

## تحليل العلاقة ما بين مضاعفات تقييم الأسهم والتنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم

### دراسة تطبيقية لعينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

م.د. بلال نوري سعيد

جامعة كربلاء - كلية الادارة والاقتصاد

#### المستخلص

الغاية من تعدد الأساليب والادوات المستخدمة في التنبؤ المستثمرين والباحثين وجميع الجهات ذات العلاقة تعظيم القيمة السوقية للسهم لكي يعكس الصورة الايجابية للاستثمار المجدي في ظل المنافسة والمتغيرات التي يمكن أن تؤثر بصورة أو بأخرى على هذه القيمة ، لذلك اكتسب موضوع التقييم الأهمية الكبيرة ونال وسينال المزيد من البحث والتقصي عن اهم الاساليب التي يمكن أن تعبر أو تنبأ عن هذه القيمة ، وتعد طريقة المضاعفات من الطرق المهمة والبسيطة في الفهم والتطبيق الكلي بالاعتماد على البيانات المنشورة في الاسواق المالية لكي توصل الاطراف الى الشيء الذي يهدفون إليه ، وذلك كون أن القيمة لا تعبر عن اهتمام المستثمرين فحسب وانما ايضا موضع اهتمام منظمات الاعمال بشكل عام والمصارف بشكل خاص كونه يعددورا حيوياً مهما اختلف الزمن والتوجه. لذا جاء هذا البحث ليسلط الضوء على هذا الموضوع لأهميته في المصارف بشكل خاص كون تعدد عصب الحياة في مجال التنمية الاقتصادية رغم تعدد نماذج المضاعفات المستخدمة هذا من جهة . وما يعزز من استخدام هذهالنماذج هو تطبيقه على مصارف عراقية خاصة تم اختيارها وفق انها الافضل ١٠ شركات من حيث الاكثر تداولاً في السوق خلال سنة ٢٠١٥ ، وخلال المدة المبحوثة البالغة ١٠ سنوات (٢٠٠٥-٢٠١٤) لكي تعطي مؤشراً او معيار مهماً يمكن الاستناد اليه في تقييم قيمة المصارف العراقية قياساً بقيمتها السوقية لأسهمها المدرجة (اعلى أو ادنى من قيمتها) من جهة اخرى.

وعليه تم صياغة الفرضيات بناء على مشكلة البحث لإثبات ذلك . وتم تحليل النماذج المستخدمة والوصول الى السعر الحقيقي لكل نموذج ومن ثم اختبارها بواسطة اختياري F,P-Value وبيان الأثر من خلال معامل التحديد  $R^2$  (الانحدار النصف لوغاريتمي) باستخدام تحليل التباين ANOVA وتوصل الباحث الى عدم وجود تأثير معنوي لنماذج المضاعفات في القيمة السوقية للسهم التي على أساسها تم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة (فرضية القبول).

واهم ما يوصي به الباحث ضرورة التأكيد المتواصل الجهات المسؤولة سواء سوق العراق للأوراق المالية أو الهيئات الأخرى ذات العلاقة بالزام الشركات المدرجة في الأسواق المالية وخاصة القطاع المصرفي (عينة البحث) بتوفير البيانات الخاصة بمركزها المالي بكل شفافية والإفصاح المالي عن كل البيانات التي تعكس الصورة الحقيقية دون تضليل وتضعها تحت تصرف المستثمرين ليكونوا على علم ودراية تامة بأهم الأمور الخاصة بالشركات.

#### Abstract

The main purpose of the multiplicity of methods and tools used in the prediction by investors, researchers and all relevant parties justify the means they aim to reach, despite the multiplicity of which is to maximize the market value of the stock to reflect the positive image of investment worthwhile in light of competition and variables that could affect one way or another on these Therefore, the evaluation topics have acquired great importance and have received and will receive further research and investigation of the most important methods that can express or predict this value. The method of Multipliers is an important and simple method of understanding

and application by all based on data published in the financial markets in order to reach the parties to what they aim at, since the value does not reflect the interest of investors, but also the interest of business organizations in general and banks in particular Because it plays a vital role no matter how different time and direction.

Therefore, this research came to highlight the importance of this issue in banks in particular as it is the nerve of life in the field of economic development despite the multiplicity of models of Multipliers used on the one hand. The use of these models is enhanced by the application of Iraqi banks, which were selected as the top 10 companies in terms of the most traded in the market during the year 2015 during the 10-year period (2005-2014) to give an indication or an important criterion to be based on the evaluation The value of Iraqi banks in relation to the market value of their listed shares (higher or lower than their value) on the other hand.

Accordingly, the hypotheses were formulated based on the objectives set to prove this. The models used and the real price of each model were analyzed and then tested using the F, P-Value and impact tests using  $R^2$  (logarithmic regression) using ANOVA. The researcher concluded that there was no significant effect of the models of multiples in market value Based on which the null hypothesis was accepted and rejected the alternative hypothesis (acceptance hypothesis).

The most important thing recommended by the researcher to the necessity of continuous confirmation by the responsible authorities, whether the Iraqi Stock Exchange or other relevant bodies, to obligate listed companies in the financial markets, especially the banking sector (sample research) to provide data on their financial position with transparency and financial disclosure for all data that reflect the real picture without misleading and put it under Investors should be aware of the most important corporate matters.

## المقدمة

يسعى المستثمرون في الاسواق المالية لتعظيم ثروتهم بشتى الطرق التي يستطيعون من خلالها الوصول الى اهدافهم ، ومن اجل ذلك فهم يعتمدون على طرق متعددة سواء عن طريق التحليل المالي والتنبؤ وغيرها التنبؤ ديدورا مهما في الاسواق المالية ، ويشكل سعر السهم العامل الاساس الذي يسعى المستثمرون لتحقيق مكاسبهم من خلاله ، مما كان له الاثر الكبير في زيادة الاهتمام بدراسته من حيث التنبؤ بأسعار الاسهم لكي يسهل لهم اتخاذ القرارات المهمة هم. وعمليا وعلميا توجد العديد من الطرق والنماذج التي تسعى من خلالها التنبؤ بأسعار الاسهم بأساليب مختلفة ، إلا أن هذه الطرق متفاوتة من حيث درجة ارتباطها بنتائج الواقع وبالتالي فان القرارات المشتقة منها والتمخض عنها ستكون متفاوتة ومتباينة ايضا مما سيكون لها الاثر على المستثمرين الذين يستخدمون الطرق المختلفة في السوق المالي ، وتعد الطرق المعتمدة على مضاعفات التقييم من اكثر الطرق استخداما نظرا لسهولةها وتعددتها سواء المضاعفات المعتمدة على الربحية أو على التدفقات النقدية وغيرها.

ومن هنا جاء البحث كمحاولة لتبيان أكثر المضاعفات ارتباطا بالقيمة السوقية ، من خلال مقارنة اسعار الاسهم التي تنتجها هذه المضاعفات مع أسعار السوقية للأسهم. وعليه قسم البحث الحالي الى خمسة محاور خصص الاول بمنهجية البحث والثاني بالاطار النظري والثالث بالجانب التحليلي التطبيقي للبحث والرابع خصص لاختبار فرضيات البحث واختتم الاخير بالاستنتاجات والتوصيات.

## المحور الأول

### منهجية البحث

#### أ- مشكلة البحث

تتمثل المشكلة بالتساؤلات الآتية:

- 1- هل إن نتائج كل طريقة من طرق التقييم (المضاعفات) متقاربة أم متفاوتة عن القيمة السوقية للسهم (من حيث أعلى أو أدنى من قيمتها) ؟
- 2- هل يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نماذج التقييم (المضاعفات) والسعر السوقي للسهم؟
- 3- هل يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية بين نماذج التقييم (المضاعفات) والسعر السوقي للسهم؟

#### ب- فرضية البحث

انبثقت الفرضية من أبعاد المشكلة المرسومة للبحث في بيان الجدوى من استخدام نماذج المضاعفات واختبارها، ومن هنا فان هذا البحث سيحاول صياغة الفرضيات الآتية:

- 1- يوجد تفاوت في مؤشرات مضاعفات التقييم من حيث انعكاسها في القيمة السوقية للسهم.

#### 2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نماذج التقييم (المضاعفات) والسعر السوقي للسهم.

- 3- لا يوجد تأثير ذات دلالة إحصائية بين نماذج التقييم (المضاعفات) والسعر السوقي للسهم.

#### ج- أهمية البحث

تتبع أهميته من حيث إن سعر السهم يعد من احد العوامل المهمة لدى المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في الأسواق المالية، كما ويعتمد عليه بشكل رئيسي في تحقيق الأرباح وتجنب الخسائر . وعليه فان التنبؤ الدقيق بأسعار الأسهم سيعطي بعدا مهما للمستثمرين في اتخاذ انسب القرارات فيما يتعلق باستثماراتهم ومن ثم تمكينهم من الدخول في فرص لتحقيق الأرباح من خلال الاعتماد على الطرق الأكثر دقة في التقييم التي تعطي نتائج أكثر قربا للأسعار السوقية للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية .

#### د- أهداف البحث

يهدف هذا البحث الى اختبار العلاقة بين أسعار الأسهم (القيمة السوقية) التي يتم التنبؤ بها من خلال الاعتماد على بعض طرق أو نماذج التقييم المختلفة وبين أسعار الأسهم السوقية من جهة أخرى . إذ كل طريقة من الطرق المستخدمة تعطي نتائج مختلفة عن الطرق الأخرى ، إذ إن كل منها يعتمد على مدخلات مختلفة في التنبؤ ونظرا للأهمية الكبيرة لأسعار الأسهم ، فقد جاء البحث كمحاولة للتعرف على أكثر نتائج الطرق قربا من أسعا الأسهم السوقية وبالتالي التعرف على أكثر الطرق موثوقية من خلال نتائجها ، بما سيكون له الأثر على قرارات المستثمرين من خلال اختبارها سواء من حيث الأدنى أو الأعلى من قيمتها السوقية ، وتعزيزها بالاختبارات الإحصائية ذات العلاقة .

#### هـ- مجتمع وعينة البحث

تم اختيار عينة قسدية من (١٠) مصارف عراقية بناء على أكثر عدد اسهم متداولة في السوق النظامي ضمن سوق العراق للأوراق المالية (الافضل عشرة شركات) لسنة المنتبأ بها وهي ٢٠١٥ ، كما أن الشركات الثمان الأولى منها وفق تسلسلات

الشركات الأكثر تداولاً من حيث كانت الأسهم الأكثر قيمة بالتداول لنفس السنة (مع وجود تغييرات في ترتيبها حسب قيمة التداول صعوداً ونزولاً) ، لذا أرتأى الباحث تبني تسلسل المصارف الأكثر تداولاً وفق نشرات سوق العراق للأوراق المالية لاستخدامها في الجانب التطبيقي دون ذكر اسمائها والمصارف هي :

جدول (١)

المصارف عينة البحث

ت	المصارف	عدد الاسهم المتداولة	النسبة الى التداول الكلي	ت	المصارف	عدد الاسهم المتداولة	النسبة الى التداول الكلي
١	دار السلام	٩٣٥٧٨٦١٩٥١٨	١٩.٨٨	٦	الشمال	٣٠٢٧٥٤٣٩٩٢٢	٦.٦٧
٢	المتحد	٨٤٨٢٨٦٤٠٠٠٤	١٠.٥٧	٧	اشور الدولي	٢٧١٨١٨٧٧٣٤	٤.٤٧
٣	العراقي الاسلامي	٥٦٧٧٢٧٦٦٣٨٤	١٠.١٦	٨	بغداد	٢٣١١٧٧١٩٦١٠	٤.١٨
٤	الخليج	٥٦٤٨٩٤٠٨٣٥١	٨.٩٦	٩	الموصل	٢١٤٢٢٩٣٤٦١٨	٣.٩٤
٥	الاهلي العراقي	٥٠١٥٠٩٥١٤٤٥	٦.٨٩	١٠	الشرق الاوسط	٢٠٣٤٢٥٦٨٣٧٩	٣.٤٧

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية لسنة ٢٠١٥.

وتمثلت المدة الزمنية التي خضعت للتحليل والبحث ما بين (٢٠٠٥-٢٠١٤) ، اذ تعد سنة ٢٠١٥ السنة المتتبأ بها ومقارنتها بالسعر السوقي .

و - أسلوب البحث:

اعتمد الباحث في أسلوب بحثه على شطرين احدهما يتمثل بالطريقة التي سيتم استخراج اسعار الاسهم المتتبأ بها باستخدام طرق المضاعفات السبع ومقارنتها بأسعار الاسهم السوقية والطرق هي :

(السعر الى ربحية السهم الواحد ، السعر الى ربحية السهم الواحد من العمليات التشغيلية ، السعر الى القيمة الدفترية ، السعر الى التدفقات النقدية ، السعر الى صافي الدخل ، السعر الى المبيعات ، السعر الى مجموع الموجودات)

وهذه الطرق تم اعتمادها الباحث بعد الرجوع الى عدة باحثين وكتاب من مصادر اجنبية التي تم اعتمادها هم وعلى اساسها تم تبني النماذج التي تبناه الباحث (Rahgozar,2005) وتم استخدام هذه النماذج السبع من مضاعفات التقييم (عدا نموذج السعر

الى مقسوم الارباح لتعذر الباحث الحصول على البيانات بهذا الخصوص) في بحثه الحالي والمتمثلة بالجدول الاتي

جدول (٢)

نماذج مضاعفات التقييم

ت	النموذج	قانونه	المصدر
١	السعر الى ربحية السهم الواحد P/E	$\hat{P}_0 = \frac{Average Price}{Average Earnings Per Share} \times EPS$	(Rahgozar,2005:118-120)
٢	السعر الى ربحية السهم الواحد من الدخل التشغيلي P/EOI	$\hat{P}_0 = \frac{Average Price}{Average Earnings Per Share from Operation} \times EPO$	

1في بحثها لموسم (نماذج لتقييم وتأثيرها في تنويع أسعار الأسهم)،بعد رجوعها لاصول هذه النماذج من المصادر العلمية سواء من الكتب والبحوث العلمية.

	$\hat{P}_0 = \frac{\text{Average Price}}{\text{Average Book Value Per Share}} \times BV\hat{P}S$	السعر الى القيمة الدفترية P/BV	٣
	$\hat{P}_0 = \frac{\text{Average Price}}{\text{Average Cash Flow Per Share}} \times CF\hat{P}S$	السعر الى التدفق التقدي التشغيلي P/OCF	٤
	$\hat{P}_0 = \frac{\text{Average Price}}{\text{Average Net Income Per Share}} \times NI\hat{P}S$	السعر الى صافي الدخل P/NI	٥
	$\hat{P}_0 = \frac{\text{Average Price}}{\text{Average Sales Per Share}} \times S\hat{P}S$	السعر الى المبيعات P/S	٦
	$\hat{P}_0 = \frac{\text{Average Price}}{\text{Average Assets Per Share}} \times A\hat{P}S$	السعر الى مجموع الموجودات P/TA	٧

المصدر: بالاعتماد على المصدر المذكور انفا.

- $\hat{E}PS$  ربحية السهم الواحد المقدره وتم اعتماد على بيانات ٢٠١٥ للوصول الى السعر الحقيقي (المتنبأ به) وهذا الحال ينطبق على جميع النماذج الست الباقية .

## المحور الثاني

### الاطار النظري للبحث

يمثل سعر السهم في الاسواق المالية المرتكز الرئيس لقرارات الاستثمار التي يتخذها المستثمرون ، إذ يسعى جميع المستثمرين الى شراء الاسهم ذات الربحية المرتفعة وذلك بهدف تحقيق المكاسب المالية من خلال الاتجار بهذه الاسهم ، ولذلك فهم يسعون دائما للوصول الى اقرب قيمة للسهم في المستقبل بهدف التنبؤ بالأرباح التي يمكن لهم الحصول عليها في حال اذا قاموا بشراء هذا السهم في الوقت التي تسعى جميع منظمات الاعمال الى تعظيم قيمة اسهمها بهدف تحقيق النمو والربحية وبالتالي الوصول الى هدفها الرئيس وهو تعظيم قيمة الملاك ، إذ ان جميع المالكين والمستثمرين يأملون دائما بزيادة قيمة اسهمهم (Palepu et al.,2004:7) ، وعليه يحاول هؤلاء استخدام أو الاستعانة بأساليب التقييم لمقارنة القيمة المتحصل عليها من سعر السهم بالسوق لاتخاذ القرار ببيع أو شراء أو امتلاك السهم بهذه المنظمة دون غيرها (Fernandez,2007:2) .

وان هذا القرار يحتاج الى معرفة بالعوامل المؤثرة بأسعار الاسهم وهي ذات اهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر والمالك على حدا سواء لا تقل اهميتها عن معرفته بأساليب التقييم لكي يتمكن من التنبؤ بالتغيرات المستقبلية في سعر السهم وما يصبوا إليه من تغييرات في عائدات الاستثمار ، مما يزداد التوجه نحو التنبؤ بأسعار الاسهم في سوق رأس المال (Kalama,2013:2) .

ويعتمد هذا السعر بشكل رئيسي على قوى العرض والطلب للأوراق المالية في السوق. وتؤكد فرضية السوق الكفاء التي جاء بها (Fama,1970) أن الأسواق المالية كفاً وأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات ذات الصلة المتاحة للسوق. و إن السوق يتفاعل بسرعة وبشكل متكامل مع المعلومات التي تبين تقلبات سعر الاسهم نتيجة هذه القوى ،في إشارة إلى الوضع المالي

والتوقعات المستقبلية للمنظمات الأعمال لذا يستخدم المستثمرون معلومات هذه المنظمات لتحديد قرارات استثماراتهم(Dissanayake&Wickramasinghe,2016:360).

وما يؤكد عكس ذلك ، وعلى مدى عقود قليلة ماضية توصل عدد من الباحثين بإثبات العكس وهو إن الأسعار لاتعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق وبإمكان المستثمرين أن يحققوا عائدات غير عادية من خلال أتباع استراتيجيات استثمارية معينة(Vorweg,2015:3). ووفقا لهذه المعطيات يفترض أن الاستثمار السليم هو أن المستثمر لا يدفع للموجود أكثر من قيمته ، لكن وفق لمنظاره بان أي ثمن يمكن تبريره بوجود مستثمرين آخرين على استعداد لدفع هذا السعر. وبناءا على هذه التصورات عن القيمة (السعر) يجب دعمها بالواقع ، مما يعني أن السعر المدفوع لأي موجود ينبغي أن يعكس التدفقات النقدية التي يتوقع أن يولدها . لذا فان نماذج التقييم تحاول أن تربط هذه القيمة بالمستوى والنمو المتوقع من هذه التدفقات النقدية المعول عليها الجهات ذات العلاقة لتبرير استثماراتهم . لذا هنالك العديد من مجالات التقييم مقابل وجود مجال للاختلاف، بمافي ذلك كيفية تقدير القيمة الحقيقية والمدة التي سيستغرقها الأمر للتكيف الأسعار مع القيمة الحقيقية. ولكننا كنقطة واحدة لايمكن أن يدعو إلى الاختلاف هو انه لايمكن تبرير أسعار الموجودات من خلال مجرد استخدام الحجة القائلة بأنه سيكون هناك مستثمرين آخرين على استعداد لدفع سعر أعلى في المستقبل(Damodaran,2009:2).

وعليه تعددت طرق وأساليب المعتمدة في التقييم على مستوى الاسواق المالية وبما يتناسب وحاجة الاطراف ذات العلاقة من المساهمين والمستثمرين والمقرضين وغيرهم ليعكس لهم الصورة الجميلة لهذه المنظمة ، وعليه تعد اساليب المضاعفات كأحد الاساليب المهمة والمعبرة عن التقييم والمستخدم في التنبؤ بأسعار الاسهم لكي يتمكن هؤلاء من معرفة الحدود والخطوط العريضة لهذه الصورة في ظل محدودية المعلومات كما اسلفنا سابقا ويرأي الكثير من الباحثين في هذا المجال رغم الافصاح المالي والشفافية في نقل المعلومات إلا أن هناك معلومات قد يغفل عنها هؤلاء الاطراف بسبب أو دون ذلك ، إلا أن كل ذلك لا يمنع أو يقلل من شان استخدام هذه الأساليب .ويبين (Schreiner,2007)عن حقيقة هو أن مضاعفات التقييمات البسيطة يمكن أن تكتمل بشكل أسرع وبافتراضات أقل من تقنيات التقييم المعقدة، والمضاعفات توفر ميزات جذابة إضافية تتمثل بالاتي:(Schreiner,2007,2-3)

أ- تمتاز المضاعفات (بمؤشرات)بسهولةها في الفهم وبساطتها في العرض للزبائن.

ب-تتشر الصحف المالية والمجلات والمنصات عبر الإنترنت مضاعفات التداول الشائعة يوميا، وتقوم بتحديثها بانتظام.

ج-كثيرا مايرسل المحلل ونفي جانبا لبيع آرائهم بشأن قيمة الشركات من حيث المضاعفات ضمن تقاريرهما لبحثية.

د- فحص هذه المضاعفات - الفحص الاساس لمؤشراتهما-ما يسمح بمقارنات سريعة بين الشركات والصناعات والأسواق.

هـ- تعكس هذه المضاعفات الوضع الحالي للسوق، لأن محاولتهم هي قياسا لقيمة النسبية وليس الجوهرية لهذا السوق.

بينما يرى البعض أن هناك خلافا للقبول لعامل نماذج التقييم للتنبؤ بقيم الأسهم. إذ خلصت بعض الدراسات إلى أن أسعار الأسهم تشبه التحرك العشوائي random walk وأن الأداء السابق لا يمكن أن يتكرر ،ويؤكدون أيضا أنه لا يوجد اكبر أو أدنى من قيمة أسعار الأسهم باستخدام البيانات المالية التاريخية ونماذج التقييم (كالمضاعفات) (Rahgozar,2005,115). وبالتركيز على التحليل الاساس، يعرف(Gottwald,2012) القيمة بأنها "السعر المبرر" ،والذي يعبر عن القيمة الحقيقية للأسهم. وعادة ما يشتري المستثمرون الأسهم بأقل من قيمتها ،لأن بتوقعاتهم سيرتفع سعر السهم في المستقبل والعكس صحيح . ويفترض بأن الأسهم موجودة بأدنى أو أعلى من قيمتها في أسواق رأس المال. وبعبارة أخرى، يمكن أن يكون سعر السهم مختلفا عن قيمتها لحقيقية في التطبيق(Gottwald,2012:21).

ولتقييم هذه الآراء المختلفة وبيان الجدوى من استخدام المضاعفات كأحد الأدوات للتنبؤ بأسعار الأسهم، فلا بد من الإشارة الى اهم الطرق المستخدمة في بحثنا الحالي<sup>٢</sup>:

#### أ- السعر الى ربحية السهم الواحد P/E

وهي سعر السهم مقسوما على ربحية السهم الواحد، وتستخدم هذه النسبة لتحديد سعر السهم في قطاع معين. ومن الممكن مقارنة نسب الربحية للمنظمات المتماثلة التي هي في نفس القطاع ويتأثر أدائها بنفس أنواع من العوامل. إذ تعد مشكلة في حالة المنظمات التي تعمل في قطاعات مختلفة. ولتقييم الأسهم، كثيرا ما تستخدم معايير محاسبية مختلفة التي من الممكن تقدير نسب الربحية للمنظمات ، رغم موثوقيتها المحدودة. وعلى العموم ، فإن العديد من المستثمرين على استعداد لدفع علاوة لتوقعات النمو المرتفع في نسبة P/E العالية ، رغم إن هذه النسبة تتأثر بالمستوى العامل أسعار الفائدة في السوق، فإن أي تغيرات في أسعار الفائدة تميل إلى التأثير على أرباح المنظمات (Gottwald,2012:22). وفي الآونة الأخيرة ، جادل بعض الاقتصاديين حول هذا المؤشر في سوق الأسهم في بعض من الأسواق العالمية مثل مؤشر S&P500 ، إذ يمكن أن يساعد في التنبؤ بالتغيرات الطويلة الأمد في هذا المؤشر. ووفقا لهذا الرأي ، فإن انخفاض نسبة السعر إلى الربحية يميل إلى أن يعقب هن مو سريع في أسعار الأسهم في العقد اللاحق وإن ارتفاع هذه النسبة ناتجة عن طريق النمو البطيء في أسعار الأسهم (Shen,2000:24). وعليه ، لا تزال نسبة السعر إلى الربحية هي أداة التقييم الأكثر استخداما على نطاق واسع في أسواق الأسهم. ويستخدم المحلل ونذلك التسعير للأسهم الجديدة في العروض الأولية العامة. كما وتستخدم هذه النسبة كم قياس للقيمة النسبية عند مقارنة المنظمات المدرجة (Gottwald,2012:22).

#### ب- السعر الى ربحية السهم الواحد من الدخل التشغيلي P/EOI

وهو يأتي من قسمة السعر إلى ربحية السهم على الدخل التشغيلي EOI والأخير يعد مؤشرا من المؤشرات المهمة في الأداء المالي وهو يأتي من الفرق ما بين الإيرادات والمصاريف التشغيلية ، ويبين (Brigham&Houston,2015:68) الدخل التشغيلي مهم لعدة أسباب:

١- يكافأ المدراء عموما على أساس أداء الوحدات لتبيديرونها.

٢- إذا كانت إحدى الشركات تفكر في الاستحواذ على الشركة الأخرى ، فإنها سوف تكون مهتمة في قيمة عمليات الشركة المستهدفة ؛ إذ يتم تحديد تلك القيمة من خلال لدخل التشغيل لشركة المستهدفة.

٣- يكون الدخل التشغيلي يعادة أكثر استقرارا من إجمالي الدخل، إذ يمكن أن يتأثر مجموع الدخل بشكل كبير بعملت شطب السندات المدعومة بالرهن العقاري وماشا بهذلك. لذلك، يركز المحلل ونعلى الدخل تشغيلي عندما يقدر نقيم أسهم المنظمات على الأمد الطويل.

#### ج- السعر الى القيمة الدفترية P/BV

تعد نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة اسوقية الأكثر الأهمية من أي من الحجم أو نسبة السعر إلى الربحية في تفسير أداء الأسهم المتفوق superior. وكلما ارتفعت نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية كل مازاد العائد المحتمل على الأسهم. أما الأسهم التي لها قيمة دفترية قريبة من القيمة السوقية فمن المرجح أن تكون أدنى قيمة من الأسهم التي لها قيم دفترية تقل كثيرا عن قيم السوق (Rahgozar,2005,119)، لذا إن نسبة لسعر إلى القيمة الدفترية هي نسبة التقييم المستخدمة مستشاري الاستثمار ومديري

<sup>٢</sup> تم الإشارة سابقا الى تبني النماذج التي تبناها الباحث (Rahgozar,2005) والعديد من الباحثين سواء قبله وبعده هذه من ناحية . ومدى توافر البيانات والتي تتناسب مع هذه النماذج رغم استبعاد واحدة منها من ناحية أخرى.

الصناديق والمستثمرين لمقارنة القيمة السوقية للمنظمة (رسمة السوق) بقيمتها الدفترية (حقوق المساهمين) . وان هذه النسبة يعبر عنها كم ضاعف (عدد المرات التي تم التداول للسهم الواحد للمنظمة مقارنة بالقيمة الدفترية للسهم الواحد لها) (Marangu&Jagongo,2014:51) . ووفقا لهذه المعطيات وتقارب العلاقة ما بين هذه النسبة ونسبة (P/E) من حيث أهميتهما وبروزهما في المؤشرات المالية للأسواق ،يوضح (Halsey,2001:264) طبيعة العلاقة ما بين النسبتين ، (P/E) (P/B) في تفسير ووصف أنواع المنظمات من خلال المصفوفة الآتية :

شكل (١)

تفسير العلاقة بين (P/B) ، (P/E)

	High P/B	Low P/B
	١	٣
High P/E	(high-performing companies)	improving companies
	الدخل المتبقي المتوقع ايجابي ، زيادة الدخل	الدخل المتبقي المتوقع سلبي ، زيادة الدخل
	٢	٤
Low P/E	(declining companies)	(poor-performing companies)
	الدخل المتبقي المتوقع ايجابي ، انخفاض الدخل	الدخل المتبقي المتوقع سلبي ، انخفاض الدخل

Source: Halsey, Robert F.(2001).(Using the Residual–Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis). Issues in Accounting Education, Vol.16, No.2,p.264.

د- السعر الى التدفق النقدي التشغيلي P/OCF

وهي التدفقات النقدية التشغيلية (OCF)، التي تشير إلى مقدار النقدية التي يتولدها المنظمة من العمليات التجارية العادية. فهو مقياس أكثر دقة لمقدار النقد الذي تنتجها لمنظمة (أو تستخدمه) وهو يمثل بحاصل جمع صافي الدخل مع الفترات غير النقدية كالأرباح والاطفاء مطروح منها صافي رأس المال العامل (Chi Lok,2014:5). فإذا زاد صافي رأس المال العامل، فإن هذا يمثل تخفيض الل تدفقات النقدية التشغيلية والعكس صحيح . لذلك ، يعد مؤشر اساسي للسلامة المالية للمنظمات بسبب أن فقدان القدرة على توليد التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية ، فأنها لا تمتلك القدرة على الاستمرار في المستقبل ، لذا فهي تعد شريان الحياة للمنظمات الاعمال (Drake,2006:2) . و P/OCF هي القيمة السوقية للمنظمة مقسومة على التدفقات النقدية التشغيلية. فإن هي دلعل بمدى استعداد المستثمرين بدفع لكل دينار من OCF . من خلال مقارنة الأسعار و OCF للسهم الواحد للمنظمة التي يصبح بالإمكان تقييمها .

هـ- السعر الى صافي الدخل P/NI

يعد صافي الدخل من مقاييس الأداء التشغيلي بل لمنظمة وعادة ما يتم تعريفه على أنه الإيرادات من العمليات ناقصا مصاري التشغيل المباشرة وغير المباشرة. وفائدته كم مقياس لمنفعة الاقتصادية لأغراض التقييم تكمن معرفته من خلال بيانات المالية. ويمكن أن يستخدم البعض مؤشر صافي الدخل أم اقبل أو بعد الضرائب في الكثير من النسب المالية ، إلا انه هنا كم مشكلة في استخدام صافي الدخل كم نفعة اقتصادية وذلك لأنهم نال صعب التوسع في معدلات الخصم والحدود العليا لأسعار الفائدة (Cap) كنسبة من صافي الدخل؛ وخاصة إن التدفق النقدي لمعدلات العائد هي أكثر إتاحة وسهولة باستخدام الأساليب التقليدية لكلفة رأس المال (Hitchner,2011:131).



و- السعر الى المبيعات P/S

مؤشر مهم آخر من مؤشرات المضاعف المستخدمة على اساس ايرادات المنظمة وهي نسبة قيمة الموجودات التي تولد الإيرادات بالنسبة للمستثمرين في الأسهم، فإنها تعد مهمة ، إذ يتم تقسيم القيمة السوقية للسهم على الإيرادات المتحققة لكل سهم (Sehgal&Pandey,2010:91). ونظرا لاستخدامه بشكل واسع في مضاعفات التقييم الجهات ذات العلاقة ، وعليه اكتسب هذا النوع من المضاعفات اهتماما بشكل اكبر خلال استخدام الجوانب التكنولوجية والإنترنت في تداولات الأسهم في منتصف وأواخر التسعينات (Schreiner,2007:43).

ز- السعر الى مجموع الموجودات P/TA

وفق هذا المؤشر، يضرب نسبة متوسط السعر إلى المتوسط الإجمالي للموجودات للسهم الواحد بالموجودات المقدره للسهم الواحد (Rahgozar,2005,120). وهي تعد نسبة مهمة بالنسبة للمستثمرين والمساهمين كون يتعرف من خلالها مدى التوظيف السليم للأموال والتوزيع على مستوى مكوناتها سواء المتداولة والثابتة ومدى انعكاسها على اسعار الاسهم عند ربطها بالرافعة التشغيلية والمالية.

المحور الثالث

الجانب التطبيقي للبحث

أ- السعر الى ربحية السهم الواحد P/E

تم استخدام النموذج الذي تم بيانه سابقا في جدول (٢) والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة المبحوث على معدل ربحية السهم الواحد خلال تلك المدة ومن ثم ضربها بربحية السهم الواحد لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) التي تم الحصول عليها من تطبيق معادلة الاتجاه العام والتمثلة (Y) للوصول الى السعر الحقيقي للسهم (Po). يظهر من الجدول (٣) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية (log<sub>10</sub> Po 1) والسوقية للأسهم (RP) لسنة ٢٠١٥ (وهذا الأمر ينطبق في جميع الجداول) وكانت في اغلب الأحيان مقيم بأعلى من قيمتها الحقيقية ، ما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أقل من القيمة السوقية ما عدا حالتين فقط كانت في المصرفين الأول والثالث (دار السلام والعراقي الإسلامي) خلال المدة المبحوثة ٢٠٠٥-٢٠١٤ إذ كان السعر السوقي للسهم مقيم بأدنى من قيمته . مع ذلك وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كانت بنسبة (١٠٠%) إذ أن كل قيم الأسهم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية وهذه الأخطاء في تسعير الأسهم يؤدي بالنتيجة إلى توزيع رؤوس الأموال بشكل غير متوازن وغير صحيح بعد الصورة الغير واضحة عن القيمتين لان الأسهم مسعرة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية و ان أي عملية تصحيح لمسار الأسعار ستؤدي بالنتيجة إلى أما تحقيق أرباح طائلة أو خسائر فادحة . وعليه تقبل الفرضية الأولى التي تنص (تفاوت مؤشرات مضاعفات التقييم من حيث انعكاسها في السعر السوقي للسهم) وترفض فرضية العدم

جدول (٣)

السعر إلى ربحية السهم الواحد P/E

التصنيف	RP	log <sub>10</sub> Po 1	Po	Y	X(2015)	β	α	ت
*UN	0.27	0.884	7.660	0.122	0.077	0.340	0.096	١
**OV	0.37	0.349	2.235	0.128	0.066	0.044	0.125	٢
UN	0.51	0.565	3.675	0.128	0.032	0.161	0.123	٣

تم اخذ لوغاريتم للقيمة الحقيقية بعدما وجد تشتت كبير ما بين العينة المبحوثة من جهة وما بين القيمة الحقيقية والسوقية من جهة أخرى لذا ارتأى الباحث استخدام اللوغاريتم كأحد الحلول الناجعة لتعديل التشتت وامكانية الخروج بنتائج تخدم البحث الحالي بعدما تم الاستعانة بأحد المصادر التي توثق ذلك مثال (Lutkepohl&Xu,2012:620).

OV	0.51	-0.141	0.723	0.076	0.033	0.348	0.064	٤
OV	0.55	0.316	2.072	0.099	0.010	0.666	0.092	٥
OV	0.26	-0.155	0.699	0.059	-0.018	0.389	0.066	٦
OV	0.43	-0.132	0.737	0.099	0.043	0.490	0.078	٧
OV	1.17	0.123	1.329	0.088	0.023	0.277	0.081	٨
OV	0.25	-0.074	0.843	0.070	-0.001	0.429	0.070	٩
OV	0.51	0.030	1.071	0.104	0.022	0.142	0.101	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية والكشوفات المالية.

\* UN : Undervalue أي يعني أن سعر السوقي للسهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية.

\*\* OV : Overvalue أي يعني أن سعر السوقي للسهم مقيم بأعلى من قيمته الحقيقية.

#### ب- السعر الى ربحية السهم الواحد من الدخل التشغيلي P/EOI

تم استخدام النموذج والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة المبحوث على معدل ربحية السهم الواحد من الدخل التشغيلي خلال تلك المدة ( قسمة الدخل التشغيلي على عدد الاسهم المصدرة) ومن ثم ضربها بربحية السهم الواحد من الدخل التشغيلي لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) وبعدها تم تطبيق معادلة الاتجاه العام للوصول الى السعر الحقيقي للسهم. يظهر من الجدول (٤) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية والسوقية للأسهم وكانت في اغلب الأحيان مقيم بأعلى من قيمتها الحقيقية ايضا ، ما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أقل من القيمة السوقية ما عدا ثلاث حالات فقط قد ظهرت في هذا التحليل كانت في المصارف الثلاث الأولى (دار السلام والمتحد والعراقي الاسلامي) خلال المدة المبحوثة ، اذ كان السعر السوقي للسهم مقيم بأدنى من قيمته . مع ذلك وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كانت بنسبة (١٠٠%) ايضا . إذ أن كل قيم الأسهم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية وهذه الأخطاء في تسعير الأسهم يؤدي الى نتائج غير مرغوبة على مستوى المصارف عينة البحث في توزيع رؤوس أموالها. وعليه تقبل الفرضية الأولى وترفض فرضية العدم.

جدول (٤) السعر الى ربحية السهم الواحد من الدخل التشغيلي P/EOI

التصنيف	RP	$\log_{10} Po 2$	Po	Y	X(2015)	$\beta$	$\alpha$	ت
UN	0.27	0.840	6.920	0.175	0.071	0.367	0.149	١
UN	0.37	0.507	3.217	0.203	0.082	0.109	0.194	٢
UN	0.51	0.696	4.960	0.207	0.040	0.042	0.206	٣
OV	0.51	-0.113	0.771	0.137	0.110	0.336	0.100	٤
OV	0.55	0.324	2.108	0.162	0.039	0.865	0.128	٥
OV	0.26	0.024	1.056	0.156	0.110	0.298	0.123	٦
OV	0.43	-0.079	0.833	0.150	0.060	0.690	0.109	٧
OV	1.17	0.091	1.232	0.124	0.084	0.454	0.085	٨
OV	0.25	-0.044	0.903	0.095	-0.001	0.628	0.096	٩
OV	0.51	-0.136	0.731	0.153	0.079	0.148	0.141	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية و الكشوفات المالية

ج- السعر الى القيمة الدفترية P/BV

تم استخدام النموذج الذي تم بيانه سابقا والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة على القيمة الدفترية للسهم الواحد خلال تلك المدة ومن ثم ضربها بالقيمة الدفترية للسهم الواحد لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) وبعدها تم تطبيق معادلة الاتجاه العام للوصول الى السعر الحقيقي للسهم. يظهر من الجدول (٥) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية والسوقية للأسهم وكانت جميعها مقيم بأعلى من قيمتها الحقيقية ، ما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أقل من القيمة السوقية ما عدا حالتين فقط كانت في المصرفين الاول والسادس (دار السلام والشمال) خلال المدة المبحوثة ، إلا أن هاتين الحالتين كانت احدهما القيمة الحقيقية للسهم مقيم بأعلى من قيمته السوقية وهي في المصرف الاول ، في حين كان الثاني الحالة الفريدة بتساوي تقريبا ما بين السعريين وكانت في المصرف السادس وفق هذا المؤشر اذ كان السعر السوقي للسهم مقيم بنفس قيمته الحقيقية بفروقات جدا قليلة . مع ذلك وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كانت بنسبة (٩٠%) إذا تم استبعاد هذه الحالة والا أن كل قيم الأسهم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية وهذه الأخطاء في تسعير الأسهم يؤدي الى نتائج مضللة إلى كل الجهات ذات العلاقة .وعليه تقبل الفرضية الأولى وترفض فرضية العدم.

جدول (٥)السعر الى القيمة الدفترية P/BV

التصنيف	RP	$\log_{10} Po3$	Po	Y	X(2015)	$\beta$	$\alpha$	ت
UN	0.27	0.861	7.262	1.208	1.203	0.229	0.932	١
OV	0.37	0.325	2.114	1.171	1.072	0.026	1.143	٢
OV	0.51	0.164	1.459	1.184	1.088	0.372	0.780	٣
OV	0.51	0.209	1.620	1.120	1.072	0.302	0.795	٤
OV	0.55	0.085	1.215	1.146	1.042	0.276	0.858	٥
*E	0.26	0.259	1.815	1.145	1.097	0.221	0.903	٦
OV	0.43	-0.045	0.901	1.176	1.081	0.118	1.049	٧
OV	1.17	0.391	2.462	1.118	1.074	0.373	0.717	٨
OV	0.25	0.182	1.522	1.120	1.040	0.258	0.852	٩
OV	0.51	0.262	1.829	1.203	1.108	-0.101	1.315	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية والكشوفات المالية.  
\* E أو EV : Equivalent أو Equal Value أي يعني أن سعر السوقي للسهم مقيم بنفس قيمته الحقيقية.

د- السعر الى التدفق النقدي P/CF

تم استخدام النموذج في الجدول (٢) والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة على التدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد خلال تلك المدة بعد قسمة التدفقات على عدد الاسهم المصدرة ومن ثم ضربها بالتدفقات النقدية التشغيلية للسهم الواحد لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) وبعدها تم تطبيق معادلة الاتجاه العام للوصول الى السعر الحقيقي للسهم. يظهر من الجدول (٦) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية والسوقية للأسهم وكان جميعها مقيم بأعلى من قيمتها الحقيقية ، ما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أقل من القيمة السوقية ما عدا ثلاث حالات فقط وكانت في المصارف الاول والسادس والعاشر (دار السلام والشمال والشرق الوسط) خلال المدة المبحوثة ، اذ كان السعر السوقي للسهم مقيم بأدنى من قيمته . مع ذلك وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للعينة المبحوثة كانت بنسبة (١٠٠%) ، إذ أن كل قيم الأسهم

أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية و أن أي عملية تصحيح لمسار الأسعار ستؤدي بنتائج قد لا تكون مرغوبة لدى البعض لتضاربها مع توجهاتهم الخاصة، وعليه تقبل الفرضية الأولى وترفض فرضية العدم.

جدول (٦) السعر الى التدفق النقدي P/CF

التصنيف	RP	log <sub>10</sub> Po4	Po	Y	X(2015)	β	α	ت
UN	0.27	0.793	6.203	0.128	0.060	0.340	0.107	١
OV	0.37	0.274	1.879	0.138	0.083	0.167	0.124	٢
OV	0.51	0.120	1.317	0.137	0.037	0.149	0.132	٣
OV	0.51	0.320	2.089	0.091	0.045	0.277	0.079	٤
OV	0.55	-0.021	0.953	0.104	0.016	0.786	0.092	٥
UN	0.26	0.338	2.178	0.084	0.042	0.416	0.066	٦
OV	0.43	-0.107	0.782	0.102	0.046	0.562	0.077	٧
OV	1.17	0.422	2.644	0.088	0.034	0.327	0.077	٨
OV	0.25	0.156	1.431	0.071	0.002	0.476	0.070	٩
UN	0.51	0.626	4.225	0.114	0.034	0.106	0.111	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية والكشوفات المالية

#### هـ- السعر الى صافي الدخل P/NI

تم استخدام النموذج في الجدول (٢) والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة على صافي الدخل للسهم الواحد خلال تلك المدة بعد قسمة صافي الدخل على عدد الاسهم المصدرة ومن ثم ضربها بصافي الدخل للسهم الواحد لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) وبعدها تم تطبيق معادلة الاتجاه العام للوصول الى السعر الحقيقي للسهم. يظهر من الجدول (٧) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية والسوقية للأسهم وظهرت ثلاث حالات فقط مقيم بأدنى من قيمتها الحقيقية ، ما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية ما عدا بقية العينة المبحوثة وكانت هذه الحالات في المصارف الثلاث الاولى (دار السلام والمتحد والعراقي الاسلامي) خلال المدة المبحوثة ، بينما بقية الحالات كان السعر السوقي للسهم مقيم بأعلى من قيمته الحقيقية . كما وظهرت بالجدول ايضا نتائج القيم الحقيقية للاسهم بالسالب قياسا بقيمتها السوقية وكانت في نصف العينة المختارة. رغم ذلك ، وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للعينة المختارة وكانت بنسبة (١٠٠%) ايضا. إذ كانت كل القيم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية، وعليه تقبل الفرضية الأولى وترفض فرضية العدم.

جدول (٧) السعر الى صافي الدخل P/NI

التصنيف	RP	log <sub>10</sub> Po 5	Po	Y	X(2015)	β	α	ت
UN	0.27	0.987	9.711	0.122	0.054	0.343	0.104	١
UN	0.37	0.485	3.053	0.129	0.076	0.170	0.116	٢
UN	0.51	0.589	3.882	0.129	0.032	0.150	0.124	٣
OV	0.51	-0.138	0.728	0.083	0.033	0.281	0.073	٤
OV	0.55	0.305	2.020	0.093	0.009	0.810	0.086	٥
OV	0.26	-0.077	0.838	0.072	0.029	0.435	0.059	٦

OV	0.43	-0.152	0.705	0.094	0.043	0.580	0.069	٧
OV	1.17	0.100	1.259	0.083	0.023	0.312	0.076	٨
OV	0.25	-0.114	0.769	0.064	-0.001	0.474	0.064	٩
OV	0.51	-0.046	0.899	0.106	0.022	0.108	0.103	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية والكشوفات المالية

#### و- السعر الى المبيعات P/S

تم استخدام النموذج في الجدول (٢) والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة على المبيعات للسهم الواحد خلال تلك المدة بعد قسمة صافي الدخل على عدد الاسهم المصدرة ومن ثم ضربها بصافي الدخل للسهم الواحد لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) وبعدها تم تطبيق معادلة الاتجاه العام للوصول الى السعر الحقيقي للسهم.

يظهر من الجدول (٨) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية والسوقية للأسهم وظهرت ثلاث حالات فقط ايضا مقيم بأدنى من قيمتها الحقيقية ، ما يدل على أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية ما عدا بقية العينة المبحوثة وكانت هذه الحالات في المصارف الثلاث الأولى ايضا (دار السلام والمتحد والعراقي الاسلامي) خلال المدة المبحوثة وهي شبيهة لنتائج النموذج السابق، بينما بقية الحالات كان السعر السوقي للسهم مقيم بأعلى من قيمتها الحقيقية . لذلك، وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للعينة المختارة وكانت بنسبة (١٠٠%) ايضا. إذ كانت كل القيم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية. وعليه تقبل الفرضية الأولى وترفض فرضية العدم

#### جدول (٨) السعر الى المبيعات P/S

التصنيف	RP	log <sub>10</sub> P <sub>06</sub>	P <sub>0</sub>	Y	X(2015)	β	α	ت
UN	0.27	0.616	4.128	0.251	0.154	0.395	0.191	١
UN	0.37	0.462	2.898	0.374	0.150	-0.295	0.418	٢
UN	0.51	0.617	4.141	0.348	0.078	-0.183	0.362	٣
OV	0.51	0.019	1.044	0.261	0.216	0.345	0.187	٤
OV	0.55	0.255	1.799	0.296	0.149	0.921	0.159	٥
OV	0.26	0.142	1.387	0.312	0.228	0.147	0.278	٦
OV	0.43	0.028	1.067	0.294	0.137	0.576	0.215	٧
OV	1.17	0.296	1.979	0.307	0.359	0.601	0.091	٨
OV	0.25	0.087	1.222	0.186	0.029	0.681	0.167	٩
OV	0.51	-0.080	0.831	0.268	0.175	0.142	0.243	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية والكشوفات المالية.

#### ز- السعر الى مجموع الموجودات P/TA

تم استخدام النموذج في الجدول السابق والتوصل الى النتائج من خلال قسمة معدل السعر لكل مصرف خلال المدة على مجموع الموجودات للسهم الواحد خلال تلك المدة بعد قسمة مجموع الموجودات على عدد الاسهم المصدرة ومن ثم ضربها بمجموع الموجودات للسهم الواحد لسنة ٢٠١٥ (المتنبأ بها) وبعدها تم تطبيق معادلة الاتجاه العام والتوصل الى السعر الحقيقي للسهم.

يظهر من الجدول (٩) أن هناك فرق بين القيمتين الحقيقية والسوقية للأسهم وظهرت في حالتين فقط مقيم بأدنى من قيمتها الحقيقية ، ما يثبت على أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية ما عدا بقية العينة المبحوثة وكانت هذه الحالات في المصرفين الاوليين (دار السلام والمتحد) خلال المدة المبحوثة ، بينما بقية الحالات كان السعر السوقي للسهم مقيم بأعلى من قيمته الحقيقية مع وجود فروقات كبيرة عند البعض منها وخاصة في المصرف الاخير (الشرق الاوسط) اذ ظهرت قيمته الحقيقية بالسالب قياسا بالقيمة السوقية . مع ذلك وجد ان الأخطاء في تسعير الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للعينة المختارة وكانت بنسبة (١٠٠%) ايضاً. إذ كانت كل القيم أظهرت انحرافات في قيمها الحقيقية عن السوقية. وعليه تقبل الفرضية الأولى وترفض فرضية العدم

جدول (٩) السعر الى مجموع الموجودات P/TA

التصنيف	RP	log <sub>10</sub> Po7	Po	Y	X(2015)	β	α	ت
UN	0.27	0.540	3.469	3.907	3.732	0.265	2.916	١
UN	0.37	0.390	2.456	3.784	1.743	0.762	2.456	٢
OV	0.51	0.495	3.126	4.851	1.914	-0.552	5.908	٣
OV	0.51	0.189	1.544	4.061	2.703	0.362	3.084	٤
OV	0.55	0.376	2.375	4.827	2.143	-0.102	5.046	٥
OV	0.26	0.247	1.767	4.838	4.649	-0.067	5.148	٦
OV	0.43	0.275	1.884	4.789	1.807	0.031	4.733	٧
OV	1.17	0.225	1.680	4.726	6.198	0.051	4.407	٨
OV	0.25	0.210	1.620	3.785	1.447	0.406	3.197	٩
OV	0.51	-0.095	0.804	3.662	2.700	0.160	3.231	١٠

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الالكترونية والكشوفات المالية.

## المحور الرابع

### اختبار فرضيات البحث

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي (ANOVA) في الجدول (١٠) إن هناك تأثير ضعيف للمتغيرات المستقلة المتمثلة بالقيم الحقيقية للنماذج المستخدمة في المتغير المعتمد (القيمة السوقية للسهم) وذلك من خلال معامل التحديد R<sup>2</sup> وكان غير معنوي في نفس الوقت والذي تم اختباره من خلال اختباري F و P-Value عند مستوى معنوي ٠.٠٥ وبدرجة حرية (n1=1 , n2=8) فكان وفق اختبار F أدنى قيمة قياسا بـ F الجدولية البالغة ٥.٣٢ عند مستوى معنوي ٠.٠٥ ، وما يؤكد معنوية هذا التأثير تم استخدام اختبار P-Value لبيان معنوية المعلمة ، إذ تبين أن تأثير قوة المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد كان أعلى من 0.05 ، ما يعني عدم معنوية هذا التأثير . والسبب في ضعف وعدم معنوية تفسير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع لشدة الانحرافات رغم استخدام اللوغاريتم الطبيعي في تعديل هذه الانحرافات (الانحدار النصف اللوغاريتمي وفق مفاهيم القياس الاقتصادي) وهذه النتيجة طبيعية إذا ما تم مراجعة الكثير من البحوث العلمية بهذا الصدد ، فضلا عن ذلك متغيرات أخرى يمكن بصورة أو بأخرى كان لها الاثر في عدم قوة التأثير ومعنويته كأن تكون المعلومات الداخلية للمصارف عينة البحث مضللة بعض الشيء والظروف الاقتصادية والامنية التي لها البعد الأهم والأكبر في ذلك وغيرها من العوامل . وعليه تقبل الفرضية الثانية والثالثة وترفض الفرضية البديلة (الوجود) والجدول (١٠) يوضح ذلك.

جدول (١٠) تحليل تأثير بين (P<sub>0</sub>1-P<sub>0</sub>7) و (RP)

المتغير المستقل RP			المتغير التابع
P-Value**	F*	R <sup>2</sup>	
٠.٩	٠.٠٣	٠.٠٠٤	P <sub>0</sub> 1
٠.٧	٠.٢	٠.٠٢٣	P <sub>0</sub> 2
٠.٩	٠.٠٢	٠.٠٠٢	P <sub>0</sub> 3
١	٠.٠٠٢	٠.٠٠٠٣	P <sub>0</sub> 4
٠.٧	٠.١٢٠	٠.٠١٤	P <sub>0</sub> 5
١	2.4E-05	3.00E-06	P <sub>0</sub> 6
٠.٦	٠.٣	٠.٠٠٤	P <sub>0</sub> 7

\* (F) الجدولية عند مستوى معنوي ٠.٠٠٥ ودرجة حرية (n1=1 , n2=8) تساوي (٥.٣٢) .

\*\* P-Value  $\geq$  ٠.٠٠٥ معنوية عند ذلك المستوى . وهكذا في بقية الجداول

### المحور الخامس

### الاستنتاجات والتوصيات

#### اولا: الاستنتاجات

- ١ - اهتمام المستثمرين بالمتابعة المستمرة لحركة الاسهم في الاسواق المالية لكي يمكنهم من تبني اسهم هذه المنظمة دون أخرى وفق اسس يمكنهم من الاستناد اليها في تقييمهم وقد يكون نماذج المضاعفات احد الاساليب المستخدمة في التقييم.
- ٢- أن اسعار الاسهم تعتمد على قوى العرض والطلب فضلا عن المعلومات المتاحة لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرارات السليمة مع دعمها بالأساليب ذات العلاقة.
- ٣- أن نماذج التقييم تحاول الربط بين القيمة والنمو المتوقع من التدفقات النقدية التي يعول عليها المستثمرين نتيجة تنبؤاتهم دون الحاجة لتبريرات تخالف الواقع بوجود مستثمرين على استعداد لدفع اعلى في المستقبل.
- ٤- أن استخدام اللوغاريتم في تعديل وتصحيح التشتت الكبير بين العينة المختارة ساهم في تقريب النتائج التي تم التوصل اليها مع السعر السوقي للسهم رغم ورود قيم بالسالب عند البعض منها.
- ٥- أن نماذج التقييم المتمثلة بالمضاعفات السبع بينت جدوى عملية التقييم الاسهم وخاصة بعد المقارنة مع السعر السوقي وبيان أي المصارف مقيم بأدنى من قيمته السوقية وايهما اعلى .
- ٦- وعليه ، كان المصرف دار السلام الاكثر ورودا من حيث تقييم اسهمه السوقية بأدنى من قيمته الحقيقية رغم أن هذا المصرف كان الاكثر تداولاً من المصارف الاخرى ووفق لمؤشرات ٢٠١٥ ، في حين كان المصرفي المتحد والعراقي الاسلامي قد ظهرا بأربعة مرات ضمن نماذج المضاعفات المقيم بأدنى من قيمه الحقيقية ، مع وجود حالة فردية وفريدة في مصرف الشمال بتقارب السعيرين ضمن احد النماذج.

٧- أن شدة الانحرافات رغم التعديل اللوغاريتمي الطبيعي ، إلا انه اعطى مؤشرا عن درجة التقلب الكبير بين السعيرين وما يسهم في عدم بلورة الحقائق التي يمكن أن تتعكس عن الواقع المصرفي للعينة المختارة في كيفية تطبيقها وانعكاسها على الاموال الموزعة على المساهمين خاصة بعض ورود بعض الاسعار الحقيقية بأدنى (بالسالب) من القيمة السوقية للاسهم ، ما يعطي شك في المبالغة في التقييم السوقي في هذه المصارف ضمن مصطلح Window Dresses التبرج بالمصارف (أي اظهار الوجه الاجمل واخفاء الصورة الحقيقية).

٨- تؤكد اختبارات النماذج حقيقة عدم التأثير (الانحدار النصف لوغاريتمي) وعدم معنويته إذا ما قورن بالسعر السوقي الحالي (٢٠١٥)، وهذا يؤكد نتائج الدراسات السابقة لدى الباحثين وذلك كون النماذج التي تم تبنيها في البحث الحالي قد توصل صاحبها لنفس النتائج هذا من جهة ، والاستنتاجات في النقاط اعلاه توجي وتؤكد ما تم استنتاجه من حيث شدة التفاوت واختلاف تقييمها بين الاعلى والادنى عن قيمتها السوقية من جهة أخرى.

## ثانيا: التوصيات

١- ضرورة التأكيد المتواصل الجهات المسؤولة سواء سوق العراق للأوراق المالية أو الهيئات الاخرى ذات العلاقة بالزام الشركات المدرجة في الأسواق المالية وخاصة القطاع المصرفي (عينة البحث) بتوفير البيانات الخاصة بمركزها المالي بكل شفافية والافصاح المالي عن كل البيانات التي تعكس الصورة الحقيقية دون تضليل وتضعها تحت تصرف المستثمرين ليكونوا على علم ودراية تامة بأهم الامور الخاصة بالشركات.

٢- اصبح من الضروري على إدارات المصارف أن تضع موظفين مؤهلين وموثوق بهم في المواقع المهمة في المصرف وذلك لضمان عدم تسريب المعلومات المهمة المتعلقة بالمصرف الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أو هبوط أسعار الأسهم في السوق هذا من جهة ، والتلاعب الكبير للجهات المسؤولة والموظفين في توظيفها لبنود الكشوفات لكي تعطي صورة مضللة عن الواقع الحقيقي وبالتالي ينعكس تماما على قيم المصارف عينة البحث التي ظهرت فيها انحرافات في قيم أسهمها الحقيقية عن السوقية من جهة اخرى .

٣- ضرورة فتح الباب امام الباحثين وذوي الاختصاص والمهتمين بالعمل المصرفي والاسواق المالية بإقامة الدراسات والبحوث العلمية التي تهدف الى خدمة عمل الاسواق المالية وتفعيله لكي تأخذ دوره على مستوى اقتصاد البلد من خلال الدورات والمؤتمرات العلمية التي تدرس واقع السوق وامكانية النهوض به في ظل اقتصاد احادي الجانب واعتماد البلد على الاستيراد قياسا بالتصدير .

٤- ضرورة تشكيل لجان مختصة سواء من داخل السوق المالي أو من خارجها وبالإستعانة بذوي التخصص تشرف بنفسها على الأداء القطاعات المدرجة ضمن السوق ووفق معايير دولية للتقييم وابتعادا عن المعايير التقليدية رغم اهميتها لكي يمكنها من تهيئة السوق الى مصافي الاسواق الناضجة ومن ثم العالمية .

٥- نظرا لتأثر السوق بالمتغيرات السياسية والاقتصادية والطبيعية فلا بد من اخذها بنظر الاعتبار عند اعداد الدراسات الضرورية لواقع وعمل الاسواق المالية وخاصة مثل سوق العراق الذي يشهد هزات بين الحين والآخر نتيجة تداخل الوضع في البلد في شتى النواحي ما ينعكس على واقع اسعار الاسهم ومدى رغبة المستثمرين في ابرامهم للعقود الاستثمارية في ظل هكذا اوضاع .

٦- ضرورة وضع سقف لحدود التغيرات في الأسعار لان مثل هذه التغيرات تحصل أحيانا نتيجة وصول معلومات جديدة إلى السوق بغض النظر عن صحتها ومصداقيتها ، أو قد من الممكن ان تتأثر بالإشاعات و معلومات غير السليمة المروجين والمضاربين لكي يستفادوا من تلك الهزات لتحقيق منافع شخصية . وعليه من إدارة السوق ان تلتفت بشكل دقيق لمثل تلك الظواهر



من خلال وضع حد أو حدود عليا وسفلى للأوراق المالية دون ان يضر التداول داخل السوق ويضمن استقرار الأسعار من التقلبات العنيفة في الأسعار التي قد تؤدي إلى أزمات مالية بسببها.

#### قائمة المصادر

- ١- النشرات السنوية لسوق العراق للأوراق المالية(٢٠١٥-٢٠٠٥)
- ٢- الميزانية العمومية وكشف الدخل للمصارف للمدة (٢٠١٥-٢٠٠٥).
- 3- Brigham, Eugene F.& Houston, Joel F. (2015). (Fundamentals of Financial Management).Concise 8 Ed., Cengage learning.
- 4- Chi Lok, Cheung.(2014). (The Study of Price to Operating Cash Flow Ratio).working paper, the School of Business , Baptist University, Hong Kong.
- 5- Damodaran ,Aswath.(2009).(Valuing Financial Service Firms). April .[www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/.../finfirm09.pdf](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/.../finfirm09.pdf) .
- 6- Dissanayake, T.D.S.H& Wickramasinghe, D.M.J .(2016).(Earnings Fluctuation on Share Price Volatility). Vol. 1, Issue 5 Account and Financial Management Journal.
- 7- Drake, P.P.(2006).(What is free cash flow and how do I calculate it?). working paper, Florida Atlantic University, educ.jmu.edu.
- 8- Fernandez, Pablo.(2007).(Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations).working paper,No.449 ,IESE, Business School, University of Navarra.
- 9- Gottwald,R.(2012). (The Use of the P/E Ratio to Stock Valuation). Grant journal, European Grant Projects , Results , Research & Development Science.
- 10- Halsey, Robert F. (2001).(Using the Residual–Income StockPrice Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis). Vol. 16, No. 2, Issues in Accounting Education.
- 11- Kalama, Daye J.(2013).(The Relationship between Earnings and Share Prices of Firms– Listed at the Nairobi Securities Exchange). Unpublished Master , Business Administration, School of Business, University of Nairobi.
- 12- Lautkepohl, Helmut& Xu, Fang.(2012).(The Role of the log Transformation in Forecasting Economic Variables). Empirical Economics, Vol.42,Issue 3, pp. 619–638.

- 13- Marangu, Kenneth & Jagongo, Ambrose.(2014).( Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables–An Empirical Study of Companies Quoted At Nairobi Securities Exchange, Kenya). Global journal of commerce & management perspective, Vol.3(6):50–56, [www.gifre.org](http://www.gifre.org).
- 14- Palepu, Krishna G.;Healy. Paul M.& Bernard. Victor L. (2004).(Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases) 3 Ed., Thomson.
- 15- Rahgozar, R.(2005).(Valuation Models and Their Efficacy Predicting Stock Prices). Iranian Accounting & Auditing Review, Autumn 2005, No 45, PP. 114–130.
- 16- Schreiner, A.(2007).(Equity Valuation Using Multiples: An Empirical Investigation). Unpublished Dissertation, University of St.GallenDeutscher Universitats –Verlag, Wiesbaden.
- 17- Sehgal, S. & Pandey, A.(2010).(Equity Valuationusing PriceMultiples: Evidencefrom India). Asian Academy of & management journalof Accounting and Finance, Vol. 6, No. 1, 89–108.
- 18- Shen, Pu.(2000).(The P/E Ratio and Stock Market Performance). Federal Reserve Bank of Kansas CityEconomic Review, 4<sup>th</sup> Quarter .
- 19- Vorweg, Jonas.(2015).(Value vs. Growth: Evidence from the German Stock Market). UnpublishedThesis,University of Twente, The Faculty of Behavioral, Management and Social sciences.