

اثر بعض مؤشرات تقييم الاسهم العادية في القيمة السوقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

خولة شاكر محمود¹ ، د. محمد فوزي محمد²

المستخلص

يهدف البحث الى التمييز بين مؤشرات التقييم المطلق والنسبي، ومن ثم بيان اثر بعض تلك المؤشرات في القيمة السوقية للاسهم عينة الدراسة في سوق العراق للأوراق المالية، وقد اختير نموذج جوردن متغيرا مستقلا وممثلا عن نماذج التقييم المطلق بوصفه من اكثر النماذج المستخدمة في الاديبيات المالية، فيما وقع الاختيار على ثلاثة مؤشرات بوصفها متغيرات تفسيرية ومؤثرة في القيمة السوقية، وهي مضاعف الربحية ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ربحية السهم. ومن اجل تحقيق اهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الكمي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فرضية الدراسة. عبر الاعتماد على القوائم المالية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة مابين 2012-2019، فضلا عن اسعار اغلاق الاسهم المنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية. حيث تمثلت عينة الدراسة بـ (7) شركات مدرجة في السوق ومن قطاعات مختلفة وبمشاهدات ربع سنوية بلغت (32) مشاهدة لكل شركة. وقد اشترت نتائج الدراسة تفوق مؤشرات التقييم النسبي والمعبر عنها بـ (مضاعف الربحية، ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وربحية السهم) نتيجة اهميتها المالية والاحصائية في تفسير التغيرات الحاصلة في القيم السوقية لاسعار الاسهم عينة الدراسة.

الكلمات المفتاحية : نماذج التقييم المطلق، التقييم النسبي، القيمة السوقية، القيمة الحقيقية.

The Effect of Some Stock Evaluation Indicators on the Market Value A Sample of Corporates Listed in the Iraq Stock Exchange Khawla Shaker Mahmoud¹ , Dr. Mohammed Fawzi Mohammed²

Abstract

The study aimed to distinguish between the indicators of absolute and relative valuation, and then to show the effect of some of those indicators on the market value of shares, the sample of the study, the Gordon model was chosen as an independent variable because it is one of the most used models in the financial literature and expresses absolute evaluation models, and three indicators were chosen as explanatory variables affecting the market value, which are the P/E Ratio, the ratio of the market value to the book value and earnings per share. In order to achieve the objectives of the study, the quantitative method was relied upon using the multiple regression model to test the study hypothesis. The study was based on the financial statements of companies listed on the Iraq Stock Exchange during the period between 2012-2019, as well as the closing prices of shares published on the official website of the Iraq Stock Exchange. Where the study sample was represented by (7) corporates listed in the market from different sectors, and the number of observation (32) for each corporate. The results of the study indicated the superiority of the relative valuation indicators (P/E Ratio, market value to book value ratio, and earnings per share) as a result of its financial and statistical importance in explaining the changes in the market values of stock prices.

Keywords: Absolute valuation models, Relative valuation, Market value, Intrinsic value

انتساب الباحثين

^{2,1} كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل،

العراق، الموصل، 41014

¹khawlashaker763@gmail.com

²mohamed_fawzi@uomosul.edu.iq

² المؤلف المراسل

معلومات البحث

تاريخ النشر : آب 2022

Affiliation of Authors

^{1,2} College of Administration and
Economics, Mosul University,
Iraq, Mosul, 41014

¹khawlashaker763@gmail.com

²mohamed_fawzi@uomosul.edu.iq

² Corresponding Author

Paper Info.

Published: Aug. 2022

المقدمة

عادة ما يتم استخدام عدد من المتغيرات الاقتصادية والمالية بشكل روتيني لوصف حالة الاقتصاد الكلي التي تؤثر بشكل كبير على قيمة الاسهم، كما يتم تقييم ومراجعة تلك المتغيرات كلية كانت او جزئية واعادة اصدارها للجماهير بوصفها بيانات مالية يستخدمها المستثمرون والمحللون الماليون في سوق الاوراق المالية، فضلا عن كونها مدخلات لنماذج تحليلية، ومن ثم العمل على استكشاف انعكاسات تحركاتها في القيمة السوقية للاسهم والشركات، ووفقاً للعديد من الدراسات المالية والاقتصادية نجد ان التغيرات في قيمة الاسهم وعوائدها وعوائد مؤشرات اسواق الاوراق المالية تعود الى متغيرات الاقتصاد الكلي فضلا عن مؤشرات تقييم الاسهم او كما تعرف بالمؤشرات الجزئية، ولما كانت الدراسات المالية قد سهبت بدراسة اثر المتغيرات الكلية لذلك من الجدير بالاهتمام دراسة اثر المتغيرات الجزئية (مؤشرات تقييم الاسهم) في القيمة السوقية.

المحور الاول : منهجية البحث:

1. مشكلة البحث:

على الرغم من اهمية مؤشرات تقييم الاسهم العادية ودرجة تأثيرها بالقيمة السوقية للاسهم وعوائدها بالاستناد الى العديد من الدراسات المالية خلال العقود الثلاثة الماضية، الا انه لا يوجد دليل واضح يقارن بين اهمية مؤشرات التقييم النسبية والمطلقة ودرجة اهميتها في تفسير القيم السوقية للشركات، وبناءً على ما تقدم يمكن صياغة مشكلة الدراسة بالتساؤلات الآتية:

- ما مدى امكانية الاعتماد على تقييم الاسهم العادية في تفسير القيم السوقية للاسهم عينة الدراسة؟
- هل من الافضل الاعتماد على المؤشرات المطلقة ام النسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية بالاعتماد على مدى تأثير تلك المؤشرات في القيم السوقية ؟

2. اهمية البحث

ان دراسة ومناقشة الجدول الدائر بين اوساط الباحثين فيما يتعلق بالتوافق والتعارض بين تلك المؤشرات واستخلاص اهميتها وامكانية تطبيقها عبر درجة تأثيرها في القيم السوقية للشركات فضلا عن استكشاف طبيعة العلاقة بين المتغيرات انما يعد اهمية كبيرة للمستثمرين في الاسواق المالية وتعزيز الثقة في اتخاذ القرار الاستثماري، وذلك لما توفره الدراسة الحالية من معلومات تساعد المستثمر في توقع اتجاه حركة أسعار الأسهم ومن ثم اتخاذ

القرار المناسب بالاستناد الى ارتفاع وانخفاض مؤشر التقييم المستخدم.

3. اهداف البحث:

يهدف البحث الى توضيح المفاهيم الاساسية وطرق القياس لمؤشرات تقييم الاسهم العادية وبشقيها النسبية والمطلقة بوصفها من المداخل التحليلية المهمة في ادبيات الاسواق المالية عبر التأصيل النظري لنماذجها، فضلا عن قياس تأثير المؤشرات المالية الخاصة بتقييم الاسهم في القيمة السوقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، وبيان مدى اهمية تلك المؤشرات في تفسير تغيرات القيمة السوقية للشركات.

4. فرضية البحث:

اعتماداً على الاساس النظري لمشكلة البحث واهميته واهدافه، فقد طرح البحث فرضية رئيسية بهدف اختبارها وهي كما يأتي: يمكن الاستدلال على القيم السوقية للاسهم من التغيرات الحاصلة في مؤشرات تقييم الاسهم سواء اكانت نسبية ام مطلقة.

5. الحدود الزمانية والمكانية للدراسة :

غطى البحث مدة ثماني سنوات تمتد من (2012-2019) في سوق العراق للاوراق المالية وبمشاهدات ربع سنوية لعينة من الشركات المدرجة .

المحور الثاني : الاطار النظري للبحث:

اولاً: الجذور التاريخية للقيمة الحقيقية:

يعود اساس النقاش حول اختلاف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية الى عام 1929 عندما انهار سوق الأسهم الأمريكية في 29 أكتوبر عام 1929، عندها قام كلُّ من (Benjamin Graham and David Dodd) في عام 1934 بإنشاء اطار مفاهيمي للاستثمارات في سوق الاوراق المالية، حيث وضعت المبادئ الرئيسية للتحليل الاساسي للشركات في كتابهم الشهير تحليل الاوراق المالية (Security Analysis). واستنادا إلى التحليل 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 قيمة الاستثمار في الاسهم التي تمتاز بانخفاض اسعارها

فكر القرن العشرين بقدرة الأسواق المالية على تجميع المعلومات، وتوقع الأحداث المستقبلية من جهة، ومن جهة أخرى ظاهرة الحركة العشوائية لتحركات أسعار الأسهم، وكان (Working) أول من جمع بين الاثنين.

وحتى ذلك الوقت لم يكن قد تبلور بعد المعنى الحقيقي لأسعار الأسهم وارتباطها بأسس اقتصادية. ليأتي بعد ذلك عمل كل من (Paul Samuelson) عام 1965، و(Benoit Mandelbort) عام 1966 ليؤكدوا على أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية هو لعبة عادلة (Fair game)، مما يعني أنه لا يمكن للمستثمر التفوق على أداء السوق إن لم يكن بحوزته معلومات يستفيد منها في ذلك. كما أن أسعار الأسهم تعكس توقعات المستثمرين في ضوء جميع المعلومات المتاحة، فأسعار الغد تتغير فقط في حال تغيرت توقعات المستثمرين بشأن الغد. وهذه التغيرات من الممكن أن تكون إيجابية أو سلبية طالما لا يوجد هناك تحيز في توقعات المستثمرين، وشكل ذلك الأساس لفرضية العقلانية في الأسواق المالية [5].

بعد ذلك قام (Fama) عام 1970 بنشر بحثه الشهير (كفاءة سوق رأس المال: استعراض للنظرية واختبار تجريبي) الذي شكل الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق. وقد تطور فيما بعد مفهوم كفاءة السوق تدريجياً، ليعبر السوق الكفاء عن السوق الذي يتصف بسرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه لأية معلومات جديدة، كما تعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية في تلك السوق وفي تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة كافة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومة جديدة عن هذه الورقة ستنعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحتها للمتعاملين في السوق. في ظل كفاءة السوق نفترض بأن عدداً كبيراً من المحللين يقومون بتقدير القيمة الحقيقية للشركات، ويقوم المحللون بمحاولة إيجاد الأسهم التي تتحرف قيمتها الحالية عن قيمتها الحقيقية. فإذا وجد هؤلاء المحللون هذا الخلل في التسعير فإنهم سيقومون ببيع أو شراء هذه الأسهم، دافعين بقيمتها باتجاه القيمة الحقيقية، لذا فإن وجود المنافسة في السوق المالي يدفع بأسعار الأوراق المالية نحو قيمها الحقيقية. ومن ثم فإن أسعار الأوراق المالية تتغير في كل يوم، وكل دقيقة تبعاً للمعلومات الواردة إلى السوق، ولا يمكن لأحد أن يتفوق عليه [6].

كما أن فرضيات السوق الكفاء تؤكد على أن العوائد، أو التغيرات في الأسعار قائمة على أساس الحركة العشوائية لتلك التغيرات عن القيمة الحقيقية، وأنه لا يمكن لأي مدخل تحليلي القدرة على اختراق السوق Beat the Market. وغالبا ما تعرف الكفاءة المعلوماتية Informational efficiency بقدرة

نسبة إلى الأرباح المحاسبية أو ربحية الأسهم أو القيمة الدفترية للموجودات أو غيرها من مقاييس القيمة [1]. ووفقاً لذلك إبدى العديد من الأكاديميين والمحللين الماليين في العقود الماضية اهتماماً كبيراً باختبار أداء ما يسمى باستراتيجيات القيمة.

وتشتق مفاهيم القيمة الحقيقية للأوراق المالية من مفهوم عقلانية السوق (Rational) وفرضيات السوق الكفاء (Market Efficiency) بوصف الأخيرة الأساس الاقتصادي للحكمة التقليدية التي تقول بأن السوق المالية هي أفضل من يخصص الموارد المالية بالشكل الذي يحقق النمو الاقتصادي، ويمكن إيجاز ذلك عبر الوظائف والمهام التي تؤديها الأسواق المالية من تعبئة للمدخرات وتوزيع وتنويع للخطر فضلاً عن توجيه الاستثمارات وتوفير المعلومات، وإن توافر تلك المهام بطريقة سليمة يؤدي إلى جعل الأسعار تعكس دائماً القيم الحقيقية للموجودات المتداولة [2]. وتعد فكرة عقلانية السوق المبنية على السلوك العقلاني (Rational Behavior) للمستثمرين وقدرة ذلك السلوك على تحديد السعر العادل (Fair price) والقيم الحقيقية للموجودات من الأفكار القديمة التي تعود إلى القرن الثامن عشر حينما أكد المؤرخ الاقتصادي (Gibson) أن أسواق رأس المال تعمل على جعل أسعار الأسهم علانية ومعروفة لدى جميع المتعاملين ومن ثم فإن قيمتها السوقية تصبح قريبة إلى قيمتها الحقيقية بفضل المعلومات المتوفرة عنها [3].

كما أن كل الأفكار والفرضيات القديمة التي تؤمن بالقيم العادلة التي تعكسها الأسعار السوقية للموجودات جاءت مواكبة لتحذيرات الهوس والهلع الذي تتعرض له الأسواق بين الحين والآخر نتيجة الإزمات المالية والسلوك غير الرشيد للمستثمرين الذي يؤدي إلى فقدان التوازن في السوق، لذلك يرى بعض انصار الحرية الاقتصادية أمثال (جورج جيبسون) أن الأسعار السوقية لا تعد صحيحة في كل الأوقات، وأن كل ما هنالك أنه من الصعب إيجاد بديل أكثر عدالة وأقرب للحقيقة من أسعار السوق [4]. وقد كتب (Working) هذا الأمر في وقت كان معظم الاقتصاديين ما زالوا متفقين مع تصورات (John Maynard Keynes) حول التنبؤ في الأسواق المالية، والذي يرى أن المحللين الماليين إذا ما أرادوا التنبؤ بأسعار الأسهم عليهم أن يفكروا بما يفكر به المستثمر العادي، وأشاد (Working) بتصورات (Keynes)، كما أشاد إلى ما خُصص إليه (Alfred Cowles) سنة 1932 حول المتنبئين في الأسواق المالية عادة أنهم ما يقعون في أخطاء تنبؤية، وأن تلك الأخطاء دليل على كفاءة السوق. وكان ذلك أول تصريح واضح عما صار يعرف بفرضية كفاءة السوق التي تعد علامة بارزة في

سوق كفوء طالما أن مراجعة المهنيين يهيمن على المضاربيين الهواة، إلا أن الواقع يوشح عكس ذلك نتيجة سلوك القطيع المسيطر على الأسواق المالية الذي قد ينتج فارقاً بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية بعيداً عن فرضيات كفاءة السوق [8].

ثانياً: فلسفة نماذج تقييم حق الملكية

يستخدم المحللون الماليون نماذج تقييم حق الملكية للكشف عن الأوراق المالية التي تم تسعيرها بأقل 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 إلى الغرض من التحليل المالي، وطالما كان الغرض من التحليل هو تعظيم قيمة الاستثمارات عندها يلجئ المحللون إلى أسلوب المقارنات، ومن ثمّ النظر إلى محددات القيمة الحقيقية على أساس مجموعة من العوامل المالية والاقتصادية ومن ثمّ مقارنة تلك القيمة مع السعر السوقي الجاري للسهم لتحديد العلاقة بين سعر السهم والمحددات المتنوعة لقيمة الشركة [9].

وعلى الرغم من أن تحليل الميزانية العمومية (Balance sheet) يوفر معلومات مهمة عن قيمة الشركة من موجودات ومطلوبات وحق ملكية بوصفها صورة فتوغرافية للوضع المالي للشركة في فترة زمنية معينة عادة ما تكون نهاية السنة [10]. إلا أنه من ناحية أخرى يستدعي التحليل الأساسي اللجوء إلى النماذج الكمية لتقدير قيمة الأسهم الحقيقية بناءً على مصادر القيمة كالأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة فضلاً عن مقسوم الأرباح.

كما أن الإدراك الجيد لطرق تقييم حق الملكية يتطلب شيئين رئيسيين، الأول: مراجعة تحليلية لنماذج التقييم، والثاني: توافر البيانات المطلوبة لتفعيل الاستخدام الناجح لهذه النماذج مع الأخذ بنظر الاعتبار أن نماذج تقييم حق الملكية نماذج احترازية تشكل أدوات مالية لتقييم الأحداث المستقبلية. ولكل نموذج من نماذج التقييم المستخدمة في الأدبيات المالية لتقييم الأسهم العادية مدخلات معينة تعطي مساحة كبيرة للأحكام الذاتية. ومن ثمّ، فإن القيمة النهائية التي نحصل عليها في بعض الأحيان من هذه النماذج يتم تلويها بالتحيز وفقاً لرغبات المحللين الماليين، كما أن البحث عن الطريقة الصحيحة لتقدير قيمة الأسهم العادية، أو حتى الطريقة الناجحة، قد احتلت قدراً كبيراً من الجهد البحثي على مدار عقود زمنية طويلة، وقد تراوحت المحاولات البحثية من التقنيات البسيطة لاختيار الأسهم الراجعة إلى العديد من الفرضيات البحثية التي

المعلومات على تغيير الأرباح المحققة نتيجة استغلال المعلومات المتاحة وبما تحتويه تلك المعلومات من محتوى اعلامي قادر على تحقيق عوائد غير عادية Abnormal profits ضمن مدخل القدرة على التشغيل الذهني للمعلومات. لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف لأن يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين: إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم، لذا يتاح المجال في هذا النوع من الأسواق لعمل المحللين الماليين لأنهم سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة وتوفيرها لبعض المتعاملين في السوق بما يمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم، ومن ثمّ التغلب على السوق Beating the market [7]. عليه فإن الشرط الضروري للحفاظ على كفاءة السوق أن يساوي السعر السوقي للقيمة الحقيقية للاسهم، وهو أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات والتداول هي صفر، فضلاً عن ذلك فهناك ثلاثة شروط أخرى تؤدي إلى كفاءة السوق: العقلانية (Rationality) والانحرافات المستقلة الناتجة عن العقلانية والمراجعة (Arbitrage). فالسلوك العقلاني يتجسد في عملية صنع القرار على أساس اتخاذ الخيارات التي تؤدي إلى المستوى الأمثل للفائدة أو المنفعة لصانع القرار، وعليه فإن العقلانية مهمة، لأنه عندما يتم إصدار أو وصول معلومات جديدة إلى السوق، عندها سيقوم جميع المستثمرين بتعديل تقديراتهم لأسعار الأسهم بطريقة عقلانية. ومن ثمّ سيرتفع سعر السهم أيضاً على الفور لأن المستثمرين العقلانيين لن يروا أي سبب للانتظار قبل التداول بسعر جديد. وتختلف النظرية عن الواقع في هذه الحالة، إذ يميل الناس إلى عدم التصرف بعقلانية في جميع المواقف وهذا ما اثبته العديد من الدراسات، ومن ثمّ قد يكون من المبالغة القول بأن جميع المستثمرين يجب أن يتصرفوا بعقلانية عندها نجد أن هناك اختلافاً بين القيم الحقيقية عن القيم السوقية للاسهم. كما تفترض نظرية المراجعة أن هناك نوعين من المستثمرين في السوق، النوع الأول مستثمرون هواة غير عقلانيين والنوع الثاني مستثمرون مهنيون عقلانيون، وقد يتخذ الهواة من وقت لآخر قرارات غير عقلانية ويعتقدون أن السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية فيقبلون على شرائه وأحياناً يكون العكس. عندها يصبح سلوك المهنيين المحترفين مهمّاً للموازنة. فالمحترفون منهجيون وعقلانيون، ويؤشر ذلك على ما يقومون به من دراسات شاملة للشركات لإيجاد دليل موضوعي على القيمة الحقيقية للسهم ومن ثمّ يتصرفون بعد ذلك لدفع الأسعار إلى القيمة الحقيقية وإنشاء

لتقييم حقوق الملكية. وان فلسفة هذه النماذج تقوم على أن قيمة الموجود بالنسبة إلى المستثمر يجب أن تكون مرتبطة بالعوائد التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من امتلاك هذا الموجود. وبشكل عام يمكن الإشارة إلى تلك العوائد على أنها التدفقات النقدية للموجود، ويشار أيضاً إلى نماذج القيمة الحالية باسم نماذج التدفقات النقدية المخصومة. في حين ان نموذج التقييم النسبي يعد من نماذج التقييم التي تعمل على تقدير قيمة الموجود بالنسبة إلى قيمة الموجودات الأخرى [12].

ان الفكرة الرئيسية وراء هذا النموذج هي أن الموجودات المماثلة يجب أن تباع بأسعار مماثلة ويتم التقييم باستخدام مضاعفات التسعير (pricing multiples)، ومن تلك المضاعفات نسبة سعر السهم إلى عنصر أساسي مثل ربحية السهم، أو مضاعفات قيمة المؤسسة مثل نسبة القيمة الإجمالية للأسهم العادية وصافي الدين من النقد والاستثمارات قصيرة الأجل إلى عنصر أساسي مثل أرباح التشغيل. وتدرج الاديبيات المالية ضمن التحليل الاساسي مداخل تقييم حقوق الملكية وتصنفها إلى مداخل تعتمد على الميزانية العمومية ومداخل تعتمد على التدفقات النقدية المخصومة ومداخل تعتمد التقييم النسبي. وتتكون مداخل الميزانية العمومية من مدخل الموجودات والمطلوبات التي تتضمن القيمة الدفترية وقيمة التصفية وقيمة الاستبدال او الاحلال. فيما تتضمن مداخل التدفق النقدي المخصوم نماذج خصم توزيعات الأرباح ونماذج التدفق النقدي الحر، فيما تركز مداخل التقييم النسبي او كما تعرف بنسب تقييم السوق وهي نسبة السعر إلى الأرباح (مضاعف الربحية)، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية، ونسبة ربحية السهم [13].

المحور الثالث: الاطار التطبيقي للبحث

اولاً: عينة البحث

تم جمع البيانات الخاصة بالبحث من قاعدة بيانات هيئة الأوراق المالية التابعة لسوق العراق للأوراق المالية (ISX)، وتوفر قاعدة البيانات هذه معلومات مالية مفصلة عن المتغيرات المالية الرئيسية المختلفة. فضلاً عن احتوائها على بيانات مالية تفصيلية يتم الحصول عليها بشكل رئيسي من التقارير السنوية للشركات. وبذلك تم الاعتماد على البيانات المتعلقة بمتغيرات نماذج الدراسة التي سيرد ذكرها لاحقاً لـ(7) شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تم سحب تلك البيانات من التقارير المالية للشركات المدرجة من هيئة السوق المالية والبيانات المتعلقة بأسعار

تتناقش أثر الكثير من المتغيرات المالية والاقتصادية في أسعار الأسهم. ووفقاً للعديد من الباحثين فإنه لا توجد طريقة تعد الافضل لمعالجة المعلومات. قاد هذا الاستنتاج إلى استنتاج آخر هو أن النماذج المالية المستخدمة للتنبؤ بالأسعار هي في أفضل الأحوال خيال أكاديمي. وبمجرد أن تعترف باحتمالية عدم وصول جميع المتداولين في السوق إلى توقعاتهم المرجوة بذات النمط البحثي، يبدأ النهج الاستنتاجي لنظرية التمويل الكلاسيكية في الانهيار. لذلك يجب على المستثمر وضع افتراضات حول كيفية وصول المستثمرين الآخرين للتوقعات وكيف يتصرفون تجاه تلك التوقعات، وبخلافه يتحول الاستثمار الى عالم من المعتقدات الذاتية الذي يؤدي إلى عالم من الاستقراء بدلاً من الاستنتاج. ويكمن مفتاح الاستثمار الناجح في الموجودات المختلفة في فهم أن كل موجود سواء كان مالياً أو حقيقياً له قيمة. فالموجود الحقيقي هو اصل مادي أو ملموس له قيمة، بسبب جوهره وخصائصه مثل المعادن الثمينة والعقارات، في حين ان الموجود المالي هو اصل يستمد قيمته من المطالبات التعاقدية مثل السندات والأسهم. ويمكن تقييم أي موجود، الا ان بعض نماذج التقييم يكون أسهل في التطبيق من البعض الآخر، واعتماداً على طريقة التقييم، قد تأتي النتائج مختلفة [11].

ثالثاً: مداخل تقييم حق الملكية

يعتمد التقييم على تقدير قيمة الموجود بناءً على المتغيرات التي يُنظر إليها على أنها مرتبطة بعوائد الاستثمار المستقبلية، أو على مقارنات مع موجودات مماثلة، أو تقدير عوائد التصفية الفورية. كما تعتمد مداخل التقييم بشكل كبير على ما إذا كانت الشركة في حالة تصفية أو انها في نشاط مستمر. اذ يهتم مدخل التصفية بحقوق ملكية الشركة عن طريق قياس صافي العوائد التي يمكن أن تحصل عليها الشركة إذا قامت بتسييل جميع موجوداتها وتسوية جميع التزاماتها، اي يجب ان يستخدم هذا المدخل فقط إذا كان من المتوقع التصفية في نهاية فترة التقدير. اما ما يخص التقييم بالنسبة الى الشركات ذات الاستمرارية، فهناك طريقتان رئيسيتان للتقييم يمكن تطبيقها لتقدير قيمة حقوق الملكية للشركات ذات الاستمرارية. الاولى يطلق عليها نماذج التقييم المطلق (Absolute valuation model)، والثانية تسمى بنماذج التقييم النسبي (Relative valuation model). حيث يعتمد نموذج التقييم المطلق على تحديد القيمة الجوهرية للموجود. وتُستخدم مثل هذه النماذج لتقدير القيمة التي يمكن مقارنتها بسوق الموجودات. وإن أهم أنواع نماذج تقييم حقوق الملكية المطلقة هي نماذج القيمة الحالية المستخدمة في نظرية التمويل، كما تعدّ نماذج القيمة الحالية المدخل الأساسي

الاسهم التي يوفرها موقع سوق العراق للاوراق المالية خلال المدة 2012-2019 وبمشاهدات ربع سنوية.

ويوضح الجدول (1) الشركات عينة البحث .

الجدول (1) يبين الشركات عينة البحث

ت	الشركة	القطاع
1	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	مصارف
2	الخطابة الحديثة	الصناعة
3	مدينة العباب الكرخ السياحية	الخدمات
4	فندق بابل	الفنادق والسياحة
5	الخليج للتأمين	التأمين
6	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	الزراعة
7	الزوراء للاستثمار المالي	الاستثمار

المصدر: الباحثان بالاعتماد على سوق العراق للاوراق المالية

ثانياً: متغيرات البحث:

القيمة الدفترية، وربحية السهم. ويبين المتغير المعتمد القيمة السوقية (MV) بوصفها مؤشراً للأداء الخارجي للشركة وكمقياس لقدرة الشركة على تكوين الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية. ويقصد بالقيمة السوقية، قيمة الورقة المالية في السوق والذي يتغير تبعاً لتغير ظروف السوق، أي بحسب العرض والطلب على الورقة المالية ويمكن الحصول على المتغير المعتمد من قاعدة بيانات سوق العراق للاوراق المالية بالاعتماد على اسعار اغلاق. وتمثل نسبة جوردن (P_0) القيمة الحقيقية للسهم بوصفها متغيراً تفسيرياً مؤثراً في القيمة السوقية ويمكن الحصول عليها من خلال المعادلة الآتية:

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

الشركة وعوائد السوق وبمشاهدات شهرية بلغت (31) مشاهدة، ولحساب عائد السوق (محفظه السوق) تم استخدام مؤشر السوق بوصفه مؤشراً على محفظه السوق. وكانت آلية تطبيق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي بالشكل الآتي:

تم اختيار خمسة متغيرات مالية لهذا البحث بالاستناد الى دراسات سابقة، وهي القيمة السوقية بوصفها متغيراً تابعاً، في حين ان المتغيرات الاربعه المتبقية تم اعتبارها متغيرات مستقلة وهي : نسبة جوردن ممثلة عن نسب التقييم المطلقة ومعبراً عنها بالقيمة الحقيقية للسهم على اساس مقسوم الارباح ومعدلات نموه التاريخية، وقد اختيرت هذه النسبة بوصفها من اكثر النسب استخداما في الدراسات المالية، فيما تم الاعتماد على نسب التقييم النسبي لثلاثة مؤشرات بوصفها الأكثر استخداما في الدراسات المالية وهي : نسبة مضاعف الربحية، ونسبة القيمة السوقية الى

ولاغراض التطبيق العملي فقد تم الاعتماد على مقسوم الارباح (D_t) التاريخي للشركات عينة البحث، كما تم الاعتماد على معدل العائد المطلوب (r_s) بوصفه معدل خصم، وقد استخدمت الدراسة نموذج تسعير الموجود الرأسمالي (CAPM) للتوصل الى معدل العائد المطلوب، إذ تم حسابه عبر معادلة الانحدار بين عوائد سهم

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_j + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

حيث تمثل ($R_{i,t}$) عائد سهم الشركة (i) في المدة (t)، وتوضح ($R_{f,t}$) معدل العائد الخالي من الخطر (سعر الفائدة) ، الذي يساوي

وبعد استخراج معامل بيتا من المعادلة السابقة تم اعتماد المعادلة الآتية لاحتساب معدل العائد المطلوب بوصفه مؤشراً عن معدل الخصم المستخدم في معادلة جوردن:

$$R_{i,t} = R_{f,t} + \beta(R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

حيث تمثل $(R_{i,t})$ معدل العائد المطلوب على سهم الشركة . (معدل الخصم) .

القيمة الحقيقية: كما يمثل المتغير ربحية السهم (EPS) متغيراً تفسيرياً للحكم على كفاءة الشركة في استغلال الموارد التي قدمها حملة الأسهم العادية ومدى نجاحها في تعظيم ثروة الملاك ويمكن احتسابه من خلال قسمة صافي الربح النهائي على عدد الأسهم العادية.

ثالثاً: اختبار الفرضية

تم إجراء الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار فرضية البحث التي نصت على (لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية بين مؤشرات تقييم الاسهم سواء اكانت نسبية ام مطلقة في القيم السوقية للاسهم عينة الدراسة) وبناءً عليه يمكن كتابة معادلة الانحدار بالشكل الآتي:

$$MVA_{i,t} = b_0 + b_1 P_{0i,t} + b_2 \frac{P}{E_{i,t}} + b_3 \frac{M}{B_{i,t}} + b_4 EPS_{i,t} + \mu_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

متوافقة مع الإشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، اي كلما انخفض مضاعف الربحية ادى ذلك الى ارتفاع القيمة السوقية (سعر السهم) في السوق، كما يوضح الجدول (2) معنوية التأثير للمتغير نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B) بدلالة قيمة معامل التقدير التي بلغت (0.507) عند مستوى معنوية اقل من (1%) فضلاً عن ان اشارة المعامل متوافقة مع الإشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، كما يظهر الجدول وان ما نسبته (77.2%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود الى المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود لمضاعف الربحية. كما يظهر الجدول (2) أن الأنموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة التي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة.

والجدول (2) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة مصرف الشرق الاوسط للاستثمار.

العائد على اذونات الخزينة. وتمثل (β) بيتا، اي درجة حساسية عوائد السهم كنتيجة للتغير في عوائد السوق. في حين توضح $(R_{m,t})$ العائد على مؤشر السوق .

كما يمثل المتغير مضاعف الربحية (P/E) متغيراً تفسيرياً ومعبراً عن التقييم النسبي، حيث يمثل توقعات النمو في حصة السهم الواحد من الارباح التي يتوقعها السوق: فانخفاض النسبة يعكس توقعات انخفاض النمو لدى المحللين الماليين والعكس صحيح، ويتم احتساب مضاعف الربحية ببساطة عبر قسمة السعر السوقي للسهم المعني على ربحية ذلك السهم بمشاهدات ربع سنوية لتشكل (32) مشاهدة لكل شركة خلال المدة 2012-2019.

كما يمثل المتغير (M/B) نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية وتحتسب هذه النسبة بقسمة سعر السهم على قيمته الدفترية وبمشاهدات ربع سنوية، وكلما ارتفعت هذه النسبة، كلما كان السوق يدفع علاوة اكبر (سعر اعلى) مما تنبهره موجودات الشركة، ولذلك تحظى هذه النسبة بعناية المستثمرين الباحثين عن

حيث تمثل $(MVA_{i,t})$ المتغير المعتمد، القيمة السوقية المضافة للشركة (i) في المدة (t). كما توضح (b_0) ثابت المعادلة. في حين توضح $b_{1,2,3,4}$ ميل معامل التقدير للمتغيرات المستقلة. ويوضح $(P_{0i,t})$ القيمة الحقيقية لسهم الشركة (i) في المدة (t). وان $\frac{P}{E_{i,t}}$ تمثل مضاعف الربحية للشركة (i) في المدة (t). وان $\frac{M}{B_{i,t}}$ تمثل نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركة (i) في المدة (t). وان $EPS_{i,t}$ يمثل ربحية السهم للشركة (i) في المدة (t). وان $\mu_{i,t}$ تمثل البواقي (خطأ التقدير). ومن الجدير بالذكر انه تم تطبيق المعادلة (7) مرة، اي لكل شركة مرة واحدة وبمجموع مشاهدات بلغت (32) .

ويتضح من الجدول (2) أن ميل معامل التقدير لمتغير مضاعف الربحية (P/E)، كان مهم احصائياً للتأثير في القيمة السوقية للاسهم بدلالة قيمة معامل التقدير التي بلغت (-1.264) عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت اشارة المعامل

الجدول (2) يبين نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة مصرف الشرق الاوسط للاستثمار

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	MV			
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	0.000	4.87	1.356	Constant
No.Sig	0.676	0.42	0.011	P ₀
***	0.000	4.16-	1.264-	P/E
***	0.007	2.93-	0.507-	M/B
No.Sig	0.153	1.47	0.121	EPS
(P-value = 0.000) 27.26				F-test
%77.2				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Minitab 16

ربحية السهم يؤدي الى ارتفاع سعره في السوق كدليل على كفاءة الإدارة في استخدام الموجودات والتحكم في النفقات. ويظهر الجدول ان ما نسبته (88.4%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود الى المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود لربحية السهم (EPS). كما يظهر الجدول (3) أن الأنموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة التي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة. والجدول (3) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الخياطة الحديثة.

ويوضح الجدول (3) أن ميل معامل التقدير لكل من متغير مضاعف الربحية (P/E) والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B)، قد اشرا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة الخياطة الحديثة بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة لكلا المعاملين متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، كما يوضح الجدول (3) معنوية التأثير للمتغير ربحية السهم (EPS) بدلالة قيمة معامل التقدير التي بلغت (0.956) عند مستوى معنوية اقل من (1%) فضلا عن الاشارة الموجبة المتوافقة مع النظرية المالية، فارتفاع

الجدول (3) يبين نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الخياطة الحديثة

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	MV			
	P-value	t-stat	Coefficient	
No.Sig	0.223	1.25-	0.673-	Constant
No.Sig	0.695	0.40	0.082	P ₀
***	0.000	5.83-	0.543-	P/E
***	0.002	3.47-	0.528-	M/B
***	0.000	4.50	0.956	EPS
(P-value = 0.000) 59.78				F-test
%88.4				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Minitab 16

الكرخ السياحية بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة لكلا المعاملين متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، كما يوضح الجدول (4) معنوية

ويؤشر الجدول (4) أن ميل معامل التقدير لكل من متغير مضاعف الربحية (P/E) وربحية السهم (EPS)، قد اشرا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة مدينة العا

الى المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود للقيمة الحقيقية لنموذج جوردن (P_0). كما يظهر الجدول (4) أن الأنموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة والتي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة. والجدول (4) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة مدينة العاب الكرخ السياحية.

التأثير للمتغير القيمة الحقيقية للسهم المعبر عنها بنموذج جوردن (P_0) بدلالة قيمة معامل التقدير التي بلغت (0.261) عند مستوى معنوية اقل من (1%) فضلاً عن الاشارة الموجبة المتوافقة مع النظرية المالية، فارتفاع القيمة الحقيقية للسهم يؤدي الى ارتفاع سعره في السوق وفق استراتيجيات الاستثمار بالقيمة. ويظهر الجدول ان ما نسبته (88.9%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود

الجدول (4) يبين نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة مدينة العاب الكرخ السياحية

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	0.000	4.89-	0.469-	Constant
***	0.000	4.83	0.261	P_0
***	0.000	6.26-	0.139-	P/E
No.Sig	0.410	0.84-	0.009-	M/B
***	0.001	3.56	0.054	EPS
(P-value = 0.000) 63.09				F-test
%88.9				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Minitab 16

(87.0%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود الى المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود لربحية السهم (EPS). كما يظهر الجدول (5) أن الأنموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة التي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة. والجدول (5) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة فندق بابل.

ويبين الجدول (5) أن ميل معامل التقدير لكل من متغير القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B) وربحية السهم (EPS)، قد اشرا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة فندق بابل بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة لكلا المعاملين متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، ويظهر الجدول ان ما نسبته

الجدول (5) يبين نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة فندق بابل

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	0.005	3.08-	1.681-	Constant
No.Sig	0.237	1.21	0.637	P_0
No.Sig	0.671	0.43	0.120	P/E
***	0.001	3.72-	1.471-	M/B
***	0.001	3.87	3.975	EPS
(P-value = 0.000) 52.95				F-test
%87.0				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Minitab 16

الى المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود لمضاعف الربحية (P/E). كما يظهر الجدول (6) أن الأنموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة والتي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة. والجدول (6) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الخليج للتأمين.

ويبين الجدول (6) أن ميل معامل التقدير لكل من متغير مضاعف الربحية (P/E) والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B) وربحية السهم (EPS)، قد اشروا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة الخليج للتأمين بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، ويظهر الجدول ان ما نسبته (77.8%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود

الجدول (6) يبين نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الخليج للتأمين

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	P-value	t-stat	Coefficient	
**	0.016	2.57	0.374	Constant
No.Sig	0.272	1.12-	0.079-	P ₀
***	0.000	7.84-	0.630-	P/E
***	0.000	4.89-	0.398-	M/B
***	0.000	4.98	0.581	EPS
(P-value = 0.000) 28.18				F-test
%77.8				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي 16 Minitab

المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود للقيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B) وربحية السهم (EPS)، قد اشرا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة العراقية لانتاج وتسويق اللحوم بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة لكلا المعاملين متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، ويظهر الجدول ان ما نسبته (94.3%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود الى

ويوضح الجدول (7) أن ميل معامل التقدير لكل من متغير القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B) وربحية السهم (EPS)، قد اشرا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة العراقية لانتاج وتسويق اللحوم بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة لكلا المعاملين متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، ويظهر الجدول ان ما نسبته (94.3%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود الى

الجدول (7) يبين نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة العراقية لانتاج وتسويق اللحوم

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	P-value	t-stat	Coefficient	
***	0.001	3.75-	1.413-	Constant
No.Sig	0.784	0.28	0.071	P ₀
No.Sig	0.943	0.07	0.005	P/E
***	0.003	3.25-	1.485-	M/B
***	0.000	4.71	1.467	EPS
(P-value = 0.000) 129.75				F-test
%94.3				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي 16 Minitab

الى المتغيرات المعنوية المذكورة اعلاه، وان حجم التأثير الاكبر يعود للقيمة السوقية الى القيمة الدفترية (M/B). كما يظهر الجدول (8) أن النموذج ملائم إحصائياً بدلالة قيم F المحسوبة التي بلغت معنويتها الإحصائية صفراً إلى حد المرتبة الثالثة بعد الفارزة. والجدول (8) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الزوراء للاستثمار المالي.

وبين الجدول (8) أن ميل معامل التقدير لكل المتغيرات الداخلة في النموذج قد اظهروا معنوية احصائية في التأثير على القيمة السوقية لاسهم شركة الزوراء للاستثمار المالي بدلالة قيم معامل التقدير عند مستوى معنوية اقل من (1%)، كما كانت الاشارة لكلا المعاملين متوافقة مع الاشارة المتوقعة وفقاً للنظرية المالية، ويظهر الجدول ان ما نسبته (94.3%) من التأثير في المتغير المعتمد يعود

الجدول (8) يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الزوراء للاستثمار المالي

Level of Significance	المتغير المعتمد			المتغيرات المستقلة
	P-value	t-stat	Coefficient	
No.Sig	0.591	0.54	0.238	Constant
**	0.034	2.23	0.490	P ₀
**	0.047	2.08-	0.114-	P/E
***	0.000	4.90-	0.353-	M/B
***	0.004	3.16	0.337	EPS
(P-value = 0.000) 14.61				F-test
%68.4				Adj. R ²
32				عدد المشاهدات
*P<0.10 **P<0.05 ***P<0.01 (P) refers to t-value calculated				

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Minitab 16

إن العلاقة معنوية بمستوى دلالة اقل من (1%). كما يوضح الجدول (9) ان متغير القيمة الحقيقية والمعبر عنه وفق نموذج جوردن (P₀) والممثل عن التقييم المطلق لم يستطع ان يحقق التأثير المعنوي في متغير القيمة السوقية للاسهم الا في اختبارين من مجموع (7) اختبارات، وربما يعود سبب عدم اهميته بالمقارنة من نتائج التقييم النسبي الى صعوبة استخدامه من قبل المستثمرين في الاسواق المالية، ذلك ان احتساب القيمة الحقيقية للسهم وفق نموذج جوردن تتطلب خطوات كثير منها تقدير الارباح الموزعة ومعدلات نموها الثابتة وغير الثابتة، ناهيك عن تقدير معدل العائد المطلوب بوصفه معدل الخصم الذي يستخدم لخصم توزيعات الارباح، ولهذا السبب يلجأ المستثمرون في الاسواق المالية الى استخدام التقييم النسبي للتنبؤ بتغيرات سعر السهم، وذلك لامتيانها بالمقارنات بين الشركات المتماثلة. وعليه نجد ان مؤشرات التقييم النسبي (EPS ، M/B ، P/E) قد اثبتت اهميتها المالية والاحصائية في تفسير التغيرات الحاصلة في القيم السوقية لاسعار الاسهم عينة الدراسة، فقد استطاع متغير مضاعف الربحية من تحقيق تأثير معنوي وبالعلاقة عكسية مع متغير القيمة السوقية في (5) اختبارات

وبناءً على ما جاء من نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرضية التي نصت على انه يمكن الاستدلال على القيم السوقية للاسهم من التغيرات الحاصلة في مؤشرات تقييم الاسهم سواء اكانت نسبية ام مطلقة، فانه سيتم قبول فرضية الدراسة.

رابعاً: مناقشة النتائج

توضح النتائج ان جميع الاختبارات اشرت الاثر المعنوي بدرجات متفاوتة لمؤشرات التقييم النسبي (مضاعف الربحية، والقيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وربحية السهم) فضلاً عن التأثير المعنوي في اختبارين لمؤشر التقييم المطلق والمعبر عنه بالقيمة الحقيقية للسهم نموذج جوردن (P₀) وكما يوضحها الجدول (9). ويلاحظ من نتائج الجدول (9) ان جميع نماذج الانحدار للشركات عينة الدراسة ذات دلالة إحصائية كما تشير قيم (F) بوصفها مؤشراً على توافق النموذج المستخدم، وهذه النتائج مجتمعة تدعم صحة فرضية البحث، كما يمكن التذليل على ذلك من خلال تحليل الانحدار الذي يكشف ان معامل التحديد (Adj. R²) قد تراوح ما بين (68.4% - 94.3%) ، فضلاً عن نتائج اختبار معنوية العلاقة بين المتغير المعتمد والمتغيرات التفسيرية أظهرت

وهذا ما يبرر اهتمام المحللين الماليين والادبيات المالية وتسليطهم الضوء على التقييم النسبي ودوره في العمليات الاستثمارية. والجدول (9) يوضح نتائج المتغيرات المؤثرة.

من اصل (7) اختبارات، فيما استطاع كل من متغير القيمة السوقية الى القيمة الدفترية ومتغير ربحية السهم من تحقيق تأثير معنوي مع متغير القيمة السوقية في (6) اختبارات من اصل (7) اختبارات.

الجدول (9) يبين نتائج المتغيرات المؤثرة

ت	الشركات	المتغيرات المؤثرة					معنوية الاختبارات	
		EPS	M/B	P/E	P ₀	F-test P-value	Adj. R ²	
1.	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار		√	√		0.000	%77.2	
2.	الخطايط الحديثة	√	√	√		0.000	%88.4	
3.	مدينة العاب الكرخ السياحية	√		√	√	0.000	%88.9	
4.	فندق بابل	√	√			0.000	%87.0	
5.	الخليج للتأمين	√	√	√		0.000	%77.8	
6.	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	√	√			0.000	%94.3	
7.	الزوراء للاستثمار المالي	√	√	√	√	0.000	%68.4	

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الانحدار

المحور الرابع : الاستنتاجات والتوصيات:

اولاً: الاستنتاجات:

انتهى البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات النظرية والتطبيقية وعلى النحو الآتي :

1. من اجل تقصي اثر المؤشرات المالية في اسعار الاسهم لا بد من تحديد القيمة العادلة او الحقيقية للسهم باستخدام مدخل التحليل الاساسي الذي يساعد كثير على تقدير سعر السهم في المستقبل.
2. القيمة الحقيقية للسهم تعد قيمة تبررها حقائق اقتصادية ومالية تتمثل بقيمة موجودات الشركة، وان غايات تحديد تلك القيمة تستخدم فيما اذا كان السهم مسعراً تسعيراً مضخماً او منخفضاً، واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة للاحتفاظ او شراء او بيع الاسهم.
3. اذا كانت الاسهم في الاسواق المالية مقيمة باقل من قيمتها الحقيقية فان المستثمرين سيدفعون باتجاه الشراء الامر الذي يؤدي الى زيادة الطلب ومن ثم ارتفاع القيم السوقية والعكس صحيح. وان هذا الامر ناتج عن عدم اعتراف المستثمرين في تلك الاسواق بفرضيات السوق الكفوء وان عدم التوازن هي الحالة الدائمة لتلك الاسواق.
4. يوجد نوعين من مؤشرات تقييم الاسهم، الاولى تسمى مؤشرات التقييم المطلق التي تستخدم القيمة الحالية المستخدمة في نظرية التمويل والثانية تسمى مؤشرات التقييم النسبي وتسمى مضاعفات التسعير (pricing multiples).

5. اشرت نتائج الدراسة تفوق مؤشرات التقييم النسبي والمعبر عنها بـ (مضاعف الربحية، ونسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية، وربحية السهم) نتيجة اهميتها المالية والاحصائية في تفسير التغيرات الحاصلة في القيم السوقية لاسعار الاسهم عينة الدراسة.

6. على الرغم من الاهمية المالية لمؤشر التقييم المطلق (القيمة الحقيقية لنموذج جوردن) الا انه لم يستطع تحقيق معنوية احصائية الا في اختبارين من مجموع (7) اختبارات، وفي هذا الاطار لا يمكن الاعتماد على مؤشرات التقييم المطلق لوحدها في الاستدلال على تغيرات اسعار الاسهم.

ثانياً: التوصيات:

بناءً على الاستنتاجات التي تم التوصل إليها فانه من الممكن وضع مجموعة من التوصيات وعلى النحو الآتي :

1. ضرورة العمل على بناء ثقافة الاستثمار بالقيمة وطرق تحقيق الارباح غير الاعتيادية ضمن مفاهيم التحليل الاساسي ومداخل تقييم حق الملكية وفرضيات السوق الكفوء عبر اقامة الندوات والورش العلمية بين اقسام العلوم المالية والمصرفية في الجامعات العراقية وسوق العراق للاوراق المالية.
2. التركيز على القضايا القانونية والتنظيمية لسوق العراق للاوراق المالية وتحديد دوره في توفير المعلومات التاريخية سواء اكانت معلومات تتعلق بالسوق او الشركات المدرجة لاهميتها في تقدير اسعار الاسهم السوقية.

- European Financial Management, Vol. 4, No 1. pp. 91-105.
- [7] Bailey Roy E., 2005, "The Economics of Financial Markets", Cambridge University Press, 1th Edition, New York
- [8] Tiku, Mbuako, G., (2016), "Applicability of Dividend Discount Models and Free-Cash Flow Models for Equity Valuation", Diploma Thesis, Faculty of Economics and Administration, Masaryk University.
- [9] Bodie, Zvi, Kane, Alex, and Marcus. Alan J. (2013), "Essentials of investments", 9th Edition, McGraw-Hill - Irwin.
- [10] Kieso, Donald, J., Weygant, Jerry, and Kimmel Panel D. (2002) "Accounting principles". John Wiley & Sons.
- [11] Damodaran Aswath, (2006), "Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence", Working Paper, Stern School of Business.
- [12] Pinto, J., E., Henry, E., Robinson, T., R. & Stowe, J. D., (2010) "Equity asset valuation". second ed, Hoboken, New Jersey, Wiley.
- [13] Stowe, J.D., Robinson, T, R., Pinto, J, E., and McLeavey, D, W., (2007), "Equity asset valuation", CFA Institute investment series, John D. Stowe.
3. بذل الجهود اللازمة من قبل اقسام العلوم المالية والمصرفية على تزويد القائمين على سوق العراق للاوراق المالية بنتائج الدراسات المتعلقة بالتحليل الاساسي ومداخل القيمة الاستثمارية ومختلف التقنيات المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري من اجل زيادة الوعي لدى المستثمرين.
- المصادر**
- [1] Lakonishok, J, Shleifer, A, and Vishny, R. (1994), "Contrarian investment, extrapolation, and risk", Journal of Finance, Vol. 49, No 5, pp 1541-1578.
- [2] Davidson Paul, (2002), "Financial Markets, Money and the Real World", Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- [3] Fox Justin, (2009), "The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street", Harper Business, New York.
- [4] Raymond de Roover, (1958), "The Concept of the Just Price: Theory and Economic Policy", Journal of Economic History, Vol. 18, No. 4, pp. 418-434.
- [5] Sewell Martin, (2011), "History of the Efficient Market Hypothesis", UCL Research Note RN/11/04, University College London.
- [6] Dimson E., and, Mussavian M., (1998), "A brief history of market efficiency" ,