



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

أ. د. علي حميد هندي العلي  
جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد  
[alih.alali@uokufa.edu.iq](mailto:alih.alali@uokufa.edu.iq)

الباحثة نبأ أحمد إسماعيل  
جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد  
[nabaaa.aldankaji@student.uokufa.edu.iq](mailto: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 يتصف 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 طُبّق 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) ولحقوق الملكية (FCFE) كممثلين للتقييم المطلق، ونموذجي 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 التكاملية الذي يجمع بين منهجي التقييم يُقدم قوة تفسيرية أعلى في تحديد قيمة السهم مقارنةً بالاعتماد على أي منهما بشكل منفرد، وبناءً على ذلك، توصي الدراسة بتبني إطار عمل متكامل يدمج بين التقييمين المطلق والنسبي، 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.iq](mailto:nabaaa.aldankaji@student.uokufa.edu.iq)  
[u.iq](mailto:nabaaa.aldankaji@student.uokufa.edu.iq)

Prof. Dr. Ali Hameed Hindi AL-ALI  
University of Kufa, College of  
Administration & Economics

[alih.alali@uokufa.edu.iq](mailto: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)



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



### 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 بالديناميكية المتباينة والكفاءة الضعيفة، تصبح عملية اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد أكثر تعقيداً، وتعد تحدياً جوهرياً يتمثل في الفجوة المتكررة بين القيمة السوقية للأسهم وقيمتها الجوهرية، وهي مشكلة عملية وثقتها 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، واستجابة لذلك، يتجه الإجماع الأكاديمي نحو دمج منهجي التقييم المطلق والنسبي، ليس كبديلين، بل كأدوات تكاملية؛ فبينما تستند نماذج التقييم المطلق إلى أسس نظرية متينة ومتغيرات تفصيلية متعلقة بأداء الشركة الداخلي، وهو ما أبرزه (Gao, Myers, & Myers, 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 والنسبية تعد مسوغاً لاستخدامهما معاً طالما ان الغرض واحد وهو تقييم الاستثمار والذي من شأنه أن يحسن دقة التقييم ويوفر فهماً أكثر شمولية لديناميكيات 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 والنسبية 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 وامثليته، و يزيد من احتمالية اتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة.



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

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

### ثانياً: أهداف البحث

- 1- العمل على تحقيق انتقال علمية في تقييم الأسهم وذلك عبر تفعيل و تطوير آلية النماذج في تقدير القيمة الحقيقية للأسهم للوصول الى القرارات الاستثمارية المثلى
- 2- الجمع بين أكثر من أداة مالية مختلفة في الأداء والمعطيات ولكنها متشابهة في الأهداف والغايات للوصول إلى التقدير الصحيح للأسهم دعماً للتغذية الراجعة 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 المرافقة لعملية تقدير القيم الحقيقية للأسهم لتحديد نموذج التقييم الأكثر دقة والذي يصلح للاستخدام في سوق العراق للأوراق المالية.

### ثالثاً: أهمية البحث

تتجسد أهمية الدراسة الحالية من خلال وضوح معالمها الفكرية التي تُغني ثقافة الاستثمار بالأسهم، وتقدم دليلاً علمياً وعملياً عن ماهية التقييم وأهميته للمستثمرين الحاليين وللأفراد الراغبين بخوض تجربة الاستثمار وذلك عبر تهيئة السبل الكفيلة بإرشادهم نحو القرارات الاستثمارية المثلى من دون ان يكتنف 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 التوجه لردم فجوة معرفية مُتمثلة بحالة عدم اليقين المُصاحبة لعملية تقييم الأسهم في السوق المالي العراقي و الذي يتصف ببيئة غير مستقرة.

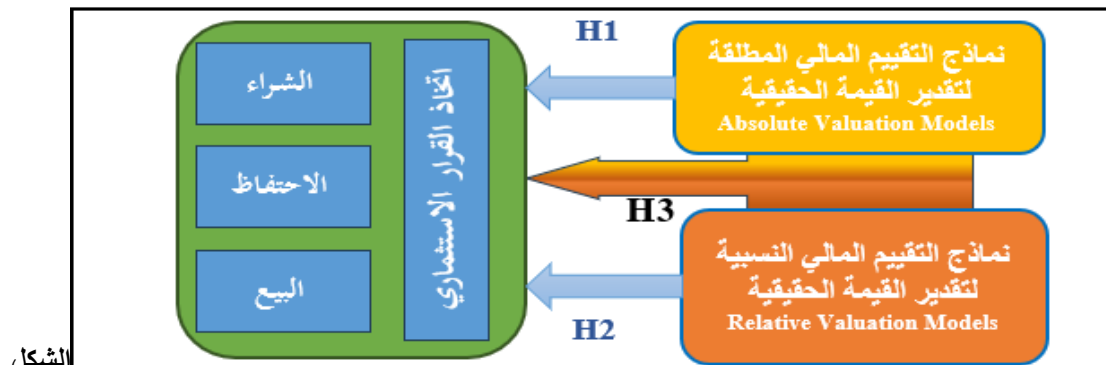


## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



رابعاً: المخطط الفرضي للبحث



الشكل

(1) المخطط الفرضي للدراسة

المصدر: من إعداد الباحثان.

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

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

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

### خامساً: مجتمع وعينة 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 (قصدي) وفقاً للمعايير المدرجة في الجدول الاتي.



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

### الجدول (1) معايير العينة العمدية

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

المصدر: من إعداد الباحثان.

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

### الجدول (2) عينة البحث

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



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

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 و تجارة 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 أُجري التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات باستخدام برنامج SPSS

### سادساً: الحدود الزمانية و المكانية للبحث

**الحدود الزمانية:** مدة الدراسة عشرة أعوام تمتد من عام 2014 إلى عام 2023 .  
**الحدود المكانية :** الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وبواقع (12) شركة، اتصفت بحركة تداول عالية لاسهمها و استمرار نشاط طوال المدة المدروسة.

### المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

#### أولاً: مفهوم التقييم المالي 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 مضامينه الفلسفية على نظرية القيمة الحالية و التي تقترض بأن قيمة الموجود هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، الأمر الذي يشير تباعاً الى 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 بطبيعته ينتمي الى التحليل الأساسي و يُعنى بتقييم الأسهم من منظور جوهرى خاص بمتغيرات الشركة الواحدة من دون مقارنتها مع الشركات الأخرى، بل يهتم بالأداء الداخلي للشركة وما تمتلكه من الموجودات (Pratama & Kusumaningtyas, 2023:216)، منافياً بذلك أساليب التقييم النسبي القائمة على مبدأ المقارنة الخارجية مع الشركات المماثلة، أي أنه ينظر الى القيمة الحقيقية للشركة بمعزل عن غيرها، وبالتالي فإن الشركات المماثلة وظروف السوق والمنافسة ليس لها دور في هذا المدخل





## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

ولا تُسهم في عملية التقييم (Nugroho & Nainggolan, 2024:187)، أما التقييم النسبي فيعرف قاموس كامبريدج مصطلح "النسبي أو النسبة" بأنه "شيء له سمة أو قيمة معينة مقارنة بأشياء أخرى من نوع مماثل" و معنى 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 القيم السوقية إلى محركات القيمة والمعروفة بإسم مضاعفات التقييم (Lukanima, 2023, p. 615) إذ يقارن نموذج التقييم النسبي قيمة الشركة عند نقطة معينة بقيمة منافسيها أو نظرائها في الصناعة ويستخدم أدواته المتمثلة بالمضاعفات لقياس المكان الذي قد يُتوقع فيه تداول الأوراق المالية في الأمد القريب (Agudze و Ibhagui، 2020)

### ثانياً: مفهوم القيمة الحقيقية وآليات تقديرها

تعبر القيمة الحقيقية عن القيمة الأساسية للسهم وفقاً لبيانات دقيقة حول المخاطر والعوائد (Utami, 2018, p. 2) Limas, Ulfa, & Wijaya, 2018, p. 2) إذ تتحدد بناءً على الحكم التحليلي للخصائص المتأصلة في الاستثمار، بينما يرى (Hirsimäki, 2024, p. 8) أن القيمة الحقيقية هي نتاج عمليات التقييم المالي شرط أن يتم اخذ المتغيرات ذات الصلة في الاعتبار و أن يكون المستثمر مدرك تماماً ولو من الناحية النظرية لأساسيات الاستثمار و كيف يمكن لهذه القيمة أن تعمل كمرجع لاتخاذ القرار المناسب عند مقارنتها بسعر السوق السائد و تكوين تصور حقيقي للمستثمر حول قيمة استثماراته، إذ 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 (Gença & Saritaş, 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





## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

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 المالي المطلقة و النسبية لتقدير القيمة الحقيقية

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

### الجدول (3) نماذج التقييم المالي المطلقة

التقييم المالي المطلق		
النموذج	التعريف	خطوات الوصول للقيمة الحقيقية للسهم
التدفق النقدي الحر إلى حق الملكية (FCFE)	التدفق المتاح للمساهمين بعد أن تقي 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 مستثمري الأسهم	1- $FCFE = \text{صافي الدخل} + \text{الاندثار} - \text{الاستثمار في رأس المال العامل} - \text{الإنفاق الرأسمالي} + \text{التغير في الدين}$ 2- $\text{القيمة الحقيقية (V)} = \frac{FCFE(1 + \text{معدل النمو})}{\text{معدل النمو} - \text{العائد المطلوب}}$ 3- $\text{القيمة الحقيقية للسهم الواحد} = \frac{V + \text{النقد} + \text{الاستثمارات المالية}}{\text{الأسهم المصدرة}}$
المصدر	(Sasongko & Tanujaya, 2020, p. 4)	(Kusumanisita (Mondello, 2023) (Pratama & Minanti, 2021) Kusumaningtyas, 2023)
التدفق النقدي الحر إلى الشركة (FCFF)	التدفق المتاح للتوزيع بين المساهمين والدائنين بعد أن تقي الشركة بالتزاماتها الضريبية و متطلبات إعادة الاستثمار التشغيلية و قبل النفقات المستحقة لسداد مصادر رأس المال الخارجي و أيضاً قبل تغطية نفقات الفائدة على القروض والسلف	1- $FCFF = \text{صافي الدخل} + \text{مصاريف الفائدة المعدلة بالضريبة} + \text{الاندثار} - \text{الاستثمار في رأس المال العامل} - \text{الإنفاق الرأسمالي}$ 2- $\text{القيمة الحقيقية (V)} = \frac{FCFF(1 + \text{معدل النمو})}{\text{معدل النمو} - \text{العائد المطلوب}}$ 3- $\text{القيمة الحقيقية للسهم الواحد} = \frac{V - \text{الدين} + \text{النقد} + \text{الاستثمارات المالية}}{\text{الأسهم المصدرة}}$
المصدر	(Barburski & Kutrzeba, 2012, p. 36)	(Mondello, 2023) (Zeller, 2023) (Fitriani & Rikumahu, 2023)

المصدر: من إعداد الباحثان.



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



### الجدول (4) نماذج التقييم المالي النسبية

التقييم المالي النسبي		
خطوات الوصول للقيمة الحقيقية للسهم وفقاً لطريقة المقارنات	التعريف	النموذج
<p>1- حساب القيمة المؤسسية للشركات وفقاً للمعادلة التالية: <math>EV = Market\ Cap. + Debt - Cash</math></p> <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 وضربه بمحرك قيمة الشركة المستهدفة (المبيعات، الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاندثار والإطفاء) وذلك لغرض التوصل للقيمة المؤسسية الضمنية (Implied Enterprise Value)</p> <p>4- اشتقاق القيمة الضمنية لحقوق الملكية (Implied Equity Value) عن طريق: <math>Implied\ Equity\ Value = Implied\ EV - Debt + Cash</math></p> <p>5- حساب القيمة الحقيقية للسهم عن طريق المعادلة التالية: <math>Intrinsic\ Value = \frac{Implied\ Equity\ Value}{Outstanding\ number\ of\ share}</math></p>	<p>تقيس القيمة الإجمالية للشركة (Enterprise Value) مقارنةً بإيراداتها من المبيعات مما توفر أداة لتقييم الشركات ذات أرباح غير مستقرة، و تكمن ميزتها في كونها أقل تأثراً بهوامش الربح، والسياسات المحاسبية، وهيكّل رأس المال، مما يجعلها مقياساً مناسباً للمقارنة بين الشركات المختلفة ويتم حساب المضاعف كالآتي:</p> <p style="text-align: center;"><math>\frac{\text{القيمة المؤسسية}}{\text{المبيعات}}</math></p>	القيمة المؤسسية إلى المبيعات (EV/SALE)
	<p>(Andreevich, 2022: 43)</p> <p>تقيس القيمة الإجمالية للشركة (Enterprise Value) مقارنةً بأرباحها التشغيلية قبل احتساب الفوائد والضرائب والاندثار والإطفاء، مما يوفر رؤية واضحة حول ربحيتها التشغيلية و تكمن ميزتها في كونها أقل تأثراً بهيكّل رأس مال الشركة، وطرق الاندثار المتبعة، و معدلات ضريبة الدخل، مما يجعله مقياساً مفيداً للمقارنات بين الشركات المختلفة ويتم حسابه كالآتي:</p> <p style="text-align: center;"><math>\frac{\text{القيمة المؤسسية}}{\text{أرباح قبل الفوائد والضرائب و الاندثار و الإطفاء}}</math></p>	المصدر ر
(Nenkov, 2016) (Chen, 2023) (Mihaela, 2023)	(Gupta, 2018, p. 757)	المصدر ر

المصدر: من إعداد الباحثان.



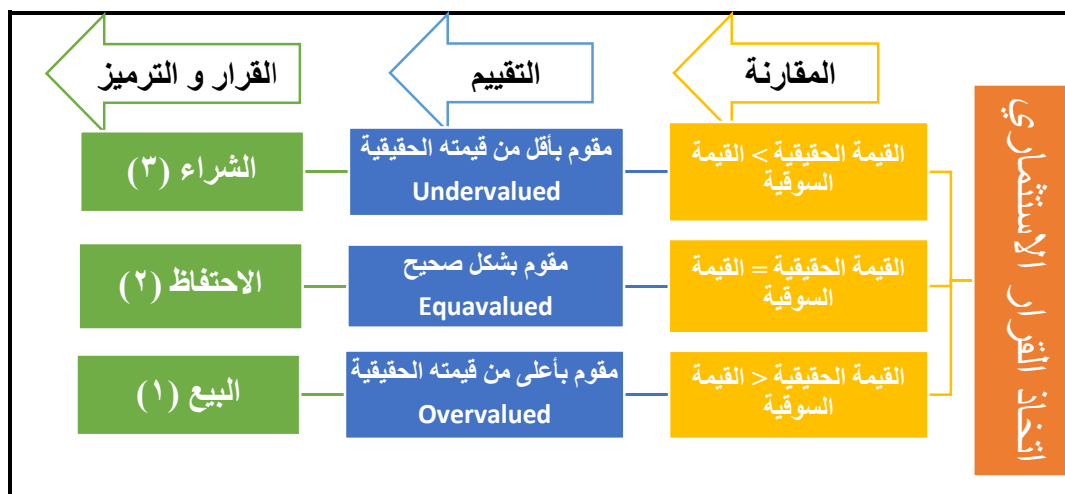
## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



### رابعاً: القرار الاستثماري و آليات اتخاذه

هو عملية اختيار أفضل البدائل المطروحة للاستثمار وفقاً لمعطيات المستثمر و أهدافه و ذلك من اجل تحقيق أرباح مستقبلية خلال فترة محددة مع مراعاة دراسة الظروف المحيطة بالشركة قبل الشروع بعملية صناعة القرار، اذ يرى (الطائي، الفتلي، 2022: 886) أن نجاح أي قرار استثماري محكوم 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 المطلق بأن يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم بناءً على أساسيات الشركة وأدائها المالي وقدرتها على توليد تدفقات نقدية بمعزل عن تفاعلات السوق و



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

خصمها بمعدل خصم يتماشى 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 الحقيقية لأسهم الشركات المبحوثة نلاحظ أن بعض الشركات أظهرت قيمة موجبة طيلة مدة الدراسة مثل: (IMIB,IRMC,IITC,IMOS) وبعضها الآخر أظهر قيمة سلبية طيلة مدة الدراسة كشركتي (IMAP,IIDP) أما باقي الشركات فقد جمعت بين القيمتين، مثل شركة بغداد للمشروبات 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، اما شركة الخياطة 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)، اما شركة الكندي فحققت أعلى قيمة حقيقية 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 للمشروبات الغازية والشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية، فضلاً عن تأثير النقد والذي انعكس على قيمة حقيقية موجبة.

أما الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC) فقد تحصلت على قيم حقيقية 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 حقيقية مرتفعة (98.38) نتجت عن ارتفاع كل من النقد و الاستثمارات المالية والتدفق النقدي الحر لحقوق الملكية مما انعكس على قيمة حقيقية مرتفعة، أما الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية (INCP) فقد حققت أعلى قيمة (1.58) عام 2018 بسبب ارتفاع (FCFE) والنقد، اما أدنى قيمة كانت عند مستوى (-10.10) عام 2020 بالتزامن مع تحقيق تدفقات (FCFE) سالبة.

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



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

(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 للمشروبات الغازية والشركة العراقية لصناعة الكارتون و شركة الاتحاد الصناعي والشركة الوطنية للصناعات الغذائية والشركة الوطنية للصناعات الكيماوية اما أدنى قيمة لها فكانت عند (1.36) عام 2015، في حين حققت الشركة العراقية للأعمال الهندسية (IIEW) 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 خازر فلم تحقق إلا قيمة موجبة واحدة وذلك في عام 2014 نتيجة لوجود تدفق نقدي ناتج عن الفرق في صافي رأس المال العامل بمبلغ (29,870,646)

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

(FCFE)

2023	Price	3.88	9.75	1.6	1.58	1.79	15	1.75	4.5	5	2.36	5.99	1.6
	Value	10.21	13.27	-2.82	12.24	-1.26	71.03	-0.59	2.15	0.37	14.59	-0.32	10.82
2022	Price	3.3	5.8	1.4	0.98	1.53	14.75	1.94	5.35	2	3.2	6.1	1.95
	Value	7.77	20.55	-1.99	22.98	-6.92	98.38	-4.18	3.77	1.04	17.95	1.47	34.89
2021	Price	4.3	5.3	1.56	1.16	2.84	15	2.42	13	2	2.32	2.58	1.9
	Value	1.29	2.53	-2.29	35.13	31.35	90.55	1.31	16.53	0.71	8.31	0.97	-22.7
2020	Price	4.15	6.68	1.37	1.2	1.43	10	2.14	11.88	2	2.57	0.82	1.11
	Value	13.86	6.32	-5.69	31.64	-2.88	66.76	-10.1	25.31	0.74	35.34	0.34	32.51



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

Co.	2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price
IBSD	0.18	2.26	2.57	2.94	-5.17	2.5	11.55	2.68	3.15	3.59	9.64	3.29
IMOS	1.94	3.5	3.11	2.8	9.22	4.14	10.8	4.9	26.61	3.99	24.8	6.5
IKLV	-3.88	1.28	0.16	1.11	-0.47	0.79	-3.43	0.76	-0.6	1.25	-1.97	1.69
IIDP	-5.56	1.27	-	1.29	24.85	1.65	-	0.88	-	1.39	-23.64	1.16
IMAP	-3.39	0.84	-7.52	0.76	-	0.67	-	0.69	-	0.64	-5.17	0.95
IITC	21.79	4.25	52.17	4.28	73.33	5.15	70.14	8.1	58.99	7.98	110.17	8.85
INCP	-1.8	0.85	-1.66	0.54	-0.47	0.62	0.63	0.57	1.58	0.65	1.02	1.9
IRMC	0.63	8.45	0.06	13.64	2.84	14.7	8.06	13.1	10.74	13.65	16.68	12.5
IBPM	-3.53	1.7	-4.23	1.93	1.58	1.84	-0.2	1.38	0.87	1.3	0.65	1.98
IMIB	2.27	0.63	1.36	0.69	8.5	0.5	15.18	0.71	11.31	1.75	20.14	2.83
IIEW	-0.61	0.9	-1.72	0.63	-1.54	0.7	-1.09	0.72	1.82	0.78	3.17	0.82
IKHC	0.13	2.3	-	1.41	15.24	1.25	-8.97	1.27	-	1.27	-40.7	1.38

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
Undervalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued





## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلة (21) عدد (4) 2025

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

المصدر: من إعداد الباحثان.

وعلى أساس ما تقدم يمكن الوصول الى 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 الى حقوق الملكية (FCFE)، إذ يتضح أن بعض الشركات كانت مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية طيلة السلسلة الزمنية للدراسة كما في شركة (IITC) و (IMIB) وبعضها الآخر كان مقوماً بأعلى من القيمة الحقيقية 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 و بين تقييم ذو قصور سعري.

### 2- التحليل المالي لنموذج التدفق النقدي الحر الى الشركة FCFF:

يستعرض الجدول (7) القيم الحقيقية لأسهم الشركات المبحوثة وفقاً لنموذج التدفق النقدي الحر الى 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





## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

(35.34) أما شركة (IRMC) فقد حصلت أدنى قيمة (0.06) و أعلى 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 (IIDP)، (IKLV)، (INCP)، (IMAP) ومن جهة أخرى يُظهر الجدول (7) تطابقاً شبه تام مع جدول (5) الخاص بتحليل القيمة الحقيقية لنموذج (FCFE) باستثناء شركتي (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 الى عدم وجود كلٍّ من صافي الدين ومصاريف الفائدة وبالتالي تساوت قيمتا (FCFF) و (FCFE)، وهو ما يتسق تماماً مع العلاقة الرياضية التي تربطهما وهي:  $FCFE = FCFF - (Debt + Interest Exp(1 - Tax)$

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 البنود الفاصلة مساوية للصفر مما يؤدي حتماً إلى تطابق مخرجات النموذجين، علاوة على ذلك إن التدفق النقدي الحر الى حقوق الملكية (FCFE) يقدر القيمة الحقيقية من منظور محدد أكثر ومخصص للمساهمين بينما يقدر التدفق النقدي الحر الى الشركة (FCFF) القيمة الحقيقية من منظور أوسع ليشمل كلاً من المساهمين والدائنين، وبما ان الشركات لم تعتمد قراراتها التمويلية على الرافعة المالية فإن تطابق المخرجات يدل على أن التقييم كان متسقاً 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 استدانته 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 الى الشركة (FCFF)، يتضح أن بعض الشركات كانت مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية طيلة سنوات الدراسة، كما في الشركة (IITC) و (IMIB)، بينما



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



البعض الآخر كانت مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية كما في شركة (IKLV)، (IIDP)، (IMAP)، (IBPM)، و (IKHC)، أما باقي الشركات فقد تباین تسعيرها بين تقييم مرتفع مبالغ به وتقييم ذو قصور سعري

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

	2023		2022		2021		2020		2019		2018		2017		2016		2015
	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price
	3.88	10.21	3.3	7.77	4.3	1.29	4.15	13.86	3.29	9.64	3.59	3.15	2.68	11.55	2.5	-5.17	2.94
	9.75	13.27	5.8	20.55	5.3	2.53	6.68	6.32	6.5	24.8	3.99	26.61	4.9	10.8	4.14	9.22	2.8
	1.6	-2.82	1.4	-1.99	1.56	-2.29	1.37	-5.69	1.69	-1.97	1.25	-0.6	0.76	-3.43	0.79	-0.47	1.11
	1.58	-12.24	0.98	-22.98	1.16	-35.13	1.2	-31.64	1.16	-23.64	1.39	-13.31	0.88	-20.85	1.65	-24.85	1.29
	1.79	-1.26	1.53	-6.92	2.84	-31.38	1.43	-2.9	0.95	-5.19	0.64	-20.68	0.69	-17.15	0.67	-11.23	0.76
	15	71.03	14.75	98.38	15	90.55	10	66.76	8.85	110.17	7.98	58.99	8.1	70.14	5.15	73.33	4.28
	1.75	-0.59	1.94	-4.18	2.42	1.31	2.14	-10.1	1.9	1.02	0.65	1.58	0.57	0.63	0.62	-0.47	0.54
	4.5	2.15	5.35	3.77	13	16.53	11.88	25.31	12.5	16.68	13.65	10.74	13.1	8.06	14.7	2.84	13.64
	5	0.37	2	1.04	2	0.71	2	0.74	1.98	0.65	1.3	0.87	1.38	-0.2	1.84	1.58	1.93
	2.36	14.59	3.2	17.95	2.32	8.31	2.57	35.34	2.83	20.14	1.75	11.31	0.71	15.18	0.5	8.5	0.69
	5.99	-0.32	6.1	1.47	2.58	0.97	0.82	0.34	0.82	3.17	0.78	1.82	0.72	-1.09	0.7	-1.54	0.63
	1.6	-10.96	1.95	-35.03	1.9	-22.88	1.11	-32.72	1.38	-40.9	1.27	-26.13	1.27	-9.2	1.25	-15.47	1.41



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلة (21) عدد (4) 2025

Co.	2014		Value
	Value	Price	
IBSD	0.18	2.26	2.57
IMOS	1.94	3.5	3.11
IKLV	-3.88	1.28	0.16
IIDP	-5.56	1.27	-10.77
IMAP	-3.39	0.84	-7.52
IITC	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
IIFW	-0.61	0.9	-1.72
IKHC	0.13	2.3	-33.66

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد 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
Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued
Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

2014	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued
Co.	IBSD	IMOS	IKLV	IIDP	IMAP	IITC	INCP	IRMC	IBPM	IMIB	IIEW	IKHC	

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 آنفة 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 للمشروبات 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 سهمها 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، وبالمقابل وصل سهم الشركة العراقية لتصنيع و تسويق 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 سهمها 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 وتدهور النقدية، اما الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2023 (24.97) عن ارتفاع مضاعف القطاع مقابل ارتفاع



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

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 حقق السهم قيمة عالية (56.21) ويعزى ذلك الى 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 وتدهور 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 العالية، في حين كان انخفاض قيمة السهم ناجماً عن انخفاض المعيار المرجعي للقطاع والقيمة المؤسسية الضمنية والتي تضاعلت 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 2015, 2016، اذ كان الارتفاع في 2020 ناتجاً عن ارتفاع القيمة المؤسسية الضمنية بالدرجة الأساس بسبب المبيعات العالية التي شهدتها الشركة بعد سنوات من المشاكل والتحديات الأمنية التي تعرضت لها وتحديداً خلال المدة (-2016) (2014)

### الجدول (9) القيمة الحقيقية للأسهم وفق نموذج القيمة المؤسسية الى المبيعات (EV/SALE)

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



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلة (21) عدد (4) 2025

Co.	2014		2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price
IBSD	4.61	2.26	7.56	2.94	10.38	2.5	6.84	2.68	6.81	3.59	9.79	3.29	12.85	4.15
IMOS	2.02	3.5	3.33	2.8	4.23	4.14	4.71	4.9	5.2	3.99	5.62	6.5	5.88	6.68
IKLV	0.33	1.28	0.46	1.11	0.73	0.79	0.8	0.76	0.72	1.25	2.15	1.69	1.43	1.37
IIDP	1.63	1.27	1.3	1.29	1.62	1.65	0.84	0.88	0.57	1.39	0.8	1.16	1.45	1.2
IMAP	1.33	0.84	2.11	0.76	1.95	0.67	1.25	0.69	1.05	0.64	0.3	0.95	0.67	1.43
IITC	7.39	4.25	6.21	4.28	13.55	5.15	9.61	8.1	9.19	7.98	11.16	8.85	11.58	10
INCP	0.69	0.85	0.54	0.54	0.85	0.62	0.61	0.57	0.85	0.65	1.2	1.9	1.16	2.14
IRMC	1.45	8.45	2.57	13.64	7.18	14.7	17.12	13.1	16.43	13.65	49.21	12.5	56.21	11.88
IBPM	0.47	1.7	0.24	1.93	0.41	1.84	0.43	1.38	0.31	1.3	0.54	1.98	0.58	2
IMIB	1.48	0.63	0.49	0.69	0.32	0.5	0.1	0.71	0.27	1.75	0.54	2.83	0.13	2.57
IIEW	0.6	0.9	0.42	0.63	0.3	0.7	0.46	0.72	0.68	0.78	1.32	0.82	0.79	0.82
IKHC	0	2.3	-0.23	1.41	-0.23	1.25	0.81	1.27	0.92	1.27	2.15	1.38	3.02	1.11
														2.86

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 الحقيقية طيلة سنوات الدراسة كما في شركة (IBSD) وبعضها الآخر كانت مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية 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.



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلة (21) عدد (4) 2025



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

Co.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
IBSD	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IMOS	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued
IKLV	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IIDP	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued
IMAP	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IITC	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued
INCP	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IRMC	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IBPM	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IMIB	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IIEW	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued
IKHC	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued

المصدر: من إعداد الباحثان.

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

### والاطفاء EV/EBITDA

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





## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

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 الخياطة الحديثة (IMOS) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2023 بمقدار (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 بمقدار (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 و تسويق التمور (IIDP) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2023 بمقدار (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 و توقفها 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 بمقدار (0.77)، أما في عام 2019 فقد حققت أدنى قيمة (-4.16)، بسبب العجز الحاصل في إيراداتها والذي أثر على حساب القيمة الضمنية المؤسسية.

أما الشركة العراقية للسجاد والمفروشات (IITC) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة في عام 2021 بمقدار (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 إنتاج السجاد والمفروشات الأرضية، وفيما يتعلق بشركة الألبسة الجاهزة (IRMC) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة له في عام 2019 بمقدار (7.69)، و يعزى ذلك بارتفاع كل من (EBITDA) والمعيار المرجعي مما أثر على ارتفاع القيمة الضمنية لحقوق الملكية بالإضافة إلى النقدية العالية (بسبب ارتفاع المتحصلات من الذمم المدينة)، 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 إدراج الشركة ضمن الموازنة الاتحادية للمشتريات، فضلاً عن بيان الأمانة العامة لمجلس الوزراء



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

بشمول القطاع المختلط والخاص والحكومي في التنافس للحصول على عقود تجهيز من وزارات الدولة مما أضعف فرص الشركة وتراجعت إيراداتها آنذاك، وكذلك شهدت شركة الصناعات المعدنية والدراجات (IMIB) أعلى قيمة لسهمها في عام 2023 بمقدار (4.28) مقابل أدنى قيمة (-1.42) عام 2018، بالتزامن مع أرباح (EBITDA) السالبة بسبب انخفاض الإيرادات وارتفاع المصاريف التشغيلية، والحال ذاته بالنسبة للشركة العراقية للأعمال الهندسية (IIEW) فقد وصل سهمها لأعلى قيمة له في عام 2019 بمقدار (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 والضريبة والاندثار و الاطفاء (EV/EBITDA)

	2023		2022		2021		2020		2019		2018		2017
	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	
	13.22	3.88	7.38	3.3	10.94	4.3	9.85	4.15	8.25	3.29	3.77	3.59	2.68
	14.34	9.75	12.98	5.8	5.37	5.3	9.85	6.68	9.25	6.5	7.51	3.99	4.9
	0.75	1.6	0.78	1.4	1.52	1.56	0.77	1.37	3.12	1.69	0.43	1.25	0.76
	1.65	1.58	1.04	0.98	-1.54	1.16	0.87	1.2	0.84	1.16	-1.13	1.39	0.88
	0.24	1.79	-0.34	1.53	-0.89	2.84	0.2	1.43	-4.16	0.95	0.61	0.64	0.69
	31.8	15	38.38	14.75	53.45	15	25.21	10	27.31	8.85	15.69	7.98	8.1
	0.91	1.75	0.84	1.94	2.38	2.42	1.29	2.14	1.42	1.9	0.45	0.65	0.57
	1.29	4.5	1.07	5.35	4.02	13	2.08	11.88	7.69	12.5	1.21	13.65	13.1
	0.1	5	0.25	2	0.33	2	0.21	2	0.39	1.98	0.21	1.3	1.38
	4.28	2.36	3.38	3.2	1.71	2.32	-0.59	2.57	-1.24	2.83	-1.42	1.75	0.71
	-0.49	5.99	0.37	6.1	0.25	2.58	-0.92	0.82	0.38	0.82	0.07	0.78	0.72
	1.55	1.6	1.84	1.95	9.5	1.9	3.14	1.11	0.81	1.38	0.45	1.27	1.27



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلة (21) عدد (4) 2025

Co.	Value	Price	Value	Price	Value	Price	Value	Price	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							
IITC	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							
IIEW	-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.

وخلاصةً لما سبق من تحليل ولأجل معرفة الوضع النهائي للقيمة الحقيقية للشركات المبحوثة لاتخاذ القرار الاستثماري حولها يستعرض الجدول أدناه (12) نتائج تقييم السوق لأسهم الشركات اعتماداً على قيمتها الحقيقية وفق مضاعف (EV/EBITDA) نلاحظ ان بعض الشركات كانت مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية طيلة سنوات الدراسة كما هو الحال في شركة (IBPM) والوطنية للصناعات الكيماوية وإنتاج الألبسة الجاهزة والعراقية 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 سعري.

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

2023	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued
2022	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued
2021	Undervalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلة (21) عدد (4) 2025



Co.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IBSD	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IMOS	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
IKLV	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IDDP	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IMAP	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IITC	Overvalued	Overvalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued	Undervalued
INCP	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IRMC	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IBPM	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IMIB	Undervalued	Overvalued	Undervalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IIEW	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued
IKHC	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Overvalued	Undervalued

المصدر: من إعداد الباحثان.

### ثالثاً: التحليل الإحصائي لفرضيات البحث

يُعنى التحليل الإحصائي باختبار فرضيات البحث التي توضح مدى تأثير المتغيرات المستقلة و المتمثلة بنماذج التقييم المطلقة و النسبية على المتغير التابع المتمثل بالقرار الاستثماري، و انطلاقاً من الفرضية الإحصائية الأولى التي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نماذج التقييم المطلق واتخاذ القرار الاستثماري، واستناداً لنتائج الجدول (13) فإنه يتم قبول الفرضية لان قيمة المعنوية اقل 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.



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

### 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 <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15.686	1	15.686	39.887	.000b
	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، واستناداً لنتائج الاختبار في الجدول (14) فإنه يتم قبول الفرضية لان 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 <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	17.093	1	17.093	44.823	.000b
	Residual	44.999	118	.381		
	Total	62.092	119			
a. Dependent Variable: Y						



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



### b. Predictors: (Constant), Relative Valuation Models

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

و أخيراً تنص الفرضية الإحصائية الثالثة على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذجي التقييم المطلق والنسبي عند تقدير القيمة الحقيقية واتخاذ القرار الاستثماري و بناءً على نتائج الاختبار في الجدول (15) فإنه يتم قبول الفرضية لان قيمة المعنوية اقل 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 <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	22.645	2	11.323	33.584	.000b
	Residual	39.446	117	.337		
	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 بالتباين الديناميكي الحاد الذي تتفوق فيه التوقعات المستقبلية وموجات المضاربة على قوى التقييم المرتكزة على الأداء التشغيلي والأساسيات



## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

- المالية، مما يجعلها تميل بشكل مستمر نحو المبالغة في تقدير القيمة الحقيقية للشركات ويجعل الوصول الى 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 التقييم هذه تؤكد جاذبية السهم من منظورين مستقلين كما في شركتي بغداد للمشروبات الغازية (IBSD) والشركة العراقية للسجاد و المفروشات (IITC) لأن هذه الاسهم ليست فقط ذات أساسيات مالية قوية وتُباع بأقل من قيمتها الحقيقية (وفقاً للتقييم المطلق) بل هي أيضاً أرخص سعراً من أقرانها في السوق (وفقاً للتقييم النسبي)
- 3- إن ظهور حالة التوافق لكل النماذج بأن بعض الأسهم مقومة بأعلى من قيمتها يشكل إشارة تحذيرية واضحة للمستثمرين تنذرهم بالمخاطر السعيرية 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 سوقي مبالغ فيه نسبةً إلى الأقران.
- 4- ان وجود حالات تباين منهجي في تقديرات القيمة الحقيقية بين نماذج التقييم المطلق والنسبي لا يُمثل عائقاً أمام اتخاذ القرار بل يساعد المستثمر أو المحلل على الانتقال من مرحلة "حساب القيمة" الى 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 لكفاءة الإدارة في توليد النقد وتخصيصه، فالشركات التي حققت قيمة موجبة هي تلك التي نجحت في تحويل أرباحها التشغيلية إلى تدفقات نقدية حرة عبر إدارة فعالة لرأس المال العامل، والمفاضلة في تخصيص فوائدها النقدية بين الاستثمارات المختلفة، أما القيم السالبة فكانت النتيجة الحتمية لعجز الإدارة وتفاقم أزمة الديون غير المحصلة مما أدى إلى استنزاف السيولة وتآكل مباشر للقيمة.
- 6- أن استخدام نماذج التقييم المطلق والنسبي معاً في نموذج واحد يؤدي إلى قوة تفسيرية أعلى مقارنة بالنماذج المنفردة والاستراتيجية المثلى للتقييم المالي لا تكمن في المفاضلة بين المنهجين، بل في دمجهما بشكل تكاملي للوصول الى قرارات استثمارية أكثر دقة وموثوقية.





## مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية

مجلد (21) عدد (4) 2025



### ثانياً: التوصيات

- 1- تفعيل دور الهيئات 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 أو 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 لذلك 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 يتناسب 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 والنسبي) بدلاً من الاكتفاء بأحدهما، 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 يعد ذلك أساساً مهماً لجذب المستثمرين.
- 6- تطوير نماذج تقييم هجينة تدمج مخرجات التقييم المطلق والنسبي رياضياً في نموذج شامل قادر على فهم ديناميكيات القيمة المعقدة و يسهم 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 والاقتصادية، المجلد 14 العدد (1)
- 2- رحيم، بنين أحمد، و العلي، علي حميد هندي، (2024). استخدام نموذج مضاعف الأرباح المعدل دورياً لتقييم الأسواق المالية: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية (2022-2013)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، 20(2).



مجلة الغري للعلوم الاقتصادية  
والادارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

- 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، قيصر 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>



مجلة الغري للعلوم الاقتصادية  
والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

- 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 Johannessson (2016) Model. The Accounting Review, 74(6), 227-252.
- 13-Gença, A., & Sarıtaş, 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.



مجلة الغري للعلوم الاقتصادية  
والإدارية



مجلد (21) عدد (4) 2025

- 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  
والإدارية

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.