع اسعار الاسهم المحسوبة وفقا لنموذج البحث تغاير الاسعار السوقية للاسهم المتداولة للشركات عينة البحث . وهذا يدل على ان المستثمر دفع السعر بناءً على عوامل غير منطقية .

(١٤,١٨٣) دينار بانحراف معياري (٧,٠٠٩) في حين بلغ أدنى متوسط لهذا القطاع (٨,٠٥٨) دينار حيث يعود للشركة الوطنية لصناعة اللحوم بانخفاض مقداره (١٥,٠٥٧) دينار عن المؤشر القطاعي بانحراف معياري (٧,٥٣)، تلتها شركة بغداد للصناعات الكحولية بمتوسط مقداره (٢٠,٥٣٠) دينار بانخفاض مقداره (٢,٥٨٥) دينار عن المؤشر القطاعي بانحراف معياري (١,٢٩) بينما استطاعت الشركة الوطنية للصناعات الغذائية من تجاوز المؤشر القطاعي حيث بلغ المتوسط للشركة (٢٦,٥٧٤) دينار بارتفاع مقداره (٣,٤٥٩) دينار بانحراف معياري (١,٧٣). أما بالنسبة لشركة الصناعات الهندسية فقد حققت متوسطات متقاربة باستثناء الشركة العراقية للصناعات الهندسية التي لم تستطع من تجاوز المؤشر القطاعي، حيث بلغ المتوسط لشركة الصناعات الإلكترونية (٢٤,٧٦٨) دينار بارتفاع مقداره (٤,٥١) دينار بانحراف معياري (٢,٢٨). بينما بلغ المتوسط لشركة الهلال الصناعية (٢٤,٤٠٣) دينار بارتفاع مقداره (٤,١٤٥) دينار بانحراف معياري (٢,٠٧)، كذلك بلغ المتوسط لشركة الصناعات الخفيفة (٢٤,٣٥٩) ديناراً بارتفاع مقداره (٤,١٠١) بانحراف معياري (٢,٠٥)

جدول (٢)

القيمة الحقيقية للسهم وفق نموذج* (Benzion & Yagil)

S.D	المتوسط	السنوات								اسم الشركة
		٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤		
٢٠٠٧	٢٤,٤٠٣	١٨,٩٦٢	٢١,٨٩	٣٣,٤٦٧	٢٣,٩٠٤	١٩,٤٢٢	٣٦,٩٤٦	١٦,٢٣	الهلال الصناعية	الصناعات الهندسية
٢٠٠٥	٢٤,٣٥٩	٣١,٤٦٩	٥١,٢٥	٣٢,٠٦٤	١٦,٩٦٦	١٣,٩٨٦	١٤,٦٦٥	١٠,١١٣	الصناعات الخفيفة	
٢٠٢٨	٢٤,٧٦٨	١١,٣٤	٤٢,٥٤٣	٤٢,٣١٢	١٨	١٧,٦٠٥	٣٠,٥٥٢	١١,٠٢٤	الصناعات الإلكترونية	
٦٠٣٨	٧,٥٠٣	١,٩٩٦	٨,٧٥٩	٥,٠١	١٤,٠٧	١٠	٥,٤٤٢	٧,٢٤٢	العراقية للصناعات الهندسية	
٣٠٢٠	٢٠,٢٥٨	١٥,٩٤٢	٣١,١١١	٢٨,٢١٣	١٨,٢٣٥	١٥,٢٥٣	٢١,٩٠١	١١,١٥٢	متوسط القيمة الحقيقية للسوق	
٧٠٠٩	٣٧,٢٩٨	٣٠,١٢٩	٥٨,٨٢٣	٤٠	٤٢,٢١	٧٥,١٢٣	٩,٧١٧	٥,٠٨٥	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعات الغذائية
٧٠٥٣	٨,٠٥٨	٥,٥٧٠	٣٩,٨٥٧	١,٩٥	٢,١٧	٠,٢٧١	٤,٥٢٦	٢,٠٦٢	الوطنية لصناعات اللحوم	
١٠٢٩	٢٠,٥٣٠	٥,٠٢	١٣,١٠٧	٤٠,٧٨٤	٣٦,٠٣٣	١٣,٨١٨	٢٧,٧٥٠	٧,١٩٩	بغداد للصناعات الكحولية	
١٠٧٣	٢٦,٥٧٤	٥,٥٢٨	٢٣,٧٥	٤٥,٣٤١	٤٠,٢٩٨	٢٥,٨٨٣	٢٦,٤١٣	١٨,٨٠٨	الوطنية للصناعات الغذائية	
٤٠٤١	٢٣,١١٥	١١,٥٦٢	٣٣,٨٨٤	٣٢,٠١٩	٣٠,١٧٨	٢٨,٧٧٤	١٧,١٠٢	٨,٢٨٩	متوسط القيمة الحقيقية للسوق	
٠٠٠٧	٨,٣٣٦	١,٢٤٨	٩,٢٣٢	١١,٠٤٤	٨,٤٨٣	٣,٧٤٣	١٣,٥٥	١١,٠٥٣	الفلوجة للمواد الإنشائية	الصناعات الإنشائية
٢٠٣٤	٧,٠٥٣	٨,٧٠٦	٩,٢٥	٨,٤٩٢	٦	٢,٥٠٣	٩,٩٠٠	٤,٥١٨	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية	
٢٠٣٨	٣,٤٣٤	٢,٢٤٦	٠,٢٥٠	١,٠٠	١,٠٠	١,٠٠٢	١٤,٧٠٥	٣,٨٣٥	الأمم لإنتاج المواد الإنشائية	
٢٠٨٩	١٣,٩٨٨	١٥,٥٧٨	١٣,٦٩٥	٧,٨٠٤	٤,٤٥٥	٤,١٩٥	٣٤,٤١٩	١٧,٧٧٠	صناعة المواد الإنشائية الحديثة	
١٠٩٢	٨,٢٠٣	٦,٩٤٥	٨,١٠٧	٧,٠٨٥	٤,٩٨٥	٢,٨٦١	١٨,١٤٤	٩,٢٩٤	متوسط القيمة الحقيقية للسوق	

$$P = D/r (1+r/1+k) = \text{معادلة النموذج}$$

** كانت القيمة الحقيقية (١,٢٤٩-) نتيجة للخسارة التي لحقت الشركة ولان قيمة السهم لا يمكن أن تكون سالبة لذا تم اعتماد القيمة الدفترية للسهم.

ثالثاً: تحليل الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأسهم:

بين الجدول رقم (١٧) مقدار الفجوة بين متوسط القيمة السوقية والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات وهي مقدار الفرق بين القيمتين، الأولى أسعار الأسهم في سوق بغداد للأوراق المالية والثانية القيمة المحسوبة وفقاً لنموذج (Benzion & Yagil)، ومن الجدول يتضح أن أعلى فجوة

على مستوى الشركات هي (٢١,٩٩٦) ديناراً لشركة الصناعات الإلكترونية بينما بلغت أدنى فجوة على مستوى الشركات أيضاً (٠,٠٦٧) دينار لشركة الخازر لإنتاج المواد الإنشائية، أما بالنسبة للشركات الأخرى فقد بلغت الفجوة لشركة الهلال الصناعية (١٠,١٧٩) دينار، والصناعات الخفيفة (٧,٦٠١) دينار، والعراقية للصناعات الهندسية (٦,٥٢٨) دينار، وبغداد للمشروبات الغازية (٧,٤١٦)

بحيث ابتعدت القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية بشكل كبير وخاصة بالنسبة للشركات ذات الربحية العالية وقد يعود ذلك إلى تفاؤل المستثمرين تجاه الربحية العالية وقد يعود ذلك إلى تفاعل المستثمرين تجاه الربحية العالية للشركات مما دفعهم للاستثمار فيها ومن ثم ارتفع أسعار أسهمها

دينار، والوطنية لصناعة اللحوم (٠,٨٧٧) دينار، وبغداد للصناعات الكحولية (١,٢٤) دينار، والوطنية للصناعات الغذائية (٢٠,٧٢٣) دينار، والفلوجة للمواد الإنشائية (٥,٠٤٩) دينار، والتأميم للمواد الإنشائية (٢,٦٥٨) دينار، وصناعة المواد الإنشائية الحديثة (٧,٦٣٨) دينار.

ومن نتائج التحليل أعلاه يتضح أن جميع اسهم الشركات كانت مسعرة بشكل مضخم

جدول (١٧)

الفجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم

تسعير السهم	مقدار الفجوة	متوسط القيمة الحقيقية وفق نموذج (Benzion & Yagil)	متوسط القيمة السوقية للسهم	البيان اسم الشركة	
مضخم	١٠,١٧٩	٢٤,٤٠٣	٣٤,٥٨٢	الهلال الصناعية	الصناعات الهندسية
مضخم	٧,٦٠١	٢٤,٣٥٩	٣١,٩٦٠	الصناعات الخفيفة	
مضخم	٢١,٩٩٦	٢٤,٧٦٨	٤٦,٧٦٤	الصناعات الإلكترونية	
مضخم	٦,٥٢٨	٧,٥٠٣	١٤,٠٣١	العراقية للصناعات الهندسية	
مضخم	٧,٤١٦	٣٧,٢٩٨	٤٤,٧١٤	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعات الغذائية
مضخم	٠,٨٧٧	٨,٠٥٨	٨,٩٣٥	الوطنية لصناعات اللحوم	
مضخم	١,٢٤	٢٠,٥٣٠	٢١,٧٧٠	بغداد للصناعات الكحولية	
مضخم	٢٠,٧٢٣	٢٦,٥٧٤	٤٧,٢٩٧	الوطنية للصناعات الغذائية	
مضخم	٥,٠٤٩	٨,٣٣٦	١٣,٣٨٥	الفلوجة للمواد الإنشائية	الصناعات الإنشائية
مضخم	٠,٠٦٧	٧,٠٥٣	٧,١٢٠	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية	
مضخم	٢,٦٥٨	٣,٤٣٤	٦,٠٩٢	التأميم لإنتاج المواد الإنشائية	
مضخم	٧,٦٣٨	١٣,٩٨٨	٢١,٦٢٦	صناعة المواد الإنشائية الحديثة	

للسهم والقيمة السوقية ولكل الشركات عينة البحث. أي ان القيمة الحقيقية للسهم هي اقل من قيمتها السوقية ، وهذه النتائج تؤشر الى حقيقة مفادها ان اسعار اسهم الشركات لاتعكس اداء الشركات عينة البحث ، بمعنى ان الاسعار لاتتلاقح المعلومات المستلمة من قبل السوق ،

الاستنتاجات والتوصيات

شفت نتائج البحث الميداني باستخدام نموذج (Benzion & Yagil) عن وجود اختلاف بين القيمة الحقيقية

وانخفاض الوعي الاستثماري، كما قد تشكل محدودية النظام المصرفي في تحفيز الادخارات نحو الفرص الاستثمارية عاملاً مؤثراً في توجه المستثمرين نحو المضاربة و الميل نحو الاستثمارات في اجل القصير. لذا يوصي البحث بضرورة الاعتماد على استخدام نماذج تقييم الاسهم. كما يوصي بتفعيل دور سوق بغداد للاوراق المالية من خلال صنع سوق للمعلومات مهمته تقييم اوضاع البيئة الاستثمارية العراقية بما يخدم السوق والمستثمر العراقيين.

أي ان المستثمر قد دفع السعر بناءً على عوامل غير منطقية. وهذه النتائج التي توصل اليها البحث تتوافق مع ما جاءت بها الفرضية القائلة بان هنالك اختلافاً بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الحقيقية. ان هذا الاختلاف مابين القيمتين قد يفسر على أن ضعف كفاءة سوق بغداد للاوراق المالية و محدودية الفرص الاستثمارية في سوق الاستثمار العراقي

المصادر العربية:

2. Jonson, Rober, W., "financial management", 4th.ed., U.S.A., Alyn and Bacon, Bosten, 1971.
3. Mathur. Jgbl. "introduction to financial management" 8th.ed. USA: collier macmillan. 1979
4. petty.j. william. keown. Arthur j. and scott.j. Basic financial management. 2nd printce-hall. inc. printed in U.S.A. 1982
5. Soldofasky., and oliver., "financial management", south-western publishing co., 1974.
6. Westen, J. fred Brigham, F., "Managerial finance", 4th.ed., Dryden press., America, 1971.
7. Westen, J. Fred and Thomas E. copeland, "managerial finance", 8th.ed., chicago: The Dryden press, 1986.

١. الحسيني، فلاح حسن عداي، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها في القيمة السوقية للأسهم"، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، ١٩٩٤م.
٢. سلامة، راشد محمد، "التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة"، مجلة البحوث الاقتصادية والإدارية، الأردن، المجلد ٩، العدد ٣، ١٩٨١م.
٣. عبد الخالق، محمد، "الإدارة المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، ١٩٩٧م.
٤. الميداني، محمد أمين عزت، "الإدارة التمويلية في الشركات"، الظهران، ١٩٨٩م.

المصادر اجنبية:

1. Hampton, John J., "Moderen financial theory perfect and Imp erfectmarket", U.S.A., 1982.

ملحق (١)

ربحية السهم العادي الواحد (بالدينار)

المتوسط	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	السنوات	اسم الشركة
٢,٤٤٦	١,٩	٢,٢	٣,٣٥	٢,٤	١,٩٥	٣,٧٠٢	١,٦٢ ٣	الهلل الصناعية	الصناعات الهندسية
٢,٤٥٠	٣,١٥	٥,١٢٥	٣,٢	١,٧	١,٤	١,٤٦٨	١,١٠ ٤	الصناعات الخفيفة	
٢,٤٨٤	١,١٢٥	٤,٢٥	٤,٣	١,٨	١,٧٥	٣,٠٤	١,١٢ ٦	الصناعات الإلكترونية	
0.750	٠,٢	٠,٨٧٥	٠,٥	١,٤	١	٠,٥٤١	٠,٧٣ ٣	العراقية للصناعات الهندسية	
٢,٠٣٣	١,٥٩٤	٣,١١٣	٢,٨٣٨	١,٨٢٥	١,٥٢٥	٢,١٨٨	١,١٤ ٧	المتوسط القطاعي	
٣,٧٣٥	٣,٠٢٥	٥,٩	٤	٤,٢	٧,٥٥	٠,٩٦٤	٠,٥٠ ٩	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعات الغذائية
٠,٧٢٣	٠,٥٢٥	٣,٨٢٥	-0.124	٠,٢٠	٠,٠٢٥	٠,٤١٣	٠,١٩ ٤	الوطنية لصناعات اللحوم	
٢,٠٥٤	٠,٥	١,٢٧٥	٤,٠٥	٣,٦٢٥	١,٤	٢,٨٠٣	٠,٧٢ ٥	بغداد للصناعات الكحولية	
٣,٠٢٩	٠,٥٥	٢,٣٧٥	٤,٥٢٥	٦,٦٥	٢,٦٢٥	٢,٧٠٩	١,٧٧ ١	الوطنية للصناعات الغذائية	
٢,٣٨٥	١,١٥	٣,٣٤٤	٣,١١٣	٣,٦٦٩	٢,٩	١,٧٢٢	٠,٨٠	المتوسط القطاعي	
٠,٨٣٣	٠,١٢٥	٠,٩٢٥	١,١	٠,٨٥	٠,٣٧٥	١,٣٥٥	١,١٠ ٢	الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية	الصناعات الإنشائية

٠,٧٠٥	٠,٨٧٥	٠,٩٢٥	٠,٨٥	٠,٦	٠,٢٥	٠,٩٨٩	٠,٤٥	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية
٠,٣٤٣	٠,٢٢٥	٠,٠٢٥	٠,١	٠,١	٠,١	١,٤٧٢	٠,٣٨ ٢	التأمين لإنتاج المواد الإنشائية
١,٤٠٩	١,٥٥	١,٣٧٥	٠,٧٧٥	٠,٤٥٠	٠,٤٢٥	٣,٤٣٥	١,٨٥ ١	صناعات المواد الإنشائية الحديثة
٠,٨٢٣	٠,٦٩٤	٠,٨١٣	٠,٧٠٦	٠,٥	٠,٢٨٨	١,٨١٣	٠,٩٤ ٦	المتوسط القطاعي

لحق (٢)

معدل العائد المطلوب لأسهم الشركات

المتوسط	السنوات							اسم الشركة
	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	
٠,١٠٣	٠,١٠٢	٠,١٠٥	٠,١٠١	٠,١٠٤	٠,١٠٤	٠,١٠٢	٠,١٠٠	الهلال الصناعية
٠,١١٥	٠,١٠١	٠,١٠٠	٠,٠٩٨	٠,١٠٢	٠,١٠١	٠,١٠١	٠,٢٠١	الصناعات الخفيفة
٠,١٠٣	٠,٠٩١	٠,٠٩٩	٠,١١٨	٠,١٠٠	٠,٠٩٣	٠,٠٩٤	٠,١٢٤	الصناعات الإلكترونية
٠,١٠	٠,١٠٢	٠,٠٩٩	٠,٠٩٨	٠,٠٩٥	٠,١٠٠	٠,٠٩٣	٠,١٣٣	العراقية للصناعات الهندسية
٠,١٠٥	٠,٠٩٩	٠,١٠١	٠,١٠٤	٠,١٠	٠,١٠	٠,٠٩٨	٠,١٣٥	العائد المطلوب السوق
٠,١٠	٠,١٠٤	٠,١٠٣	٠,١٠٠	٠,٠٩٥	٠,١٠٦	٠,٠٩١	٠,١٠١	بغداد للمشروبات الغازية
٠,٠٣٦	٠,٠٣٧	٠,٠٥٦	٠,٠٩٢	٠,٠١٤	٠,٠١٤	٠,٠٠٤	٠,٠٣٥	الوطنية لصناعات اللحوم
٠,١٠	٠,٠٩٦	٠,٠٧٠	٠,٠٩٢	٠,١٠٧	٠,١١٥	٠,١١١	٠,١٠٨	بغداد للصناعات الكحولية
٠,٠٩٧	٠,٠٩٥	٠,١٠٠	٠,٠٩٨	٠,١٠٥	٠,١١٦	٠,١٢٨	٠,٠٣٦	الوطنية للصناعات الغذائية
٠,٠٨٣	٠,٠٨٣	٠,٠٨٢	٠,٠٩٦	٠,٠٨٠	٠,٠٨٨	٠,٠٨٤	٠,٠٧	العائد المطلوب السوق
٠,١٠	٠,١٠٢	٠,١٠٢	٠,٠٩٦	٠,١٠٢	٠,١٠٢	٠,١٠٠	٠,٠٩٧	الفلوجة للمواد الإنشائية
٠,١٠١	٠,١٠٦	٠,١٠٠	٠,١٠١	٠,١٠٠	٠,٠٩٩	٠,٠٩٩	٠,١٠١	الخازر لإنتاج المواد الإنشائية
٠,٠٩٩	٠,١٠٢	٠,٠٩٩	٠,١٠٠	٠,١٠٠	٠,٠٩٨	٠,١٠١	٠,٠٩٦	التأمين لإنتاج المواد الإنشائية
٠,١٠٩	٠,٠٩٤	٠,١٠٤	٠,٠٩٢	٠,١١١	٠,١١٥	٠,٠٩٨	٠,١٤٦	صناعة المواد الإنشائية الحديثة
٠,١٠٢	٠,١٠١	٠,١٠١	٠,٠٩٧	٠,١٠٣	٠,١٠٤	٠,١٠	٠,١١	العائد المطلوب السوق

