



استخدام نماذج التقييم المالي المطلقة و النسبية في تقدير القيمة الحقيقية لاتخاذ القرار الاستثماري

أ. د. علي حميد هندي العلي
جامعة الكوفة، كلية الادارة والاقتصاد
alih.alali@uokufa.edu.iq

الباحثة نبأ أحمد إسماعيل
جامعة الكوفة، كلية الادارة والاقتصاد
nabaaa.aldankaji@student.uokufa.edu.iq

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر دمج نماذج التقييم المالي المطلقة و النسبية في تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية والذي يتصرف ببيئة ديناميكية، و اختلالات سعرية تجعل من عملية صناعة القرار الاستثماري تحدياً واقعياً و يتطلب استراتيجيات قائمة على التحليل و التقييم قبل التقرير بما يضمن تحقيق الأرباح و تحديد المخاطر و باستخدام المنهج التحليلي الكمي طبق البحث على عينة عمدية مكونة من 12 شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وامتدت الفترة الزمنية لعشر سنوات (2014-2023) و تم الاعتماد على نموذجي التدفق النقدي الحر للشركة (FCFF) و حقوق الملكية (FCFE) كممثلين للتقييم المطلق، ونموذجى القيمة المؤسسية إلى المبيعات (EV/S) وإلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك (EV/EBITDA) كممثلين للتقييم النسبي، و باستخدام برنامج SPSS أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد أن الإطار التكاملى الذى يجمع بين منهجي التقييم يقدم قوة تفسيرية أعلى في تحديد قيمة السهم مقارنةً بالاعتماد على أي منها بشكل منفرد، وبناءً على ذلك، توصي الدراسة بتبني إطار عمل متكامل يدمج بين التقييمين المطلق والنسيبي، بما يضمن تحقيق رؤى متعددة تُعزز من موثوقية القرار الاستثماري.

الكلمات المفتاحية: (التقييم المطلق، التقييم النسبي، القيمة الحقيقية، القرار الاستثماري).



Using absolute and relative financial valuation models to estimate the true value of investment decisions

Nabaa Ahmed ISMAEEL

University of Kufa, College of
Administration & Economics

nabaaa.aldankaji@student.uokufa.edu.uq

Prof. Dr. Ali Hameed Hindi AL-ALI

University of Kufa, College of
Administration & Economics

alih.alali@uokufa.edu.iq

Abstract

This study aims to measure the impact of integrating absolute and relative financial valuation models in estimating the intrinsic value of industrial companies' stocks in the Iraq Stock Exchange, which is characterized by a dynamic environment and price distortions that make investment decision-making a real challenge requiring strategies based on analysis and valuation before decision-making to ensure profit realization and risk neutralization. Using a quantitative analytical approach, the research was applied to a purposive sample consisting of 12 industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange, spanning a ten-year period (2014-2023). The study relied on the Free Cash Flow to Firm (FCFF) and Free Cash Flow to Equity (FCFE) models as representatives of absolute valuation, and the Enterprise Value to Sales (EV/S) and Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EV/EBITDA) models as representatives of relative valuation. Using SPSS software, the multiple regression analysis results showed that the integrative framework combining both valuation approaches provides higher explanatory power in determining stock value compared to relying on either approach individually. Based on these findings, the study recommends adopting an integrated framework that combines absolute and relative valuations, ensuring multiple insights that enhance the reliability of investment decisions.

Keywords: (Absolute Valuation, Relative Valuation, Intrinsic Value, Investment Decision)



1- المقدمة :

يشغل الاستثمار في الأسهم حيزاً محورياً في تداولات سوق العراق للأوراق المالية، إذ يُعدُّ هذا السوق قائماً بالدرجة الأساس على تداول أسهم الشركات المدرجة، وفي سوقٍ يتصف بالдинاميكية المتباينة والكفاءة الضعيفة، تصبح عملية اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد أكثر تعقيداً، و تعد تحدياً جوهرياً يتمثل في الفجوة المتكررة بين القيمة السوقية للأسهم وقيمتها الجوهرية، وهي مشكلة عملية وتفتها دراسات تطبيقية مثل دراسة (خلف و الحسيني، 2024) التي قدمت دليلاً على هذا الانفصال في السياق العراقي تأكيداً على ضعف كفاءته.

في هذا السياق، تبرز أهمية نماذج التقييم المالي كأداة لاتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وهو ما أشار إليه (الشمرى و كاظم، 2021) عند التأكيد على جدوى توظيف نماذج تقييم الأسهم خاصة في البيئات ذات الكفاءة المنخفضة، و استجابة لذلك، يتجه الإجماع الأكاديمي نحو دمج منهجي التقييم المطلق والنسيبي، ليس كبدلين، بل كأدوات تكاملية؛ فبينما تستند نماذج التقييم المطلق إلى أسس نظرية متينة ومتغيرات تفصيلية متعلقة بأداء الشركة الداخلي، وهو ما أبرزه (Gao, 2019) توفر النماذج النسبية رؤى عملية مرتبطة بالسوق ومقارنات قطاعية بين الشركات، و عليه يرى (Fang, 2023) أن صفة الاختلاف بين نماذج التقييم المالي المطلقة و النسبية تعد مسوغة لاستخدامهما معاً طالما ان الغرض واحد وهو تقييم الاستثمار والذي من شأنه أن يحسن دقة التقييم و يوفر فهماً أكثر شمولية لдинاميكيات تقييم الأسهم (Diputra & Rikumahu, 2024).

و على الرغم من أهمية هذا التكامل، إلا أن هناك نقص بحثي في تطبيقها وقياس أثرها في السياق العراقي لذا، يهدف هذا البحث إلى تحليل وقياس أثر استخدام نماذج التقييم المطلقة و النسبية في الوصول إلى تقدير أكثر دقة للقيمة الحقيقية لأسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث

يعاني سوق العراق للأوراق المالية من تباين ديناميكي في تركيبته السوقية بالشكل الذي يخلق تشوهات (اختلالات) سعرية بين القيم السوقية والقيم الحقيقية للأسهم الامر الذي قد ينعكس سلباً على جودة القرار الاستثماري وامتلاكه، و يزيد من احتمالية اتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة.



ومن هنا، تبرز أهمية المسارات التقييمية العلمية التي تتطوّي على استبطاط القيمة الحقيقية للأسهم، سواءً من منظور داخلي يتعلّق بالشركة المصدرة وعملياتها التشغيلية وتدفقاتها النقدية، أم من منظور خارجي يُعنى بمقارنة مثيلاتها من الشركات داخل السوق. وعليه، تتحمّل مشكلة الدراسة حول التساؤل التالي: "هل يمكن لنماذج التقييم المالي المطلقة والنسبية أن تساهُم بفاعلية في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم، بما يدعم اتخاذ قرار استثماري أمثل؟"

ثانياً: أهداف البحث

- 1- العمل على تحقيق انتقالة علمية في تقييم الأسهم وذلك عبر تفعيل وتطوير آلية النماذج في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم للوصول إلى القرارات الاستثمارية المُثلّى
- 2- الجمع بين أكثر من أداة مالية مختلفة في الأداء والمعطيات ولكنها متشابهة في الأهداف والغايات للوصول إلى التقدير الصحيح للأسهم دعماً للتغذية المنطقية والعقلانية لأي قرار استثماري محتمل.
- 3- العمل على تحقيق التوافق بين نماذج التقييم المطلقة والنسبية عند تقدير القيمة الحقيقية.
- 4- الكشف عن أسباب حالة التباين المرافق لعملية تقدير القيم الحقيقية للأسهم لتحديد نموذج التقييم الأكثر دقة والذي يصلح للاستخدام في سوق العراق للأوراق المالية.

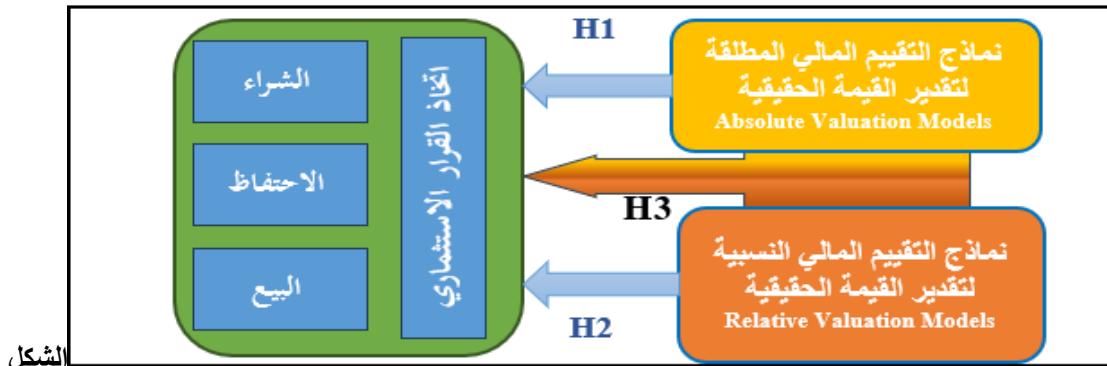
ثالثاً: أهمية البحث

تجسد أهمية الدراسة الحالية من خلال وضوح معالمها الفكرية التي تُغْنِي ثقافة الاستثمار بالأسهم، وتقدم دليلاً علمياً و عملياً عن ماهية التقييم وأهميته للمستثمرين الحاليين وللأفراد الراغبين بخوض تجربة الاستثمار وذلك عبر تهيئة السُّبُل الكفيلة بإرشادهم نحو القرارات الاستثمارية المُثلّى من دون أن يكتفى هذه العملية حالة من التعقيد الحسابي والغموض الفكري.

كما و يُعنى البحث بدمج نماذج التقييم لمعالجة البيانات المالية وتأطيرها ضمن نماذج رياضية مُبسطة تتخذ مسارات مختلفة في التقييم، سواءً أكان تقييماً على مبدأ التدفقات النقدية للشركة أم تقييماً على مبدأ المقارنة مع الشركات المماثلة، و التوجّه لردم فجوة معرفية مُمثلة بحالة عدم اليقين المُصاحبة لعملية تقييم الأسهم في السوق المالي العراقي و الذي يتصف ببيئة غير مستقرة.



رابعاً: المخطط الفرضي للبحث



(1) المخطط الفرضي للدراسة

المصدر: من إعداد الباحثان.

الفرضية الأولى H1: توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نماذج التقييم المالي المطلق واتخاذ القرار الاستثماري.

الفرضية الثانية H2: توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نماذج التقييم المالي النسبي واتخاذ القرار الاستثماري.

الفرضية الثالثة H3: توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذجي التقييم المالي المطلق والنسبي عند تقدير القيمة الحقيقة واتخاذ القرار الاستثماري.

خامساً: مجتمع و عينة البحث

تم اختيار سوق العراق للأوراق المالية ممثلاً لمجتمع الدراسة، و انفردت عينة البحث باختيار شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية وللمدة من 2014-2023 و بواقع (120) مشاهدة علماً أن اختيار العينة كان بشكل عمدي (قصدى) وفقاً للمعايير المدرجة في الجدول الآتي.



مجلة الغري للعلوم الاقتصادية
والأدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

الجدول (1) معايير العينة العمدية

المعايير	مطابقة	غير مطابقة	ت
إجمالي عدد شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	25	-	1
الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لمدة 10 (عشر) سنوات متتالية، للفترة (2014-2023)	20	5	2
الشركات التي تداول أسهمها بشكل مستمر طوال فترة الدراسة (2014-2023)	12	8	3
الشركات التي قامت بنشر قوائمها المالية السنوية على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية للفترة 2014-2023	12	-	4
العينة النهائية للبحث	12	13	

المصدر: من إعداد الباحثان.

و عليه فقد تحدّدت العينة النهائية بـ (12) شركة استوفت المعايير المطلوبة والجدول التالي يوضح تفاصيل الشركات المبحوثة مرتبة تنازلياً بحسب حجم رأس المال و كالتالي:

الجدول (2) عينة البحث

ت	القطاع	الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	حجم رأس المال
1	الغذائية	شركة بغداد للمشروبات الغازية	IBSD	15/06/2004	204,335,333,333
2	التصنيع وتسويق التمور	الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور	IIDP	09/04/2004	17,250,000,000
3	الصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية	شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية	IMAP	27/11/2004	16,000,000,000
4	الكيماوية و البلاستيكية	الوطنية للصناعات الكيماوية و البلاستيكية	INCP	15/06/2004	15,187,500,000
5	البيطرية	شركة الكندي لانتاج اللقاحات والأدوية البيطرية	IKLV	25/07/2004	5,940,000,000
6	الصناعات المعدنية والدراجات	شركة الصناعات المعدنية والدراجات	IMIB	25/07/2004	5,000,000,000
7	شركة الألبسة الجاهزة	شركة الألبسة الجاهزة	IRMC	25/07/2004	3,186,600,000
8	شركة الخياطة الحديثة	شركة الخياطة الحديثة	IMOS	08/07/2004	2,000,000,000
9	الشركة العراقية للأعمال الهندسية	الشركة العراقية للأعمال الهندسية	IIEW	08/07/2004	1,500,000,000



1,080,000,000	25/07/2004	IBPM	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف	10
1,000,000,000	15/06/2004	IKHC	شركة طريق الخازر لانتاج وتجارة المواد الانشائية	11
500,000,000	25/07/2004	IITC	الشركة العراقية للسجاد والمفروشات	12

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية. و تم تنظيم البيانات الأولية باستخدام Microsoft Excel، بينما أجري التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات باستخدام برنامج SPSS

سادساً: الحدود الزمانية و المكانية البحث

الحدود الزمانية: مدة الدراسة عشرة أعوام تمت من عام 2014 إلى عام 2023 .

الحدود المكانية : الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وبواسع (12) شركة، اتصفت بحركة تداول عالية لأسهمها و استمرار نشط طوال المدة المدروسة.

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

اولاً: مفهوم التقييم المطلق و النسبي

يقوم التقييم المطلق على فلسفة تفيد بأن كل موجود (أصل) له قيمة جوهرية مكتنزة غير ظاهرة يمكن تقديرها بناءً على خصائصه الأساسية مثل التدفقات النقدية والنمو والمخاطر (Inezwari, 2013:71)، ويستند في مضمونه الفلسفية على نظرية القيمة الحالية و التي تفترض بأن قيمة الموجود هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، الأمر الذي يشير تباعاً إلى أن قيمة السهم وفقاً لنماذج التقييم المطلق تتحدد بقدرة هذا السهم على توليد التدفقات النقدية لمستثمريه (Adiwijaya .& Murtaqi, 2024:6115)

فيما أعرب (Alfadilla & Dalam, 2022, p. 3) أن التقييم المطلق بطبعته ينتمي إلى التحليل الأساسي و يعني بتقييم الأسهم من منظور جوهرى خاص بمتغيرات الشركة الواحدة من دون مقارنتها مع الشركات الأخرى، بل يهتم بالأداء الداخلي للشركة وما تمتلكه من الموجودات على مبدأ المقارنة الخارجية مع الشركات المماثلة، أي أنه ينظر إلى القيمة الحقيقة للشركة بمعزل عن غيرها، وبالتالي فإن الشركات المماثلة وظروف السوق والمنافسة ليس لها دور في هذا المدخل



ولا تُسمى في عملية التقييم (Nugroho & Nainggolan, 2024:187)، أما التقييم النسبي فيعرّف قاموس كامبريدج مصطلح "النسبي أو النسبة" بأنه "شيء له سمة أو قيمة معينة مقارنة بأشياء أخرى من نوع مماثل" ومعنى أن يكون نسبياً بأنه "يتم الحكم عليه أو قياسه بالمقارنة مع شيء آخر" (Cambridge Dictionary, 2025) وكذلك في التقييم تعرف "القيمة النسبية" بأنها قيمة الأوراق المالية التي يتم الحكم عليها بالاعتماد على سعر الأوراق المالية المماثلة لها في السوق، و التقييم النسبي هو عملية يتم فيها تقدير قيمة الأسهم أو قيمة الشركة من خلال مقارنة مضاعفات التقييم لشركات مماثلة وانطلاقاً من ذلك، فإن التقييم يعتمد على "محركات القيمة"، وهي مقاييس الأداء المالي المحددة للشركات، (على سبيل المثال :المبيعات، والأرباح، والتدفقات النقدية) ومقاييس تصورات السوق (القيمة السوقية) للأسهم ويشكل المقياسان المالي والسوقي نسب القيمة السوقية إلى محركات القيمة المعروفة باسم مضاعفات التقييم (Lukanima, 2023, p. 615) اذ يقارن نموذج التقييم النسبي قيمة الشركة عند نقطة معينة بقيمة منافسيها او نظرائها في الصناعة ويستخدم أدواته المتمثلة بالمضاعفات لقياس المكان الذي قد يتوقع فيه تداول الأوراق المالية في

الأمد القريب (Ibhagui و Agudze, 2020)

ثانياً: مفهوم القيمة الحقيقة و آليات تقديرها

تعبر القيمة الحقيقة عن القيمة الأساسية للسهم وفقاً لبيانات دقيقة حول المخاطر والعوائد (Utami, 2018, p. 2) اذ تحدد بناءً على الحكم التحليلي للخصائص المتصلة في الاستثمار، بينما يرى (Hirsimäki, 2024, p. 8) أن القيمة الحقيقة هي نتاج عمليات التقييم المالي شرط ان يتم اخذ المتغيرات ذات الصلة في الاعتبار و أن يكون المستثمر مدركاً تماماً ولو من الناحية النظرية لأسسيات الاستثمار و كيف يمكن لهذه القيمة ان تعمل كمرجع لاتخاذ القرار المناسب عند مقارنتها بسعر السوق السائد و تكوين تصور حقيقي للمستثمر حول قيمة استثماراته، اذ أن كل سهم له قيمة و من السهل معرفة سعره في السوق، ومع ذلك لا يمكن فهم قيمته بسهولة، لذا من المهم القول بأن جوهر الاستثمار في الموجود المالي يعتمد على التحديد الصحيح لقيمة الموجود المالي ذاته وهذا عملياً ما تتبناه نماذج التقييم المختلفة (Genç & Sarıtaş, 2021, p. 238) التي تقوم بتقدير قيمة السهم على أساس المتغيرات المرتبطة بعوائد الاستثمار المستقبلية، كون الأخيرة تمثل أداء الشركة و تطورها المستقبلي أو أن يكون التقدير على



أساس المقارنات مع أسهم الشركات المماثلة وعلى الرغم من اختلاف أساليب هذه النماذج، إلا أن الغرض ذاته وهو تحديد قيمة أسهم الشركة بطريقة أكثر دقة (Sbahi, 2017, p. 41).

ثالثاً: نماذج التقييم المطلقة و النسبية لتقدير القيمة الحقيقية

يُعد التقييم أمر بالغ الأهمية للمستثمرين و صناع القرار، اذ يعزز من موثوقية القرار المتخذ كونه يحدد المخاطر المحتملة (رحيم، العلي، 2024: 357)، و يفرد التحليل الأساسي بنماذج متعددة تُصنف بين نماذج تقييم مطلقة و نسبية و ذكر منها التالي والذي سيتم اعتماده في التحليل المالي للعينة:

الجدول (3) نماذج التقييم المالي المطلقة

التقييم المالي المطلقة		
خطوات الوصول لقيمة الحقيقة للسهم	التعريف	النموذج
$1- FCFE = \text{صافي الدخل} + \text{الاندثار} - \text{الاستثمار في رأس المال العامل} - \text{ الإنفاق الرأسمالي} + \text{التغير في الدين}$ $2- \text{القيمة الحقيقة (V)} = \frac{FCFE}{\text{معدل النمو} - \text{العائد الظاهري}}$ $3- \text{القيمة الحقيقة للسهم الواحد} = \frac{\text{النقد} + \text{الاستثمارات المالية}}{\text{الأسهم المصدرة}}$	التدفق المتاح للمساهمين بعد أن تفي الشركة بجميع التزاماتها الضريبية والديون والفوائد و متطلبات إعادة الاستثمار، ويتم الحصول على قيمة حقوق الملكية عن طريق خصم (FCFE) عند مستوى معين من التكلفة المتمثلة بمعدل العائد المطلوب من قبل مستثمرى الأسهم	نماذج التقييم المطلقة على (FCFE)
(Kusumanisita (Mondello, 2023) (Pratama & Minanti, 2021) Kusumaningtyas, 2023)	(Sasongko & Tanujaya, 2020, p. 4)	المصدر
$1- FCFF = \text{صافي الدخل} + \text{مصاريف الفائدة} - \text{المعدلة بالضريبة} + \text{الاندثار} - \text{الاستثمار في رأس المال العامل} - \text{ الإنفاق الرأسمالي}$ $2- \text{القيمة الحقيقة (V)} = \frac{FCFF}{\text{معدل النمو} - \text{العائد الظاهري}}$ $3- \text{القيمة الحقيقة للسهم الواحد} = \frac{\text{النقد} + \text{الاستثمارات المالية} - \text{الدين}}{\text{الأسهم المصدرة}}$	التدفق المتاح للتوزيع بين المساهمين والدائنين بعد أن تفي الشركة بالتزاماتها الضريبية و متطلبات إعادة الاستثمار التشغيلية و قبل النفقات المستحقة لسداد مصادر رأس المال الخارجي و أيضاً قبل تخطية نفقات الفائدة على القروض والسلف	نماذج التقييم المطلقة على (FCFF)
(Mondello, 2023) (Zeller, 2023) (Fitriani & Rikumahu, 2023)	(Barburski & Kutrzeba, 2012, p. 36)	المصدر

المصدر: من إعداد الباحثان.



الجدول (4) نماذج التقييم المالي النسبية

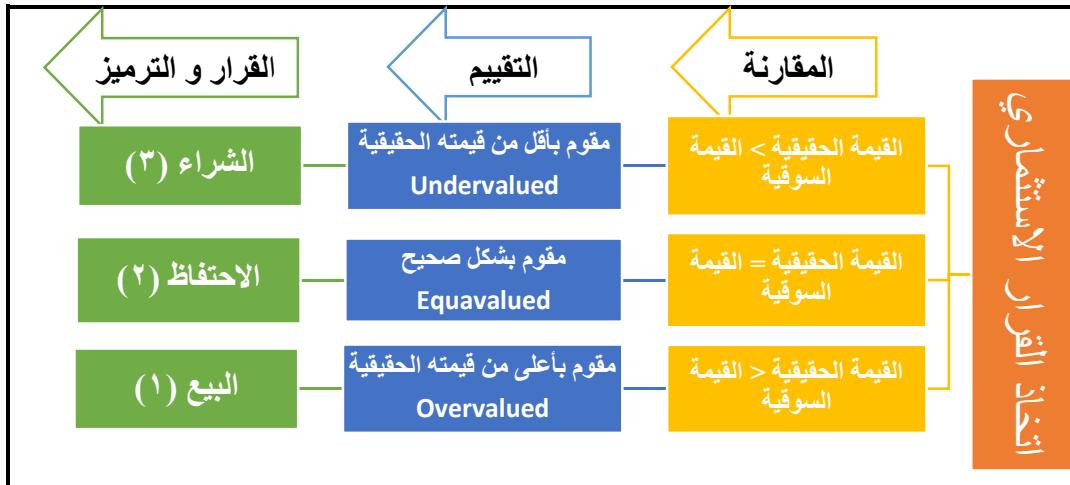
التقييم المالي النسبية		النموذج
خطوات الوصول لقيمة الحقيقة للسهم وفقاً لطريقة المقارنات	التعريف	ج
<p>1- حساب القيمة المؤسسية للشركات وفقاً للمعادلة التالية:</p> $EV = Market\ Cap. + Debt - Cash$ <p>2- استخراج المضاعفات المختارة لـ (12) شركة على مدار الأعوام (2014-2023).</p> <p>3- تحديد المعيار المرجعي للقطاع عن طريق اختيار الوسيط بين مضاعفات الشركات لكل سنة وضريبة بمحرك قيمة الشركة المستهدفة (المبيعات، الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاندثار والإطفاء) وذلك لغرض التوصل لقيمة المؤسسية الضمنية (Implied Enterprise Value)</p> <p>4- اشتقاق القيمة الضمنية لحقوق الملكية (Implied Equity Value) عن طريق:</p> $Implied\ Equity\ Value = Implied\ EV - Debt + Cash$ <p>5- حساب القيمة الحقيقة للسهم عن طريق المعادلة التالية:</p> $Intrinsic\ Value = \frac{Implied\ Equity\ Value}{Outstanding\ number\ of\ shares}$	<p>يقيس القيمة الإجمالية للشركة (Enterprise Value) مقارنةً بأيراداتها من المبيعات مما توفر أداة لنقاش الشركات ذات أرباح غير مستقرة، و تتمكن ميزتها في كونها أقل تأثراً بهوامش الربح، والسياسات المحاسبية، وهيكل رأس المال، مما يجعلها مقياساً مناسباً للمقارنة بين الشركات المختلفة ويتم حساب المضاعف كالآتي:</p> $\frac{\text{قيمة المؤسسية}}{\text{المبيعات}}$ <p>(Andreevich, 2022: 43)</p>	<p>المصدر</p> <p>يقيس القيمة الإجمالية للشركة (Enterprise Value) مقارنةً بأرباحها التشغيلية قبل احتساب الفوائد والضرائب والاندثار والإطفاء، مما يوفر رؤية واضحة حول ربحيتها التشغيلية و تتمكن ميزتها في كونه أقل تأثراً بهيكل رأس المال الشركة، و طرق الاندثار المتتبعة، و معدلات ضريبة الدخل، مما يجعله مقياساً مفيداً للمقارنات بين الشركات المختلفة و يتم حسابه كالآتي:</p> $\frac{\text{قيمة المؤسسية}}{\text{ربح قبل الفوائد والضرائب والاندثار والإطفاء}}$
(Nenkov, 2016) (Chen, 2023) (Mihaela, 2023)	(Gupta, 2018, p. 757)	المصدر

المصدر: من إعداد الباحثان.



رابعاً: القرار الاستثماري وآليات اتخاذه

هو عملية اختيار أفضل البدائل المطروحة للاستثمار وفقاً لمعطيات المستثمر و أهدافه و ذلك من أجل تحقيق أرباح مستقبلية خلال فترة محددة مع مراعاة دراسة الظروف المحيطة بالشركة قبل الشروع بعملية صناعة القرار، اذ يرى (الطائي، الفطلي، 2022: 886) أن نجاح أي قرار استثماري محكم بمعرفة الوضع المالي للشركات المستثمر بها و بشكل تفصيلي، فضلاً على ان القرار الاستثماري يمثل عملية تخصيص الأموال و توظيفها في استثمارات منخفضة المخاطر كالودائع و صناديق الادخار، أو في استثمارات مرتفعة المخاطر كالأسهم (Ainia & Lutfi , 2019, p. 402) و التي تتطلب من المستثمر أولاً معرفة القيمة الحقيقية للسهم و تحديدها تبعاً للتحليل المالي المستخدم قبل اتخاذ القرار و من ثم مقارنتها بالسعر السوقي و ذلك لضمان تحقيق الأرباح و تخفيض المخاطر المحتملة (Hermawan, 2022) وفي هذا البحث تم ترميز القرارات تبعاً لنتيجة التقييم الناتجة عن عملية المقارنة بين القيمة الحقيقية المقدرة بواسطة النماذج و القيمة السوقية المقابلة لها كما في الشكل التالي:



الشكل (٢) قياس القرار الاستثماري بناء على المقارنة بين القيمتين الحقيقية و السوقية

المصدر: من إعداد الباحثان.

المبحث الثالث: الجانب العملي للبحث

أولاً: التحليل المالي لنماذج التقييم المالي المطلقة

تقتضي طريقة التحليل وفقاً لنماذج التقييم المطلقة بأن يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم بناءً على أساسيات الشركة وأدائها المالي وقدرتها على توليد تدفقات نقدية بمعزل عن تفاعلات السوق و



خصمها بمعدل خصم ينماشى مع العائد المطلوب من قبل المستثمرين المتمثل بنموذج تسعير

الموجودات الرأسمالية CAPM

1- التحليل المالي لنموذج التدفق النقدي الحر الى حقوق الملكية FCFE:

من خلال نتائج الجدول (5) والذي يستعرض القيم الحقيقة لأسهم الشركات المبحوثة نلاحظ أن بعض الشركات أظهرت قيماً موجبة طيلة مدة الدراسة مثل: (IMIB,IRMC,IITC,IMOS) أما باقي الشركات وبعضاها الآخر أظهرت قيماً سلبية طيلة مدة الدراسة كشركة (IMAP,IIDP) فقد جمعت بين القيمتين، مثل شركة بغداد للمشروعات الغازية (IBSD) التي حققت أعلى قيمة (13.86) في عام (2020) تزامناً مع ارتفاع الأرصدة النقدية إذ تعد الأعلى على مستوى الشركة بسبب ارتفاع أرباحها نتيجة طرحها منتجات جديدة فضلاً عن استثمارها في أسهم شركة التمور العراقية، أما شركة الخياتة الحديثة (IMOS) فقد حققت أعلى مستوى عند (26.61) عام 2018 مع ارتفاع النقدية بنسبة (112%) مقارنة بالعام السابق فضلاً عن استثمارها في عدة شركات ومصارف في حين حققت أدنى قيمة عام 2014 (1.94)، أما شركة الكندي فحققت أعلى قيمة حقيقة لأسهمها (0.16) في عام 2015 ويعود ذلك لارتفاع رصيد الاستثمارات المالية في عدة شركات وهي شركة الهلال الصناعية والشركة الحديثة للإنتاج الحيواني والشركة العراقية للنقل البري وشركة بغداد للمشروعات الغازية والشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية، فضلاً عن تأثير النقد والذى انعكس على قيمة حقيقة موجبة.

أما الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC) فقد تحصلت على قيم حقيقة موجبة ومرتفعة أيضاً على مستوى الشركات إذ حققت أعلى قيمة (110.17) عام 2019 عقب ارتفاع قياسي في مبلغ الاستثمارات المالية في شركة الصناعات الالكترونية والمصرف الأهلي العراقي ومصرف المنصور للاستثمار، كما حققت في عام 2022 قيمة حقيقة مرتفعة (98.38) نتجت عن ارتفاع كلٍ من النقد والاستثمارات المالية والتدفق النقدي الحر لحقوق الملكية مما انعكس على قيمة حقيقة مرتفعة، أما الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية (INCP) فقد حققت أعلى قيمة (1.58) عام 2018 بسبب ارتفاع (FCFE) والنقد، أما أدنى قيمة كانت عند مستوى (-10.10) عام 2020 بالتزامن مع تحقيق تدفقات (FCFE) سالبة.

حققت شركة انتاج الألبسة الجاهزة (IRMC) قيم حقيقة موجبة بأعلى قيمة (25.31) عام 2020 نتيجة تدفقات (FCFE) مرتفعة مع استثمارات مالية قصيرة وطويلة الأجل بمجموع



(1,985,839,533) لدى مصرف الخليج العربي، مصرف الموصل للاستثمارات التنموية، المصرف الأهلي العراقي والمصرف العراقي للاستثمار والتنمية، أما أدنى قيمة فكانت عند (0.06) عام 2015، في حين حققت شركة بغداد لصناعة مواد التغليف (IBPM) أعلى قيمة (1.58) عام 2016 ناتجة عن قيمة (FCFE) موجبة ومرتفعة على مستوى الشركة، فضلاً عن استثماراتها المالية آنذاك والتي بلغت (181,707,715) أما أدنى قيمة كانت عند مستوى (4.23) عام 2015، من جهة أخرى حققت شركة الصناعات المعدنية والدراجات (IMIB) استقراراً موجباً في تدفقاتها النقدية الحرة إذ كانت أعلى قيمة (35.34) عام 2020 نتيجة لارتفاع تدفقات (FCFE) مع استثمارات مالية في شركة بغداد للمشروعات الغذائية والشركة العراقية لصناعة الكرتون وشركة الاتحاد الصناعي والشركة الوطنية للصناعات الغذائية والشركة الوطنية للصناعات الكيماوية أما أدنى قيمة لها فكانت عند (1.36) عام 2015، في حين حققت الشركة العراقية للأعمال الهندسية أعلى قيمة عند (3.17) عام 2019، بالتزامن مع ارتفاع تدفقات (FCFE)، من دون استثمارات تذكر، أما أدنى قيمة فكانت (-1.72) عام 2015، أما شركة طريق حازر فلم تحقق إلا قيمة موجبة واحدة وذلك في عام 2014 نتيجة لوجود تدفق نفدي ناتج عن الفرق في صافي رأس المال العامل بمبلغ (29,870,646)

الجدول (5) القيمة الحقيقية للأسهم وفق نموذج التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية (FCFE)

	2020	2021	2022	2023
	Value	Price	Value	Price
	Value	Price	Value	Price
13.86	4.15	1.29	4.3	7.77
6.32	6.68	2.53	5.3	20.55
-5.69	1.37	-2.29	1.56	-1.99
31.64	-	1.2	35.13	1.16
-2.88	1.43	-	31.35	2.84
66.76	10	90.55	15	98.38
-10.1	2.14	1.31	2.42	-4.18
25.31	11.88	16.53	13	3.77
0.74	2	0.71	2	1.04
35.34	2.57	8.31	2.32	17.95
0.34	0.82	0.97	2.58	1.47
-	1.11	-22.7	1.9	-
32.51			34.89	1.95
				10.82



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

الجدول (6) نتائج التقييم النهائية لأسهم الشركات المبحوثة اعتماداً على نموذج (FCFE)

2020	2021	2022	2023
Underv alued	Overval ued	Underv alued	Underv alued
Overval ued	Overval ued	Underv alued	Underv alued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Underv alued	Underv alued	Underv alued	Underv alued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Underv alued	Underv alued	Overall ued	Overall ued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Underv alued	Underv alued	Underv alued	Underv alued
Overval ued	Overval ued	Overall ued	Overall ued
Overall ued	Overall ued	Overall ued	Overall ued



Co.	2014	2015	2016	2017	2018	2019
IBSD	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IMOS	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IKLV	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IIDP	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IMAP	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IITC	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
INCP	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IRMC	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IBPM	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IMIB	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IIW	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IKHC	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued

المصدر: من إعداد الباحثان.

وعلى أساس ما تقدم يمكن الوصول إلى القرار الاستثماري المناسب اعتماداً على قيمة الشركة فيما لو كانت مقومة بأعلى أو أدنى من قيمتها الحقيقية كما مبين في الجدول (6) الذي يستعرض حالة التقييم لأسهم الشركات المبحوثة اعتماداً على قيمتها الحقيقية وفق نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية (FCFE)، إذ يتضح أن بعض الشركات كانت مقومة بأقل من قيمتها الحقيقة طيلة السلسلة الزمنية للدراسة كما في شركة (IITC) و(IMIB) وبعضها الآخر كان مقوماً بأعلى من القيمة الحقيقة طيلة كما في شركة (IKLV) و(IIDP) و (IMAP) و (IBPM) و (IKHC)، أما باقي الشركات فقد تباين تسعيرها على مدار الأعوام بين تقييم مرتفع مبالغ به وبين تقييم ذو قصور سعري.

2- التحليل المالي لنموذج التدفق النقدي الحر إلى الشركة :FCFF

يستعرض الجدول (7) القيم الحقيقة لأسهم الشركات المبحوثة وفقاً لنموذج التدفق النقدي الحر إلى الشركة للعينة الممتدة (2014-2023) الذي يكشف عن تباين وتقلبات واضحة في القيم المحسوبة سواء على مستوى الشركات أم على مستوى الشركة الواحدة ، فعلى سبيل المثال: شركة (IITC) تراوحت قيمتها بين (21.79) و(110.17) وشركة (IMIB) تذبذبت قيمتها بين (1.36) و



(35.34) أما شركة (IRMC) فقد حصدت أدنى قيمة (0.06) وأعلى قيمة (25.31)، كذلك الأمر مع شركة (IMOS) التي حققت أدنى قيمة لها (1.94) مقابل أعلى قيمة (26.61) في حين تظهر عدة شركات قيماً سلبية متكررة على مدار فترة الدراسة أبرزها (INCP), (IKLV), (IIDP), (IMAP) ومن جهة أخرى يُظهر الجدول (7) تطابقاً شبه تام مع جدول (5) الخاص بتحليل القيمة الحقيقية لنموذج (FCFE) باستثناء شركة (IMAP, IKHC) اللتان تمثلان نقطة الاختلاف.

والسبب الحقيقي لهذا التشابه هو تصميم الهيكل التمويلي للشركات المبحوثة التي اعتمدت كلياً على حقوق الملكية (الأسهم) في تمويل موجوداتها مما أدى إلى عدم وجود كلٌ من صافي الدين ومصاريف الفائدة وبالتالي تساوت قيمتا (FCFE) و (FCFF)، وهو ما يتتسق تماماً مع العلاقة الرياضية التي تربطهما و هي:

$$FCFE = FCFF - (Debt + Interest Exp(1 - Tax))$$

بمعنى أن التدفق النقدي الحر لحقوق الملكية (FCFE) يُشتق من التدفق النقدي الحر للشركة (FCFF) بعد طرح مصروفات الفائدة (المعدلة بالضريبة) وإضافة صافي الاقتراض وفي ظل غياب أي ديون تصبح هذه البند الفاصلة مساوية للصرف مما يؤدي حتماً إلى تطابق مخرجات النموذجين، علاوة على ذلك إن التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية (FCFE) يقدر القيمة الحقيقية من منظور محدد أكثر ومحصص للمساهمين بينما يقدر التدفق النقدي الحر إلى الشركة (FCFF) القيمة الحقيقية من منظور أوسع ليشمل كلًا من المساهمين والدائنين، وبما ان الشركات لم تعتمد قراراتها التمويلية على الرافعة المالية فإن تطابق المخرجات يدل على أن التقييم كان متتسقاً وصحيح رياضياً.

وما تجدر الإشارة اليه ان شركة طريق الخازر تمثل الحالة المحورية للاختلافات التي سبق ذكرها اذ تثبت حساسية النماذج للهيكل التمويلي، فقد أظهرت هذه الشركة اختلافاً واضحاً ومستمراً بين قيمة FCFF وقيمة FCFE الامر الذي يدل على الأثر المالي المباشر لاستخدام الديون (الرافعة المالية) في هيكلها التمويلي، وكذلك الحال بالنسبة لشركة المنصور والتي استدانت قرض بقيمة (150,000,000) دينار عراقي في عام 2019.

ومن خلال الجدول (8) الذي يبين حالة التقييم النهائية لأسهم الشركات اعتماداً على قيمتها الحقيقية وفق نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة إلى الشركة (FCFF)، يتضح أن بعض الشركات كانت مقومة بأقل من قيمتها الحقيقة طيلة سنوات الدراسة، كما في الشركة (IITC) و (IMIB)، بينما



بعض الآخر كانت مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية كما في شركة (IKLV)، (IIDP)، (IMAP)، أما باقي الشركات فقد تباين تسعيرها بين تقييم مرتقى مبالغ به وتقييم ذو

قصور سعري

الجدول (7) القيمة الحقيقية للأسهم وفق نموذج التدفق النقدي الحر إلى الشركة (FCFF)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Price	Value								
2.94	-5.17	2.5	11.55	2.68	3.15	3.59	9.64	3.29	13.86
2.8	9.22	4.14	10.8	4.9	26.61	3.99	24.8	6.5	6.32
1.11	-0.47	0.79	-3.43	0.76	-0.6	1.25	-1.97	1.69	-5.69
1.29	-24.85	1.65	-20.85	0.88	-13.31	1.39	-23.64	1.16	-31.64
0.76	-11.23	0.67	-17.15	0.69	-20.68	0.64	-5.19	0.95	-2.9
4.28	73.33	5.15	70.14	8.1	58.99	7.98	110.17	8.85	66.76
0.54	-0.47	0.62	0.63	0.57	1.58	0.65	1.02	1.9	-10.1
13.64	2.84	14.7	8.06	13.1	10.74	13.65	16.68	12.5	25.31
1.93	1.58	1.84	-0.2	1.38	0.87	1.3	0.65	1.98	0.74
0.69	8.5	0.5	15.18	0.71	11.31	1.75	20.14	2.83	35.34
0.63	-1.54	0.7	-1.09	0.72	1.82	0.78	3.17	0.82	0.34
1.41	-15.47	1.25	-9.2	1.27	-26.13	1.27	-40.9	1.38	-32.72



Co.	2014	Value	Price	Value
IBSD	0.18	2.26	2.57	
IMOS	1.94	3.5	3.11	
IKLV	-3.88	1.28	0.16	
HDHP	-5.56	1.27	-10.77	
IMAP	-3.39	0.84	-7.52	
ITC	21.79	4.25	52.17	
INCP	-1.8	0.85	-1.66	
IRMC	0.63	8.45	0.06	
IBPM	-3.53	1.7	-4.23	
IMIB	2.27	0.63	1.36	
IHEW	-0.61	0.9	-1.72	
IKHC	0.13	2.3	-33.66	

المصدر: من إعداد الباحثان بالأعتماد على التقارير المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

الجدول (8) نتائج التقييم النهائية لأسهم الشركات المبحوثة اعتماداً على نموذج (FCFE)

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Overvalu ed	Undervalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Undervalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed				
Overvalu ed								
Overvalu ed								
Overvalu ed								
Undervalu ed								
Overvalu ed	Undervalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Overvalu ed	Overvalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Undervalu ed								
Overvalu ed	Overvalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Overvalu ed	Overvalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Undervalu ed								
Overvalu ed	Overvalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Overvalu ed	Overvalu ed	Overvalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed	Undervalu ed
Undervalu ed								



Co.	2014	IBSD	IMOS	IKLV	IIDP	IMPA	HTC	INCP	IRMC	IBPM	IMIB	HEW	IKHC
	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued

المصدر: من إعداد الباحثان.

ثانياً: التحليل المالي لنماذج التقييم النسبي

ان صلاحية وسلامة التحليل المالي وفقاً لنماذج التقييم النسبي يقتضي المقارنة بين مضاعفات الشركات المختارة ضمن عينة الدراسة، وهذا ما يدعم اعتماد الباحثة على عينة عمدية تنتمي لقطاع واحد، و من خلال الخطوات آفة الذكر في الجدول (4) تم التوصل للقيمة الحقيقية للسهم:

1- التحليل المالي لنموذج القيمة المؤسسية الى المبيعات EV/SALE

يتضح من خلال الجدول (9) الخاص بحساب القيم الحقيقية لأسهم الشركات المبحوثة ان سهم شركة بغداد للمشروعات الغازية (IBSD) قد بلغ أعلى قيمة في عام 2023 بمقدار (38.89)، يأتي ذلك نتيجة ارتفاع كلاً من المعيار المرجعي والمبيعات والنقد المتولد عن العمليات الجارية، أما أدنى قيمة فكانت (4.61) في عام 2014 ، أما بالنسبة لشركة الخياطة الحديثة (IMOS) فقد وصل سهامها لأعلى قيمة عام 2023 بمقدار (10.07) مقابل أدنى قيمة (2.02) عام 2014، علماً ان ارتفاع قيمة السهم عام 2023 كان ناتجاً عن ارتفاع كلاً من المعيار المرجعي والمبيعات والسيولة النقدية في آن معاً، في حين بلغ سعر سهم شركة الكندي للأدوية البيطرية (IKLV) أعلى قيمة في عام 2023 بمقدار (3.05) مقابل أدنى قيمة له (0.33) في عام 2014، علماً ان ارتفاع قيمة السهم عام 2023 ناتج عن ارتفاع مضاعف القطاع وارتفاع المبيعات، وبال مقابل وصل سهم الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور (IIDP) لأعلى قيمة في عام 2023 بمقدار (1.85) مقابل أدنى قيمة له (0.57) في عام 2018، وفيما يتعلق بشركة المنصور (IMPA) فقد بلغ سهامها أعلى قيمة عام 2015 بمقدار (2.11)، وقد تزامن ذلك مع ارتفاع القيمة الضمنية لحقوق الملكية نتيجة لارتفاع مبيعات الشركة وارتفاع رصيد النقدية في حساباتها الجارية لدى (8) مصارف، اما في عام 2021 فقد حققت الشركة أدنى قيمة لها (0.03)، بسبب الانخفاض الكبير في القيمة الضمنية لحقوق الملكية والذي نتج عن تدني المبيعات وتدحرج النقدية، اما الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (HTC) فقد وصل سهامها لأعلى قيمة في عام 2023 (24.97) عن ارتفاع مضاعف القطاع مقابل ارتفاع



القيمة الضمنية لحقوق الملكية مقابل أدنى قيمة (6.21) عام 2015، وبالنسبة لشركة الألبسة الجاهزة (IRMC) بلغ سهمها أعلى قيمة له في عام 2021 بمقدار (134.37) و الذي يعد الأعلى أيضاً على مستوى الشركات، كذلك في عام 2020 حق السهم قيمة عالية (56.21) ويعزى ذلك إلى الارتفاع الحاصل في مبيعات الشركة بشكل استثنائي والذي أدى بدوره لارتفاع القيمة المؤسسية والنقدية وبالتالي قيمة حقوق الملكية، أما بالنسبة لشركة بغداد لصناعة مواد التغليف (IBPM) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2023 (1.01) مقابل أدنى قيمة (0.24) عام 2015، علماً ان ارتفاع قيمة السهم عام 2023 ارتبط بارتفاع مضاعف القطاع بينما انخفاض قيمة السهم في عام 2015 بسبب الانخفاض الكبير في القيمة الضمنية لحقوق الملكية والذي نتج عن تدني المبيعات وتدور النقدية، وكذلك الحال بالنسبة لشركة الصناعات المعدنية (IMIB) التي بلغ سهمها أعلى قيمة في عام 2014 بمقدار (1.48) مقابل أدنى قيمة (0.10) عام 2017، بينما بلغ سعر سهم الشركة العراقية للأعمال الهندسية (IIEW) أعلى قيمة في عام 2022 (7.48) مقابل أدنى قيمة (0.30) عام 2016، وكان ارتفاع قيمة السهم بالتزامن مع ارتفاع القيمة المؤسسية الضمنية بسبب المعيار المرجعي والمبيعات العالمية، في حين كان انخفاض قيمة السهم ناجماً عن انخفاض المعيار المرجعي للقطاع والقيمة المؤسسية الضمنية والتي تضاءلت بسبب تراجع المبيعات وتعرض الشركة لأزمات سياسية وأمنية، وأخيراً وصل سهم شركة طريق خازر (IKHC) لأعلى قيمة عام 2020 بمقدار (3.02) مقابل أدنى قيمة (-0.23) للأعوام 2016,2015، اذ كان الارتفاع في 2020 ناتجاً عن ارتفاع القيمة المؤسسية الضمنية بالدرجة الأساس بسبب المبيعات العالمية التي شهدتها الشركة بعد سنوات من المشاكل والتحديات الأمنية التي تعرضت لها وتحديداً خلال المدة (2016-2020)

(2014

الجدول (9) القيمة الحقيقة للأسهم وفق نموذج القيمة المؤسسية إلى المبيعات (EV/SALE)

2021	2022	2023	Price Valu					
4.3	20.02	3.3	38.89	3.88				
5.3	6.19	5.8	10.07	9.75				
1.56	1.59	1.4	3.05	1.6				
1.16	0.78	0.98	1.85	1.58				
2.84	0.21	1.53	1.16	1.79				
15	13.83	14.75	24.97	15				
2.42	1.02	1.94	1.69	1.75				
13	21.7	5.35	33.82	4.5				
2	0.58	2	1.01	5				
2.32	0.59	3.2	0.88	2.36				
2.58	7.48	6.1	5.32	5.99				
1.9	0.96	1.95	0.48	1.6				



Co.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	
IBSD	4.61	2.26	7.56	2.94	10.38	2.5	6.84	2.68
IMO S	2.02	3.5	3.33	2.8	4.23	4.14	4.71	4.9
IKLV	0.33	1.28	0.46	1.11	0.73	0.79	0.8	0.76
HDP	1.63	1.27	1.3	1.29	1.62	1.65	0.84	0.88
IMA P	1.33	0.84	2.11	0.76	1.95	0.67	1.25	0.69
HTC	7.39	4.25	6.21	4.28	13.55	5.15	9.61	8.1
INC P	0.69	0.85	0.54	0.54	0.85	0.62	0.61	0.57
IRM C	1.45	8.45	2.57	13.64	7.18	14.7	17.12	13.1
IBPM	0.47	1.7	0.24	1.93	0.41	1.84	0.43	1.38
IMI B	1.48	0.63	0.49	0.69	0.32	0.5	0.1	0.71
IEW	0.6	0.9	0.42	0.63	0.3	0.7	0.46	0.72
IKHC	0	2.3	-0.23	1.41	-0.23	1.25	0.81	1.27

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

يستعرض الجدول(10) نتائج التقييم النهائية لأسهم الشركات وفق مضاعف (EV/S)، إذ كانت بعض الشركات مقومة بأقل من قيمتها الحقيقة طيلة سنوات الدراسة كما في شركة(IBSD) وبعضها الآخر كانت مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقة كما في شركة(IBPM) أما باقي الشركات فقد تباين تسعيرها على مدار الأعوام بين تقييم مرتفع فيه مبالغة سعرية و بين تقييم منخفض وفيه قصور سعري.



الجدول (10) نتائج التقييم النهائية لأسهم الشركات المبحوثة اعتماداً على نموذج (EV/SALE)

Co.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
IBS D	Underv alued									
IMO S	Overval ued	Underv alued								
IKL V	Overval ued	Overval ued	Underv alued							
IIDP	Underv alued									
IMA P	Underv alued									
IITC	Underv alued									
INC P	Overval ued	Underv alued								
IRM C	Overval ued	Underv alued								
IBP M	Overval ued	Underv alued								
IMI B	Underv alued									
IE W	Overval ued	Underv alued								
IKH C	Overval ued	Underv alued								

المصدر: من إعداد الباحثان.

2- التحليل المالي لنموذج القيمة المؤسسية إلى الأرباح قبل الفوائد و الضرائب و الاندثار

EV/EBITDA

يتضح من الجدول (11) الذي يستعرض نتائج تحليل القيمة الحقيقة للأسهم وفق مضاعف القيمة المؤسسية إلى الأرباح قبل الفوائد و الضرائب و الاندثار والاطفاء لأسهم الشركات المبحوثة ان سهم شركة بغداد للمشروعات الغازية (IBSD) بلغ أعلى قيمة في عام 2023 بمقادير (13.22)، ويأتي ذلك نتيجة ارتفاع كلاً من المعيار المرجعي والأرباح قبل الفوائد و الضرائب و الاندثار والاطفاء عن العام السابق بنسبة (62%) نتيجة ازدهار الإيرادات وانخفاض المصاريف التشغيلية، فضلاً عن



زيادة النقد المتولد عن العمليات الجارية والذي أثر على حساب القيمة الضمنية لحقوق الملكية لينعكس على حساب القيمة الحقيقية، أما أدنى قيمة حقيقية فكانت (0.82) في عام 2015 والتي نتجت عن انخفاض المعيار المرجعي بالدرجة الأساس، أما شركة الخياتة الحديثة (IMOS) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2023 بمقابل (14.34) مقابل أدنى قيمة (0.54) في عام 2015، علماً أن ارتفاع قيمة السهم عام 2023 ناتج عن ارتفاع كلاً من المعيار المرجعي و(EBITDA) والسيولة النقدية في آن معاً، وبالنسبة بشركة الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية (IKLV) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2019 بمقابل (3.12) والذي نتج عن ارتفاع مضاعف القطاع بسبب زيادة الإيرادات وارتفاع الطلب على حيوانات التجارب، فضلاً عن ارتفاع القيمة الضمنية لحقوق الملكية والذي انعكس إيجاباً على رفع قيمة السهم، بينما الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور (IIDP) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2023 بمقابل (1.65) مقابل أدنى قيمة (-1.54) في عام 2021، علماً أن ارتفاع قيمة السهم عام 2023 ناتج عن ارتفاع مضاعف القطاع مع ارتفاع القيمة الضمنية لحقوق الملكية وارتفاع النقد، بينما انخفاض قيمة السهم في عام 2021 كان نتيجة لانخفاض إيراداتها وتوقفها عن مزاولة النشاط الإنتاجي فضلاً عن توقف معمل الحلويات التابع لها، محققة عجزاً بأكثر من ملياري دينار عراقي والذي انعكس سلباً على (EBITDA)، في حين بلغ سهم شركة المنصور للصناعات الدوائية (IMPA) لأعلى قيمة في عام 2017 بمقابل (0.77)، أما في عام 2019 فقد حققت أدنى قيمة (-4.16)، بسبب العجز الحاصل في إيراداتها والذي أثر على حساب القيمة الضمنية المؤسسية.

اما الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2021 بمقابل (53.45) مقابل أدنى قيمة له (1.09) عام 2015، علماً أن ارتفاع قيمة السهم عام 2021 ناتج عن ارتفاع القيمة الضمنية لحقوق الملكية نتيجة ارتفاع الإيرادات من انتاج السجاد والمفروشات الأرضية، وفيما يتعلق بشركة الألبسة الجاهزة (IRMC) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة له في عام 2019 بمقابل (7.69) ، ويعزى ذلك بارتفاع كلٍ من (EBITDA) والمعيار المرجعي مما أثر على ارتفاع القيمة الضمنية لحقوق الملكية بالإضافة إلى النقدية العالية (بسبب ارتفاع المتأصلات من الدعم المديني)، بينما حققت الشركة أدنى قيمة خلال سنوات الدراسة عند مستوى (-0.15) عام 2014 إذ حققت الشركة عجزاً و انعكس سلباً على تحقيق أرباح بسبب عدم ادراج الشركة ضمن الموازنة الاتحادية للمشتريات، فضلاً عن بيان الأمانة العامة لمجلس الوزراء



بشمل القطاع المختلط والخاص والحكومي في التنافس للحصول على عقود تجهيز من وزارات الدولة مما أضعف فرص الشركة وترجعت إيراداتها آنذاك، وكذلك شهدت شركة الصناعات المعدنية والدراجات (IMIB) أعلى قيمة لسهمها في عام 2023 بمقابل (4.28) مقابل أدنى قيمة (-1.42) عام 2018، بالتزامن مع أرباح (EBITDA) السالبة بسبب انخفاض الإيرادات وارتفاع المصارييف التشغيلية، والحال ذاته بالنسبة لشركة العراقية للأعمال الهندسية (IIEW) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة له في عام 2019 بمقابل (0.38) بسبب ارتفاع سيولة النقدية فيما حققت أدنى قيمة لها (-0.92) عام 2020، والذي نتج عن العجز وانحدار إيرادات النشاط التجاري للشركة محققة (EBITDA) سالبة.

الجدول (11) القيمة الحقيقية للأسهم وفق نموذج القيمة المؤسسية إلى الأرباح قبل الفائدة و

(EV/EBITDA) الضريبة والاندثار والاطفاء

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price
2.68	3.77	3.59	8.25	3.29	9.85	4.15	10.94
4.9	7.51	3.99	9.25	6.5	9.85	6.68	5.37
0.76	0.43	1.25	3.12	1.69	0.77	1.37	1.52
0.88	-1.13	1.39	0.84	1.16	0.87	1.2	-1.54
0.69	0.61	0.64	-4.16	0.95	0.2	1.43	-0.89
8.1	15.69	7.98	27.31	8.85	25.21	10	53.45
0.57	0.45	0.65	1.42	1.9	1.29	2.14	2.38
13.1	1.21	13.65	7.69	12.5	2.08	11.88	4.02
1.38	0.21	1.3	0.39	1.98	0.21	2	0.33
0.71	-1.42	1.75	-1.24	2.83	-0.59	2.57	1.71
0.72	0.07	0.78	0.38	0.82	-0.92	0.82	0.25
1.27	0.45	1.27	0.81	1.38	3.14	1.11	9.5

Co.	2014		2015		2016		
	Value	Price	Value	Price	Value	Price	
IBSD	0.84	2.26	0.82	2.94	1.68	2.5	2.35
IMOS	0.62	3.5	0.54	2.8	1.06	4.14	3.98
IKLV	-0.01	1.28	0.04	1.11	0.14	0.79	0.55
IIDP	0.52	1.27	0.29	1.29	-0.3	1.65	-0.32
IMAP	0.57	0.84	0.39	0.76	0.36	0.67	0.77
HTC	4.22	4.25	1.09	4.28	6.19	5.15	9.34
INCP	0.56	0.85	-0.09	0.54	-0.18	0.62	-0.05
IRMC	-0.15	8.45	-0.04	13.64	0.12	14.7	0.95
IBPM	0.16	1.7	0.01	1.93	0.05	1.84	0.06
IMIB	0.65	0.63	0.36	0.69	1.06	0.5	-0.77
HEW	-0.03	0.9	-0.03	0.63	-0.28	0.7	-0.35
IKHC	0	2.3	-0.23	1.41	-0.23	1.25	-0.04

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

وخلصةً لما سبق من تحليل ولأجل معرفة الوضع النهائي للقيمة الحقيقة للشركات المبحوثة لاتخاذ القرار الاستثماري حولها يستعرض الجدول أدناه (12) نتائج تقييم السوق لأسهم الشركات اعتماداً على قيمتها الحقيقة وفق مضاعف (EV/EBITDA) نلاحظ ان بعض الشركات كانت مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقة طيلة سنوات الدراسة كما هو الحال في شركة (IBPM) والوطنية للصناعات الكيماوية وانتاج الالبسة الجاهزة وال العراقيه للأعمال الهندسية، بينما باقي الشركات قد تباين تسعيرها على مدار الأعوام المحددة بين تقييم مرتفع أي فيه مبالغة سعرية وبين تقييم منخفض أي فيه قصور سعرى.

الجدول (12) نتائج التقييم النهائية لأسهم الشركات المبحوثة اعتماداً على نموذج (EV/EBITDA)



Co.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IBSD	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IMO S	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IKL V	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IDP	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IMA P	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued
ITC	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
INC P	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IRM C	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IBP M	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IMIB	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
HE W	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IKH C	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued

المصدر: من إعداد الباحثان.

ثالثاً: التحليل الإحصائي لفرضيات البحث

يعنى التحليل الإحصائي باختبار فرضيات البحث التي توضح مدى تأثير المتغيرات المستقلة و الممثلة بنماذج التقييم المطلقة و النسبية على المتغير التابع المتمثل بالقرار الاستثماري، و انتلافاً من الفرضية الإحصائية الأولى التي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نماذج التقييم المطلق و اتخاذ القرار الاستثماري، واستناداً لنتائج الجدول (13) فإنه يتم قبول الفرضية لأن قيمة المعنوية أقل من إحصاء الاختبار ($sig < 5\%$)، وبنسبة ارتباط بين المتغيرات بلغت ($R = 50.3\%$) كما وأن قيمة معامل التحديد قد بلغت ($R^2 = 25.3\%$) وهو ما يمثل مقدار تفسير نماذج Absolute Valuation للمتغير التابع.



الجدول (13) نتائج اختبار الفرضية الأولى

Model Summary							
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate			
1	.503a	.253	.246	.62711			
a. Predictors: (Constant), X1							
ANOVA ^a							
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F		
1	Regression	15.686	1	15.686	39.887		
	Residual	46.405	118	.393			
	Total	62.092	119				
a. Dependent Variable: Y							
b. Predictors: (Constant), Absolute Valuation Models							

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

أما الفرضية الإحصائية الثانية التي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نماذج التقييم النسبي واتخاذ القرار الاستثماري، و استناداً لنتائج الاختبار في الجدول (14) فإنه يتم قبول الفرضية لأن قيمة المعنوية اقل من إحصاء الاختبار ($sig < 5\%$), وبنسبة ارتباط بين المتغيرات بلغت ($R = 52.5\%$) كما وأن قيمة معامل التحديد قد بلغ ($R^2 = 27.5\%$) وهو ما يمثل مقدار تفسير نماذج Relative Valuation للمتغير التابع.

الجدول (14) نتائج اختبار الفرضية الثانية

Model Summary							
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate			
1	.525a	.275	.269	.61753			
a. Predictors: (Constant), X2							
ANOVA ^a							
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F		
1	Regression	17.093	1	17.093	44.823		
	Residual	44.999	118	.381			
	Total	62.092	119				
a. Dependent Variable: Y							



b. Predictors: (Constant), Relative Valuation Models

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

وأخيراً تنص الفرضية الإحصائية الثالثة على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذجي التقييم المطلق والنسيبي عند تقدير القيمة الحقيقية واتخاذ القرار الاستثماري وبناءً على نتائج الاختبار في الجدول (15) فإنه يتم قبول الفرضية لأن قيمة المعنوية أقل من إحصاء الاختبار

(sig < 5%)، وبنسبة ارتباط بين المتغيرات بلغت ($R = 60.4\%$) كما وأن قيمة معامل التحديد قد بلغت ($R^2 = 36.5\%$) وهو ما يمثل مقدار تفسير نماذج Absolute & Relative Valuation للمتغير التابع

الجدول (15) نتائج اختبار الفرضية الثالثة

Model Summary							
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate			
1	.604a	.365	.354	.58064			
a. Predictors: (Constant), X2, X1							
ANOVA ^a							
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F		
1	Regression	22.645	2	11.323	33.584		
	Residual	39.446	117	.337	.000b		
	Total	62.092	119				
a. Dependent Variable: Y							
b. Predictors: (Constant), Absolute & Relative Valuation Models							

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS

المبحث الرابع: الاستنتاجات و التوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1- تتصف حالات التقييم للشركات المبحوثة بالتبالغ الديناميكي الحاد الذي تتفوق فيه التوقعات المستقبلية وموجات المضاربة على قوى التقييم المرتكزة على الأداء التشغيلي والأساسيات



المالية، مما يجعلها تمثل بشكل مستمر نحو المبالغة في تقدير القيمة الحقيقية للشركات و يجعل الوصول إلى القيمة العادلة حدثاً استثنائياً ونادراً.

2- إن ظهور حالة التوافق لكل النماذج بأن بعض الأسهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية يوفر حجة استثمارية قوية ويعزز من قرار الشراء، و قرار الاحتفاظ (حملة الأسهم) كون حالة التقويم هذه تؤكد جاذبية السهم من منظوريين مستقلين كما في شركتي بغداد للمشروعات الغازية (IBSD) والشركة العراقية للسجاد و المفروشات (IITC) لأن هذه الأسهم ليست فقط ذات أساسيات مالية قوية وثابع بأقل من قيمتها الحقيقية (وفقاً للتقييم المطلق) بل هي أيضاً أرخص سعراً من أقرانها في السوق (وفقاً للتقييم نسبي)

3- إن ظهور حالة التوافق لكل النماذج بأن بعض الأسهم مقومة بأعلى من قيمتها يشكل إشارة تحذيرية واضحة للمستثمرين تذكرهم بالمخاطر السعرية و تجنبهم شراءها كأسهم شركة بغداد لصناعة مواد التغليف (IBPM)، بل و تشجع حاملي الأسهم على إعادة تقييم مراكزهم واتخاذ قرار البيع إذ أن ضعف الأساسيات الداخلية للشركة الذي عكسه التقييم المطلق قد اقترن بتسعير سوقى مبالغ فيه نسبةً إلى الأقران.

4- ان وجود حالات تباين منهجي في تقديرات القيمة الحقيقية بين نماذج التقييم المطلق والنسيبي لا يمثل عائقاً أمام اتخاذ القرار بل يساعد المستثمر أو المحلل على الانتقال من مرحلة "حساب القيمة" إلى مرحلة استيعاب "ديناميكيات القيمة" وبالتالي الكشف عن طبيعة العلاقة بين الأداء التشغيلي الداخلي للشركة وتصورات السوق التي تعكسها مضاعفات الأقران.

5- أن القيمة الحقيقية النهائية للأسهم الناتجة عن نماذج التقييم المطلقة هي انعكاس مباشر للفاءة الإدارية في توليد النقد و تخصيصه، فالشركات التي حققت قيمياً موجبة هي تلك التي نجحت في تحويل أرباحها التشغيلية إلى تدفقات نقدية حرة عبر إدارة فعالة لرأس المال العامل، والمفاضلة في تخصيص فوائضها النقدية بين الاستثمارات المختلفة، أما القيم السالبة فكانت النتيجة الحتمية لعجز الإدارة وتفاقم أزمة الديون غير المحصلة مما ادى إلى استنزاف السيولة و تأكل مباشر للقيمة.

6- أن استخدام نماذج التقييم المطلق والنسيبي معاً في نموذج واحد يؤدي إلى قوة تفسيرية أعلى مقارنة بالنماذج المنفردة والاستراتيجية المثلثة للتقييم المالي لا تكمن في المفاضلة بين المنهجين، بل في دمجهما بشكل تكاملى للوصول إلى قرارات استثمارية أكثر دقة وموثوقية.



مجلة الغري للعلوم الاقتصادية
والأدارية
مجلد (21) عدد (4) 2025



ثانياً: التوصيات

- 1- تفعيل دور الجهات الرقابية في سوق العراق للأوراق المالية لمتابعة آليات التسعير ، مع التأكيد على التزام الشركات بالإفصاح والاستجابة الفورية للتغيرات الطارئة، ورفع وعي المستثمرين بأهمية التحليل الأساسي المسبق وتجاوز ثقافة المضاربة او الانسياق مع الشائعات.
- 2- ضرورة مراعاة نتائج التقييمات المتعددة عند اتخاذ القرار الاستثماري، خاصةً عندما تشير الأدوات المختلفة إلى أن السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية، لما ذلك من دور في تعزيز وترشيد قرارات الاستثمار.
- 3- ينبغي على المستثمرين توخي الدقة والحذر من الأسهم التي تظهر مبالغة في تسعيرها وفقاً للمؤشرات المالية المعتمدة، وإعادة تقييم مراكزهم الاستثمارية بما يتاسب مع الظروف، لتجنب التعرض لمخاطر مستقبلية.
- 4- توصي الدراسة بالانتقال من النموذج أحادي التقييم إلى تبني إطار عمل تحليلي متكامل يعمل على دمج منهجي التقييم (المطلق والنسيبي) بدلاً من الاكتفاء بأحد هما، لضمان تحقيق رؤى متعددة أكثر اكتمالاً وتعزيز موثوقية القرار الاستثماري.
- 5- ضرورة تبني الشركات مبدأ تعظيم القيمة عبر تحسين إدارة رأس المال العامل وتحويل الأرباح إلى تدفقات نقدية حرة، إذ يُعد ذلك أساساً مهماً لجذب المستثمرين
- 6- تطوير نماذج تقييم هجينة تدمج مخرجات التقييم المطلق والنسيبي رياضياً في نموذج شامل قادر على فهم ديناميكيات القيمة المعقّدة و يُسهم في تقديم رؤى شاملة تعزز موثوقية القرارات الاستثمارية لجميع الأطراف.

المصادر:

- 1- خلف، أمل ساير، و الحسيني، دعاء نعمان، (2024)، القيمة الحقيقية وأثرها في العوائد السوقية للأسهم ، دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية و الاقتصادية، المجلد 14 العدد (1)
- 2- رحيم، بنين أحمد، و العلي، علي حميد هندي، (2024). استخدام نموذج مضاعف الأرباح المعدل دوريًا لتقدير الأسواق المالية: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية (2022-2013)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، 20(2).



- 3- الشمري، حسن شاكر، و كاظم، نور محمد، (2021)، تأثير القيمة العادلة في ترشيد قرارات الاستثمار المالي في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، المجلد 29، 331-346.
- 4- الطائي، رياض مظلوم عندول، و الفتلي، قيسر علي عبيد، (2022). تأثير التدقيق المشترك في جودة التقارير المالية و انعكاسهما على قرارات المستثمرين. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الادارية، 18(2).

References

- 1- Adiwijaya, A. A., & Murtaqi, I. (2024). Absolute valuation is a technique for calculating a target company's intrinsic worth based on Free Cash Flow to the Firm and on Relative Valuation. *International Journal of Current Science Research and Review*, 07(08), 6113-6127.
- 2- Agudze, K., & Ibhagui, O. (2020). Do fundamentals drive relative valuation? Evidence from global stock market indices. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 8(02), 2050002-20500042.
- 3- Ainia, N. S., & Lutfi , L. (2019). The influence of risk perception, risk tolerance, overconfidence, and loss aversion towards investment decision making. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 21(3), 401-413.
- 4- Alfadilla , J., & Dalam, W. W. (2022). Stock Valuation Using Discounted Cash Flow and Relative Valuation Methods. 4th International Conference on Applied Economics and Social Science (ICAESS 2022). Batamm, Indonesia.
- 5- Andreevich, N. A. (2022). A Study of Interconnection Between the EV/Sales Multiple and the Financial Indicators of the US IT Companies.
- 6- Barburski, J., & Kutrzeba, T. (2012). Business valuation by means of the free cash flow method. *Problems of Theory and Methodology of Accounting*, 1-50. Retrieved from <http://eztuir.ztu.edu.ua/123456789/2930>



- 7- Cambridge Dictionary. (2025).
<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/relative>.
- 8- Chen, N. (2023). Valuation Analysis of the Banking Industry based on DCF, P/E and EBITDA Valuation. BCP Business & Management, 47, 154-160.
- 9- Diputra, V. D. C. & Rikumahu, B., (2024). Stock Valuation Before and After the COVID-19 Pandemic: Free Cash Flow to Firm (FCFF) and Relative Valuation Approach with Discounted Cash Flow (DCF) Valuation Method. Journal of Multidisciplinary Academic Business Studies (JoMABS), 1(4), 471- 490.
- 10-Fang, Z., (2023). Research and Application of Company Valuation Methods. BCP Business & Management, 45(2023), 109-114.
- 11-Fitriani, S. r., & Rikumahu, B. (2023). Stock Valuation of Cement Industry in 2019 and 2021 due to COVID-19 using Free Cash Flow to Firm (FCFF) and Relative Valuation (RV). Proceedings of the International Conference on Sustainable Collaboration in Business, Technology, Information, and Innovation (SCBTII 2023). 265. Springer Nature.
- 12-Gao, Z., Myers, J. N. & Myers, L. A., (2019). Can a Hybrid Method Improve Equity Valuation? An Empirical Evaluation of the Ohlson and Johannesson (2016) Model. The Accounting Review, 74(6), 227-252.
- 13-Gença, A., & Saritaş, H. (2021). Firm valuation: An application on Borsa Istanbul with discounted cash flow and relative valuation approaches. Gazi Journal Of Economics And Business, 7(3), 237-256.
- 14-Gupta, V. (2018). Predicting Accuracy of Valuation Multiples Using Value Drivers: Evidence from Indian Listed Firms. Theoretical Economics Letters, 8, 755-772 .
- 15-Hermawan, A. (2022, January). Stock Valuation Analysis in Making Investment Decisions Covid-19. Indikator Journal, 6(1), 21-36.



- 16-Hirsimäki, J. (2024). Valuation Of Lockheed Martin Corporation Using Discounted Cash Flow And Relative Valuation Methods. Tallinn University Of Technology.
- 17-Kusumanisita, A. I., & Minanti, F. H. (2021). Stock Valuation Analysis of Dividend Discount Model, Free Cash Flow to Equity and Walter Model in Investment Decision. *Journal Economics and Business*, 5(1), 78-96.
- 18-Lukanima, B. K. (2023). An Overview of Relative Valuation. In *Corporate Valuation: A Practical Approach with Case Studies* (pp. 613-633). Springer International Publishing.
- 19-Lyons, B., (2015). Valuation Multiples: A Tool for Fundamental & Firm Analysis. *Journal of Higher Education Theory and Practice*, 15(2), 19-27.
- 20-Mihaela, G. (2023). The role of the economic indicator-ebitda in measuring the financial performance of the compan. *Annals-Economy Series*, 6, 163-168.
- 21-Mondello, E. (2023). *Applied Fundamental in Finance*. Switzerland: Springer Fachmedien.
- 22-Nagornev, A. A. (2022). A Study of Interconnection Between the EV/Sales Multiple and the Financial Indicators of the US IT Companies.
- 23-Nenkov, D. N., (2016). An Analytical Approach to Comparing Actual Vs. Fundamental “Price-to-Sales” and “Enterprise Value-to Sales” Ratios on the European Stock Market. *International Journal of Economics and Business Administration* , 4(4), 32-49.
- 24-Pratama, A., & Kusumaningtyas, D. S. (2023). Equity Valuation using Free Cash Flow to Equity on IDX30 Index for 2022 to 2026 Period Projection. *International Journal of Science and Management Studies*, 6(3), 215-223.
- 25-Sari, R., Kusnanto, K., & Aswindo, M. (2022). Determinants of Stock Investment Decision Making: A Study on Investors in Indonesia . *Golden Ratio of Finance Managemen*, 2(2), 120-131.



مجلة الغري للعلوم الاقتصادية
والأدارية
مجلد (21) عدد (4) 2025



- 26-Sasongko, A. I., & Tanujaya, E. (2020). Valuation Analysis of PT XYZ's Initial Share Value Regarding the 2020 IPO Plan with Discounted Free Cash Flow and Relative Valuation Method. (pp. 1-14) Proceedings of the 2nd International Conference of Business Accounting and Economics ICBAE 2020.
- 27-Sbahi, A. (2017). The Applicability Of The Free-Cash Flows And Dividend Discount Models In Evaluation Of The NYSE Blue Chips And Their Accuracy In Valuation Process. Masaryk University Faculty Of Economics And Administration.
- 28-Utami, S. R., Limas, V., Ulfa, F., & Wijaya, M. (2018). Comparison Analysis Between Intrinsic Value And Market Price Of Telecommunication Company In Indonesia Stock Exchange. IJARMSS, 7(5), 1-13.
- 29-Zeller, S. H. (2023, December). Equity Valuation of Fielmann AG. Portuguese Catholic University, 1-50.