Journal of Techniques, ISSN: 2708-8383, Vol. 5, No. 4, 2023, Pages 243-251
DOI: https://doi.org/10.51173/jt.v5i4.863

JOURNAL OF TECHNIQUES

Journal homepage: http://journal.mtu.edu.iq

RESEARCH ARTICLE - MANAGEMENT

Valuation of Common Stock Using the Earnings Multiple Model: An Applied Study in the Iraqi Stock Market

Ayman Jadoua Faisal Al-shammari[1*], Shatha Abdul-Hussein Jabr[1], Abbas Hashem Muhalha[2], Bader S. S. Hamdan[3]

[1]Technical College of Management - Baghdad, Middle Technical University, Baghdad, Iraq

[2]Technical Institute / Kut, Middle Technical University, Baghdad, Iraq

[3]Faculty of Business and Management, University of Palestine, Gaza Strip, Palestine

[*] Corresponding author E-mail: dbc0001@mtu.edu.iq

Article Info.

Article history:

Received
17 August 2022

Accepted
14 October 2022

Publishing
31 December 2023

Abstract

The aim of the research is to present the concept of the profitability multiplier model and to study the extent to which this P/E model can measure the real value of common stocks as it is one of the important models in helping investors know the difference between the market value of common stocks and the real value, and to prove the research hypothesis, the research sample was chosen for the financial sector And the selection of a group of banks listed on the Iraq Stock Exchange, consisting of thirteen banks for the extended period (2015-2019).

The results of the research reached the ability of the profit multiplier model to explain the true value of the common shares of the research sample and the Iraqi environment, where the results concluded that all the values measured according to the research model were greater than the market value and this helps investors to increase their chance of achieving higher profits, It also indicates that there is a weakness in the efficiency of the market.

This is an open-access article under the CC BY 4.0 license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

Publisher: Middle Technical University

Keywords: Profitability Multiplier Model; Stock Valuation.

إمكانية استخدام أنموذج مضاعف الربحية في تقييم الأسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

أيمن جدوع فيصل الشمري[1*]، شذى عبد الحسين جبر[1]، عباس هاشم مهلهل[2]، بدر شحدة سعيد حمدان[3]

[1] الكلية التقنية الإدارية – بغداد، الجامعة التقنية الوسطى، بغداد، العراق

[2] المعهد التقني / الكوت، الجامعة التقنية الوسطى، بغداد، العراق

[3] كلية إدارة المال والاعمال، جامعة فلسطين، غزة، فلسطين

* البريد الإلكتروني: dbc0001@mtu.edu.iq

معلومات المقالة

تاريخ الاستلام
17 اب 2022

تاريخ القبول
14 تشرين الاول 2022

تاريخ النشر
31 كانون الاول 2023

الخلاصة

يتمثل هدف البحث في عرض لمفهوم نموذج مضاعف الربحية ودراسة مدى امكانية هذا النموذج P/E في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية بعّده من النماذج المهمة في مساعدة المستثمرين في معرفة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم العادية والقيمة الحقيقية، ولإثبات فرضية البحث تم اختيار عينة البحث لقطاع المالي واختيار مجموعة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمتكونة من ثلاثة عشر مصرفاً للمدة الممتدة (2015-2019).

إذ توصلت نتائج البحث إلى قدرة نموذج مضاعف الربحية في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية لعينة البحث والخاصة بالبيئة العراقية، كما توصلت النتائج إلى أن القيم جميعا التي تم قياسها على وفق نموذج البحث كانت أكبر من القيمة السوقية وهذا يساعد المستثمرين من زيادة فرصتهم في تحقيق أرباح أعلى، وكذلك يدل على أن هناك ضعف في كفاءة السوق.

الكلمات المفتاحية: أنموذج مضاعف الربحية؛ تقييم الاسهم.

1. المقدمة

عند التفكير في عالم الاستثمار، نلحظ أن هناك فئات واسعة عدة من الأشخاص الذين يحتاجون إلى تقييم الأسهم. تشمل الدوافع لإجراء التقييم إمكانية الربح من التداول، والرغبة في وضع سياسات اقتصادية فعّالة، والرغبة في فهم وإدارة الشركات بشكل أفضل، وكذلك الحاجة إلى نقل معلومات دقيقة ومبسطة إلى الجمهور. ويترتب على ذلك أن هناك العديد من الفئات المختلفة من الأشخاص الذين يحتاجون إلى فهم عملية تقييم الأسهم، بدءاً من المطلعين على الشركات الذين يديرون الشركات إلى الاقتصاديين الذين يديرون الاقتصاد. تعّد اسواق الأوراق المالية المصدر الذي يتيح للمستثمرين المعلومات التي تمكنهم من التعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة لتوظيف الاموال الفائضة الخاصة بهم، وكذلك مصدراً للحصول على الاموال لمالكي الأصول المختلفة والتخلص منها وذلك عن طريق البيع، إذ تعّد الأسهم العادية من أكثر الادوات التي يتم التبادل بها بيعاً وشراءً في اسواق الأوراق المالية، إذ تعّد عملية الاستثمار بالأسهم من أحد المجالات الاستثمارية المهمة لدى المستثمرين عن طريق توظيف تلك الاموال والحصول على العائد، وإنَّ هذا النوع من الاستثمارات يتطلب الاستناد إلى بعض المعلومات والمؤشرات وكذلك المعايير لغرض الاستثمار لإن هذه الاستثمارات تكون محفوفة بالمخاطر، إلا إنَّ هذه الأسهم قد تكون غير مسعرة بقيمتها الحقيقية خاصة في حالة عدم وجود اسواق مالية كفؤة، ومن ثم فأن هذه الاسواق لا تعكس المعلومات المحاسبية المتوفرة عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية اولاً بأول، مما يؤدي بالمستثمرين ومالكي الأسهم بحالة عدم الثقة بهذه الاسواق مما يقلل من استثمار الاموال فيها، وإنَّ نسبة ضعف كفاءة الاسواق تستخدم نماذج قياس محاسبي مختلفة لتحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية.

ويتجسد الهدف الرئيس من تقييم الأسهم العادية في تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق (قيمته السوقية) مقيما بأكثر أو بأقل مما يجب، ليساعد المستثمرين في الأسهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة بما يتعلق بشراء أو بيع أو بالاحتفاظ بهذه الأسهم. وإنَّ تحديد القيمة الحقيقية للسهم العادي يسهم في توفير آلية للتقييم يمكن للمستثمر اعتمادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية يكون تسعير السهم بأكثر مما يجب ولا بد للمستثمر الذي يحمل السهم أن يبيعه تجنباً للخسارة، في حين إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية يكون السهم قد سعر بأقل مما يجب، وهذا يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شراء السهم. يتناول هذا البحث توضيح قيم الأسهم العادية لما حظيت به من اهتمام كبير في الادبيات المالية بشكل عام والاستثمار بشكل خاص، وكذلك التطرق إلى النماذج المستخدمة في تقييم الاسهم العادية.

2. منجية البحث

2.1. مشكلة البحث

تواجه أسواق الأوراق المالية في العراق بعدم قدرتها في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية وذلك نتيجة لوجود ضعف في كفاءتها ومن ثم لا تستطيع أن تعكس المعلومات المناسبة عند توفرها للمستثمرين قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في السوق ومن ثم لا يتم تقييم الأوراق المالية بصورة جيدة.

ومن خلال ما تقدم تتمثل مشكلة البحث الرئيسة:

هل يمكن تطبيق أنموذج مضاعف الربحية في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

2.2. أهداف البحث

- بيان أهمية تقييم الأسهم العادية على أساس القيمة السوقية باستخدام أنموذج مضاعف الربحية ودورها في ترشيد قرارات المستثمر.
- عرض وتحليل الجوانب النظرية والرياضية لأنموذج مضاعف الربحية في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية.
- تحليل العلاقة بين القيمة الحقيقية للأسهم العادية والقيمة السوقية لعينة البحث لمعرفة مدى امكانية اعتماد المستثمرين على نتائج تقييم هذا النموذج.
- مساعدة المستثمر في ترشيد قراراته الاستثمارية في سوق الاوراق المالية عند البيع أو الشراء عن طريق أتباع منهج استثماري سليم يعتمد نتائج التقييم.

2.3. اهمية البحث

تنبع اهمية البحث من خلال الآتي:

- امكانية تطبيق أنموذج مضاعف الربحية في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية.
- مدى استفادة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من أنموذج مضاعف الربحية في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم.
- مدى امكانية اعتماد المستثمرين على نتائج الدراسة لترشيد قراراتهم الاستثمارية في سوق الأسهم.

2.4. فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسة: يمكن تطبيق أنموذج مضاعف الربحية في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

2.5. مجتمع وعينة البحث

تكون مجتمع البحث من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لقطاع المصارف، اما عينة البحث فشملت (13) مصرفاً مدرجاً في سوق العراق للأوراق التي انطبقت عليها شروط البحث.

2.6. اساليب جمع البيانات والمعلومات

- بيانات الجانب النظري: تم الاعتماد في جمع البيانات والمعلومات للجانب النظري على الكتب العربية والاجنبية وكذلك الرسائل والاطاريح والبحوث العلمية والدراسات المنشورة وغير المنشورة سواء أكانت عربية ام اجنبية، والاستعانة بشبكة الانترنت.
- بيانات الجانب العملي: اعتمد البحث البيانات المالية الشهرية والسنوية والحسابات الختامية لعينة من الشركات في قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة الممتدة (2015-2019).

2.7. الأساليب المالية والمحاسبية المعتمدة في التحليل والتطبيق

2.7.1. الاساليب المالية

- نماذج تقييم الأسهم العادية: استخدام أنموذج مضاعف الربحية خلال مدة البحث، ويتم احتسابه على وفق الخطوات التالية:

يتم احتساب أنموذج مضاعف الربحية من خلال المعادلة (1):

$$v = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(E)}{(1+k)^n} \quad (1)$$

إذ إن:

V = القيمة الحقيقية للأسهم.
M = مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحية.
E = ربحية السهم الواحد.
K = معدل العائد المطلوب.

كما يتم احتساب معدل العائد المطلوب K من خلال المعادلة (2):

$$K = RF + \beta i\ (RM - RF) \quad (2)$$

إذ إن:

RF = معدل العائد الخالي من المخاطر
RM = معدل العائد على اسهم السوق
βi = معدل المخاطرة على عوائد الاسهم

احتساب العائد السوق (Rm) للسهم لكل شركة من خلال المعادلة (3):

$$R_i = \frac{P_0 - P_1 + D}{P_1} \quad (3)$$

R_i = عائد السوق (i) في الوقت (t).
P_0 = سعر الاقفال لاسهم الشركة (i) في السنة (t).
P_1 = سعر الافتتاح لاسهم الشركة (i) في بداية السنة (t).

ويتم احتساب كعامل Beta على وفق المعادلة (4):

$$\beta = \frac{\mathrm{Cov}(Ri_t, Rm_t)}{\sigma^2 Rm} \quad (4)$$

إذ إن:

$\mathrm{Cov}(Ri_t, Rm_t)$ = التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق
$\sigma^2 Rm$ = تباين عائد محفظة السوق.
Ri_t = معدل عائد السهم العادي في السنة t.
Rm_t = معدل عائد محفظة السوق في السنة t.

مضاعف قيمة السهم في السوق غلى ربحيته (m) يتم حسابه على وفق المعادلة (5):

$$m = \left(\frac{P_t}{E}\right) * 2 \quad (5)$$

إذ إن:

P_t = قيمة السهم في السوق.
E = ربحية السهم الواحد.

2.8. دراسات سابقة

يعرض هذا المبحث بعضاً من الدراسات السابقة العربية والمحلية وكذلك الأجنبية:

2.8.1. دراسة سعيدي، 2020[1]

" دور قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري – دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر, يتمثل هدف الدراسة في مدى مساهمة قياس القيمة الحقيقية للاسهم العادية في اتخاذ القرار الاستثماري باستخدام نموذج مضاعف الربحية بعّده من اهم النماذج التي تساعد على التعرف بين القيمة السوقية للسهم العادي والقيمة الحقيقية، وقد بينت الدراسة التطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الجزائر للأوراق المالية للمدة (2013-2016)، وقد بينت النتائج أن القيم الحقيقية جميعاً لهذه النتائج كانت اكبر من القيمة السوقية المسجلة وهذا الأمر يعطي للمستثمرين فرصة لتحقيق المكاسب خلال حصولها على هذه الاسهم المسعرة بسعر اقل من قيمتها السوقية.

2.8.2. دراسة مشعل، 2019[2]

دور مضاعف الربحية في تقييم اداء المحفظة الاستثمارية دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2016-2018), سعت الدراسة إلى اختبار دور مضاعف الأرباح في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية. هدفت الدراسة إلى بناء محفظتين استثماريتين، الأولى تسمى محفظة القيمة، وهي مبنية على الأسهم التي لديها أدنى نسبة P / E، أما المحفظة الثانية، التي تسمى Growth Portfolio، فقد تم بناؤها من الأسهم ذات أعلى نسبة P / نسبة E. تم تقييم كلتا المحفظتين عبر مجموعة من الإجراءات: Treynor و Sharpe و Jensen و (M-Square). اشتملت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2016-2018). وخلصت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات والتوصيات أبرزها قيمة المحفظة على محفظة النمو ومحفظة السوق من حيث معدل العائد السنوي والعائد الإضافي باستثناء (2017). فضلا عن تفوقها من حيث المخاطر النظامية وإجمالي المخاطر خلال مدة الدراسة، تمكنت محفظة القيمة من التفوق على وفق لجميع مقاييس تقييم الأداء. وكان أبرز التوصيات ضرورة استخدام نسبة مضاعف الارباح من المستثمرين والمحللين الماليين في سوق العراق للأوراق المالية في اختيار الاسهم التي تشكل محافظهم الاستثمارية بما يؤدي الى زيادة متوسط العوائد السنوية فضلا عن العوائد المرتفعة. مقارنة بعوائد مؤشر السوق.

2.8.3. دراسة الطويل، 2020[3]

استخدام القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين باستعمال نموذج مضاعف الربحية, هدفت الدراسة إلى التعرف على إمكانيات استخدام القيمة العادلة لقياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين، واعتمدت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي. إلى جانب استخدام نموذج الربحية المضاعف كأحد النماذج الرياضية لقياس القيمة العادلة للأسهم العادية من خلال التقارير المالية المنشورة للبنك الذي شملته الدراسة، توصلت الدراسة إلى أهم النتائج: الكفاءة لأنها لا تعكس القيمة الحقيقية للأسهم، ونموذج مضاعف الربحية قادر على قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادلة لخرطوم البنوك المدرجة في بورصة فلسطين. أوصت الدراسة بما يلي: العمل على المستثمرين الحساسين عدم الاعتماد بشكل أساس على أسعار الأسهم في السوق والاعتماد على القيمة العادلة مع بعض المؤشرات الأخرى التحليل المالي لأن السوق لا يعكس كل الحقائق الاقتصادية المتعلقة بالبنوك، وضرورة التزام البنك بتطبيق القيمة العادلة في ظل وجود تشريعات من سلطة النقد الفلسطينية، وهو ملزم بتطبيق المعايير لما لها من تأثير من خلال توفير المعلومات المحاسبية المناسبة التي تعكس واقع أداء البنوك.

2.8.4. دراسة Sezgin, F.2010[4]

"an empirical investigation of the relationship among p/e ratio, stock return and dividend yiels for istanbul stock exchange" تحقيق تجريبي في العلاقة بين نسبة الربح / الخسارة وعائد المخزون وعائد توزيع الأرباح لتبادل الأسهم في اسطنبول، تستخدم هذه الدراسة نسبة السعر إلى الأرباح (P / E) على نطاق واسع، كمقياس لتقييم الأسهم. السعر إلى الأرباح هو مؤشر يشير إلى الحالة المزاجية الحالية للمستثمرين إلى أي مدى هم على استعداد لدفع كل وحدة من أرباح الشركة. تقليديًا، يُفترض أن نسبة السعر إلى العائد هي مؤشر على جودة الاستثمار؛ تشير نسبة السعر إلى العائد المنخفضة نسبيًا إلى استثمار جيد، بينما تشير نسبة السعر إلى العائد المرتفعة نسبيًا إلى احتمال استثمار "ضعيف." الهدف من هذه الدراسة هو تحديد العلاقة بين عائد الأسهم في السوق وعوائد الأرباح ونسبة السعر إلى الأرباح التي تؤثر في المدة 2000.01-2009. لذلك، لتحديد العلاقة طويلة المدى وقصيرة المدى، يتم استخدام اختبارات يوهانسن للتكامل المشترك ونماذج تصحيح الخطأ واختبارات سببية جرانجر، نتيجة اختبار التكامل المشترك ونماذج تصحيح الخطأ(ECM) ، هناك علاقة بين المتغيرات طويلة المدى وقصيرة المدى. يكرر تأثيرات سلبية على PE في المدى الطويل ونسبة DY تأثيرات إيجابية على PE في المدى الطويل.

2.8.5. دراسة Ghanbar, H.2014 [5]

"Earnings quality and P/E ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange"، " جودة الأرباح ونسبة السعر إلى العائد: دليل من بورصة طهران", تقيم هذه الورقة آثار معايير جودة الأرباح على نسبة السعر إلى ربحية السهم (P / E) على 88 شركة مقبولة في بورصة طهران (TSE) خلال المدة 2007-2012. تشير النتائج إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين نسبة السعر إلى الربحية وتوزيعات الأرباح النقدية. هناك أيضًا علاقة إيجابية ومهمة بين نسبة السعر إلى العائد كمتغير تابع ونسبة إجمالي الربح إلى المبيعات. من ناحية أخرى، هناك علاقة عكسية كبيرة بين نسبة السعر إلى العائد وتغير الربح. ومع ذلك، لا توجد علاقة كبيرة بين السعر/ العائد كمتغير تابع ومتغير التأجيلات (الاستحقاقات).

2.8.6. دراسة Kusumanisita,A.& Minanti,F.2021[6]

"stock valuation analysis of dividend discount model, free cash flow to equity and walter model in investment decision" "تحليل تقييم الأسهم لنموذج خصم الأرباح، التدفق النقدي المجاني إلى حقوق الملكية ونموذج المال في قرار الاستثمار", هدفت هذه الدراسة إلى (1) اختبار تأثير تقييم الأسهم باستخدام طريقة نموذج خصم الأرباح (DDM) على قرارات الاستثمار، (2) اختبار تأثير تقييم الأسهم باستخدام طريقة التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية (FCFE) على قرارات الاستثمار، و(3) اختبار تأثير تقييم الأسهم باستخدام طريقة Walter Model على قرارات الاستثمار في شركات صناعة السلع الاستهلاكية المدرجة في مدة ISSI 2016-2019. تم أخذ عينات من 24 شركة في قطاع صناعة السلع الاستهلاكية في هذه الدراسة. البيانات المستخدمة كانت بيانات ثانوية. تظهر نتائج هذه الدراسة أن نموذج خصم الأرباح (DDM) له تأثير إيجابي كبير على قرارات الاستثمار، في حين أن أساليب التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية (FCFE) وطريقة Walter النموذجية لا تؤثر بشكل كبير على قرارات الاستثمار.

بينت الدراسات السابقة على أن استخدام نماذج تقييم الأسهم يساعد بشكل كبير المستثمرين في السوق المالي على تداول الأسهم واتخاذ قراراتهم الاستثمارية وذلك بالاعتماد على بعض النماذج الخاصة بتقييم الأسهم كما بينت بعض الدراسات العربية والأجنبية على ضرورة استخدام أنموذج مضاعف الربحية في تقييم الأسهم العادية لإن هذا النموذج من أهم النماذج التي تستعمل في عملية التقييم، إلا إن هذه الدراسة توصلت إلى عدم اعتماد المستثمرين على هذا النموذج في تقييم الأسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية ويعود السبب في ذلك إلى وجود ضعف في كفاءة السوق المالي الخاص بالبيئة العراقية والتي بدورها لا تعكس المعلومات الضرورية جميعاً بصورة صحيحة.

3. الجانب النظري من البحث

3.1. مفهوم وتعريف الأسهم العادية The concept and definition of common stock

تتعدد مفاهيم وتعاريف الأسهم العادية فهناك من عرفها على أنها أداة ملكية يمكن تداولها، تعطي لمالك السهم الحق في تلقي الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها من الشركة المصدرة، عند تصفية التزاماتها اتجاه الآخرين، [7]. كما عرفت الأسهم العادية بأنها استثمار في رأس المال الذي يمثل ملكية الشركة، ويتوافق مع حساب رأس المال للملكية الفردية أو رأس المال الذي يساهم به كل شريك في الشركة [8]. وتعرف أيضاً بأنها الأسهم التي لا تعطي لحاملها أي ميزة تفضله عن غيره من المساهمين سواء أكان في أرباح الشركة خلال مدة بقائها أم في موجوداتها عند تصفيتها [9].

3.2. خصائص الأسهم العادية Characteristics of common stock

تتمتع الأسهم العادية ببعض الخصائص وهي كما يلي [10]:

- تمكن مالك السهم من التصويت في أي قرارات تتعلق بسياسة الشركة، ومجلس الإدارة.
- يمنح امتلاك الأسهم العادية أيضاً حقوقاً في حصة من مدفوعات الأرباح.
- يمنح امتلاك الأسهم العادية الحق في تلقي تقارير أو معلومات متخصصة للشركة عند الطلب.

وبما أن الأسهم المصرح بها جميعاً تتمتع بالحقوق والخصائص نفسها، يُطلق عليها أسم الأسهم العادية. إلا أن الشركات تصدر أحيانًا أكثر من فئة واحدة من الأسهم، بما في ذلك الأسهم الممتازة، حيث هناك فئات مختلفة من الأسهم العادية ففي بعض الحالات، يتم تصنيفها لتلبية الاحتياجات الخاصة للشركة. بشكل عام، فعند استخدام التصنيفات الخاصة، يتم تعيين نوعين من الأسهم العادية واحد للفئة (أ)، وآخر للفئة (ب)، والاختلاف الرئيس هو أن سهم الفئة (أ) سيحصل المستثمرون الذين يشترون هذه الفئة من الأسهم على أي توزيعات أرباح تدفعها الشركة، لكن لن يكون لديهم حقوق تصويت إلا بعد مرور خمس سنوات على إصدار السهم. بينما الفئة (ب) سيكون لأصحاب هذه الفئة من الأسهم حقوق التصويت الكاملة لمدة خمس سنوات، لكن لن يحصلوا على أرباح الأسهم حتى تثبت الشركة قدرتها على الكسب من خلال زيادة الأرباح المحتجزة إلى مستوى معين [11].

3.3. تصنيف الأسهم العادية Common Stock Classification

يمكن أن تصنف الأسهم العادية إلى ما يلي:

- الأسهم المدافعة Defensive Stocks: يعّد هذا النوع من الأسهم التي يتوقع بقاء اسعارها مستقرة ومأمونة، ولكن تتزايد خلال حصول ركود اقتصادي وحدوث تدهور للأعمال، أو نتيجة التقلبات الحادة التي تحدث للأسواق المالية، أي إنها تبقى محافظة لا تتأثر نسبياً بمدة التراجع في دورات الاعمال، إذ يمكن وصفها بأنها مقاومة للركود، ويعّد هذا النوع من الأسهم للكثير من المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على العائد الآمن والمؤكد. وهناك مفهومان متقاربان ومترابطان لهذا النوع من الأسهم: الأول أن معدل العائد على السهم المدافع غير متوقع انخفاضه في حال حدوث انخفاض كلي للسوق. أما الثاني فأنه على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية تعّد المخاطر النظامية لهذا السهم مقاسة بمعامل (بيتا) تكون منخفضة[12].
- الأسهم الدورية Cyclical Stocks: وهي الأسهم التي يكون مستوى أرباحها وأسعارها مرتبط تماماً بالحالة الاقتصادية العامة، أي أن هذه الأسهم تعود للشركات التي تتأثر سريعاً بالتغير الاقتصادي، وأن اسعارها تتقلب بصورة مباشرة وبدرجة كبيرة من معظم الأسهم نتيجة تحرك الاقتصاد بين التدهور والازدهار، أي أن ارباح هذه الشركات تكون عالية واسعار أسهمها مرتفعة في حال أن الظروف الاقتصادية تكون بحالة جيدة، لكن عندما تتعرض الظروف الاقتصادية إلى تدهور فأن مبيعات الشركات الدورية تتدنى بحدة وتتناقص أرباحها بشكل كبير. ويشار لهذه الأسهم بالمجازفة إذ تكون عوائدها أكثر تقلباً من كل السوق أي أن لها مخاطرة (بيتا) عالية [13].
- الأسهم المضاربة Speculative Stock: تعّد الأسهم المضاربة على أنها الأكثر خطورة لأنه لا يوجد طلباً ثابتاً على منتجات الشركة، وفي الواقع، قد لا يكون هناك منتج قابل للبيع على الإطلاق. لأنها عادةً ما تكون منخفضة السعر (غالبًا بالسنت بدلاً من الدولار). عادة، تعمل الشركة بخسارة ولا تدفع أي أرباح. وغني عن القول، غالبًا ما يتقلب السعر بشكل كبير، لذا فهي متقلبة وقد يتم كسب أو خسارة مبالغ كبيرة من خلال تداول الأسهم. عادة ما يكون التداول قصير الأجل لتحقيق أرباح سريعة، بدلاً من الاستثمار على المدى الطويل كما هو معتاد مع الأسهم الممتازة أو الأسهم الخضراء أو الأنواع الدفاعية من الأسهم [14].
- الأسهم الناجحة أو الرابحة Blue-Chip stocks: هي الأسهم التي تصدرها شركات راسخة وذات رأس مال سوقي، والتي تتمتع بأداء مالي سليم ولمدة طويلة [15]. ويمكن تعريفها ايضاً هي أسهم الشركات الرائدة مع الإدارة الجيدة والأداء المالي القوي. كما من المعروف أن هذه الأسهم لديها القدرة على البقاء في ظروف السوق الصعبة وتوفير عوائد عالية في ظروف السوق الجيدة. واستنادًا إلى تاريخ بيانات السوق المالية، تتمتع الأسهم الناجحة بتقلب ثابت في أسعار الأسهم وحركة مشتركة، ولها تأثير قوي على مؤشرات أسعار الأسهم [16].
- أسهم الدخل Income Stocks: يسعى البعض من المستثمرين أساساً إلى شراء أسهم الدخل لغرض الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، قد يمثل هذا الدخل للبعض حافزاً أساساً للاستثمار في الأوراق المالية، وأن الأشخاص الذين يستثمرون مقابل الحصول على الدخل يبحثون عن الأوراق المالية التي تعطي شكلاً منتظماً لتوزيعات الدخل وقابلاً للتنبؤ، وعليه فأن المستثمرون يهتمون إلى تقليل مخاطرة أصل الاستثمار لذا عليهم أن يركزوا على الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها [12].
- أسهم النمو Growth Stock: أسهم النمو وهي الأسهم التي تمثل الشركات التي تشهد نموًا سريعًا في الإيرادات والأرباح، وعادة ما يكون لديها أسعار أسهم مرتفعة مقارنة بأرباحها الحالية أو قيم الأصول (الدفترية). تميل هذه الشركات إلى إعادة استثمار معظم أرباحها في بنيتها التحتية لتغذية التوسع المستقبلي، ومن ثم، فإن أسهم النمو عادة ما تدفع أرباحاً منخفضة [17].

- أسهم القيمة Value shares: تعّد الحصة ذات قيمة جيدة عندما يُنظر إليها على أنها تتداول بخصم من قيمتها الحقيقية. ربما لا تحظى الأسهم بشعبية أو يتجاهلها المستثمرون وهذا ينتج عن احتمالية نمو الأرباح في المستقبل بصورة تبدوا منخفضة. في بعض الأحيان يُنظر إلى العمل على أنه "ممل" ويبحث المستثمرون والمتداولون عن آفاق أكثر إثارة. غالبًا ما يكون للأسهم ذات القيمة أرباحًا جيدة وتكون جذابة للمستثمرين الذين يسعون للحصول على دخل من توزيعات الأرباح [14].

3.4. تقييم الأسهم العادية Common Stocks Valuation

تقيم الأسهم العادية بحسب مفهوم كل منها وكما يلي:

- القيمة الاسمية Par Value: هي قيمة تعسفية تم إنشاؤها للأغراض القانونية في ميثاق الشركة الخاص بالشركة ويتم تحديدها بشكل عام منخفضة للغاية، وغالبًا ما تكون 1 دولار أو أقل [18]. أي هي القيمة المعلنة للسهم الواحد. بمعنى أن المبلغ الذي يتم تعيينه لكل سهم من الشركة في مجموعتها، يتم تحديد مبلغ لهذا السهم في ميثاق الشركة، ولكن ليس له معنى اقتصادي يذكر. أي أنه في حقيقة الأمر رقما قانونيا يظهر في شهادة الأسهم، ولكن ليس له أي تأثير على قيمة الأسهم، حتى في لحظة الإصدار [19].
- القيمة الدفترية Book Value: هي مقدار قيمة أصول الشركة لكل سهم من الأسهم العادية التي تحدد استناداً إلى السجلات المحاسبية للشركة. إذحيث يتم احتسابها بقسمة إجمالي حقوق المساهمين على إجمالي الأسهم المصدرة، ويمكن أن تتغير هذه القيمة باستمرار وذلك لاعتمادها بصورة عامة على ربحية الشركة وبصورة خاصة على الأرباح المحتجزة [20].
- القيمة السوقية Market Value: القيمة السوقية للسهم الواحد هي السعر الذي يتم به بيع الأسهم وشرائها في الأسواق المالية. إذ تؤثر الأرباح المستقبلية المتوقعة وأرباح الأسهم والنمو وعوامل الشركة والعوامل الاقتصادية الأخرى على القيمة السوقية للسهم [11].
- القيمة التصفوية Liquidation Value: قيمة التصفية للسهم الواحد هي المبلغ الفعلي للسهم الواحد من الأسهم العادية التي سيتم استلامها إذا تم بيع أصول الشركة جميعاً بقيمتها السوقية، وتم دفع الالتزامات والأسهم المفضلة، وتم تقسيم أي أموال متبقية بين المساهمين العاديين. هذا المقياس أكثر واقعية من القيمة الدفترية، لأنه يعتمد القيمة السوقية الحالية لأصل الشركة، لكنه ما يزال يفشل في النظر في قوة كسب تلك الأصول [21].
- القيمة البديلة Substitution Value: تتمثل هذه القيمة بقيمة ورقة مالية ومقارنتها مع قيمة ورقة مالية أخرى لشركة أخرى، كما أن القيمة البديلة يعاب عليها بعدم قدرتها على تحديد الشركات التي يمكن أن تستخدمها في حالة المقارنة. وذلك لصعوبة وجود شركة بديلة مناسبة، ويعود السبب في ذلك لاختلاف اساليب إدارة الشركات، وكذلك حقوق براءة الاختراع، والعوامل البيئية التي تواجه الشركة وغيرها [22].
- القيمة الحقيقية Intrinsic Value: وهي القيمة التي يمكن أن تبررها الحقائق المالية والاقتصادية، والمتمثلة بقيمة الموجودات في الشركة وتوزيعات مقسوم الأرباح وربحية السهم الواحد ومعدلات النمو المتوقعة. أي تعّد بأنها القيمة المخصومة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين الناتج عن الاستثمار. ويطلق عليها أحياناً بالقيمة العادلة Fair Value [23].

3.5. نماذج تقييم الأسهم العادية Common Stock Valuation Models

3.5.1. نموذج خصم التوزيعات Dividend Discount Model (DDM)

صمم نموذج خصم التوزيعات (DDM) الذي أقترحه لأول مرة Williams سنة (1938). وهو ببساطة تطبيق لتحليل القيمة الحالية، الذي يؤكد أن السعر العادل للأصل هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة [24]. كما يعّد نموذج خصم التوزيعات (DDM) أحد أبسط الطرق الكلاسيكية وأكثرها شيوعاً لتحديد السعر العادل للأسهم، إذ يعد نموذج تقييم يستند إلى افتراض أن قيمة السهم هي المبلغ المخصوم لمدفوعات الأرباح المستقبلية جميعاً أو أن القيمة العادلة للسهم هي القيمة الحالية لأرباح الأسهم المستقبلية المخصومة بمعدل العائد المطلوب [25]. كما يجب في هذا النموذج على المحللين الماليين أن يقدروا توزيعات الأرباح للسهم العادي لأنها تعّد المحدد الرئيس لتقييم الشركات، ومعدل العائد المطلوب، وكذلك معدل نمو الأرباح، والمدة الزمنية التي يتوقع استمرار توزيع الأرباح فيها [26].، ومن خلال ما تم ذكره فأن نموذج خصم التوزيعات يظهر من خلال المعادلة (6) [27].

$$\text{Value of stock} = P_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \cdots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (6)$$

إذ إن:

P_0 = القيمة الحقيقية للسهم.
D_t = مقسوم الأرباح.
K = معدل العائد المطلوب.

3.5.2. نموذج التدفق النقدي Cash Flow Model

أساس عمل هذا النموذج هو أن الأرباح الواردة من الأصول تتجسد في تدفقات نقدية قادمة من هذه الأصول، إذ إن الكثير من المحللين الماليين يذهبون نحو التدفقات النقدية على إنها تتمثل بتكاليف غير نقدية مثل (الاندثار وتكاليف الديون المشكوك في تحصيلها) وربحية السهم أو صافي الربح بعد الضريبة. ويظهر هذا النموذج للأسهم العادية على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة (7) [28].

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K)^t} \quad (7)$$

إذ إن:

C_t = الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

3.5.3. نموذج تقييم الارباح Earnings Valuation Model

يعتمد نموذج تقييم الارباح الذي يعّد نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية على أساس ربحية السهم، إذ يمكن حساب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة للسهم على عدد الأسهم المصدرة. إذ غن تقييم الأسهم على وفق هذا النموذج يعني الموافقة على فكرة التي قام بتقديمها المعارضون أن الأرباح المتحققة تكون من حق أصحاب الأسهم، فيجب أن تقييم الأسهم يكون على أساس الأرباح المستقبلية وليس توزيعات الأرباح المتحققة [29]. ومن خلال المعادلة (8) نعرض فكرة موديكلياني وميلير الذي يعبر عن نموذج تقييم الأسهم العادية استناداً إلى الأرباح [22]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - I_t}{(1+K)^t} \quad (8)$$

إذ إن:

E_t = ربحية السهم المتوقعة في نهاية المدة t من الاستثمارات الجديدة.
I_t = الأرباح المحتجزة في المدة t لاستثمارات الشركة المستقبلية.

3.5.4. نموذج والتر Walter Model

والتر (Walter) في هذا النموذج سعى إلى تقييم الأسهم العادية من خلال تقديم أطار على أساس الافتراض أن سياسة توزيع الأرباح تكون من خلال غاية أو هدف لتعظيم إيرادات مالكي الأسهم العادية، وذلك عن طريق الاعتماد على العلاقة التي تكون بين احتجاز الأرباح وإدخالها في مشاريع مستقبلية للاستثمار، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وهنا قد أخذ والتر (Walter) في الحسبان الأرباح المحتجزة والموزعة، والسبب لإنهما عاملان لهما تأثير كبير في عملية تحديد القيمة الحقيقية للسهم [30]. ويمكن حساب هذا النموذج من خلال المعادلة (9) [8]:

$$P_0 = \frac{D}{K} + \frac{r(E-D)/K}{K} \quad (9)$$

إذ إن:

D = مقسوم الأرباح.
r = معدل العائد على أرباح الشركة.

3.5.5. نموذج مضاعف الربحية P/E Ratio Model

يعرف نموذج مضاعف الربحية بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو مضاعف، وفي هذا النموذج يتم احتساب قيمة السهم لمعرفة ما إذا كان المستثمر مستعداً للدفع والحصول على سهم الشركة. وحساب هذا المضاعف يتم من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته. أي بمعنى أن المستثمر يكون مستعد لدفع قيمة السهم اضعاف ربحيته، أما في حال كانت النسبة معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة للسهم في المستقبل، فأن القيمة الحقيقية للسهم يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه في الأسواق المالية.[9] يشير مستوى هذه النسبة إلى درجة ثقة المستثمرين في أداء الشركة المستقبلي. كلما ارتفع مستوى نسبة السعر إلى العائد، زادت ثقة المستثمر [18] ويمكن حساب هذا النموذج من خلال المعادلة (10) [31].

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{M(E_n)}{(1+k)^n} \quad (10)$$

إذ إن:

V= القيمة الحقيقية للسهم.
M= مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته.
E= ربحية السهم.
K= معدل العائد المطلوب.
ويمكن حساب معدل العائد المطلوب من خلال المعادلة (11) [30]:

$$E(Ri) = Rf + \beta\,[E(Rm) - Rf] \quad (11)$$

إذ إن:

E(Ri) : معدل العائد المطلوب على الورقة المالية.
Rf : معدل العائد الخالي من المخاطرة.
β : معامل بيتا للورقة المالية.
E(Rm) : العائد المطلوب على محفظة السوق.

4. الجانب العملي من البحث

4.1. نبذة تعريفية عن عيّنة البحث (سوق العراق للأوراق المالية)

يتكون مجتمع البحث من مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ تم اختيار قطاع المصارف التجارية، لأنه يعّد من أكثر القطاعات تداولاً في السوق، وذلك بحسب طبيعة عمل الشركات واختلافها في الحجم ورأس المال في اثناء مدة البحث الممتدة من (2015 -2019) وبالاستناد إلى البيانات المنشورة في دليل سوق العراق للأوراق المالية، وقد تم اختيار ثلاثة عشر مصرفاً مدرجاً في سوق العراق للأوراق المالية من أصل أربعة وأربعين مصرفاً إذ مثلت العينة نسبة (30%) من مجموع المصارف، الجدول (1) يعرض عينة المصارف ومعلوماتها.

الجدول (1) عينة البحث

ت	أسم المصرف	الرمز المختصر	سنة التأسيس	سنة الإدراج
1	المصرف التجاري العراقي	BCOI	1992	2004
2	مصرف بغداد	BBOB	1992	2004
3	المصرف العراقي الإسلامي	BIIB	1993	2004
4	مصرف الشرق الأوسط	BIME	1993	2004
5	مصرف الاستثمار العراقي	BIBI	1993	2004
6	المصرف الأهلي العراقي	BNOI	1995	2004
7	مصرف الائتمان العراقي	BROI	1998	2004
8	مصرف سومر التجاري	BSUC	1999	2004
9	مصرف الخليج	BGUC	1999	2004
10	مصرف الموصل للاستثمار	BMFI	2001	2005
11	مصرف كوردستان الدولي	BKUI	2005	2006
12	مصرف آشور الدولي	BASH	2005	2007
13	مصرف المنصور	BMNS	2005	2008

4.2. تحليل المتغيرات الحاكمة لنموذج البحث

كما يتناول الجانب العملي في هذا البحث تحليل القيمة الحقيقية للسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية للسهم الواحد للمصارف عينة البحث وتحليل متغيراته المتمثلة بتحليل ربحية السهم الواحد وتحليل العائد المطلوب على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM).

4.2.1. تحليل ربحية السهم الواحد

وتحسب هذه النسبة من خلال تقسيم صافي الربح بعد الضرائب على عدد الأسهم المصدرة. كما يبين الجدول (2) نسب العينة المختارة لمعدل العائد على السهم (EPS) لمدة التحليل الممتدة (2015-2019).

وعند ملاحظة الجدول (2) نجد أن هناك تذبذب وتباين واضح بين نسبة العائد على السهم للمصارف التجارية عينة البحث للمصرف الواحد خلال مدة التحليل مع المصارف الأخرى، إذ حقق مصرف كوردستان الدولي أعلى متوسط بلغ (0.0701) ديناراً للسهم خلال مدة التحليل مقارنة ببقية المصارف، أما مصرف سومر التجاري فقد حقق أدنى معدل لربحية السهم بلغت (0.007) ديناراً للسهم، وللمقارنة مع المعدل العام الذي بلغ (0.0295) ديناراً للسهم نجد أن (6) مصارف حققت مبلغ أعلى من المعدل الكلي وهي (مصرف التجاري العراقي، مصرف بغداد، مصرف العراقي الاسلامي، مصرف كوردستان الدولي، مصرف آشور، مصرف المنصور) بقيم بلغت (0.0338، 0.0348، 0.0310، 0.0701، 0.0398، 0.0627) ديناراً للسهم على التوالي، و(7) مصارف حققت قيم أدنى من المعدل الكلي أي أكثر من نصف العينة وهي (مصرف الشرق الاوسط، مصرف الاستثمار العراقي، مصرف الاهلي العراقي، مصرف الائتمان العراقي، مصرف سومر التجاري، مصرف الخليج، مصرف الموصل) بقيم بلغت لكل منها (0.0115، 0.0256، 0.0240، 0.0192، 0.0078، 0.0111، 0.0117) ديناراً للسهم على التوالي.

الجدول (2) النسب الخاصة بربحية السهم الواحد (EPS) لعينة البحث وللمدة (2015 - 2019)

ت	السنة / اسم المصرف	2015	2016	2017	2018	2019	المعدل السنوي
1	المصرف التجاري العراقي	0.0294	0.0303	0.0397	0.0435	0.0261	0.0338
2	مصرف بغداد	0.0229	0.0810	0.0245	0.0166	0.0292	0.0348
3	المصرف العراقي الاسلامي	0.0307	0.0278	0.0284	0.0202	0.0477	0.0310
4	مصرف الشرق الاوسط	0.0217	0.0470	-0.0023	-0.0092	0.0003	0.0115
5	مصرف الاستثمار العراقي	0.0700	0.0407	0.0160	0.0014	0.0001	0.0256
6	المصرف الاهلي العراقي	0.0092	0.0940	0.0119	-0.0317	0.0367	0.0240
7	مصرف الائتمان العراقي	0.0466	0.0199	0.0268	0.0232	-0.0205	0.0192
8	مصرف سومر التجاري	0.0144	0.0150	0.0016	0.0037	0.0040	0.0078
9	مصرف الخليج	0.0329	0.0196	0.0141	0.0020	-0.0131	0.0111
10	مصرف الموصل للاستثمار	0.0013	0.0139	0.0194	0.0102	0.0135	0.0117
11	مصرف كوردستان	0.1059	0.1178	0.1037	0.0178	0.0050	0.0701
12	مصرف آشور الدولي	0.0431	0.0590	0.0540	0.0189	0.0242	0.0398
13	مصرف المنصور	0.0790	0.0576	0.0593	0.0847	0.0331	0.0627
14	المتوسط السنوي	0.0390	0.0480	0.0305	0.0155	0.0143	0.0295

4.2.2. معدل العائد المطلوب

يمثل هذا العائد أدنى معدل عائد يطلبه المستثمر للتعويض عن المخاطر النظامية المتوقعة نتيجة اختياره للاستثمارات والتضحية بأمواله من اجلها، ومن الواضح في الجدول (2) نجد أن معدل العائد المطلوب متذبذب وأن هذا التذبذب مرتبط مع تذبذب معامل بيتا عند ارتفاعه وانخفاضه، إذ سجل أعلى متوسط سنوي لمعدل العائد المطلوب للسهم مصرف سومر التجاري بنسبة موجبة بلغت (0.0202)، أما أدنى نسبة كانت سالبة بلغت (-0.0411) التي قد حققها مصرف الموصل للاستثمار، وللمقارنة مع المتوسط الكلي لمدة البحث الذي بلغت نسبته (-0.0151) نجد ستة مصارف حققت نسبة أعلى من المتوسط وهي مرتبة بحسب ارتفاع النسبة تنازلياً (مصرف سومر التجاري، مصرف كوردستان الدولي، المصرف العراقي الاسلامي، مصرف المنصور، مصرف الائتمان العراقي، مصرف الاستثمار العراقي) بنسب موجبة وسالبة بلغت (0.0202، 0.0124، 0.0013، -0.0097، -0.0128، -0.0130) على التوالي. أما المصارف السبعة الباقية لعينة البحث فقد حققت نسب أدنى من المتوسط وهي (مصرف آشور الدولي، المصرف التجاري العراقي، مصرف الخليج، مصرف الشرق الاوسط، المصرف الاهلي العراقي، مصرف بغداد، مصرف الموصل للاستثمار) بنسب جميعها سالبة بلغت (-0.0158، -0.0184، -0.0215، -0.0222، -0.0376، -0.0377، -0.0411) على التوالي. أما أعلى سنة حققت فيها المصارف عينة البحث معدل عائد مطلوب هي سنة (2016) قياساً بالسنوات الأخرى لمدة البحث إذ كان متوسط هذه السنة قيمة موجبة بلغت (0.0065)، أما أدنى سنة حققت فيها مصارف العينة كانت سنة (2018) بقيمة سالبة بلغت (-0.0347)، وللمقارنة مع المعدل السنوي الكلي البالغ (-0.0151) نجد أن سنة (2016، 2017، 2019) حققت معدلا عائدا مطلوبا أعلى من المعدل السنوي الكلي بنسب موجبة وسالبة بلغت (0.0065، -0.0123، -0.0041) على التوالي، أما سنة (2015، 2018) قد حققت نسبة أدنى من المعدل بلغت (-0.0308، -0.0347) على التوالي. وكما مبين بالجدول (3).

الجدول (3) تحليل بيانات معدل العائد المطلوب عينة البحث للمدة (2015 – 2019)

ت	السنة / اسم المصرف	2015	2016	2017	2018	2019	المتوسط
1	المصرف التجاري العراقي	-0.0644	0.0184	-0.0265	-0.0234	0.0038	-0.0184
2	مصرف بغداد	-0.0776	0.0028	-0.0175	-0.0402	-0.0557	-0.0377
3	المصرف العراقي الاسلامي	0.0267	0.0132	-0.0106	-0.0353	0.0125	0.0013
4	مصرف الشرق الاوسط	-0.0553	0.0001	-0.0340	-0.0470	0.0250	-0.0222
5	مصرف الاستثمار العراقي	-0.0101	-0.0008	-0.0090	-0.0003	-0.0450	-0.0130
6	المصرف الاهلي العراقي	0.0110	0.0041	-0.0302	-0.1467	-0.0264	-0.0376
7	مصرف الائتمان العراقي	-0.0789	0.0103	0.0003	-0.0018	0.0063	-0.0128
8	مصرف سومر التجاري	0.0414	0.0238	0.0200	0.0179	-0.0019	0.0202
9	مصرف الخليج	-0.0428	0.0069	-0.0204	-0.0554	0.0040	-0.0215
10	مصرف الموصل للاستثمار	-0.1254	-0.0212	0.0041	-0.0717	0.0088	-0.0411
11	مصرف كوردستان	0.0120	0.0097	0.0036	0.0159	0.0208	0.0124
12	مصرف آشور الدولي	-0.0161	-0.0018	-0.0364	-0.0340	0.0092	-0.0158
13	مصرف المنصور	-0.0207	0.0186	-0.0029	-0.0290	-0.0144	-0.0097
14	المتوسط	-0.0308	0.0065	-0.0123	-0.0347	-0.0041	-0.0151

4.2.3. تحليل انموذج مضاعف الربحية

بعد تحليل واحتساب متغيرات النموذج يتم احتساب القيمة الحقيقية للأسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية لعينة البحث المتكونة من ثلاثة عشر مصرفاً مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2015-2019)، وكما يبين الجدول (4) نتائج تحليل القيمة الحقيقية للأسهم.

الجدول (4) تحليل القيمة الحقيقية للسهم وفق انموذج مضاعف الربحية للمدة (2015-2019)

ت	السنة / اسم المصرف	2015	2016	2017	2018	2019	المتوسط
1	المصرف التجاري العراقي	0.876	0.943	1.007	0.963	0.916	0.941
2	مصرف بغداد	2.537	1.815	1.242	0.604	0.635	1.367

3	المصرف العراقي الاسلامي	0.993	1.184	1.011	0.829	0.790	0.962
4	مصرف الشرق الاوسط	1.080	0.860	0.725	0.273	0.195	0.626
5	مصرف الاستثمار العراقي	1.374	1.201	0.848	0.560	0.565	0.910
6	المصرف الاهلي العراقي	1.088	0.817	0.969	0.797	1.253	0.985
7	مصرف الائتمان العراقي	1.281	1.485	1.360	0.801	0.855	1.156
8	مصرف سومر التجاري	1.824	1.758	1.765	1.768	1.022	1.628
9	مصرف الخليج	1.066	0.894	0.796	0.402	0.279	0.687
10	مصرف الموصل للاستثمار	0.572	1.144	0.637	0.345	0.317	0.603
11	مصرف كوردستان	2.866	2.496	2.551	2.166	2.136	2.443
12	مصرف آشور الدولي	0.874	0.681	0.623	0.476	0.476	0.626
13	مصرف المنصور	1.777	1.944	1.585	1.298	1.360	1.592
14	المتوسط	1.401	1.325	1.163	0.868	0.831	1.117

ومن الواضح في الجدول (4) نتائج تحليل القيمة الحقيقية للأسهم العادية على وفق النموذج نجد أن أعلى متوسط حققه مصرف كوردستان الدولي بقيمة بلغت (2.443) ديناراً للسهم مقارنة ببقية المصارف عينة البحث، أما أدنى قيمة فقد حققها مصرف الموصل للاستثمار بلغت (0.603) ديناراً للسهم وللمقارنة مع المعدل العام للعينة الذي بلغ (1.117) ديناراً للسهم نجد أن هناك خمسة مصارف حققت قيما أعلى من المعدل العام للعينة وهي (مصرف بغداد، مصرف الائتمان العراقي، مصرف سومر التجاري، مصرف كوردستان الدولي، مصرف المنصور) إذ بلغ قيمة كل منها (1.367، 1.156، 1.628، 2.443، 1.592) ديناراً للسهم على التوالي، أما عدد المصارف التي حققت قيمة أدنى من المعدل العام هي (مصرف التجاري العراقي، مصرف العراقي الإسلامي، مصرف الشرق الأوسط، مصرف الاستثمار العراقي، مصرف الأهلي العراقي، مصرف الخليج، مصرف الموصل للاستثمار، مصرف اشور الدولي) بقيم بلغت لكل منها (0.941، 0.962، 0.626، 0.910، 0.985، 0.687، 0.603، 0.626) ديناراً للسهم على التوالي.

4.2.4. تحليل القيمة الحقيقية للأسهم وفق أنموذج مضاعف الربحية

بعد تحليل النموذج للشركات عينة البحث خلال المدة البحث ومعرفة النتائج، تم أخذ المتوسطات للقيمة السوقية والقيمة الحقيقية على وفق النموذج وتحليلها، تبين أن القيمة السوقية كانت مخفضة عن القيمة الحقيقية لكل المصارف خلال مدة التحليل (2015 – 2019) وهذا يعني أن الأسهم مسعرة بأقل مما يجب وهذا بدوره يعكس ضعف اداء السوق، وبنسب متفاوتة إذ سجل مصرف كوردستان الدولي أعلى متوسط للقيمة الحقيقية بلغت (2.443) ديناراً وهي تمثل نسبة (198%) من القيمة السوقية إذ بلغ الفارق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية (-1.207) وبلغت نسبة التخفيض (98%-) ويعّد هذا المصرف أقرب المصارف تقارباً من حيث القيمة الحقيقية إلى القيمة السوقية، أما مصرف الموصل للاستثمار فقد حقق أدنى متوسط للقيمة الحقيقية بلغ (0.603) ديناراً للسهم وهي تمثل نسبة (208%) إلى القيمة السوقية بفارق قدره (-0.313) وهي تعّد مخفضة جدا إذ بلغ نسبة التخفيض (108%-)، وكما يبين الجدول (5) باقي النتائج.

الجدول (5) نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم المصارف عينة البحث على وفق لنموذج مضاعف الربحية للسهم الواحد (بالدينار العراقي)

ت	السنة / اسم المصرف	متوسط القيمة الحقيقية	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين القيمتين	نسبة القيمة الحقيقية إلى القيمة السوقية (%)	نسبة التضخيم (التخفيض) (%)	التسعير
1	المصرف التجاري العراقي	0.941	0.462	-0.479	204	-104	مخفض
2	مصرف بغداد	1.367	0.656	-0.711	208	-108	مخفض
3	المصرف العراقي الاسلامي	0.962	0.482	-0.480	199	-99	مخفض
4	مصرف الشرق الاوسط	0.626	0.304	-0.322	206	-106	مخفض
5	مصرف الاستثمار العراقي	0.910	0.450	-0.460	202	-102	مخفض
6	المصرف الاهلي العراقي	0.985	0.476	-0.509	207	-107	مخفض
7	مصرف الائتمان العراقي	1.156	0.570	-0.586	203	-103	مخفض
8	مصرف سومر التجاري	1.628	0.832	-0.796	196	-96	مخفض
9	مصرف الخليج	0.687	0.336	-0.351	205	-105	مخفض
10	مصرف الموصل للاستثمار	0.603	0.290	-0.313	208	-108	مخفض
11	مصرف كوردستان	2.443	1.236	-1.207	198	-98	مخفض
12	مصرف آشور الدولي	0.626	0.308	-0.318	203	-103	مخفض
13	مصرف المنصور	1.592	0.790	-0.802	202	-102	مخفض
14	المتوسط	1.117	0.553	-0.564	203	-103	مخفض

ومن ملاحظة النتائج التي ظهرت في الجدول (5) نلحظ أن المستثمرين في هذه الأسهم قد يتعرضون إلى خسائر متوقعة وذلك بسبب ارتفاع القيمة الحقيقية للسهم عن القيمة السوقية، وبالاستناد إلى ما تم الأشاره إليه وبعد أثبات قياس القيمة الحقيقية للسهم على وفق أنموذج مضاعف الربحية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تم اثبات فرضية البحث.

5. الاستنتاجات والتوصيات

5.1. الاستنتاجات

- أن ارتفاع نسبة مضاعف الربحية يشر إلى انخفاض في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم الشركات وهذا الانخفاض ينتج عن ارتفاع في معامل بيتا (مخاطر السوق).
- أن ارتفاع نسبة مضاعف الربحية تعكس حاجة الشركة إلى تحقيق نمو أعلى في الأرباح لمقابلة هذه التوقعات.
- أن القيمة الحقيقية وفق النموذج كانت أعلى من القيمة السوقية في المصارف العراقية المدرجة في السوق جميعا (عينة البحث)، وهذا يعني أن تلك الأسهم مسعرة بأقل مما يجب وهذا بدوره يعكس كفاءة السوق.
- أثبت أنموذج مضاعف الربحية قدرته في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية للمصارف (عينة البحث) المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

5.2. التوصيات

من خلال الاستنتاجات التي توصل إليها البحث يمكن تقديم مجموعة من التوصيات المتمثلة بالآتي:

- في ظل انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمارات ينبغي للمصارف إعادة النظر في مستوى الخطر التي يوجه السوق وذلك بهدف تحسين مستوى عائد الاستثمار.
- أن المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطرة الاستثمار في المصارف التي يكون مخاطرها عالية يمكن لهم الاستثمار في المصارف التي تكون فيها معامل بيتا أقل من الواحد الصحيح لإن مخاطر تلك المصارف اقل من مخاطر السوق.
- يمكن للقيمة الحقيقية للأسهم أن تقدم معلومات أكثر مدلولاً في التعبير عن قيمة السهم مقارنة بباقي القيم للسهم، ومن ثم من الضروري أن يتم التثقيف للمستثمرين بالاعتماد على القيمة الحقيقية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

من المهم اجراء تطبيق هذا النموذج على باقي القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لإن هذا الموضوع مهم بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وكذلك اجراء تطبيق نماذج أخرى في قياس القيمة الحقيقية للأسهم التي تكون قابلة للتطبيق داخل البيئة العراقية.

References

[1] Saidi, Hanane, "The role of measuring the real value of ordinary shares using the profit multiplier model in investment decision making - An applied study of stocks listed on the Algiers Stock Exchange", Journal of Governance, Social Responsibility and Sustainable Development, Volume 02, Issue 01, pp.25-50, 2020.

[2] Misheal, M., "The role of earning multiple in evaluating investment portfolio performance : Analytical study in the Iraqi Stock Exchange for (2016 – 2018)" , Thesis Higher Diploma in Financial Sciences, University Of Mosul College Of Administration & Economics, 2019.

[3] Al-Taweel, Essam, "Using the fair value in measuring the real value of the common shares of banks listed on the Palestine Stock Exchange using the Profitability Multiplier Model", Journal of Economics and Finance, Volume 06, Issue 02, 2020.

[4] Sezgin, F. H., An Empirical investigation of the relationship among P/E Ratio, stock return and dividend yiels for Istanbul Stock Exchange. International Journal of Economics and Finance Studies, 2(1), 15-23, 2010.

[5] Ghodrati, H., & Ghanbari, J., Earnings quality and P/E ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. Management Science Letters, 4(8), 1815-1824, 2014.

[6] Kusumanisita, A. I., & Minanti, F. H., Stock Valuation Analysis of Dividend Discount Model, Free Cash Flow to Equity and Walter Model in Investment Decision. Agregat: Jurnal Ekonomi dan Bisnis, 5(1), 78-96, 2021, http://repo.unida.gontor.ac.id/id/eprint/1092.

[7] Makruf, I. B., Supriyanto, T., & Priyatno, P. D., Analysis of Factors Affecting Investor Behavior in Investing in Sharia Stock in Jakarta. ISLAMICONOMIC: Jurnal Ekonomi Islam, 12(2), 2022, https://doi.org/10.32678/ijei.v11i2.197.

[8] Shim, Jae K., Joel G. Siegel, and Allison I. Shim. CFO Fundamentals: Your Quick Guide to Internal Controls, Financial Reporting, IFRS, Web 2.0, Cloud Computing, and More. Vol. 581. John Wiley & Sons, 2012.

[9] Ismail, Ibrahim, and Saleh, "The Possibility of Applying Fair Value in Measuring the Real Value of Ordinary Shares", Journal of Economic Sciences, Volume 17, Issue 02, 2016.

[10] Taillard, Michael. Corporate finance for dummies. 2nd Edition, John Wiley & Sons, 2012.

[11] Wild, John J., Barbara Chiappetta, and Ken Shaw. Financial and managerial accounting. 7th edition, Mcgraw-Hill Us Higher Ed, 2018.

[12] Al-Amiri, Muhammad Ali Ibrahim, "Advanced Financial Management", first edition, Ithraa for Publishing and Distribution, Amman - Jordan, 2010.

[13] Hussein, El-Sayed, and Hafez, "Using common stock prices in measuring the efficiency of financial management in a sample of Iraqi companies", Journal of Scientific Research, Vol. 06, No. 17, 2011.

[14] Kinsky, Roger "Teach yourself about shares" Third Edition, John Wiley & Sons Australia, Ltd 2020.

[15] Chong, F. K., Yong, S. T., & Yap, C. S., Development of stock market prediction mobile system in blue chip stocks for Malaysia share market using deep learning technique. Inti Journal, 2020(42), 2020, http://eprints.intimal.edu.my/id/eprint/1460.

[16] D. Asih I Maruddani and T. Trimono, "Valuation of Portfolio Risk and Performance of Several Blue Chip Stocks in Indonesia using Value-at-Risk based on n-Dimensional Geometric Brownian Motion", Thail. Stat., vol. 19, no. 3, pp. 501–510, Jun. 2021, https://ph02.tci-thaijo.org/index.php/thaistat/article/view/244528.

[17] Tyson, Eric. "Personal Finance", 9th Edition, John Wiley & Sons, Inc, Canada, 2019.

[18] Gitman, Lawrence J. & Zutter, Chad J., "Principles of Managerial Finance", Fourteenth Edition, Pearson Education Limited, England, 2015.

[19] Young, S. David, & Cohen, Jacob. & Bens, Daniel A. " Corporate Financial Reporting and Analysis ", Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc, 2019.

[20] Al-Amri, Muhammad Ali Ibrahim, "Modern Financial Management", first edition, Wael Printing House, Amman - Jordan, 2013.

[21] Zutter, Chad J. & Smart, Scott B., " Principles of Managerial Finance ", Sixteenth Edition, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2022.

[22] Obeidat, Samer Fakhri, "Using the cost of finance in evaluating common shares - an applied study in the Amman Stock Exchange", Master's thesis, College of Business and Finance Administration, Al al-Bayt University, Amman - Jordan, 2008.

[23] Al-Nuaimi, Adnan Tayeh and Al-Tamimi, Arshad Fouad, "Advanced Financial Management", Al-Yazuri Scientific Publishing and Distribution House, Amman - Jordan, 2009.

[24] Fabozzi, Frank J. " Finance: capital markets, fi nancial management, and investment management" , John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, Canada, 2009.

[25] Sutjipto, E., Setiawan, W., & Ghozali, I., Determination of Intrinsic Value: Dividend Discount Model and Discounted Cash Flow Methods in Indonesia Stock Exchange. Eddy Sutjipto, Wawan Setiawan and Imam Ghozali, Determination of Intrinsic Value: Dividend Discount Model and Discounted Cash Flow Methods in Indonesia Stock Exchange, International Journal of Management, 11(11), 2020, https://ssrn.com/abstract=3782294.

[26] Maddah, Faouzia, and Hallouch, "The Extent of Reflection of the Real Value of Shares in the Pricing of the Algiers Stock Exchange", Master's Thesis of the Faculty of Economics, Commercial and Management Sciences, University of Mohamed Bachir Brahimi, Bordj Bou Arreridj, Algeria, 2019.

[27] Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. "Fundamentals of Financial management", 10th edition, Cengage Learning, Inc, Boston, USA, 2020.

[28] Ziyad, Huda Salman, "The effect of the quality of profits on the real value of shares and the value of the company - an applied study in a sample of Iraqi industrial joint stock companies listed on the Iraq Stock Exchange", Master's thesis of the Administrative Technical College / Baghdad, Central Technical University, 2014.

[29] Al-Karaawi, Muhammad Salman, "Fair value measurement to improve the transparency of financial reporting and its impact in supporting investment decisions – applied research in Baghdad and Gulf Commercial Banks", Master's thesis, College of Administration and Economics, University of Karbala, 2019.

[30] Nasr, Khaled Jamal, "The Impact of Announcing Dividends and Earnings per Share on the Market Value of Jordanian Companies Listed on the Amman Stock Exchange", Master's Thesis, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Applied Science Private University, Amman - Jordan, 2015.

[31] Zutter, Chad J., and Scott B. Smart. Principles of managerial finance. London: Pearson, 2019.