

## تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (دراسة تطبيقية العينة مختارة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)

احمد طالب عبد الأمير

شذى عبد الحسين جبر

شيلان كاظم سوزة علي\*

الجامعة التقنية الوسطى - الكلية التقنية الادارية

Dr.ahmed.talib@mtu.edu.iq

Dr.shatha2017@mtu.edu.iq

Dbc0003@mtu.edu.iq

### الخلاصة :

يهدف البحث الحالي الى تقييم الاسهم العادية وتشكيل محافظتها المثلى باستخدام تسعير الموجودات الرأسمالية للتعرف على مستوى التحسين في المحفظة الاستثمارية المشكلة بموجب الطرق التقليدية من اجل المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق العراق للأوراق المالية، وقد تم استعمال نموذجي تسعير الموجودات الرأسمالية والتدفق النقدي لتقييم اسهم الشركات عينة البحث، وشمل مجتمع البحث القطاعات جميعاً في سوق العراق للأوراق المالية، اما عينة البحث فتكونت من ( 22 ) شركة توافرت فيها شروط البحث للمدة ( 2016-2020 ).

وتوصل البحث الى ان تحليل القيمة السوقية لأسهم عينة البحث كانت ذات تذبذب واضح وذلك نتيجة التغيرات المستمرة في اسعار الاسهم، وتميزت ايضا ان جميع شركات عينة البحث كانت ذات مخاطر عالية وهذا ما عكسه معامل بيتا للسهم الذي ظهر بأنه أعلى من مخاطر السوق وهذا ما يعكس درجة الحساسية العالية لعائد اسهم جميع الشركات اتجاه التغير الحاصل في عائد السوق، وهذا يبين سبب ارتفاع تقلبات العوائد أسهم الشركات ومن ثم ارتفاع مخاطرتها، ولذلك توصف هذه الاسهم بالأسهم المجازفة. ومن تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث بموجب نموذج التدفق النقدي تفاوتت التسعير لأسعار أسهم الشركات اذ كانت جميع الشركات بعيدة عن القيمة الحقيقية وهذا يعكس عدم قدرة هذا النموذج على تفسير اسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية : تقييم الأسهم العادية، نموذج camp

### Valuation of ordinary shares using the capital asset pricing model (Applied study of a selected sample of companies listed in the Iraq Stock Exchange)

Shellan Kazom Suza Ali

Shatha Abdul-Hussein Jabr

Ahmed Talib Abdel Amir

Middle Technical University - Technical Administrative College

#### Abstract :

The current research aims to evaluate common stocks and form their optimal portfolio using the pricing of capital assets to identify the level of improvement in the investment portfolio formed according to traditional methods in order to assist in making investment decisions in the Iraqi market for securities. The research sample and the research community included all sectors in the Iraqi market for securities, and the research sample consisted of (22) companies that met the search conditions for the period (2020-2016).

The research concluded that the analysis of the market value of the shares of the research sample resulted from a clear fluctuation in these values as a result of the continuous changes in stock prices and all the companies of the research sample were also characterized by high risks, and this was reflected by the beta coefficient of the stock, which appeared to be higher than the market risks, and this reflects the degree of sensitivity. The high returns of the shares of all companies in the direction of the change in the market return, and this shows the reason

\* الباحث الرئيسي : شيلان كاظم سوزة علي

for the high volatility of the returns of the shares of companies, and then the high risk, and therefore these shares are described as risky shares. From the analysis of the real value of the shares of the companies, the research sample according to the cash flow model, the pricing discrepancy for the prices of companies' shares, as All companies were far from the true value, and this reflects the science of the ability of this model to explain stock prices.

**Key words:** Common stock valuation, camp model .

## المقدمة :

## منهجية البحث

### 1-1: مشكلة البحث

تتمثل مشكلة البحث الرئيسية في "هل يمكن استخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تقييم الأسهم العادية"

### 1-2: اهداف البحث :

1. تحليل عوائد ومخاطر الأسهم للشركات عينة البحث.
2. تقييم الاسهم للشركات عينة البحث باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية لتحديد قيمتها الحقيقية
3. المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الاسواق المالية من خلال اتباع المنهج الاستثماري السليم وأدواته العلمية الرصينة

### 1-3 : فرضية البحث

يمكن صياغة فرضية البحث بالاتي:  
" هل تتناسب القيم السوقية للاسهم عينة البحث طرديا مع قيمها الحقيقية".

### 1-4 : مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغة ثلاثة وسبعون شركة، وقد تم اختيار عينة عمدية بلغت اثنتا وعشرون شركة وهو ما يمثل (30%) من مجتمع البحث، ويبرر اختيار هذه الشركات توفر المعلومات عنها، خلال المدة الزمنية التي تناولها البحث، ويوضح الجدول (1) بعضا من المعلومات عن الشركات عينة البحث.

تعد عملية تقويم الأسهم العادية طبقا لنماذج القيمة الحقيقية للسهم معيار سليم لاتخاذ قرارات استثمار في الاجل الطويل ( في صفة الاسهم العادية) . اذ ان هناك عدد من نماذج تقويم تعد ادوات تحليلية من خلالها يتمكن المحللين الاوراق المالية والمستثمرين من التسعير الصحيح للاسهم العادية في سوق العراق للأوراق المالية ولأن الاسهم العادية من اكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعا بين المستثمرين وهي بالأساس تمثل أدوات ملكية تكسب مالكة الحق في ادارة الشركة ومن مبررات شيوعها انها تحقق عوائد مختلفة مما يجعلها تلائم مختلف اهتمامات وحاجات المستثمرين، وهذا ما يجعل حجم الاستثمار فيها كبير ولكن درجة المخاطرة فيها مرتفعة مقارنة بباقي الاستثمارات. اذ طرح المنظرون والباحثون عدد من النماذج التي جعل المحللين الماليين والمستثمرون في حيرة من تحديد اي نموذج افضل استخداما في تقويم الاسهم العادية ، ولذلك تناول هذا البحث موضوع تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) ، لمعرفة التذبذب الحاصل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ولاتخاذ القرار الاستثماري الامثل . يتضمن البحث فقرات متعددة أولها المنهجية، وثانيها الاطار المعرفي للبحث، وثالثها عرض وتحليل النتائج والرابع اهم الاستنتاجات والتوصيات

## المبحث الأول:

### جدول (1) : عينة البحث

ت	اسماء الشركات	رمز الشركة
1	اسيا سيل	TASC
2	الاستثمارات السياحية	HNTI
3	الأمين للتأمين	NAME
4	الخيطة الحديثة	IMOS
5	العاب الكرخ السياحية	SKTA

IITC	العراقية للسجاد والمفروشات	6
BNOI	المصرف الاهلي العراقي	7
BCOI	المصرف التجاري	8
BIIB	المصرف العراقي الإسلامي	9
SMRI	المعمورة العقارية	10
SBPT	بغداد العراق للنقل العام	11
AIRP	تسويق المنتجات الزراعية	12
HBAG	فندق بغداد	13
BASH	مصرف اشور	14
BIBI	مصرف الاستثمار العراقي	15
BROI	مصرف الائتمان العراقي	16
BGUC	مصرف الخليج	17
BIME	مصرف الشرق الأوسط	18
BMNS	مصرف المنصور	19
BMFI	مصرف الموصل للاستثمار	20
BBOB	مصرف بغداد	21
BSUC	مصرف سومر التجاري	22

الإلتزامات والحقوق [10]، الا أن ذلك لا يمنع صدورها احيانا في فئات متعددة مختلفة المزايما مثل: أسهم عادية رقم [1] ذات مركز مميز في الحصول على الربح لكن لا تتمتع بحقوق كاملة في التصويت، واسهم عادية رقم [2] لها مركز اقل من حيث الربح لكن لها حقوق كاملة في التصويت [3]

## 2-2 : قيم السهم العادي

تعرف القيمة يشكل عام بانها شكل الارباح او شكل اسهم جديدة أي (جزء من رأس المال ) اذ يتم تحديد القيمة التي يحصل عليها الاطراف التي لديهم علاقة بالمنشأة من خلال العوائد المستقبلية المتوقع تحقيقها من قبل المنشأة والمخاطر المرافقة لها اذ تكون نتيجة انحراف العوائد عن العوائد المتوقع [17] اما قيم الاسهم العادية بشكل خاص فلكل منها مفهومها الخاص بها وتقسّم هذه القيم الى :

### 1 - القيمة الاسمية

هي القيمة التي يصدر بها السهم والتي ترد بشكل مكتوب في قسيمة السهم وتعتبر أساساً لتقدير رأس المال للشركة [4] وعلى أساسها يسجل رأس المال

## 5-1 : الحدود الزمانية والمكانية للبحث

تمثلت حدود البحث في الأتي:

1. الحدود الزمانية: بيانات المدة الممتدة من (2016-2020) وباللغة 5 سنوات.
2. الحدود المكانية: تمثلت الحدود المكانية للبحث في اثنا وعشرون شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

## المبحث الثاني الاطار النظري للبحث

### 1-2: الأسهم العادية

تعرف الأسهم العادية بأنها صكوك متساوية القيمة قابله للتداول في أسواق الأوراق الماليه بطريقه تجاريه، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموعه حصص متساوية سواء كانت حصه عينيه او نقديه [1] تعطي الحق لصاحبها في الحصول على الأرباح بعد تسديد الإلتزامات تجاه الآخرين والاشتراك في اداره الشركة. [2] ومنحه حق قانوني يعطيه جملة من الامتيازات تفرق عن تلك التي يحصل عليها حملة الأوراق المالية الأخرى لاسهم العادية غالبا ما تصدر في فئة واحده متساوية

المدفوع وهناك اختلاف كبير بين القيمة الاسمية والقيمة هي قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية وهي عباره عن موجودات الشركة في وقت معين مطروح منها جميع الإلتزامات المترتبة عليها في ذلك لوقت ،ويمكن استخراجها من خلال القانون التالي [7] حقوق الملكية القيمة الدفترية . عدد الأسهم المصدرة

## 2 - القيمة التصفوية

هي قيمة الإيرادات المتبقية من بيع موجودات الشركة التي يتوقع المساهم الحصول عليها مقابل السهم العادي الذي يحمله بعد تمديد حقوق الدائنين وحمله الأسهم الممتازة [14]، [6]

3- القيمة السوقية هي قيمة السهم في الأسواق المالية والتي تحدد من خلال تفاعل قوى الطلب والعرض على السهم المعروف للتداول في السوق، و تتميز بعدم الاستقرار والتقلب تبعاً لتغير توقعات المستثمرين بشأن مخاطر وعوائد الأسهم والظروف الاقتصادية للبلد وكذلك يدخل في هذه التوقعات عنصر الإشاعات [8]، وفي الغالب تكون التنبؤات بقيم الأسهم السوقية مبنية على الحكم الشخصي للأفراد المتعاملين في السوق وتختلف هذه التنبؤات من شخص إلى آخر، و تتوقف على حاملي الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية لمدى ربحية الشركة في المستقبل ومقدار الأرباح المتوقع توزيعها ، ومعدلات التضخم وأسعار الفائدة. والحالة الاقتصادية العامة، لذلك تكون سببا في عدم ثبات سعر الأسهم العادية في السوق، مما يؤدي الى ان تكون القيمة السوقية للسهم اعلى او اقل او معادل من القيمة الحقيقية للسهم [7]

## 4- القيمة الحقيقية

القيمة العادلة أو القيمة المعقولة التي تبررها مجموعة من الحقائق المتمثلة في الموجودات والأرباح وتوزيعات الأرباح و ربحية السهم الواحد وفاق النمو المستقبلي، ويتم احتسابها من خلال تقدير التدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح والعوائد والخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فتره الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية [9] ينبغي التفريق بين سعر السهم والقيمة الحقيقية، اذ ان سعر السهم هو ببساطة سعر السوق الحالي ويمكن تحديده بسهولة للشركات المتداولة علنا،

على العكس من ذلك لا يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم بل يمكن تقديره وتكون متساوية في حالة إذا كان سوق الأوراق المالية فعالاً بشكل معقول ، فلا ينبغي أن يكون الفرق بين سعر السهم والقيمة الحقيقية كبيرة جدا

## 3-2: عناصر تقييم الاسهم العادية :

### 1- عوائد الاسهم العادية

هو مؤشر ومقياس اساسي لتحفيز المستثمرين على الاستثمار، ويعتبر مناسب للترتيب والمفاضلة بين الادوات الاستثمارية اذ يهتم المستثمرون اهتماما بالغا بتقدير العوائد المستقبلية، من خلال اتخاذ قرار استثمار قائم على الدراسة والتحليل للتعرف على جوانب الضعف والقوه [17] ويمكن تصنيف العائد الى :

أ- معدل العائد (الفعلي) المتحقق :

هو معدل العائد المتحقق فعلا والناجم عن الاستثمار في الورقة الماية [16][18] ويمثل النسبة المئوية للتغير في ثروة المستثمرين في نهاية الفترة عنه في بدايتها [15]،العائد المتحقق (الفعلي) وفق المعادلة التالية :

$$P1 - PO + D Ri = PO$$

اذان :

| R=معدل العائد المتحقق =P1=سعر السهم في نهاية المدة -P0=سعر السهم في بداية المدة -D مقسوم الارباح للسهم الواحد

### 2 - العائد المتوقع

هو ذلك الجزء من العائد الذي يتوقعه حملة الاسهم العادية . ويحدد وفق المعلومات التي يحصل عليها المستثمرين، فإذا كانت تلك المعلومات ايجابية ستؤثر على السهم في السنة المقبلة وذلك من خلال زياد مبيعات الجهة المصدرة للسهم، وفي النهاية ستعكس تلك المعلومات على السعر في الايام المقبلة مما سيزيد من العائد المتوقع للسهم [14] ولذلك يعد هذا العائد من أهم الأمور التي يهتم بها المستثمرون او منظمات الاعمال فإذا كان العائد المتوقع اعلى من عائد المطلوب في الاسواق المالية يعني هذا سلامة القرارات المالي [8]

ويتم احتساب العائد المتوقع من خلال الصيغة التالية [11]

$$E (R) - 1 ri * pi$$

حيث أن :

ومعامل بيتا في الفقرتين السابقتين، وقد اسفرت النتائج تحليل معدل العائد المطلوب على اسهم الشركات ضمن عينة البحث التي مثلت محفظة السوق عن تفاوتها بسبب تفاوت معامل بيتا لاسهم الشركات المبحوثة، إذ بلغ أعلى معدل عائد مطلوب (0.139) في المصرف الأهلي العراقي، ثم يليه مصرف الشرق الأوسط إذ بلغ معدل العائد المطلوب على اسهمها (0.139)، ومن ثم مصرف الشرق الأوسط، مصرف الاستثمار العراقي، مصرف بغداد، بغداد العراق للنقل العام، المعمورة العراقية (0.104، 0.089، 0.070، 0.066)، (0.062) على التوالي. ويلاحظ ايضا ان معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين على اسهم هذه الشركات كان اعلى نسبيا وهذا طبيعي ليتناسب مع درجة المخاطر لاسهم الشركات المذكورة . وان معدل العائد المطلوب في كل من (الخطاطة الحديثة، فندق بغداد، مصرف الخليج ) متقارب نسبيا إذ بلغ (0.058، 0.059، 0.015) على التوالي ، فيما بلغ معدل العائد المطلوب في كل من (اسيا سيل العاب الكرخ السياحية، الاستثمارات السياحية، الأمين للتأمين، العراقية للسجاد والمفروشات، المصرف التجاري، المصرف العراقي الاسلامي، تسويق المنتجات الزراعية، مصرف آشور، مصرف الائتمان العراقي، مصرف منصور، مصرف موصل لاستثمار، مصرف سومر التجاري ) ( 0.049 ، 0.029 ، 0.038 ، 0.046 ، 0.021، 0.037، 0.042، 0.047 ، 0.048 ، 0.038 ، 0.040 ، 0.030 ) على التوالي ما يؤثر الى انخفاض العائد المطلوب من المستثمرين على أسهم الشركات أعلاه الى انخفاض المخاطر النظامية لتلك الاسهم .

$r_i$  - القيم التي يمكن ان يأخذها العائد  $= p_i$  احتمالية تحقيق القيم للعائد

### 3 - العائد المطلوب

هو المعدل الذي يطلبه المستثمرين لتعويضهم عن المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، ويمثل أدنى المستويات التي يطلبها المستثمر قبل البدء بأي استثمار معين [١٢] وتوجد عدة نماذج لاحتساب معدل العائد المطلوب ولكن أكثرها شيوعا هو نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية [13]

$$r_i = R_f + \beta_i (r_m - R_f)$$

اذان :

$r_i$  = معدل العائد المطلوب على الأسهم

$R_f$  = العائد الخالي من المخاطر

$\beta_i$  - درجة مخاطر السوق

$(r_m - R_f)$  = علاوة الخطر السوقية

ويقسم معدل العائد المطلوب على وفق نموذج المذكور اعلاه الى مكونين معدل عائد خالي من المخاطر ومخاطر سعر السوق، والفرق بينهما يمثل العوائد الاضافية [ 5 ] .

### المبحث الثالث

#### عرض وتحليل النتائج ومناقشتها

#### 1-3 تحليل معدل العائد المطلوب

يتم احتساب معدل العائد المطلوب من المستثمرين على وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الذي يتطلب لاحتسابه تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة والمعبرة عنه بمعدل الفوائد على سندات الخزينة في الشركات عينة البحث، كما حددها البنك المركزي العراقي والذي بلغ للسنوات الخمسة الخاضعة للبحث (0.022)، فيما تم تحليل كل من عائد محفظة السوق

جدول(2): معدل العائد المطلوب

ت	الشركات	$R_f$	بيتا $\beta$	$R_m - R_f$	$(R_m - R_f) * \beta$	$K_j = R_f + (R_m - R_f) * \beta$
1	آسيا سيل	0.0226	0.8168	0.03257	0.026603	0.049
2	الاستثمارات السياحية	0.0226	0.1996	0.03257	0.006501	0.029
3	الأمين للتأمين	0.0226	0.4764	0.03257	0.015516	0.038
4	الخطاطة الحديثة	0.0226	1.1158	0.03257	0.036342	0.058

0.046	0.023958	0.03257	0.7356	0.0226	العاب الكرخ السياحية	5
0.021	-0.00066	0.03257	-0.0202	0.0226	العراقية للسجاد والمفروشات	6
0.139	0.116952	0.03257	3.5908	0.0226	المصرف الاهلي العراقي	7
0.0376	0.014956	0.03257	0.4592	0.0226	المصرف التجاري	8
0.042	0.01964	0.03257	0.603	0.0226	المصرف العراقي الاسلامي	9
0.062	0.040048	0.03257	1.2296	0.0226	المعمورة العقارية	10
0.066	0.04408	0.03257	1.3534	0.0226	بغداد العراق للنقل العام	11
0.037	0.014572	0.03257	0.4474	0.0226	تسويق المنتجات الزراعية	12
0.059	0.036804	0.03257	1.13	0.0226	فندق بغداد	13
0.047	0.024825	0.03257	0.7622	0.0226	مصرف اشور	14
0.089	0.06669	0.03257	2.0476	0.0226	مصرف الاستثمار العراقي	15
0.048	0.025483	0.03257	0.7824	0.0226	مصرف الائتمان العراقي	16
0.051	0.028948	0.03257	0.8888	0.0226	مصرف الخليج	17
0.104	0.0822	0.03257	2.5238	0.0226	مصرف الشرق الاوسط	18
0.038	0.016161	0.03257	0.4962	0.0226	مصرف المنصور	19
0.040	0.018128	0.03257	0.5566	0.0226	مصرف الموصل للاستثمار	20
0.073	0.051233	0.03257	1.573	0.0226	مصرف بغداد	21
0.030	0.007563	0.03257	0.2322	0.0226	مصرف سومر التجاري	22

السوقية بلغت (16.002) فيما بلغت نسبة قيمة السهم الحقيقية الى قيمته في السوق (0.093%) أي إن القيمة السوقية للسهم تتجاوز أكثر من (مرتين ونصف) قيمته الحقيقية، إذ بلغ نسبة التضخيم في القيمة السوقية (99.91%) ونستنتج من ذلك ان تسعير أسهم الشركة في السوق كان تسعيراً مضخماً، وفي المقابل قد حقق مصرف الشرق الاوسط، ومصرف الموصل للاستثمارات أدنى قيمة للسهم الواحد فيها في ضوء ربحية السهم الواحد ومعدل العائد المطلوب إذ ظهر ناتجها (0.012) وهو أقل من قيمته في السوق إذ بلغ قيمة السوقية (0.266)، (0.23) على التوالي، وتمثل القيمة للسهم في مصرف الشرق الاوسط ما نسبة (0.054) ومصرف الموصل للاستثمارات (0.046) من القيمة السوقية، أما نسبة التضخم للمصرفين كنت (99.95%) لكلاهما، وان سبب هذا التضخم قد يعود الى سلوكيات المستثمرين، ارتفاع معدلات التضخم، تقلبات أسعار أوصرف، قلة الفرص الاستثمارية، وأدنى

ثانياً: نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المبحوثة على وفق نموذج التدفق النقدي

يعرض الجدول (3) نتائج التحليل القيمة الحقيقية للشركات المبحوثة على وفق نموذج التدفق النقدي للمقارنة مع القيمة السوقية (اسعار الاسهم في السوق )

$$P_0 = \frac{cf}{1+k}$$

الذي يظهر فيه الفرق بين القيمتين ونسبة القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية، ونسبة التضخيم (التخفيض) في القيمة السوقية مقارنة مع القيمة الحقيقية، لبيان في الاخير فيما اذا كان السهم مقيماً بقيمة مضخمة او مخفضة على وفق النتائج، ويتضح من الجدول مدى تباين بين القيم لحقيقية لأسهم شركات عينة البحث، على الرغم من اعتماد النموذج ربحية السهم الواحد (EPS) ومعدل العائد المطلوب (k) التي انعكست دورهما في تباين القيمة الحقيقية له وعلى وفق ذلك حققت شركات بغداد العراق للنقل العام أعلى قيمة حقيقية للسهم الواحد فيها إذ بلغت (1.494) وإن القيمة

(0.237)، وعالية فان ذلك المؤشر يعكس تسعير مضخم بنسبة (99.85%). وتلية في ارتفاع النسبة القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية هو مصرف التجاري العراقي للسجاد والمفروشات ، مصرف بغداد ، الامين للتأمين ، الخياطة الحديثة، مصرف منصور، بمبالغ (0.103)،(0.086)،(0.079)،(0.067)،(0.065)، (0.116) على التوالي ، بقيم حقيقية بلغت (0.048). (0.056)،(0.826)،(0.043)،(0.040)،(0.351). على التوالي. والقيم السوقية كانت (8.016)،(0.504)،(0.512)،(5.242)،(0.73). (0.468) ونسبة التضخيم هي: (99.91%)،(99.92%)،(99.93%)،(99.93%)، (99.88%)،(99.90%). أما المصرف الاهلي العراقي، المصرف العراقي الاسلامي، مصرف الائتمان العراقي، مصرف الخليج، مصرف موصل للاستثمار، مصرف سومر التجاري، إذ كان الفرق بين القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية بمبلغ (0.421)،(0.580)،(0.249)،(0.254)،(0.683)، (0.505)، أما نسب القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية هي (0.079)،(0.028)،(0.049)،(0.046)،(0.054)، (0.081) ونسبة التضخيم كالتالي (99.97%)،(99.95%)،(99.95%)،(99.95%)،(99.92%)،(99.92%) على التوالي نتائج تحليل قيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث على وفق نموذج تدفق النقدي موضحة في الجدول رقم (3).

الجدول (3): نتائج تحليل قيمة الحقيقية لاسهم شركات عينة البحث على وفق نموذج تدفق النقدي

ت	اسماء الشركات	القيمة الحقيقية	القيمة السوقية	الفرق بين السوقية والحقيقية	نسبة القيمة الحقيقية الى السوقية	نسبة التضخيم او تخفيض	التسعير
1	آسيا سيل	0.075	7.052	6.977	0.011	99.99	مضخم
2	الاستثمارات السياحية	0.077	8.072	7.995	0.010	99.99	مضخم
3	الأمين للتأمين	0.040	0.512	0.472	0.079	99.92	مضخم
4	الخياطة الحديثة	0.351	5.242	4.891	0.067	99.93	مضخم

نسبة بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمة السوقية كان في العباب الكرخ السياحية، المعمورة العقارية بنسبة (0.006) لكليهما وهو أقل نسبة بين الشركات، وان القيمة الحقيقية كانت (0.014)،(0.026)، بمقابل قيمة سوقية بالغة (2.182)،(4.636) ليكون الناتج الفرق بين القيمة السوقية الى القيمة الحقيقية هو (2.168)،(4.610) ليصبح نسبة التضخيم (99.99%) لكليهما. ويأتي بعدة الاستثمارات السياحية بنسبة (0.010) بامتلاكه قيمة حقيقية للسهم (0.077) وقيمة سوقية مرتفعة بالنسبة للقيمة الحقيقية بمبلغ (8.072) لينتج منة فرق بالغ (7.995) لتتوصل الى نسبة تضخيم عالية والبالغة (99.99%)، ويأتي بعدها شركة اسيا سيل اذ كانت قيمته (0.011%) إذ بلغ قيمة السهم الحقيقي فيه (0.075) في حين بلغت قيمته السوقية (7.052) وبذلك فان الفرق بين القيمة الحقيقية للسهم الى القيمة السوقية بلغت (6.977) ، مؤشر بذلك بأن (99.99%) من سعر السهم في السوق لا يعكس مؤشرات القيمة الحقيقية له ، ويعني ذلك ان (0.01%) فقط يعكس قيمته الحقيقية في السوق، ويأتي بعدة اقل نسبة في القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية في شركة تسويق المنتجات الزراعية بمبلغ (0.031%) اذ ان القيمة الحقيقية له كانت (0.296) (مقابل القيمة السوقية البالغة (9.68) وبذلك ان الفرق بين القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية بلغت (9.384) ، والذي نستنتج منة ان نسبة التضخيم بلغت (99.97%) . اما اعلى فرق بين نسبة القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية كان في مصرف اشور الذي بلغ (0.148) وذلك بسبب ان ارتفاع القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية بمبلغ



5	العاب الكرخ السياحية	0.026	4.636	4.610	0.006	99.99	مضخم
6	العراقية للسجاد والمفروشات	0.826	8.016	7.190	0.103	99.90	مضخم
7	المصرف الاهلي العراقي	0.045	0.55	0.505	0.081	99.92	مضخم
8	المصرف التجاري	0.054	0.468	0.414	0.116	99.88	مضخم
9	المصرف العراقي الاسلامي	0.035	0.456	0.421	0.076	99.92	مضخم
10	المعمورة العقارية	0.014	2.182	2.168	0.006	99.99	مضخم
11	بغداد العراق للنقل العام	1.494	16.002	14.508	0.093	99.91	مضخم
12	تسويق المنتجات الزراعية	0.296	9.68	9.384	0.031	99.97	مضخم
13	فندق بغداد	0.535	8.68	8.145	0.062	99.94	مضخم
14	مصرف اشور	0.041	0.278	0.237	0.148	99.85	مضخم
15	مصرف الاستثمار العراقي	0.014	0.36	0.346	0.039	99.96	مضخم
16	مصرف الائتمان العراقي	0.016	0.596	0.580	0.028	99.97	مضخم
17	مصرف الخليج	0.013	0.262	0.249	0.049	99.95	مضخم
18	مصرف الشرق الاوسط	0.012	0.23	0.218	0.054	99.95	مضخم
19	مصرف المنصور	0.048	0.73	0.682	0.065	99.93	مضخم
20	مصرف الموصل للاستثمار	0.012	0.266	0.254	0.046	99.95	مضخم
21	مصرف بغداد	0.043	0.504	0.461	0.086	99.91	مضخم
22	مصرف سومر التجاري	0.039	0.722	0.683	0.054	99.95	مضخم
	المتوسط	0.186	75.496	3.245	0.0594	99.94	مضخم

## المبحث الرابع

## الاستنتاجات والتوصيات

## 1-4: الاستنتاجات

- 1- من تحليل القيمة السوقية لأسهم عينة البحث تبين وجود تذبذب واضح في هذه القيم وذلك نتيجة التغيرات المستمرة في اسعار الاسهم
- 2 - تميزت جميع شركات عينة البحث بمخاطر عالية وهذا ما عكسه معامل بيتا للسهم الذي ظهر بأنه أعلى من مخاطر السوق وهذا ما يعكس درجة الحساسية العالية لعائد اسهم جميع الشركات اتجاه التغير الحاصل في عائد السوق ، وهذا يبين سبب ارتفاع تقلبات العوائد أسهم الشركات ومن ثم ارتفاع مخاطرتها، ولذلك توصف هذه الاسهم بالأسهم المجازفة . 3- من تحليل القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث بموجب نموذج التدفق النقدي تفاوت التسعير لأسعار أسهم الشركات اذ كانت جميع الشركات بعيدة القيمة الحقيقية وهذا يعكس علم قدرة هذا النموذج على تفسير اسعار الأسهم.

## 2-4: التوصيات

- 1- الاهتمام بكفائه التسعير في سوق العراق للأوراق المالية لكي تعكس اسعارها القيم الحقيقية للأسهم.
- 2- الزام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بضرورة تقديم بياناتها المالية وحساباتها الختامية بالوقت المحدد لها وهو في نهاية السنة المالية لكي يتم الاستفادة منها من قبل المستثمرين والمحللين والباحثين.

- 3- ضرورة اجراء دراسات مماثلة في جميع الاسواق العربية لبيان مدى نجاح أو قدرة هذا النموذج على التنبؤ أو إضافة معلومات وعوامل جديدة للنموذج .

## المصادر

- [1] بوكساني رشيد . معوقات اسواق الاوراق المالية العربية وسبل تقصيلها" أطروحة دكتوراه ( منشورة ) في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التفسير ، جامعة الجزائر، 2005-2006
- [2] هندي سير صالح، اساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " ، الطبعة الثانية الاسكندرية . منشأة المعارف ، 2006 .



- [7] عقل مفلح محمد المقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي ، الطبعة الثانية . المستقبل للنشر والتوزيع ، 2000.
- [8] المشهداني وعبد الرحمن حمود ، تحليل وتقويم الاستثمار بالاسهم العادية :دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية " رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة بغداد ، 1995.
- [9] عبد الحكيم هشام طلعت حسن انور مصطفى تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة لشركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الادارة واقتصاد، العدد 81، 2010
- [10]Kieso, Donald E.& wegganeit,Jerry J. "Intermediate Accounting", 8th ed.N.Y.Joun wily and sons Inc,1995
- [11]Titman sh Keown A.J.& matin J.D. "Financial management principles and Applications 12th Ed, pearson .prentice Hall.2011
- [12]smart, scott B.,& megginson, William L... introduction to financial management", 2nd ed, south-westem .cengage Learning .2009
- [13]Melvin,m.,norrbin,s.c., international money and finance ",8th ed. Elsevier in c. .All rights reserved, USA ,2013
- [14]adair, Jr. troya., 'corporate financial demystified, MC Graw-Hill 2006
- [3] دلول وعماد عبد الحسين . " تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام (نموذج التأكيد المعادل ) رسالة ماجستير غير منشورة كلية الادارة والاقتصاد, الجامعة المستنصرية 2010
- [4] القرشي عبد الله علي محمد . " تقييم الاستثمار بالاسهم العادية باستخدام اسلوبي صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي "، رسالة ماجستير علوم في ادارة اعمال ، كلية الادارة واقتصاد . جامعة بغداد ، 2002
- [5] العارضي ، جليل كاظم مدلول ، الادارة المالية المتقدمة : مفاهيم نظرية وتطبيقاتها عملية ، الطبعة الاولى ، دار صفاء للنشر والتوزيع -عمان ، 2013.
- [6] العامري محمد علي ابراهيم . الادارة المالية المتقدمة الطبعة الأولى، الاردن ، الثراء للنشر.
- [15]Brigham & Houston, "fundamentals of financial management \*,10th ed south-westemcengage leaming,2009
- [16]Alexandri, moh benny & Jelita, Nita, stock investment analysis: cost in Indonesia stock exchange, international Journal of Business and management Review, NOL.3, No.1.2014.
- [17] Gitman Lawrence J. Joehnk Michael D. & smart,scott B Fundamentals of investing". 11" Ed \* pearson Education, united states .2011
- [18]Saunders , Anthony Cornett, Marcia Millon , Financial Markets and institution, MC Grow Hill, Irwin, New York, 2007