

UKJAES

University of Kirkuk Journal
For Administrative
and Economic Science

ISSN 2222-2995

University of Kirkuk Journal For Administrative
and Economic Science



Khlaif Amal Sayer & Al-Husaini Duaa Noman. The intrinsic value and its impact on stock market returns: An analytical study in the Iraq Stock Exchange. *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2024) 14 (1): 152-164.

The intrinsic value and its impact on stock market returns: An analytical study in the Iraq Stock Exchange

Amal Sayer Khlaif ¹, Duaa Noman Al-Husaini ²

^(1,2) University of Mosul, Mosul, Iraq

adoomezadoomez@gmail.com¹
duaa_numaan@uomosul.edu.iq²

Abstract: The research aims to verify the effect of the real value extracted by relative and absolute valuation models on the market returns of companies listed on the Iraqi Stock Exchange. The discounted cash flow model was chosen as a representative of absolute valuation methods, because the model has high flexibility and can be applied to a wide range of companies and is not limited to companies that distribute dividends. The profitability multiplier ratio was also chosen as a representative of relative evaluation methods. For the purpose of achieving the research objectives, a simple linear regression model was used to test the study hypothesis. The study sample consisted of 20 companies listed on the market from different sectors, with monthly views amounting to (1920) views for each company. The results of the study indicated that the real value has a statistically significant effect on market returns, but the effect of the real value calculated according to the profitability multiplier exceeds the effect left by the real value calculated according to discounted cash flows on market returns.

Keywords: Real Value, Market Returns, Common Stock Valuation Models.

القيمة الحقيقية وأثرها في العوائد السوقية للأسهم دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية

الباحثة: أمل سائر خلف ^١، أ.م.د. دعاء نعمان الحسيني ^٢

^(١,٢) جامعة الموصل، الموصل، العراق

المستخلص: يهدف البحث الى التحقق من أثر القيمة الحقيقية المستخرجة بواسطة نماذج التقييم النسبي والمطلق في العوائد السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وقد وقع الاختيار على نموذج خصم التدفقات النقدية ممثلاً عن اساليب التقييم المطلق، وذلك لكون النموذج يتمتع بمرونة عالية ويمكن تطبيقه على مجموعة واسعة من الشركات ولا يقتصر على الشركات التي توزع أرباحاً، كما تم اختيار نسبة مضاعف الربحية ممثلاً عن اساليب التقييم النسبي. ولغرض تحقيق اهداف البحث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي لاختبار فرضية البحث، إذ تمثلت عينة البحث بـ ٢٠ شركة مدرجة في السوق من قطاعات مختلفة وبمشاهدات شهرية بلغت (١٩٢٠) مشاهدة لكل شركة. وقد اشرت نتائج البحث الى ان القيمة الحقيقية تترك أثر معنوي ذو دلالة إحصائية في العوائد السوقية،

الا ان أثر القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لمضاعف الربحية يتفوق على الأثر الذي تتركه القيم الحقيقية المحسولة وفقا لخصم التدفقات النقدية في العوائد السوقية.

الكلمات المفتاحية: القيمة الحقيقية، العوائد السوقية، نماذج تقييم الأسهم العادية.

Corresponding Author: E-mail: adoomezadoomez@gmail.com

المقدمة:

حظيت الأسهم العادية بالكثير من الاهتمام في الأدبيات المالية بشكل عام والاستثمار بشكل خاص نظرا لعددها من أكثر أنواع الاستثمارات جاذبية بالنسبة للمستثمرين و من أشهر الأدوات المالية التي يتم تداولها ببيعاً وشراءً بغية تحقيق العوائد، الا ان المشكلة التي تواجه المستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية تتجسد في الاسهم التي لا تعكس قيمتها الحقيقية، أي انها تكون مسعرة بأعلى أو أدنى من مما ينبغي لاسيما في الأسواق المالية ضعيفة الكفاءة، وهذا من شأنه ان يخلق فجوة يمكن استغلالها في تحقيق عوائد يمكن وصفها بالاستثنائية وكل ذلك يتم بشراء الأسهم التي تكون مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية والابتعاد عن الأسهم المقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية وذلك استنادا الى ما ورد في النظريات المالية التي تنص على أن الأسهم التي تم تسعيرها بشكل مضخم في السوق يجب أن تنخفض في النهاية لتصل إلى قيمتها الحقيقية، اما الاسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها يجب أن ترتفع في النهاية إلى مستويات قيمتها الحقيقية. بناء على ذلك يمكن القول ان فهم وإدراك تأثير القيمة الحقيقية في العوائد السوقية من شأنه ان يكون اهم الاسس التي ينبغي الاستناد عليها قبل اتخاذ قرار الاستثمار في سوق مالية معينة، وان استيعاب هذا التأثير من الأمور التي ينبغي الانتباه اليها لغرض التوصل لقرارات استثمارية مدروسة ومبنية على أسس متينة.

تنقسم اساليب التقييم الخاصة بالأسهم إلى اساليب نسبية وأخرى مطلقة، فالنماذج المستخدمة في التقييم النسبي تعد بمثابة نماذج بديلة عن نماذج القيمة المطلقة مثل نموذج خصم التوزيعات النقدية (DDM) ونموذج خصم التدفقات النقدية (DCF) التي يتم تقديرها وخصمها بمعدل خصم عادة ما يعبر عنه بمعدل العائد المطلوب. فيما يُعرف التقييم النسبي باسم التقييم المقارن مثل نسبة مضاعف الربحية أو نسبة سعر السهم إلى ربحيته (P/E) التي تعد من مؤشرات التقييم النسبي والأكثر استخداماً في الأسواق.

سيتم في هذا البحث الاعتماد على نماذج التقييم النسبي والمطلق للتوصل الى القيمة الحقيقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية واختبار تأثيرها في العوائد السوقية، وقد وقع الاختيار على نموذج خصم التدفقات النقدية ممثلاً عن اساليب التقييم المطلق، وذلك لكون هذا النموذج يتمتع بمرونة عالية ويمكن تطبيقه على مجموعة واسعة من الشركات ولا يقتصر على الشركات التي توزع أرباحاً، كما تم اختيار نسبة مضاعف الربحية ممثلاً عن اساليب التقييم النسبي.

المحور الأول: منهجية البحث

أولاً: مشكلة البحث وتساؤلاته

ان مستوى كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية القى بظلاله على قدرتها في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم نتيجة لضعف كفاءتها، إذ ان بعض الأسهم في هذه الأسواق تكون مقيمة بأقل أو أكثر مما يجب، هذا يعني احتمالية تعرض المستثمرين لخسائر أو قد يحققون عوائد استثنائية نتيجة لذلك، ولكون سوق العراق للأوراق المالية أحد هذه الأسواق فإن هذا البحث سيحاول الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل يمكن للقيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنماذج التقييم المطلق والنسبي المساهمة في تحقيق المزيد من العوائد السوقية؟
- هل من الأفضل اعتماد نماذج التقييم المطلق ام نماذج التقييم النسبي في اتخاذ القرارات الاستثمارية؟

ثانياً: أهمية البحث

تنبع أهمية البحث من ضرورة اللجوء الى الطرق التي تساعد على تقييم الأسهم المراد استثمارها بهدف زيادة العوائد وتجنب الاستثمار في الأسهم التي لا تحقق عوائد تفوق تكلفة الاستثمار فحسب لا بل تتفوق عليها، وقد جاء هذا البحث لغرض اختبار مدى جودة نماذج التقييم المطلق في تقييم الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن اختبار تأثير القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لتلك النماذج في العوائد السوقية.

ثالثاً: أهداف البحث

يهدف هذا البحث الى توضيح وتفسير النماذج والمقاييس المستخدمة لقياس القيمة الحقيقية للأسهم وتسايط الضوء على كيفية حساب متغيراتها في عملية التقييم بالإضافة الى تحديد النموذج الأكثر ملائمة للبيئة العراقية لتوفير آلية تقييم يمكن للمستثمر ان يعتمد عليها في قراره بشأن جدوى الاستثمار فضلاً عن محاولة اختبار أثر تلك النماذج في العوائد السوقية.

رابعاً: فرضية البحث

استناداً على الأساس النظري لمشكلة البحث وأهميتها وأهدافها فقد طرح البحث فرضية رئيسية لغرض اختبارها وهي:

- يوجد أثر معنوي ذي دلالة إحصائية للقيمة الحقيقية في العوائد السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

وتنبثق عنها فرضيتان فرعيتان وكالاتي:

1. تترك القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنماذج التقييم المطلق أثراً معنوياً في العوائد السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
2. تترك القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنماذج التقييم النسبي أثراً معنوياً في العوائد السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
3. اختلاف قوة الأثر الذي تتركه القيمة الحقيقية في العوائد السوقية باختلاف أسلوب التقييم المستخدم.

خامساً: الحدود المكانية والزمانية للبحث

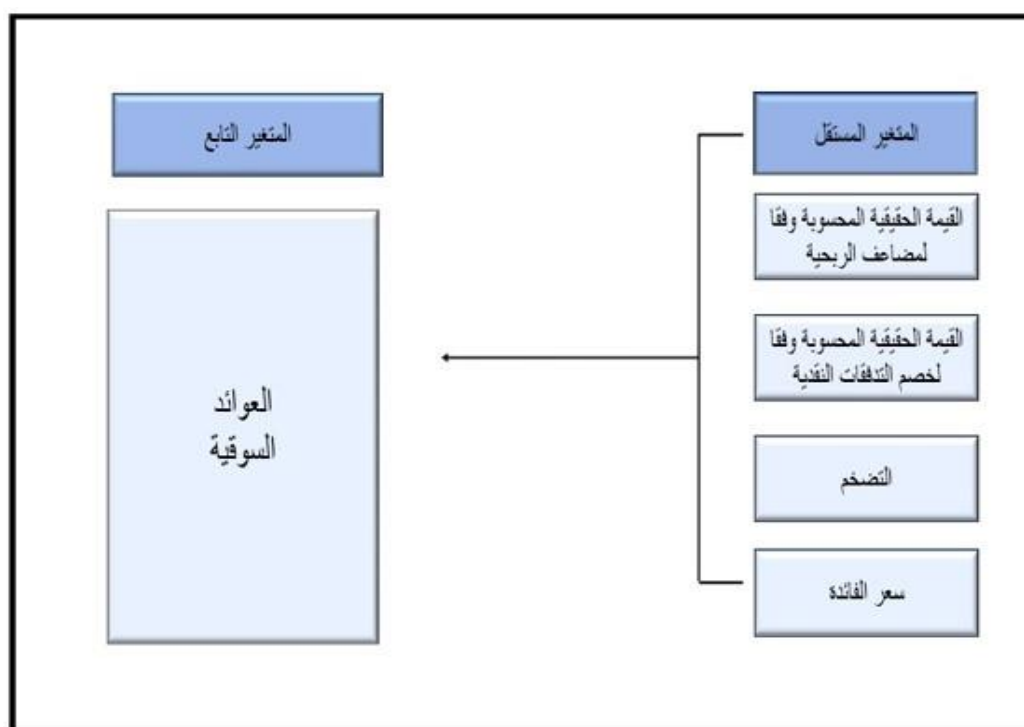
١- الحدود المكانية للبحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في سوق العراق باستثناء الشركات التابعة للقطاع المالي، أما عينة البحث فشملت (٢٠) شركة سجلت تداولاً في مدة البحث ضمت مشاهدات سلسلة شهرية لأسعار إغلاق أسهمها.

٢- الحدود الزمانية للبحث

غطى البحث مدة ثمانية سنوات تمتد من (٢٠١٤ _ ٢٠٢١) وبمشاهدات شهرية لعينة البحث.

سادساً: المخطط الفرضي للبحث



الشكل (١): المخطط الفرضي للدراسة
المصدر: من إعداد الباحثة

المحور الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً: القيمة الحقيقية

يعتقد أن قيمة الشيء تنعكس في ثمنه أو سعره، أو أن سعر الشيء يعبر عن قيمته، وفي قاموس العلوم المالية والمصرفية، عرفت القيمة على أنها الميزة الأساس (الجوهرية) لسلعة أو للخدمة المقدرة أو المثمّنة من طرف أولئك الذين يستعملونها أو يمتلكونها (طرش، ٢٠١٠، ١٧٩). وقد قام الفقهاء التقليديون بوضع أول تعريف للثمن في البورصة بأنه السعر الناتج للورقة المالية والمعلن أثناء انعقاد جلسة السوق المالي، وتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة. والثمن يقصد به السعر، أي سعر الورقة المالية، أو بتعبير أصح قيمة الورقة المالية في السوق والذي يتغير تبعاً لتغير ظروف السوق، أي حسب العرض والطلب على الورقة المالية، وفي ظل السوق الكفاء يفترض أن يتساوى سعر الورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، وهي القيمة التي تعوض المستثمر عن مخاطر الاستثمار فيها. ولكن قليلاً ما تتساوى القيمة الحقيقية للورقة المالية مع قيمتها السوقية نظراً؛ لأنه من الصعب أن تتحقق للسوق الكفاءة الكاملة، ويحقق سعر الورقة المالية وظيفتين أساسيتين، وظيفة داخلية، ووظيفة خارجية. تتمثل الوظيفة الداخلية للسعر في كونه يحدد القيمة الحقيقية للأوراق المالية، ومن ثمّ فهو يعكس الحالة الحقيقية للسوق. في حين تتمثل الوظيفة الخارجية للسعر في كونه عامل من عوامل التطور الاقتصادي، لا يتحدد من خلال تقديرات شخصية للأفراد، بل يتحدد من خلال تطور قوى العرض والطلب، كما تحكمه مجموعة من العوامل المؤثرة على سعر السهم العوامل المتعلقة بالحالة الاقتصادية أو بظروف المنافسة وغيرها (طرش، ٢٠١٠، ١٨٠).

ويعود أساس النقاش حول اختلاف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية إلى عام ١٩٢٩ عندما انهار سوق الأسهم الأمريكية في ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩، عندها قام كلا من (Benjamin Graham and David Dodd) في عام ١٩٣٤ بإنشاء إطار مفاهيمي للاستثمارات في سوق الأوراق المالية حيث وضعت المبادئ الرئيسة للتحليل الأساس للشركات في كتابهم الشهير تحليل الأوراق المالية (Security Analysis). واستناداً للتحليل الأساس يسعى المستثمرون الباحثون عن القيمة الحقيقية إلى الاستثمار في الأسهم التي يتم تداولها في السوق بأقل من قيمتها؛ ذلك أن الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية يسمى هامش الأمان (margin of safety) وكلما كان هامش الأمان أعلى انخفضت فرصة خسارة المال المستثمر. وتتطلب استراتيجيات استثمار القيمة الاستثمار في الأسهم التي تمتاز بانخفاض أسعارها نسبة إلى الأرباح المحاسبية أو ربحية الأسهم أو القيمة الدفترية للموجودات أو غيرها من مقاييس القيمة، ووفقاً لذلك أبدى العديد من الأكاديميين والمحليين الماليين في العقود الماضية اهتماماً كبيراً باختبار أداء ما يسمى باستراتيجيات القيمة.

وتعرف القيمة الحقيقية (Intrinsic Value) على أنها القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات نمو الأرباح المتوقعة فهي قيمة التدفقات النقدية المخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. كما تعرف بأنها القيمة التي تبررها الحقائق الثابتة فيما يخص الشركة كموجوداتها وأرباحها وتوزيعاتها، ويطلق على تلك القيمة عدة مسميات منها القيمة العادلة (Fair Value) والقيمة النظرية (Theoretical Value) والقيمة المعقولة (Reasonable Value) والقيمة الاقتصادية (Economic Value) والقيمة الحالية (Present Value) والقيمة الصحيحة (True Value)، كما تسمى بالقيمة المحورية أو المركزية على اعتبارها المركز الذي تدور حوله القيمة السوقية بمعنى أن القيمة السوقية والقيمة الحقيقية مفهومان متداخلان كلما اقتربا من بعضهما تميز السوق بالكفاءة (الحمودي، ٢٠١٦، ١٦١). ووفقاً لأدبيات الأسواق المالية فإن القيمة الحقيقية للشركة تساوي القيمة الحالية المتوقعة للتدفقات النقدية (Brealey et.al, 2017, 23).

ثانياً: أساليب ونماذج تقييم الأسهم العادية

تتعدد أساليب ونماذج التقييم المستخدمة في تحديد القيمة الحقيقية للشركة وبالتالي أسعار أسهمها، كما أن هذه الأساليب والنماذج قد تعطي نتائج متباينة، ويعود السبب في ذلك إلى قيام كل منها على افتراضات ومفاهيم مختلفة، فمنها ما يعتمد على القيمة الحالية للدخل المتوقع الحصول عليه ومنها ما يعتمد على الأسعار السوقية في عملية التقييم، لكن في نهاية المطاف تهدف هذه الأساليب في مجملها إلى إيجاد القيمة الحقيقية للسهم المعني. وفيما يلي استعراض لأهم الأساليب أو المداخل المستخدمة في تقييم الأسهم:

١. أسلوب التقييم النسبي Relative Valuation

يعد التقييم النسبي مكوناً رئيساً للعديد من تقارير المحللين الماليين في أسواق المال التي تبحث في القيم الحقيقية للأسهم المدرجة، إذ يتم تحديد سعر مستهدف للكميات المعروضة للبيع والشراء بالاستناد إلى نسب التقييم كمضاعف الربحية أو نسبة السعر إلى المبيعات (Kumar, 2016, 187). تعمل نماذج التقييم النسبي من خلال مقارنة سعر أسهم الشركة بأسعار الأسهم المماثلة لتحديد ما إذا كانت أسهم الشركة المعنية مقيمة بأقل من قيمتها نسبياً أو أنها مقيمة بتقييم مبالغ به إلى حد ما (Kumah, 2009, 6)، بمعنى أن التقييم النسبي يعمل على تقدير قيمة الموجود من خلال النظر في تسعير الموجودات المشابهة والقابلة للمقارنة بالنسبة لمتغير مشترك مثل الأرباح أو التدفقات النقدية أو القيمة الدفترية أو المبيعات (Damodaran, 2012, 27). ويعاب هذا المدخل أن الشركات المتمثلة هو مفهوم ذاتي أو شخصي، حيث أن استخدام الشركات الأخرى في نفس المجال كمجموعة مراقبة أو معيار ليس هو الحل، ذلك لكون الشركات في نفس القطاع تكون مختلفة من ناحية مزيج الأعمال والمخاطرة ومعدل النمو فضلاً عن وجود مجال كبير للتحيز (البغدادى، ٢٠١٩، ٦٩). لغرض أن يكون منهج التقييم المستخدم مفيداً، ينبغي أن يقدم فوائد تتجاوز تكاليف استخدامه، فمناهج التقييم المطلق التي تم استعراضها فيما سبق تعد مكلفة إلى حد ما، ذلك لكونها بحاجة لمعلومات كثيرة تتطلب جهداً كبيراً، وبالأستناد إلى ذلك تم تطوير طرق أخرى بنفس الكفاءة ولكن بتكاليف أقل مثل نموذج المضاعفات الذي يعد ذو تكلفة منخفضة نظراً لقلة المعلومات التي يستخدمها.

٢. أسلوب التقييم المطلق Absolute evaluation

يقوم أسلوب او مدخل التقييم المطلق على الإجابة على التساؤل التالي: "كم تدفع لشراء السهم اليوم إذا كنت مشترياً؟ وبكم تقبل بيعها إذا كنت بائعاً؟"، هذا يوحي بوجود قيمة عادلة للطرفين لكنها رهينة للمركز التفاوضي لكل طرف، إذ يحاول المشتري دفع أقل من القيمة العادلة بينما يحاول البائع الحصول على أكثر منها، ويتم تقدير قيمة الشركة ومن ثم قيمة أسهمها وفقاً لهذا المدخل من جانب الموجودات من خلال ما يمكن أن يدره تشغيل تلك الموجودات من دخل على مدار العمر الافتراضي للشركة، أي أن قيمة الشركة هي دالة للقيمة الحالية للدخل المتوقع الحصول عليه من الاستخدام الجيد لموجودات الشركة على مدار العمر الافتراضي لها (العلي، ٢٠٢٠، ٣٠).

وحسب (Alsaffar, 2020, 3) فإن نماذج التقييم المطلق تساعد في العثور على القيمة الجوهرية "الحقيقية" للاستثمار من خلال التركيز على توزيعات الأرباح والتدفقات النقدية ومعدل النمو، وتتطلب نماذج التقييم المطلق معرفة عمر الموجود والتدفقات النقدية السنوية المتوقعة على مدى عمر الموجود ومعدل الخصم المناسب (Perek & Perek, 2012, 1).

وأضاف (البغدادي، ٢٠١٨، ١٧٩) بأن التقييم المطلق قائم على مبدأ تحديد القيمة الجوهرية أو الحقيقية للموجود المالي لغرض مقارنتها مع السعر السوقي لهذا الموجود، وضمن هذا المدخل تدرج عدة نماذج من أهمها نماذج القيمة الحالية، هذا وتعد النماذج التالية أكثر نماذج التقييم المطلق استخداماً (Froidevaux, 2004, 10):

- نماذج خصم التوزيعات النقدية
- نماذج خصم التدفقات النقدية

ثالثاً: العلاقة بين القيمة الحقيقية وعوائد الاسهم

قد يبدو التغلب على عواصف الأسواق المالية وتقلباتها أمراً صعباً للغاية، إلا أن المستثمر القادر على بناء وصيانة محفظة ذات لبنات سليمة ومتينة سيكون بالتأكيد أكثر قدرة من نظرائه على تحمل عدم استقرار السوق. يلعب اختيار السهم المناسب بالسعر المناسب دوراً حيوياً في الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أن الاستثمار في هذه السوق من دون تحليل وتقييم للأدوات المالية لن يسفر عن نتائج مرضية (Marisetty, 2012, 10).

إن تحديد قيمة الأسهم قبل اتخاذ قرار الاستثمار يعد أمر بالغ الأهمية ويؤثر بشكل كبير على نتائج الاستثمار، فعملية الاستثمار يمكن أن تكون ناجحة عندما يكون المبلغ الذي يدفعه المستثمر أقل من قيمة الموجود وبهامش أمان جيد، وكلما زاد الفرق بين القيمة الحقيقية وسعر السوق زادت احتمالية الحصول على عوائد مرضية، عليه يمكن القول إن الأسهم التي يقومها السوق بأقل من قيمتها تعد الهدف الأساسي للمستثمرين الذين يبحثون عن القيمة (Nguyen, 2018, 368) فالاستثمار في القيمة يعني تبني استراتيجية لانتقاء الأسهم التي يُعتقد أنها بأقل من قيمتها الحقيقية (Heins, 2013, 10). أما هامش الأمان فهو مقياس لمدى تجاوز القيمة الحقيقية لسعر السوق (Waldron, 2003, 17).

وفقاً لما سبق فإن النظرية الكامنة وراء الاستثمار في القيمة تكمن في أن الأسهم التي تم تسعيرها بشكل مضخم في السوق يجب أن تنخفض في النهاية لتصل إلى قيمتها الحقيقية، أما الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها يجب أن ترتفع في النهاية إلى مستويات قيمتها الحقيقية. من الجدير بالذكر أيضاً أن التركيز على القيمة الحقيقية غالباً ما يقي المستثمر من التعرض للتضليل والاحكام الخاطئة التي قد يتخذها خلال فترات التشاؤم العميق أو فترات الابتهاج والتفاؤل (Nguyen, 2018, 366). بناءً على ما سبق يتم اتخاذ القرار الاستثماري وفقاً للاعتبارات التالية (Wibowo, 2019, 87):

- إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من سعر السوق الحالي، فيمكن القول إن السهم مقوم بأقل من قيمته الحقيقية، وبالتالي فإن قرار الاستثمار الذي يتم اتخاذه هو شراء السهم أو الاحتفاظ به.
- إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أصغر من سعر السوق الحالي فيمكن القول إن سعر السهم مبالغ فيه، وبالتالي فإن قرار الاستثمار الذي يتم اتخاذه هو بيع السهم أو عدم شراؤه.
- إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم مساوية لسعر السوق فهذا يعني أن السهم تم تقييمه بشكل عادل وهو في حالة توازن بحيث يتم الاحتفاظ بقرار الاستثمار إذا كان السهم مملوكاً.

المحور الثالث: الإطار التطبيقي للبحث

المطلب الاول: عينة البحث

وقد بلغ عدد الشركات التي تم الحصول على بياناتها المتعلقة بمتغيرات البحث وبشكل كامل (٢٠) شركة موزعة على القطاعات المختلفة للسوق عدا القطاع المصرفي الذي تم استبعاده لعدة أسباب من شأنها أن تؤثر على جودة نتائج التقييم.

الجدول (١) يبين الشركات عينة البحث

ت	الشركة	القطاع
١	الونام للاستثمار المالي	الاستثمار
٢	الزوراء للاستثمار المالي	الاستثمار
٣	مدينة العاب الكرخ السياحية	الخدمات
٤	النخبة للمقاولات العامة	الخدمات
٥	العراقية للنقل البري	الخدمات
٦	بغداد العراق للنقل العام	الخدمات
٧	العراقية للسجاد والمفروشات	الصناعي
٨	بغداد لصناعة مواد التغليف	الصناعي
٩	بغداد للمشروبات الغازية	الصناعي
١٠	التمور العراقية	الصناعي
١١	الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية	الصناعي
١٢	فنادق عشتار	الفنادق والسياحة
١٣	فندق بابل	الفنادق والسياحة
١٤	الوطنية للاستثمارات السياحية	الفنادق والسياحة
١٥	فندق المنصور	الفنادق والسياحة
١٦	الاهلية لإنتاج الزراعي	الزراعة
١٧	الشرق الاوسط للأسماك	الزراعة
١٨	العراقية لإنتاج البذور	الزراعة
١٩	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	الزراعة
٢٠	العراقية للمنتجات الزراعية	الزراعة

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الالكتروني الرسمي لهيأة الأوراق المالية (www.isc.gov.iq)

المطلب الثاني: متغيرات البحث

لغرض قياس القيمة الحقيقية للأسهم وفقاً لنماذج التقييم المطلق فقد وقع الاختيار على نموذج خصم التدفقات النقدية وذلك راجع لكون النموذج يتمتع بمرونة عالية ويمكن تطبيقه على مجموعة واسعة من الشركات ولا يقتصر الأمر على الشركات التي توزع أرباحاً فقط كما هو الحال في نموذج خصم التوزيعات النقدية. عليه فقد تم استخدام المعادلة التالية لاستخراج القيمة الحقيقية (Brealey, 2011, 25):

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Cf}{(1+r)^n}$$

إذ أن:

Cf = الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

r: معدل خصم التدفقات النقدية

الجدول (٢): القيم الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث وفقا لنموذج خصم التدفقات النقدية للفترة (٢٠٢١-٢٠١٤)

ت	الشركة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	الوثام للاستثمار المالي	0.116799	0.102945569	0.1573533	0.161615	0.17472073	0.1771139	0.172894	-0.479281
2	الزوراء للاستثمار المالي	0.004945	0.008552927	-0.008849	-0.00099	-0.00156112	7.415E-05	-0.000104	0.0002724
3	مدينة العباب الكرخ السياحية	-0.01789	-0.01178854	-0.017651	-0.00259	0.00161497	-6.815E-06	-8.02E-06	-0.013401
4	النخبة للمقاولات العامة	0.021966	-0.01371337	-0.2400213	-0.0022	-0.04903935	-0.0013555	-0.001548	-0.000515
5	العراقية للنقل البري	-0.87234	-0.00682409	0.0597157	0.006376	0.00125981	-0.000142	0.001441	2.455E-05
6	بغداد العراق للنقل العام	0.288554	0.201593042	0.1890804	0.111607	0.12073766	0.2003292	-0.234544	-0.137017
7	العراقية للسجاد والمفروشات	0.185292	0.369567748	1.4658907	1.333996	1.19698201	-0.7326622	0.196329	-0.229587
8	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.025223	0.026898996	0.0034131	0.001481	0.00465391	3.336E-06	3.06E-06	2.191E-06
9	بغداد للمشروبات الغازية	0.017268	0.028302952	0.2879408	-0.00029	-0.04215273	0.0741253	-0.079865	0.1157133
10	التور العراقية	0.023000	-0.02340831	-0.0171957	0.003048	3.7998E-05	0.0001358	-6.04E-05	0.0009928
11	الكندى لإنتاج القلاحت البيطرية	-0.29278	-0.00112776	0.0048078	0.029173	0.00219957	0.0114642	-0.018256	0.0009073
12	فنادق عشتار	0.016931	-0.02612259	0.0059066	0.015314	0.06480771	-0.0049218	-0.019146	0.0066849
13	فندق بابل	-0.00092	0.000261494	-0.0400777	-0.00029	-0.01756321	0.0244285	-1.865165	0.1501763
14	الوطنية للاستثمارات السياحية	-0.02501	0.00186055	20.599734	-0.0359	0.30704713	-0.0053597	0.0515	0.0470924
15	فندق المنصور	0.016209	0.028986626	-0.0061543	-0.00252	-1.13271759	0.0120691	0.011658	-0.005117
16	الاهلية لإنتاج الزراعي	0.020539	0.013347887	0.0286769	1.38E-05	0.00447699	-0.0030292	0.018257	-0.008451
17	الشرق الأوسط لتسويق الأسماك	-0.06170	-0.04131739	0.0586254	-0.02216	0.00979789	-0.199835	-0.362818	-0.079709
18	العراقية لإنتاج البذور	0.524786	0.257408138	-0.1416584	-0.46941	0.03191006	0.3905017	0.01933	0.8417014
19	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	0.020900	-0.02977025	0.0110211	0.026257	-0.03569155	-0.006747	0.042072	-0.000113
20	العراقية لإنتاج المنتجات الزراعية	0.500041	0.143137442	0.4318141	0.03437	-0.27137333	0.1032338	0.144789	1.9070879

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسوب وفقا لبرنامج Excel .

يشير الجدول (٢) الى القيم الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج خصم التدفقات النقدية و التي سجلت قيما موجبة في بعض السنوات وسالبة في سنوات أخرى. فعندما تكون القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية سالبة، فإن هذا يعني أن تكاليف الاستثمارات والتشغيل تفوق الإيرادات المتوقعة من الاستثمار. وهذا يعني أن المشروع أو الاستثمار قد يكون غير مجد أو غير مستدام، وقد يشير أيضا إلى أن الشركة تواجه صعوبات مالية خطيرة.

اما لغرض قياس القيمة الحقيقية للأسهم المحسوبة وفقا لنماذج التقييم النسبي فقد وقع الاختيار على نسبة مضاعف الربحية وهذا بسبب تركيز هذه النسبة على أرباح الشركة، وتحديد ربحية السهم (EPS). تقارن نسبة السعر إلى الربحية سعر السوق الحالي للسهم مع أرباح السهم الواحد، على النقيض من نماذج التقييم النسبي الأخرى التي تستخدم مقاييس مالية مختلفة، مثل الإيرادات أو القيمة الدفترية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك.

ويمكن احتساب القيمة الحقيقية بواسطة مضاعف الربحية المطور من قبل (Williams and Findlay) إذ يأخذ النموذج الصيغة التالية (عبيدات، ٢٠٠٨، ٦٣):

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(E)}{(1 + K)^n}$$

وقد تم الاعتماد على نموذج التسعير الرأسمالي (CAPM) لغرض التوصل لمعدل العائد المطلوب

$$K = RF + \beta (E(Rm) - Rf)$$

حيث تمثل (K) معدل العائد المطلوب على سهم الشركة. (معدل الخصم)
اما بالنسبة لاحتساب معدل العائد السوقي للسهم فقد تم وفقا للمعادلة ادناه :-

$$\frac{\text{سعر الاغلاق} - \text{سعر الافتتاح}}{\text{سعر الافتتاح}}$$

الجدول (٣): القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث وفقاً لنموذج مضاعف الربحية للفترة (٢٠١٤-٢٠١٨)

ت	الشركة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	الوئام للاستثمار المالي	0.231163	0.162887	0.2225	0.2225	0.225509	0.14368808	0.13	6.762534
2	الزوراء للاستثمار المالي	0.086636	0.107521	0.103823	0.1	0.116133	0.06951295	0.13	0.144088
3	مدينة ألعاب الكرخ السياحية	0.383859	1.345547	7.653557	2.880739	0.676969	0.78271354	-0.41349	0.031574
4	النخبة للمقاولات العامة	0.163903	0.123041	0.12743	0.330127	0.0719	0.08695127	1.102784	0.494711
5	العراقية للنقل البري	0.508965	0.249602	0.512646	0.145008	0.1775	0.16351991	0.287704	0.006843
6	بغداد العراق للنقل العام	7.510425	3.419494	3.150491	3.242618	3.01291	3.16241612	0.26627	2.255362
7	العراقية للمسجد والمفروشات	1.017854	0.649341	2.751354	1.381303	3.275572	1.64239317	5.099893	11.32858
8	بغداد لصناعة مواد التغليف	0.165673	0.285637	0.527195	0.380355	0.225388	0.32375676	2.188179	2.963726
9	بغداد للمشروبات الغازية	0.533229	0.367227	153.274	0.617454	0.338625	0.6527693	-0.3626	0.887875
10	التمور العراقية	0.179434	0.231569	0.092434	0.308507	0.111647	0.22380518	1.026451	1.29112
11	الكندي لإنتاج القفاحات البيطرية	0.577648	0.18318	18.83162	0.182663	0.15859	0.28513175	0.494834	0.499041
12	فنادق عشتار	16.90239	3.219151	7.624314	2.828512	12.02028	2.05691549	1.697	2.064921
13	فندق بابل	12.1285	10.35829	9.722684	5.916839	45.04083	12.4138626	-16.5039	2.032693
14	الوطنية للاستثمارات السياحية	6.79102	2.299695	18.35998	1.493994	3.061298	1.6764229	15.51916	15.9464
15	فندق المنصور	5.253345	3.507448	10.77561	0.251992	28.36677	2.46875548	3.585863	1.386789
16	الاهلية للإنتاج الزراعي	0.148693	0.166821	0.247845	0.312276	0.212942	0.22441858	2.429995	2.256583
17	الشرق الأوسط لتسويق الاسمك	1.382567	1.074554	1.817964	1.901764	2.471163	1.8082327	0.211528	0.260596
18	العراقية لإنتاج البنور	0.994472	1.084463	1.318824	1.408337	0.864087	1.06739411	2.137806	2.699314
19	العراقية لإنتاج وتسويق اللحوم	0.74806	0.786984	0.657789	0.674812	1.649822	0.86056751	2.154929	2.494472
20	العراقية لإنتاج المنتجات الزراعية	2.756273	1.3746	3.353594	1.711756	2.536246	1.76416306	0.716243	2.574474

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسوب وفقاً لبرنامج Excel

يتضح من الجدول (٣) ان الشركات التابعة لقطاع السياحة والفنادق كانت قيمتها الحقيقية مرتفعة جداً نسبة الى بقية الشركات، وهذا ما قد يشير إلى الخصائص الأساسية للشركة، مثل الصحة المالية ونمو الأرباح والوضع التنافسي، قوية وجاذبة للمستثمرين.

المطلب الثالث: اختبار الفرضيات

تم اجراء الانحدار الخطي البسيط لغرض اختبار فرضية البحث والتي اشارت الى (وجود أثر معنوي ذي دلالة إحصائية للقيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنماذج التقييم المطلق والنسبي في العوائد السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) إذ اشتمل البحث على نموذجين ، النموذج الاول يتمثل بمضاعف الربحية ويتألف من متغيرين احدهما مستقل ويتمثل بـ(القيم الحقيقية المحسوبة وفقاً لمضاعف الربحية) ومتغير تابع يتمثل بـ (العوائد) ، اما النموذج الثاني فيتمثل بنموذج خصم التدفقات النقدية ويتألف من متغيرين الاول متغير مستقل وهو (القيم الحقيقية المحسوبة وفقاً لخصم التدفقات النقدية) ومتغير تابع يتمثل بـ (العوائد) لعشرين شركة ولل سنوات (٢٠١٥-٢٠٢٢) ، وكما هو موضح في الجدول ادناه، وتم استخدام البرمجيتين الجاهزتين (EViews V10) و (SPSS V26) في ايجاد المؤشرات الاحصائية وتحليل علاقة الارتباط والتأثير بين متغيرات البحث .

الجدول (٤): وصف متغيرات البحث

رمز المتغير	اسم المتغير	الوصف
X1	القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية	نموذج مضاعف الربحية
Y	العوائد	
X2	القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية	نموذج خصم التدفقات النقدية
Y	العوائد	
W1	التضخم	متغيرات ضابطة
W2	اسعار الفائدة	

المصدر: من اعداد الباحثة

أولاً: المؤشرات الاحصائية

في هذه الفقرة سنقوم بإيجاد بعض المؤشرات الاحصائية والتي تتمثل بالمتوسط (Mean) والانحراف المعياري (Std. Deviation) واقل قيمة (Minimum) واعلى قيمة (Maximum)، لكل متغير من المتغيرين المفسرين (القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية) و (القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية) والمتغيرين الضابطين (التضخم) و (اسعار الفائدة) للفترة (٢٠٢١-٢٠٢٢)، اما بالنسبة للمتغير التابع والمتمثل بـ (العوائد) فقد كانت الفترة (٢٠١٥-٢٠٢٢)، وكما هو موضح في الجدول (٥).

الجدول (٥): المؤشرات الاحصائية لمتغيرات البحث في كل نموذج

النموذج	المتغيرات	المؤشرات الاحصائية	السنوات											
			2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014				
نموذج مضاعف الربحية	القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية	N	20	20	20	20	20	20	20	160				
		Mean	2.9061	1.5731	12.0695	7.3502	1.4156	0.0020	-0.0962	0.1059	5890			
		Std.	4.50234	2.30918	32.89368	13.22484	1.51120	0.20746	0.43421	0.48489	5.42259			
		Min.	0.09	0.11	0.09	0.10	0.07	-0.73	-1.87	-0.48	-1.87			
		Max.	16.90	10.36	153.27	5.92	45.04	0.39	0.20	1.91	65.41			
نموذج خصم التدفقات النقدية	القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية	N	21	21	21	21	21	21	21	160				
		Mean	0.0283	0.0498	4.2130	0.0500	0.1632	-0.0021	-0.0614	0.0036	-0.0069			
		Std.	0.27400	0.10713	14.73013	0.31698	0.50639	0.01104	0.25334	0.02164	0.19796			
		Min.	-0.87	-0.04	-1.55	-0.47	-0.27	-0.03	-1.13	-0.02	-1.83			
		Max.	0.52	0.37	65.41	1.33	2.03	0.02	0.03	0.07	0.97			
---	العوائد	السنوات							N					
		2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016				2015		
		20	20	20	20	20	20	20				20	20	
		Mean	0.0001	0.0477	0.0466	0.0076	-0.0987	-0.0614				0.0036	-0.0069	20
		Std.	0.08743	0.13501	0.21312	0.01987	0.40024	0.01104				0.25334	0.02164	0.19796
		Min.	-0.08	-0.04	-0.04	-0.03	-1.83	-0.03				-1.13	-0.02	-1.83
Max.	0.35	0.54	0.97	0.06	0.04	0.02	0.03	0.07	0.97					

المصدر: من اعداد الباحثة

ثانياً: دراسة تأثير (القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية) في العوائد في ظل وجود كل من (التضخم) و(اسعار الفائدة) كمتغيرات ضابطة.

في الجدول ادناه سيتم اختبار تأثير القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد بوجود المتغيرات الضابطة (التضخم) (أسعار الفائدة) وكما مبين في الجدول (٦).

الجدول (٦): تأثير القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد بوجود كل من التضخم واسعار الفائدة كمتغيرات ضابطة

P-value	95% Confidence Interval		Estimate(β)	المتغير التابع	نوع التأثير	المتغير المفسر
	Upper	Lower				
٠,٠٠١	٠,٩٨٢	٠,٢٥١	٠,٧٣	العوائد	مباشر	القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية
٠,٤١٤	٠,٣٣٠	٠,٢٠١-	٠,٠٨		بوجود اسعار التضخم كمتغير ضابط	
٠,٠٠٣	٠,٨٩٨-	٠,٢٢٠-	٠,٦٣-		بوجود اسعار الفائدة كمتغير ضابط	

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برمجية AMOS V24 n=160

تؤشر نتائج الجدول (٦) الى كل مما يلي:

- وجود تأثير طردي وإيجابي مباشر للقيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد السوقية لأسهم الشركات عينة البحث وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار Estimate(β) التي بلغت (٠,٧٣)، وهذا التأثير معنوي بدلالة القيمة الاحتمالية والتي بلغت (٠,٠٠١) وهي أقل من (0.05)، وتؤكد نفس النتيجة تشابه اشارة كل من الحدين الأدنى (Lower) والاعلى (Upper) لحدود الثقة (95% Confidence Interval) حيث ظهر كل من الحد الأدنى والاعلى بإشارة موجبة، وبهذا تم اثبات الفرضية الفرعية الثانية للدراسة التي تنص على أنه (تترك القيمة الحقيقية المحسوبة وفق نماذج التقييم النسبي اثراً معنوياً موجباً في العوائد السوقية سواء كانت الأسهم مقيمة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية)
- وجود تأثير طردي للقيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد بوجود التضخم كمتغير ضابط وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار Estimate(β) التي بلغت (٠,٠٨) الا ان هذا التأثير غير معنوي بدلالة القيمة الاحتمالية والتي بلغت (٠,٤١٤) وهي اكبر من (0.05)، وتؤكد النتيجة نفسها اختلاف اشارة كل من الحدين الأدنى (Lower) والاعلى (Upper) لحدود الثقة (95% Confidence Interval) حيث ظهر الحد الأدنى بإشارة سالبة والحد الأعلى بإشارة موجبة.
- وجود تأثير عكسي للقيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد بوجود اسعار الفائدة كمتغير ضابط وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار Estimate(β) التي بلغت (-0.63) وهذا التأثير معنوي بدلالة القيمة الاحتمالية التي بلغت (٠,٠٠٣) وهي أقل من (0.05)، وتؤكد نفس النتيجة تشابه اشارة كل من الحدين الأدنى (Lower) والاعلى (Upper) لحدود الثقة (95% Confidence Interval) حيث ظهر كلا الحدين بإشارة سالبة.

ان النتائج اعلاه تقود الى ان وجود اسعار الفائدة كمتغير ضابط عمل على عكس تأثير القيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد حيث تحولت التأثيرات من طردية الى تأثيرات عكسية، وتفسير ذلك يعود الى أن ارتفاع أسعار الفائدة يعني أيضاً زيادة تكلفة الفرص الاستثمارية البديلة فالإيداع في المصارف التجارية يمكن أن يجعل الاستثمار في الأسهم أقل جاذبية بالمقارنة مع الوديعة المصرفية، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض العوائد والعكس صحيح، وهناك عدد من الدراسات التي اثبتت وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة والعوائد السوقية للأسهم مثل دراسة (MUKTADIR,2013) ودراسة (ALJARAYESH,2018). اما فيما يخص للتضخم فلم يثبت أي تأثير معنوي في للقيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد السوقية للأسهم.

وبصورة عامة وجد ان نتائج التحليل السابق لا تتفق مع ما جاء في النظرية المالية التي تنص على أن "الأسهم التي يقيّمها السوق بأكثر من قيمتها الحقيقية (قيمتها الحقيقية منخفضة مقارنة بالسوقية) ستخفض اسعارها لاحقاً لتساوي قيمتها الحقيقية"، حيث وجد ان العوائد ترتبط بعلاقة عكسية مع القيمة الحقيقية في ظل سعر الفائدة، ولا شك ان السبب يعود لضعف كفاءة سوق العراق للأوراق في تسعير الاسهم. وهذا يقودنا الى استنتاج مفاده عدم توافق نموذج مضاعف الربحية المعدل مع بيئة سوق العراق للأوراق المالية في حال استخدامه وفقاً للنظرية المالية أعلاه، وبهذا تم دحض الفرضية الرابعة للدراسة والتي تنص (يخضع سوق العراق للأوراق المالية وحسب ما ورد في الادبيات المالية التي تنص على ان "الأسهم التي يقيّمها السوق بأكثر من قيمتها الحقيقية ستخفض لاحقاً لتساوي قيمتها الحقيقية).

ثالثاً: دراسة تأثير القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد بوجود كل من (التضخم) و(اسعار الفائدة) كمتغيرات ضابطة .

بعد استعراض نتائج اختبار حجم تأثير القيم الحقيقية المحسوبة وفق نموذج خصم التدفقات النقدية في العوائد السوقية في اسهم الشركات المبحوثة سيتم تقدير هذا التأثير بوجود المتغيرين الضابطين (التضخم سعر الفائدة) وكما مبين في الجدول (٧).

الجدول (٧): تأثير القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد بوجود كل من التضخم واسعار الفائدة كمتغيرات ضابطة

P-value	95% Confidence Interval		Estimate(β)	المتغير التابع	نوع التأثير	المتغير المفسر
	Upper	Lower				
٠,٠٠٠	٠,٩١٩-	٠,٢٣٣-	٠,٧٢-	العوائد	مباشر	القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية
٠,٠٠٢	٠,٦٨٩	٠,١١٠	٠,٤٨		وجود اسعار التضخم كمتغير ضابط	
٠,٠٠٢	٠,٦٦١	٠,١٠٨	٠,٤٠		وجود اسعار الفائدة كمتغير ضابط	

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برمجية AMOS V24 n=160

تؤشر نتائج الجدول (٧) الى كل مما يلي:

١. التأثير العكسي والسبلي المباشر للقيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد السوقية وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار Estimate(β) التي بلغت (-0.72) وهذا التأثير معنوي بدلالة القيمة الاحتمالية التي بلغت (0.000) وهي اقل من (0.05)، وتؤكد نفس النتيجة تشابه اشارة كل من الحدين الأدنى (Lower) والاعلى (Upper) لحدود الثقة (95% Confidence Interval) حيث ظهر كل من الحد الأدنى والاعلى بإشارة سالبة ومن هنا فقد تم دحض الفرضية الفرعية الأولى للبحث القائلة بأنه (تترك القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنماذج التقييم المطلق اثراً معنوياً موجباً في العوائد السوقية سواء كانت الأسهم مقيمة باقل او اكثر من قيمتها الحقيقية).
٢. التأثير الايجابي والطردى للقيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد السوقية بوجود التضخم كمتغير ضابط وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار Estimate(β) التي بلغت (٠,٤٨) وهذا التأثير معنوي بدلالة القيمة الاحتمالية والتي بلغت (٠,٠٠٢) وهي اقل من (0.05)، وتؤكد نفس النتيجة تشابه اشارة كل من الحدين الأدنى (Lower) والاعلى (Upper) لحدود الثقة (95% Confidence Interval) حيث ظهر كل من الحد الأدنى والاعلى بإشارة موجبة.
٣. ثمة تأثير طردى وموجب للقيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد بوجود اسعار الفائدة كمتغير ضابط وذلك بدلالة قيمة معامل الانحدار Estimate(β) التي بلغت (0.40) وهذا التأثير معنوي بدلالة القيمة الاحتمالية التي بلغت (٠,٠٠٢) وهي اقل من (0.05)، وتؤكد نفس النتيجة تشابه اشارة كل من الحدين الأدنى (Lower) والاعلى (Upper) لحدود الثقة (95% Confidence Interval) حيث ظهر كل من الحد الأدنى والاعلى بإشارة موجبة، وبهذا تم قبول الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة التي مفادها انه (يختلف الأثر الذي تتركه القيمة الحقيقية المحسوبة وفق نماذج التقييم المطلق من حيث القوة التفسيرية عن الأثر التي تتركه القيمة الحقيقية المحسوبة على أساس نماذج التقييم النسبي في العوائد السوقية).

يتبين مما سبق ان وجود التضخم كمتغير ضابط كان له تأثيراً مغايراً للقيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد حيث تحول التأثير من تأثير عكسي الى تأثير طردى، كما ان وجود اسعار الفائدة كمتغير ضابط عمل على تغيير تأثير القيم الحقيقية وفقاً لخصم التدفقات النقدية في العوائد ايضاً حيث تحول التأثير من تأثير عكسي الى تأثير طردى. وهذا على العكس مما جاء في نتائج تأثير القيمة الحقيقية وفقاً لنموذج مضاعف الربحية التي كشفت عن وجود علاقة عكسية بين القيمة الحقيقية وعوائد الأسهم. أي ان وجود المتغيرات الضابطة (التضخم) و(اسعار الفائدة) قد ساهم بعكس نوع العلاقة التي تربط القيمة الحقيقية بالعوائد إذ تحولت من علاقة عكسية الى علاقة طردية، ففيما يخص التضخم قد يعود تفسير ذلك الى ان الشركات تقوم بزيادة أسعار منتجاتها لمواجهة تكاليف الإنتاج المتزايدة بسبب التضخم. فإذا نجحت الشركة في زيادة الأسعار بمعدل يتجاوز معدل التضخم، فإن هذا يمكن أن يؤدي إلى زيادة الإيرادات التي ترفع من عوائد اسهمها ، او قد يعود ذلك الى ان المستثمر يحاول حماية مدخراته من التضخم عن طريق زيادة الاستثمار في الأسهم مما يؤدي الى رفع أسعارها السوقية وبالتالي عوائدها وهذه ما يتفق مع دراسة (Al Oshaibat,2016,4)، كذلك الحال بالنسبة لأسعار الفائدة فقد عمل على تأثير مغاير للقيم الحقيقية في العوائد حيث تحولت من علاقة عكسية الى علاقة طردية. أي ان العوائد تزداد بزيادة القيمة الحقيقية وتنخفض بانخفاضها، وهذا يتوافق مع ما جاء في النظرية المالية التي قامت عليها البحث والتي تنص "الأسهم التي يقيّمها السوق بأكثر من قيمتها الحقيقية (القيمة الحقيقية منخفضة) ستخضع لاحقاً لتساوي قيمتها الحقيقية بينما الاسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية (القيمة الحقيقية مرتفعة) يجب أن ترتفع في النهاية إلى مستويات قيمتها الحقيقية) والتي على أساسها تم بناء الفرضية الفرعية الاولى التي تنص على انه (تترك القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنماذج التقييم المطلق أثراً معنوياً موجباً في العوائد السوقية سواء كانت الأسهم مقيمة بأكثر او أقل من قيمتها الحقيقية)،

عليه ووفقاً لما جاء في التحليلات السابقة تم التوصل الى أن القيمة الحقيقية تترك أثر معنوي ذو دلالة احصائية في العوائد السوقية وهذا ما يتفق مع ما جاء في دراسة (Rizi,2016) ويتفق مع الفرضية الرئيسية القائلة بأنه (يوجد أثر معنوي ذي دلالة إحصائية للقيمة الحقيقية في العوائد السوقية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، الا ان قوة ونوع الأثر الذي تتركه القيمة الحقيقية في العوائد يختلف باختلاف أسلوب التقييم المستخدم لاستخراج القيمة الحقيقية، وهذا يرجع بدوره الى اختلاف المدخلات المستخدمة في كل نموذج، وقد وجد ان الأثر الذي تتركه القيمة الحقيقية المحسوبة بواسطة مضاعف الربحية في العوائد السوقية بلغ (٢٧%) وهو اقوى من الأثر الذي تتركه القيمة الحقيقية المحسوبة بواسطة نموذج خصم التدفقات النقدية الذي بلغ (١٢%) وهذا قد يعود الى بساطة نموذج مضاعف الربحية واعتماده على الربحية الحالية للشركة.

المحور الرابع: الاستنتاجات

توصل البحث إلى عدد من الاستنتاجات وفي ضوءها تم إيجاز مجموعة من التوصيات، لذا فالحصيلة النهائية يمكن إخراجها بالشكل الآتي:

1. أظهرت البحث انعدام وجود أي حالة تطابق ما بين القيم الحقيقية والقيم السوقية في الشركات عينة البحث، بل وعلى العكس من ذلك وجدت فجوة كبيرة بين هاتين القيمتين، إذ كانت جميع الشركات على الإطلاق مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية، مما يعكس عدم كفاءة السوق في تحديد الأسعار بشكل صحيح.
2. وجد أن الشركات التابعة لقطاع السياحة والفنادق كانت قيمتها الحقيقية مرتفعة جدا نسبة الى بقية الشركات، وهذا ما قد يشير إلى أن الخصائص الأساسية للشركة، مثل الصحة المالية ونمو الأرباح والوضع التنافسي، قوية وجذابة للمستثمرين.
3. أفرزت نتائج الاختبار الإحصائي أن القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لكل من نماذج التقييم المطلق والتقييم النسبي تترك أثرا معنويا ذو دلالة إحصائية في العوائد السوقية، أي ان التغيرات في القيمة الحقيقية من شأنها ان تؤدي الى تغيرات في العوائد السوقية.
4. تترك القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لمضاعف الربحية أثرا يتفوق على الأثر الذي تتركه القيم الحقيقية المحسوبة وفقا لخصم التدفقات النقدية في العوائد السوقية، وهذا قد يشير إلى أن السوق تعتمد بشكل أكبر على الأرباح المتوقعة في المستقبل بدلاً من القيمة الحالية للتدفقات النقدية.
5. تباين طبيعة الأثر بين الإيجابي والسلبي والذي تتركه القيمة الحقيقية في العوائد السوقية طبقا لنماذج التقييم المطلق والنسبي.
6. عندما يتم التقييم بواسطة مضاعف الربحية فإن سوق العراق للأوراق المالية لا يخضع للنظرية المالية التي تنص على أن "الأسهم التي يقيمها السوق بأكثر من قيمتها الحقيقية (قيمتها الحقيقية منخفضة مقارنة بالسوقية) ستخضع لاحقا لتساوي قيمتها الحقيقية" أي ان القيمة الحقيقية ترتبط بعلاقة عكسية مع العوائد. هذا يدل على عدم توافق نموذج مضاعف الربحية المعدل مع بيئة سوق العراق للأوراق المالية في حال استخدامه وفقا للنظرية المالية أعلاه، لكن يمكن الاستفادة من نتائج التقييم في حال تم استخدامها على العكس من النظرية المالية.
7. وجود المتغيرات الضابطة ساهم بشكل كبير في تغيير نتائج البحث، إذ عملت على عكس التأثير في كل من نماذج التقييم النسبي والمطلق. حيث ساهم كل من التضخم وأسعار الفائدة في تحول نوع التأثير من عكسي الى تأثير طردي في نموذج خصم التدفقات النقدية، بينما حدث العكس في نموذج مضاعف الربحية إذا ساهم وجود أسعار الفائدة على تغيير نوع الأثر من تأثير طردي الى تأثير عكسي، اما بالنسبة للتضخم فلم يكن هناك تأثير معنوي للتضخم في اتجاه التأثير للقيم الحقيقية وفقاً لمضاعف الربحية في العوائد.

المصادر

أولاً: المصادر العربية

- 1- البغدادي: علا جمال، (٢٠١٩)، تقييم أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق عمان المالي باستخدام نموذجي خصم التوزيعات النقدية والدخل المتبقي، رسالة ماجستير، جامعة حماة، سوريا.
- 2- الحمدوني، إلياس خضير، (٢٠١٦)، "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ٦، العدد ١، العراق.
- 3- عبيدات، سامر فخري محيي الدين، (٢٠٠٨)، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية-دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة ال البيت، الأردن.
- 4- لطرش، سميرة، (٢٠١٠)، كفاءة سوق رأس المال واثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، الجزائر.

ثانياً: المصادر العربية المترجمة

- 1- Al-Baghdadi: Alaa Jamal, (2019), Informal evaluation listed on the Amman Financial Market using the cash dividends and final income discount model, Master's thesis, University of Hama, Syria.
- 2- Al-Hamdouni, Elias Khudair, (2016), "Valuation of common stocks using the income model with the lowest basic value per share," Kirkuk University Journal of Modern Administrative Sciences, Volume 6, Issue 1, Iraq.
- 3- Latrash, Samira, (2010), Capital Market Dynamics and Its Impact on the Market Value of Shares, Master's Thesis, Mentouri University, Algeria.
- 4- Obaidat, Samer Fakhri Mohieddin, (2008), Using the Cost of Financing in Valuing Common Stocks - An Applied Study in the Amman Stock Exchange, Master's Thesis, Al-Bayt University, Jordan.

ثالثاً: المصادر الأجنبية

- 1- Al Oshaibat, S., & Majali, A. (2016). The relationship between stock returns and each of inflation, interest rates, share liquidity and remittances of workers in the Amman stock exchange. **Journal of Internet Banking and Commerce**, 21(2), 1
- 2- Al Oshaibat, S., & Majali, A. (2016). The relationship between stock returns and each of inflation, interest rates, share liquidity and remittances of workers in the Amman stock exchange. **Journal of Internet Banking and Commerce**, 21(2), 1
- 3- ALJARAYESH, N. I. A., ASFOUR, L. K., & AL-ABDALLAH, S. Y. (2018). Interest rates volatility and its consequences on stock returns: The case study from Amman Stock Exchange, **Jordan. Journal of Economics Library**, 5(2), 149-160.
- 4- Alsaffar, H.(2020). Equity Valuation and Financial Statement Analysis, for Pfizer Inc. and AstraZeneca Inc. **ResearchGate**.
- 5- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). "**Principles of corporate finance**". McGraw-hill, USA.
- 6- Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, USA
- 7- Kumah, E. O., Damgaard, J., & Elkjær, T. (2009). "**Valuation of Unlisted Direct Investment Equity**". International Monetary Fund, Washington
- 8- Marisetty, N. (2012). **Intrinsic Value: A Tool for Selection of the Stocks**. In **Seventh International Seminar on "Financial Markets: Issues and Challenges (FIM IC-2012)** January
- 9- Nguyen ,Le, H. T. T., Tran, V. T., N. T. P., Ngo, N. S., & Huynh, T. L. D. (2018). The influence of peg and F_Score on stock return by valued investment portfolios: Empirical evidence from Vietnam. **Asian Economic and Financial Review**, 8(3), 366.
- 10-Perek, A. A., & Perek, S. (2012). Residual income versus discounted cash flow valuation models: An empirical study. *Accounting & Taxation*, 4(2), 57-64.. <https://doi.org/11.25134/ukjaes.25.2.03>.
- 11-Rizi, M. M., & Miri, S. H. (2016). To Study the Relationship between Return on Equity and the Intrinsic Value of the Stock in Basic Metals Industry Companies Listed in Tehran Stock Exchange (TSE). **International Journal of Humanities and Cultural Studies (IJHCS)** ISSN 2356, 5926(1), 1.