

اثر تركيبة هيكل الملكية في القيمة العادلة للسهم للمصارف العراقية الخاصة  
**The impact of ownership structure on the fair value of shares of private Iraqi banks**

أ.م.د. فائز هليل سريح  
جامعة الانبار/كلية الإدارة والاقتصاد  
Assis Prof dr. Faez Hlail Srayyih  
[faezalanbari@uoanbar.edu.iq](mailto:faezalanbari@uoanbar.edu.iq)

معن احمد عباس  
جامعة الانبار/كلية الإدارة والاقتصاد  
Maan Ahmed Abbas  
[maa20n1011@uoanbar.edu.iq](mailto:maa20n1011@uoanbar.edu.iq)

تاريخ استلام البحث 2023/6/12 تاريخ قبول النشر 2023/8/25 تاريخ النشر 2024/12/30

**المستخلص:**

يهدف هذا البحث الى قياس تأثير هيكل الملكية على القيمة الحقيقية لأسهم المصارف العراقية الخاصة للمدة (2011-2021)، وتضمن البحث متغيرين هما: هيكل الملكية (كمتغير مستقل) والقيمة الحقيقية للسهم (كمتغير تابع)، وقد تضمن المتغير المستقل خمسة عناصر وهي: (الملكية الإدارية، الملكية الأجنبية، الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية وملكية كبار المساهمين)، أما المتغير التابع فقد تم قياسه باستخدام نموذج مضاعف الربحية، وقد اعتمد الباحث على مجموعة من الفرضيات لاختبار تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، وقد جرى اختيار عينة مكونة من (10) مصارف عراقية خاصة تمثل نسبة (40%) من إجمالي مجتمع البحث المتمثل بقطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (25) مصرفاً لاختبار تأثير هيكل الملكية على القيمة، ومن أهم النتائج التي توصل اليها البحث وجود تأثير طردي ذي دلالة معنوية بين ملكية كبار المساهمين والملكية الأجنبية وبين القيمة الحقيقية للسهم في حين كان التأثير عكسياً في الملكية الإدارية، وبناءً على هذه النتائج يوصي البحث بتعزيز نسبة الملكية الأجنبية وحث المصارف على إيجاد اليات تسهم في تقليل مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، وضرورة قيام المساهمين المؤسسيين بمشاركة خبراتهم مع المصارف التي يسهمون بها، التي من شأنها ان ترفع من قيمة الأسهم.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل الملكية، القيمة الحقيقية للسهم، المصارف العراقية الخاصة

**Abstract:**

This research aims to measure the impact of ownership structure on the real value of shares of private Iraqi banks for the period (2011-2021). The research included two variables: ownership structure (as an independent variable) and the real value of the share (as a dependent variable). The independent variable included five elements: (administrative ownership, foreign ownership, institutional ownership, government ownership and ownership of major shareholders). The dependent variable was measured using the profitability multiplier model. The researcher relied on a set of hypotheses to test the impact of the independent variable on the dependent variable. A sample of (10) private Iraqi banks

was selected, representing (40%) of the total research community represented by the banking sector listed on the Iraq Stock Exchange, which numbered (25) banks, to test the impact of ownership structure on value. One of the most important results reached by the research is the presence of a direct effect with a significant moral significance between the ownership of major shareholders and foreign ownership and the real value of the share, while the effect was inverse in administrative ownership. Based on these results, the research recommends enhancing the percentage of foreign ownership and urging banks to find mechanisms It contributes to reducing agency problems and information asymmetry between management and shareholders, and the necessity for institutional shareholders to share their experiences with the banks in which they contribute, which would increase the value of shares.

*Keywords: Ownership structure, real value of share, Iraqi private banks.*

### المحور الأول: منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة:

#### أولاً: مشكلة البحث:

تدور مشكلة البحث حول مدى تأثير هيكل الملكية على القيمة الحقيقية للسهم، فقد يلاحظ وجود تغييرات في القيمة الحقيقية للسهم عند حدوث بعض التغييرات في نسب الملكية بين أصناف المساهمين في مصارف عديدة، وعليه يمكن صياغة التساؤل الرئيس للبحث على النحو التالي: (ما مدى تأثير هيكل الملكية على القيمة الحقيقية للسهم؟)، لذلك يحاول هذا البحث الإجابة عن التساؤلات الفرعية الآتية:

- أ- ما تأثير نسبة الملكية الإدارية على القيمة الحقيقية للسهم؟
- ب- ما تأثير نسبة الملكية المؤسسية على القيمة الحقيقية للسهم؟
- ت- ما تأثير نسبة الملكية الأجنبية على القيمة الحقيقية للسهم؟
- ث- ما تأثير الملكية الحكومية على القيمة الحقيقية للسهم؟
- ج- ما تأثير نسبة ملكية كبار المساهمين على القيمة الحقيقية للسهم؟

#### ثانياً: أهمية البحث:

1- المساهمة في زيادة الاثراء المعرفي المتعلق بهيكل الملكية ومعرفة مكونات ونسب الملكية للعينة المبحوثة خلال مدة البحث، فضلاً عن طرح موضوع القيمة الحقيقية للسهم الذي يعد أحد أهم المحددات التي يتم اتخاذ القرار الاستثماري على ضوءها، فالقيمة الحقيقية للسهم هي مؤشر أساسي لتحديد مدى جدوى الاستثمار في الشركة بعيداً عن ضبابية تقلب الأسعار بسبب عمليات البيع والشراء وعليه يمكن لهذا البحث ان يساعد المستثمرين في الأسواق المالية على اتخاذ قرار استثماري يجنبهم خسائر محتملة، وبالتالي زيادة الاقبال من الجمهور على التداول في أسهم الشركات المدرجة والذي سينعكس إيجاباً على حجم التداول وتعزيز ثقة المستثمرين في هذه الأسواق والشركات المدرجة فيها، فضلاً عن ربط هذين المتغيرين الذين لم يسبق الربط بينهما على حد علم الباحث.

2- أهمية عينة البحث المتمثلة بالمصارف الخاصة العراقية، إذ يتصدر القطاع المصرفي بقية القطاعات من حيث قيمة التداول وعدد الأسهم المتداولة.

3- يمكن لهذا البحث ان يكون مصدراً للدراسات اللاحقة التي تتناول أحد متغيري البحث، وهما: هيكل الملكية والقيمة الحقيقية للسهم.

#### ثالثاً: أهداف البحث:

يهدف هذا البحث الى معرفة مدى تأثير هيكل الملكية على القيمة الحقيقية للسهم من خلال الأهداف الفرعية الآتية:

- أ- معرفة تأثير نسبة الملكية الإدارية على القيمة الحقيقية للسهم.
- ب- معرفة تأثير نسبة الملكية المؤسسية على القيمة الحقيقية للسهم.
- ت- معرفة تأثير نسبة الملكية الأجنبية على القيمة الحقيقية للسهم.
- ث- معرفة تأثير نسبة الملكية الحكومية على القيمة الحقيقية للسهم.
- ج- معرفة تأثير نسبة ملكية كبار المساهمين على القيمة الحقيقية للسهم.

#### رابعاً: فرضيات البحث:

بناء على تساؤلات البحث الوارد ذكرها في مشكلة البحث، سيتم اختبار الفرضية الرئيسة الآتية:

يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لهيكل الملكية على القيمة الحقيقية للسهم.

ويشتق من الفرضية الرئيسة اعلاه الفرضيات الفرعية الآتية:

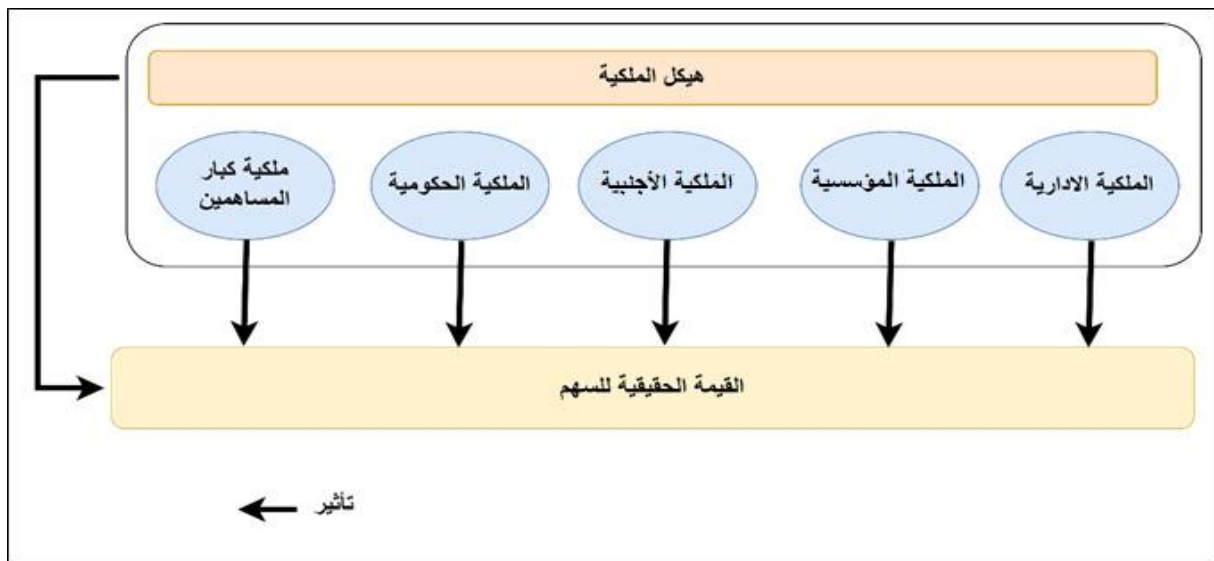
- 1- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للملكية الادارية على القيمة الحقيقية للسهم.
- 2- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للملكية المؤسسية على القيمة الحقيقية للسهم.
- 3- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للملكية الأجنبية على القيمة الحقيقية للسهم.
- 4- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للملكية الحكومية على القيمة الحقيقية للسهم.
- 5- يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لملكية كبار المساهمين على القيمة الحقيقية للسهم.

خامساً: المخطط الفرضي للبحث: يمثل المخطط الفرضي للبحث الفكرة التي يسعى الباحث من خلالها الى

توضيح تأثير المتغير المستقل (هيكل الملكية) ومتغيراته (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، ملكية كبار المساهمين،

الملكية الأجنبية، الملكية الحكومية) على المتغير التابع (القيمة الحقيقية للسهم).

والشكل (1) يوضح المخطط الفرضي للبحث:



الشكل (1): المخطط الفرضي للبحث

#### سادسا: منهج البحث:

تم الاعتماد على المناهج التالية عند إعداد هذا البحث:

- المنهج الوصفي الذي يعرض عناصر هيكل الملكية ومحددات القيمة الحقيقية للسهم والنظريات التي تتناول العلاقة بين المتغيرين.
- المنهج التحليلي الذي يعتمد على الأساليب الرياضية والاحصائية لقياس وتحليل تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع.

#### سابعا: حدود البحث:

- الحدود الزمانية: يغطي هذا البحث المدة الزمنية من عام (2011) الى عام (2021).
- الحدود المكانية: المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

#### ثامنا: مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها (25) مصرف، ويتناول البحث عينة قسدية مكونة من (10) مصارف، وقد تم اختيار العينة على أساس المبررات الآتية:

- تنوع هيكل الملكية في هذه المصارف.
- تاريخ تأسيس المصرف.
- حجم رأس مال المصرف.

- الاقبال الكبير على تداول أسهم هذه المصارف مقارنة مع بقية المصارف الخاصة الأخرى.
- لم تشهد هذه المصارف إيقاف التداول على أسهمها خلال مدة البحث.

والجدول التالي يوضح عينة البحث:

الجدول (1): عينة البحث:

ت	اسم المصرف	تاريخ التأسيس	رأس المال عند التأسيس (مليون دينار)	رأس المال الحالي (مليون دينار)
1	مصرف بغداد	1992/02/18	100	250,000
2	المصرف التجاري العراقي	1992/11/02	150	250,000
3	مصرف الشرق الأوسط	1993/07/07	400	300,000
4	المصرف المتحد للاستثمار	1994/08/20	1,000	300,000
5	المصرف الأهلي العراقي	1995/01/02	400	250,000
6	مصرف سومر التجاري	1999/07/07	400	250,000
7	مصرف الخليج التجاري	1999/10/30	600	300,000
8	مصرف الموصل	2001/08/23	1,000	252,000
9	مصرف آشور الدولي	2005/04/25	25,000	250,000
10	مصرف المنصور للاستثمار	2005/09/13	55,000	250,000

المصدر: التقارير السنوية للمصارف المذكورة في الجدول

تاسعا: بعض الدراسات السابقة:

1- دراسة (Lassoued & et al, 2018)

### Earnings management in Islamic and conventional banks: Does ownership structure matter? Evidence from the MENA region

هدفت الدراسة الى بيان العلاقة بين هيكل ملكية البنوك وإيجاد السيولة المصرفية، في المدة من سنة 2004 الى سنة 2018، وكانت عينة الدراسة هي المصارف التجارية في دول اوربا الغربية، واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن أهم النتائج التي توصلت اليها ان المصارف تميل الى إيجاد المزيد من السيولة عندما يكون المالك هو الدولة أو مصرفاً آخر، اما أهم التوصيات فهي ان تركيز هيكل الملكية له تأثير إيجابي على إيجاد السيولة.

2- دراسة (Yeddou & Pourroy, 2020)

### **Bank liquidity creation: Does ownership structure matter?**

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على تأثير هيكل الملكية على إدارة الأرباح في الصناعة المصرفية في الأسواق الناشئة، في المدة من سنة 2006 الى سنة 2012، وكانت عينة الدراسة تتمثل في المصارف الإسلامية والتقليدية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا، واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن أهم النتائج التي توصلت اليها ان الملكية المؤسسية لا تؤثر في زيادة الأرباح في البنوك الإسلامية، ولكن لها تأثير كبير على زيادة الأرباح للبنوك التقليدية، وقد اوصت الدراسة بتعزيز الملكية المؤسسية في البنوك التقليدية لأن ذلك يعزز من إدارة الارباح.

3- دراسة (Snyman, 2008)

### **Share price and intrinsic value: An investigation into this relationship for food stocks listed on the JSE.**

تهدف هذه الدراسة الى تحديد ما إذا كانت هناك علاقة خطية بين تغير سعر السهم في السوق وقيمتها الحقيقية، وكانت مدة الدراسة من سنة من سنة 1992 الى سنة 2007، اما عينة الدراسة فتمثلت في شركات صناعة الأغذية في بورصة جوهانسبرج، واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط، ومن أهم النتائج التي توصلت اليها عدم وجود علاقة بين تغير سعر السهم في السوق وبين قيمته الحقيقية، واوصت هذه الدراسة المستثمرين بتوزيع استثماراتهم بين الشركات لتجنب المخاطر وان كانت تلك الشركات تعمل في قطاع واحد.

4- دراسة (Wibowo & et al, 2019)

### **Differences In Intrinsic Value with Stock Market Prices Using The Price Ratio (Per) Approach As An Investment Decision Making Indicator (Case Study Of Manufacturing Companies In Indonesia Period 2016 - 2017)**

هدفت هذه الدراسة إيجاد القيمة الحقيقية للسهم من خلال التحليل الأساس، وانحصرت مدة الدراسة من سنة 2016 الى سنة 2017، وكانت عينة الدراسة تتمثل في شركات التصنيع في اندونيسيا، واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ومن أهم النتائج التي توصلت اليها ان المستثمرين يمكنهم توقع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار بسهولة أكبر، مما سيجعلهم يحصلون على أقصى ربح من استثماراتهم، وقد اوصت الدراسة بتجنب شراء الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية بالنسبة للاستثمارات طويلة الاجل.

## المحور الثاني : هيكل الملكية والقيمة الحقيقية للسهم

### 1. مفهوم هيكل الملكية:

أخذ هيكل الملكية يجذب اهتمام الباحثين في الآونة الأخيرة، وذلك بسبب تأثيره على أداء المصارف المختلفة، وقد اتخذت جهات النظر في هذا الصدد تنوعاً ملحوظاً، يُعد هيكل الملكية وسيلة للرقابة الداخلية، حيث يركز على الجوانب المحددة لملكية الشركة، كما يشير إلى الطريقة التي يتم من خلالها توزيع رأس المال الخاص بالشركة بين مجموعة من الأفراد والمنظمات من خلال حقوق التمثيل لهذه الملكية (Lin & Nguyen, 2020: 1) وقد عرفه (Al Amosh & Khatib, 2022: 51) بأنه يمثل مجموع حصص رأس المال التي تملكها المؤسسات أو الأشخاص والتي تشكل في مجموعها رأس مال الشركة، في حين يعرفه (Zraiq & Fadzil, 2018: 1) بأنه يُعبّر هيكل الملكية عن أصحاب الحق في الشركة وحجم ممتلكاتهم، كما يعبر أيضاً عن النسب المئوية للأسهم المملوكة من قبل المساهمين في الشركة، وتشير دراسة (Hu & Zheng, 2015: 37) الى انه يتضمن كلاً من: مدى تركيز الملكية، فصل الملكية ومكون هيكل الملكية الذي يعني هوية المساهمين، ويوضح تركيز الملكية عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمين في حين يوضح الفصل بين الملكية فصل حقوق السيطرة وحقوق التدفق النقدي للمساهمين المسيطرين.

### 2. عناصر هيكل الملكية:

يتكون هيكل الملكية من العناصر التالية:

أ. الملكية الإدارية: تعني الملكية الإدارية مقدار حصة الإدارة في ملكية الشركة اي انها ملكية الإدارة لجزء من أسهم الشركة التي تقاس من خلال قسمة الأسهم المملوكة من قبل الإدارة على الأسهم الكلية للشركة، ولذلك ظهرت مشكلة فصل الملكية عن الإدارة، الامر الذي يؤدي بدوره الى تضارب المصالح بين كل من الوكيل المتمثل في الإدارة والاصليل المتمثل في المالك ويرجع هذا التضارب الى سببين رئيسيين هما: اختلاف الاهداف بين كل من الوكيل والاصليل، فالهدف الاساس للمالك هو الحفاظ على ثروتهم وتعظيم منفعتهم وقيمة الشركة على الامد الطويل وفي المقابل، فان هدف المديرين هو تحقيق منفعتهم الشخصية والحفاظ على مناصبهم في المدى القصير دون الاخذ بنظر الاعتبار تحقيق منافع الشركة طويلة الاجل والحفاظ على قيمتها (Kusumawati & Setiawan, 2019: 138) ويعرف (Ongsakul & et al, 2021: 766) الملكية الإدارية بأنها تملك المديرين أو أحد اعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين في لأسهم الشركة التي يقومون بإدارتها.

ب. الملكية المؤسسية: تُعبّر الملكية المؤسسية عن تركيز ملكية أسهم الشركة في يد بعض الشركات المستثمرة مثل البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، اذ يعد المستثمرون من المؤسسات المالية أداة مهمة في الحوكمة، حيث يمكنهم مراقبة الشركة بشكل فعال نظراً لمواردهم وقدراتهم، وذلك بصورة أفضل من المستثمرين المتفرقين، كما يمتلكون جزءاً كبيراً ومؤثراً من أسهم الشركة، مما يمنحهم الحق في المشاركة بشكل فعال في قرارات وتصرفات الإدارة، وبفضل الحافز والقدرة اللازمة، يمكن للمستثمرين المؤسسيين ممارسة الرقابة الفعالة

والمستمرة على قرارات وتصرفات الإدارة، (بيومي، 2013: 12)، وبحسب دراسة (Sakawa & Watanabel, 2020: 3) هناك فرضيتان تشرحان تأثير الملكية المؤسسية على المراقبة والإفصاح، تشير فرضية المراقبة الفعالة إلى أن المساهمين المؤسسيين هم مستثمرون متطورون يتمتعون بالخبرة والموارد اللازمة للقيام بمراقبة فعالة لقرارات المديرين، بما في ذلك قرارات الإفصاح، وبالمقابل تشير فرضية المصالح الذاتية إلى أن المؤسسات التي تستثمر في أسهم الشركات تعد مستثمرين سلبيين وقصيري المدى، حيث تحدد مصلحتها الشخصية كأولوية، وبالتالي يركز المساهمين المؤسسيين بشكل رئيس على الأرباح الحالية بدلاً من التركيز على مراقبة تبني الإدارة لسياسات زيادة القيمة على المدى الطويل.

ت. **ملكية كبار المساهمين:** يمكن استخدام ملكية كبار المساهمين كمؤشر للحوكمة القوية في الشركات، حيث أن تركيز الملكية في أيدي قلة من المساهمين يمنحهم القوة والسلطة لمراقبة أداء الشركة وكفاءة الإدارة، وعلى هذا الأساس يمكن القول بأن ملكية كبار المساهمين يمكن أن تسهم في تحسين أداء الشركة وزيادة كفاءة الحوكمة (التهامي والقرشي، 2010: 170)، في حين في حالة كون تشتت الملكية مرتفعاً فإن المساهمين سيعانون من فقدان السيطرة وعدم التمكن من ممارسة سلطة حقيقية للأشراف على أداء الشركة (Rajverma, et al, 2019: 30)، ويعرف كبار المساهمين بانهم كل مساهم يمتلك نسبة 5% أو أكثر من إجمالي أسهم الشركة، وإن تركيز الملكية يؤدي إلى مراقبة أعمال الشركة بشكل أكثر فاعلية ويعمل على تخفيض مشاكل الوكالة بين الإدارة والمالكين ويؤثر في هيكل رأس المال، إلا إن تركيز الملكية قد يؤدي إلى نوع آخر من مشاكل الوكالة والمتمثل في تضارب المصالح بين أغلبية المساهمين والأقلية من حملة الأسهم (Detthamrong & et al, 2017: 693).

ث. **الملكية الأجنبية:** يؤدي رأس المال الأجنبي دوراً مهماً في الأسواق الناشئة في تعزيز النمو الاقتصادي في الدول النامية، كما أنه نتيجة لمحاولة الشركات جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، فإن زيادة مستوى ملكية المستثمرين الأجانب سيكون له تأثير جوهري في العديد من الدول وبخاصة في أسواق رأس المال الناشئة، لذا يجب وضع الاستراتيجيات والسياسات التي تعمل على جذب تلك الاستثمارات والمحافظة عليها، كما ينبغي وضع الضوابط والقواعد اللازمة لتجنب المخاطر والعيوب التي قد تنتج من تركيز ملكية الشركات في يد المستثمر الأجنبي (Tang & Buckley, 2020: 5)، ويعرف (محمد، 2013: 35) الملكية الأجنبية بأنها: ملكية مستثمر مقيم في دولة ما لحصة في مشروع مقام في دولة أخرى.

ج. **الملكية الحكومية:** يشير هذا النوع من الملكية إلى نسبة الأسهم التي تمتلكها المنظمات الحكومية في الشركات، وعادة ما تسعى الملكية الحكومية إلى تحسين أداء الشركة سواء في الدول المتقدمة أو في الاقتصادات الانتقالية (الجواهري، 2019: 18)، وبحسب (Alsamhi & et al, 2020) فإن مستويات الأداء قد تصل إلى أعلى مستوى عندما تكون الحكومة تمتلك أكبر نسبة أسهم في الشركة مقابل أنواع هياكل الملكية الأخرى، أي أنه عندما تكون الحكومة من كبار المساهمين في الشركة (Alsamhi & et al, 2020: 28)، ولكن دراسة (حسن، 2018: 207)



أشارت إلى أن سعي الحكومة لتحقيق أهداف سياسية وعدم فعالية الرقابة، سيؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، كما أن الحكومة يكون لديها محفزات للاستيلاء على ثروات المساهمين الآخرين بهدف تحقيق منافع وأغراض سياسية مثل الحفاظ على مستوى توظيف مرتفع وتشجيع التنمية، وتعد تلك الأهداف ذات أولوية لدى الحكومات، مما يؤدي لتزايد تكاليف ومشاكل الوكالة.

### ثانيا: القيمة الحقيقية للسهم

1. **تعريف الأسهم:** ويعرف السهم العادي على أنه عبارة عن حصة في ملكية الشركة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة الشركة (عبد الحكيم وحسن، 2010: 55).

2. **مفهوم القيمة الحقيقية للسهم:** تمثل السعر الحقيقي للموجودات التي يتم بها عقد الصفقات المالية بين المتعاملين في السوق من ذوي الخبرة وغيرهم ولذلك سميت بالقيمة الحقيقية، وتختلف القيمة الحقيقية للأسهم العادية عن قيمتها السوقية المحددة في السوق المالية ويعود سبب الاختلاف إلى أن الأحكام المستخدمة لتحديد القيمة الحقيقية قد لا تكون أحكام المساهمين نفسها في السوق فهي القيمة المعتمدة على تحليل المعلومات المالية حول شركة معينة (Rahma & 2022: 2)، ويركز المستثمرين على القيمة 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 رأسمالية وعندما يكون سعر السوق مساوية للقيمة الحقيقية فإن السهم كان كما يجب (Thesing & Velte, 2021: 2).

3. **انموذج مضاعف الربحية:** يشار إلى مضاعف الربحية بالنموذج العملي أو الواقعي، نظراً لكثرة وشيوع استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين والمتعاملين في السوق من جهة ومن جهة أخرى لسهولة تطبيقه وفهمه بالمقارنة بنماذج أخرى، إذ إن هذه العوامل ستساعد في إضفاء المصداقية على نتائجه وتثبيت اعتماده كأحد المؤشرات المهمة للتقييم واتخاذ القرار للمستثمرين الماليين (حنان، 2020: 24)، يعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو المضاعف، لذلك يتم احتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم من أسهم الشركة، حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة القادمة، يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم العادلة في السوق المالي، ويتم حساب مضاعف الربحية لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الشركة، بمعنى آخر أن المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته، ويحسب هذا المضاعف من خلال قسمة سعر السهم السوقي على ربحيته، ويمكن صياغة هذا النموذج من خلال المعادلة التالية (إسماعيل، 2016: 6):

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

حيث إن:

V: القيمة الحقيقية للسهم العادي

m: مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته

E: ربحية السهم

K: معدل العائد المطلوب

### المحور الثالث: الجانب العملي للبحث

أولاً: اختيار النموذج الملائم:

توجد ثلاثة نماذج رئيسة لتحليل البيانات، والسؤال المطروح هنا هو أي نموذج مناسب للدراسة؟ وللإجابة على هذا السؤال، يمكن استخدام الاختبارين الآتيين لتحديد النموذج الملائم: الأولى: هي اختيار نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة، والثانية: هي اختيار نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية، وبعد إجراء اختبار المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة والمبين في الجدول (2) يتضح لنا ان قيمة (P) كانت (0.0000) وهي قيمة اقل من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي سيتم قبول نموذج الآثار الثابتة ورفض نموذج الانحدار التجميعي.

الجدول (2): نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	15.709413	(10,94)	0.0000
Period Chi-square	108.078643	10	0.0000

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.12)

ثم تعتمد عملية اختيار النموذج الأنسب بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية على نتيجة اختبار (Hausman)، الذي يستخدم لتحديد النموذج الأفضل بين التأثير الثابت والتأثير العشوائي، والجدول (3) يبين نتائج المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية،

الجدول (3): نتائج المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

Test Summary	Statistic	d.f.	Prob.
Period random	48.973035	5	0.0000

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.12)

ثانيا: اختبار الفرضيات: قام الباحث بإجراء اختبار الفرضيات وفق نموذج الآثار الثابتة وهو النموذج الأمثل لهذا البحث بحسب اختبار (Hausman)، وقد اكدت نتيجة هذا النموذج ان هيكل الملكية يؤثر على القيمة الحقيقية للسهم بدلالة (F-statistic) التي بلغت (12.235) بمستوى معنوية (0.00000) اقل من مستوى (0.05)، كما ان قيمة ( $R^2$ ) بلغت (0.66) وهذا يعني ان هيكل الملكية فسر ما نسبته (66%) من التباين الحاصل في القيمة الحقيقية للأسهم ، وان النسبة المتبقية والتي تبلغ (34%) تعود لعوامل أخرى لم تؤخذ في الانموذج، ولكي نعرف تأثير متغيرات هيكل الملكية تم اجراء اختبار الفرضيات على وفق الاتي:

نتيجة اختبار الفرضية الأولى: تظهر نتيجة اختبار الفرضية الأولى ان قيمة اختبار (t) كانت (-2.207) عند مستوى معنوية (0.0297) وهو مستوى اقل من (0.05)، وهذه النتيجة افادت بوجود تأثير عكسي للملكية الإدارية على القيمة الحقيقية للسهم، حيث يؤدي زيادة نسبة الملكية الإدارية بمقدار وحدة واحدة الى انخفاض القيمة الحقيقية للسهم بنسبة (1.7%)، وهذه النتيجة تتفق مع الفرضية الأولى التي تنص على وجود تأثير ذي دلالة معنوية للملكية الإدارية على القيمة الحقيقية للسهم.

نتيجة اختبار الفرضية الثانية: أظهرت نتيجة اختبار الفرضية الثانية ان قيمة اختبار (t) بلغت (-1.388) عند مستوى معنوية (0.1682) وهو مستوى اعلى من (0.05)، وبحسب هذه النتيجة فان زيادة الملكية المؤسسية بمقدار وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض القيمة الحقيقية للسهم بنسبة (1.1%) والتأثير غير معنوي، وهذه النتيجة لا تتفق مع الفرضية الثانية التي اشارت الى وجود تأثير ذي دلالة معنوية للملكية المؤسسية على القيمة الحقيقية للسهم.

نتيجة اختبار الفرضية الثالثة: تظهر نتيجة اختبار الفرضية الثالثة ان قيمة اختبار (t) كانت (3.893) عند مستوى معنوية (0.0002) وهو مستوى اقل من (0.05)، وهذه النتيجة افادت بوجود تأثير طردي للملكية الأجنبية على القيمة الحقيقية للسهم، حيث يؤدي زيادة نسبة الملكية الأجنبية بمقدار وحدة واحدة الى زيادة القيمة الحقيقية للسهم بنسبة (2.9%)، وهذه النتيجة تتفق مع الفرضية الثالثة التي تنص على وجود تأثير ذي دلالة معنوية للملكية الأجنبية على القيمة الحقيقية للسهم.

نتيجة اختبار الفرضية الرابعة: أظهرت نتيجة اختبار الفرضية الرابعة ان قيمة اختبار (t) بلغت (-0.334) عند مستوى معنوية (0.7389) وهو مستوى اعلى من (0.05)، وبحسب هذه النتيجة فان زيادة الملكية الحكومية بمقدار

وحدة واحدة يؤدي الى انخفاض القيمة الحقيقية للسهم بنسبة (0.5%) والتأثير غير معنوي، وهذه النتيجة لا تتفق مع الفرضية الرابعة التي اشارت الى وجود تأثير ذي دلالة معنوية للملكية الحكومية على القيمة الحقيقية للسهم. نتيجة اختبار الفرضية الخامسة: تظهر نتيجة اختبار الفرضية الخامسة ان قيمة اختبار (t) كانت (2.034) عند مستوى معنوية (0.0447) وهو مستوى اقل من (0.05)، وهذه النتيجة تؤكد وجود تأثير طردي لملكية كبار المساهمين على القيمة الحقيقية للسهم، حيث يؤدي زيادة نسبة ملكية كبار المساهمين بمقدار وحدة واحدة الى زيادة القيمة الحقيقية للسهم بنسبة (0.39%)، وهذه النتيجة تتفق مع الفرضية الخامسة التي تنص على وجود تأثير ذي دلالة معنوية لملكية كبار المساهمين على القيمة الحقيقية للسهم.

الجدول (3): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

معنوية النموذج العام			مستوى المعنوية	اختبار t	المعلومات المقدرة	المتغيرات المستقلة
النتيجة	مستوى المعنوية	F				
معنوي	0.00000	12.235	0.0297	-2.207	-1.782	الملكية الادارية
			0.1682	-1.388	-1.179	الملكية المؤسسية
			0.0002	3.893	2.948	الملكية الأجنبية
			0.7389	-0.334	-0.508	الملكية الحكومية
			0.0447	2.034	0.397	ملكية كبار المساهمين

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.12)

### المحور الرابع: الاستنتاجات والتوصيات:

#### أولاً: الاستنتاجات:

1. اثبت الجانب التحليلي للبحث صحة الفرضية الرئيسة، فقد تبين ان هيكل ملكية المصارف العراقية الخاصة يؤثر على القيمة الحقيقية لأسهم تلك المصارف.
2. اثبت البحث وجود تأثير عكسي معنوي بين الملكية الإدارية والقيمة الحقيقية للسهم، ويمكن ان يعزى ذلك الى مشاكل الوكالة واستغلال الإدارة لموارد المصرف.
3. لم يثبت الجانب العملي وجود تأثير ذي دلالة معنوية بين الملكية المؤسسية والقيمة الحقيقية للسهم، وقد يكون السبب في ذلك هو المؤسسات التي تمتلك حصص في ملكية المصارف العراقية الخاصة لا تمتلك الخبرة الكافية في القطاع المصرفي كونها تستثمر في أكثر من قطاع.
4. أكد البحث وجود تأثير طردي ذو دلالة معنوية بين الملكية الأجنبية والقيمة الحقيقية لأسهم المصارف عينة البحث، ويمكن تفسير ذلك بان الاستثمار الأجنبي يوفر إمكانية جلب الخبراء والتكنولوجيا بشكل يجعل أداء المصرف أفضل، لذلك فان المصارف ذات الملكية الأجنبية تكون القيمة الحقيقية لأسهمها عالية.
5. لم يثبت الجانب العملي وجود تأثير ذي دلالة معنوية بين الملكية الحكومية والقيمة الحقيقية لأسهم عينة البحث، وقد يكون السبب وراء ذلك هو عدم تركيز الحكومة على الاستثمار في المصارف.
- 6- اثبت البحث وجود تأثير طردي معنوي بين ملكية كبار المساهمين والقيمة الحقيقية للسهم، وهذا يدل على ان كبار المساهمين يكونون أكثر حرصاً على الرقابة على أداء المصارف التي يساهمون بها فضلاً عن سهولة التنسيق بينهم وبين الإدارة وبالنتيجة التقليل من عدم تماثل المعلومات بينهم وبين إدارة المصرف.

#### ثانياً: التوصيات:

1. ضرورة الاهتمام بوجود نسبة مساهمة للحكومة في المصارف كون وجود الملكية الحكومية يعمل على تعزيز الثقة لدى الزبائن والمساهمين.
2. على المصارف تشجيع المستثمرين الأجانب لزيادة نسبة مساهمتهم للاستفادة من الخبرات الأجنبية والتكنولوجيا المتعلقة بالعمليات المصرفية والتي تعمل بالنهاية على زيادة القيمة الحقيقية لأسهم المصرف.
3. ضرورة العمل على تقليل مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين إدارات المصارف وبين المساهمين.
4. ينبغي للمؤسسات المساهمة في المصارف ان تعمل على مشاركة خبراتها المتعلقة بالحوكمة مع المصارف التي تساهم بها.
5. على المساهمين الحكوميين تمكين المصارف التي يساهمون بها من الاستفادة من مميزات وجود ملكية حكومية.
6. على المصارف التي تقل بها نسبة ملكية كبار المساهمين ان تعمل على تعزيز نسبة مساهمتهم وتفعيل دورهم في الرقابة.

## المصادر:

1. إسماعيل، إبراهيم يعقوب، وصالح، هلال يوسف، (2016). إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم والتقانة في العلوم الاقتصادية، المجلد (17)، العدد (2)، 1 - 24.
2. بيومي، أحمد كمال، (2013)، أثر هيكل الملكية وخصائص لجنة المراجعة على ممارسات إدارة الأرباح: دراسة ميدانية، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية التجارة.
3. التهامي، عبد المنعم أحمد، والقرشي، عبدالله علي أحمد، (2010)، تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للبنوك اليمنية: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد (3)، 161 - 186.
4. الجواهري، بشرى عبد الوهاب، (2019)، العلاقة بين محددات هيكل الملكية وتقرير تعليقات الإدارة وأثرهما في لا تماثل المعلومات، مجلة الإدارة والاقتصاد، (127)، 1-23.
5. حسن، ماجد غازي، (2018)، القياس والافصاح المحاسبي من رأس المال الهيكلي وأثرهما في القيمة الدفترية للسهم دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية العراقية، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد (8)، العدد (3)، 204 - 223.
6. حنان، سعيدي، (2020)، دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر -، مجلة الحوكمة والتنمية المستدامة، المجلد (2)، العدد (1)، 25 - 50.
7. عبد الحكيم، هشام طلعت، وحسن، مصطفى أنور (2010)، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن): دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد (81)، 52-67.
8. محمد، أياد طاهر، وعدنان، محمد حمدان، (2013)، سيولة الاسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد (76)، 176-195.
9. Al Amosh, H., & Khatib, S. F. (2022). **Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence**. Journal of Business and Socio-Economic Development, 2(1), 49-66.
10. Alsamhi, M. H., & Barakat, M. S. (2020). **The Effect of Ownership Structure on Company Performance: Evidence from Emerging Market**. Studies in Economics and Business Relations, 1(1), 27-36.
11. Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). **Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand**. Research in International Business and Finance, 42, 689-709.
12. Hu, D., & Zheng, H. (2015). **Does ownership structure affect the degree of corporate financial distress in China?**. Journal of Accounting in Emerging Economies.
13. Kusumawati, E., & Setiawan, A. (2019). **The effect of managerial ownership, institutional ownership, company growth, liquidity, and profitability on company value**. Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, 4(2), 136-146.

14. Lassoued, N., Attia, M. B. R., & Sassi, H. (2018). **Earnings management in islamic and conventional banks: Does ownership structure matter? Evidence from the MENA region.** Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 30, 85-105.
15. Lin, C. C., & Nguyen, T. P. (2022). **The Impact of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility Performance in Vietnam.** Sustainability, 14(19), 12445.
16. Ongsakul, V., Jiraporn, P., & Treepongkaruna, S. (2021). **Does managerial ownership influence corporate social responsibility (CSR)? The role of economic policy uncertainty.** Accounting & Finance, 61(1), 763-779.
17. Rahma, N., Shibli, A., & Salih, J. (2022). **The effect of using fair value accounting in activating the Iraqi stock market (A field study on companies registered in the Iraqi market for financial markets).** In Proceedings of 2nd International Multi-Disciplinary Conference Theme: Integrated Sciences and Technologies, IMDC-IST 2021, 7-9 September 2021, Sakarya, Turkey.
18. Rajverma, A. K., Arrawatia, R., Misra, A. K., & Chandra, A. (2019). **Ownership structure influencing the joint determination of dividend, leverage and cost of capital.** Cogent Economics & Finance, 7(1), 1600462.
19. Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). **Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance.** Journal of Sustainability, 12(3), 1021.
20. Snyman, P. F. (2008). **Share Price and Intrinsic Value: An Investigation Into this Relationship for Food Stocks Listed on the JSE.** Doctoral dissertation, North-West University, Potchefstroom Campus.
21. Tang, R. W., & Buckley, P. J. (2020). **Host country risk and foreign ownership strategy: Meta-analysis and theory on the moderating role of home country institutions.** International Business Review, 29(4), 101666.
22. Thesing, J., & Velte, P. (2021). **Do fair value measurements affect accounting-based earnings quality? A literature review with a focus on corporate governance as moderator.** Journal of Business Economics, 1-40.
23. Wibowo, A. I. L., Putra, A. D., Dewi, M. S., & Radianto, D. O. (2019). **Differences in intrinsic value with stock market prices using the price earning ratio (per) approach as an investment decision making indicator (case study of manufacturing companies in Indonesia period 2016-2017).** Aptisi Transactions on Technopreneurship (ATT), 1(1), 82-92.
24. Yeddou, N., & Pourroy, M. (2020). **Bank liquidity creation: does ownership structure matter?.** The Quarterly Review of Economics and Finance, 78, 116-131.
25. Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). **The impact of ownership structure on firm performance: Evidence from Jordan.** International Journal of Accounting, Finance and Risk Management, 3(1), 1-4.