

استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية (دراسة تحليلية لمصرف الخليج التجاري للمدة (2012-2021))

ميسلون عامر سعد / باحثة .

أ.م.د.يوسف عبد الله عبد / الجامعة المستنصرية / كلية الادارة والاقتصاد .

P: ISSN : 1813-6729

E : ISSN : 2707-1359

<https://doi.org/10.31272/jae.i139.1095>

مقبول للنشر بتاريخ : 2023/4/3

تاريخ أستلام البحث : 2023/2/26

المستخلص :

يهدف البحث الى توضيح مفهوم القيمة وعملية التقييم والقيمة العادلة للأسهم ، وكذلك اثبات امكانية استخدام مؤشر مضاعف الربحية . ولتحقيق هدف البحث تم استخدام مؤشر مضاعف الربحية لمصرف الخليج التجاري للفترة (2012-2021) وتم تحليل البيانات الخاصة ، اذ يوصي الباحثان بضرورة قيام المصارف العراقية باظهار القيمة العادلة للأسهم في التقارير التي تصدرها وبالتالي توفير معلومات ملائمة للمستثمرين تمكنهم من ترشيد قراراتهم الاستثمارية ، فضلاً عن ذلك تأثير استخدام هذا المؤشر في تقييم القيمة العادلة على عدد الصفقات التي تتم في المصارف والتي بدورها تعزز النشاط المصرفي .



مجلة الادارة والاقتصاد

مجلد 48 العدد 139 / أيلول / 2023

الصفحات : 251 - 261

* بحث مستل من رسالة ماجستير .

١- مشكلة البحث :

لا يزال الاعتماد على الكلفة التاريخية في القياس والتقييم ومن ثم فإن القيمة السوقية للأسهم لا يقتصر تأثيرها في المعلومات المقدمة فقط فحسب بل تتأثر بعوامل العرض والطلب والظروف المحيطة بالوحدات الاقتصادية ، ولابد من إيجاد قيمة أكثر مدلولاً في التعبير عن قيمة السهم يمكن الاعتماد عليها، لذا فإن مشكلة البحث تكمن في التساؤل الآتي:- ما مدى قدرة مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة لأسهم مصرف الخليج التجاري على وفق الطرق العلمية المقبولة لإظهارها في التقارير المالية المتاحة للمستخدمين.

٢- أهمية البحث :

يعد تقييم الأوراق المالية للشركات من الأمور التي تستحق الاهتمام والتحليل والمتابعة وبالأخص تقييم الأسهم العادية للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، كما الهدف الأساسي لأي شركة هو تعظيم ثروة المساهمين وذلك من خلال تعظيم قيمة الشركة والذي ينعكس في قيمة أسهمها، وتكمن أهمية البحث في كونه يبين قياس القيمة العادلة لأسهم الشركات بغية تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين والمحللين الماليين تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

٣- هدف البحث :

بهدف البحث الحالي تحقيق الأمور الآتية :-

1. تسليط الضوء على مفهوم القيم وعملية التقييم والقيمة العادلة للأسهم
2. تسليط الضوء على أهمية استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة للأسهم .
3. تسليط الضوء على مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالقيمة العادلة ومؤشر مضاعف الربحية.
4. تحليل بيانات مصرف الخليج التجاري واستخراج القيمة العادلة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية .

٤- فرضية البحث :

ان لمضاعف الربحية دور فعال في استخراج القيمة العادلة للأسهم العادية والتي تعكس جميع المعلومات الواردة الى سوق العراق للأوراق المالية، وان القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تمثل قيمة عادلة (حقيقية)، بما ان القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة فان السوق المالية في العراق كفاء بالشكل القوي، وباعتبار ان السوق كفاء فلا وجود لاسهم عادية خاطئة التسعير اي ان القيم السوقية جميعها قيماً عادلة.

٥- هيكلية البحث :

بهدف الالمام بموضوع البحث والتوصل الى الاهداف التي يسعى اليها، فصل البحث الى ثلاث محاور، وكما يأتي:

المحور الأول : مؤشر مضاعف الربحية

المحور الثاني : اطار المفاهيمي للقيمة وعملية التقييم والقيمة العادلة للأسهم

المحور الثالث : تحليل بيانات مصرف الخليج التجاري واستخراج القيمة العادلة باستخدام مضاعف الربحية

المحور الرابع : الاستنتاجات والتوصيات .

الإساليب المالية المستخدمة : استخدام أسلوب التحليل المالي للنسب الخاصة بالقيمة العادلة وفق مؤشر مضاعف الربحية

المحور الثاني الجانب النظري

أولاً : مؤشر مضاعف الربحية

ان السبب الرئيسي خلف كل استثمار هو العائد المستقبلي المتوقع وإمكانية الانتفاع من فرص العائد وتفاذي المخاطر الممكن حصولها والنتيجة عن التقلبات في اسعار الأسهم، ادت الابحاث الى وضع نماذج رياضية تبحث في العلاقة بين كسب السعر في الوقت المطلوب والتنبؤ باسعار الأسهم في المستقبل. وقد ادت هذه النماذج لمعرفة ان التقلبات ليست ثابتة في جميع الاوقات كما ان التقلب ليس العامل الوحيد الذي يؤخذ بنظر الاعتبار في عمليات التقييم فلا بد من وجود نموذج بسيط في ضوء المدخلات المتاحة، لذلك من المثير للاهتمام استخدام مؤشر بسيط وهو مضاعف الربحية، الذي يبحث عن العلاقة بين كفاءة المؤسسة وقيمتها فضلاً عن عدم استجابة السوق للمعلومات المتاحة وان هذه النسبة تستخدم للكشف عن وجود خلل سعري في تقييم الأوراق المالية.

ثانياً : مفهوم القيمة

لأجل اتمام عملية التقييم لابد من وجود تحليل مالي يبدأ من البيئة الاقتصادية العاملة فيها المؤسسة بغض النظر عن قدرتها وكيفية ادارتها (Hassan, et al. 2006: 45)، فإن للبيئة الاقتصادية دور مباشر في عمل المؤسسة وان الغاية الرئيسية لاي مؤسسة هي تعظيم ثروة المالكين وهذا الهدف يتجلى في اطار تعظيم قيمة الاسهم لديها والذي ينعكس في اسعار الاسهم، وعلى هذا الاساس لابد من ان تركز في اختياراتها الاستثمارية على امكانية تعظيم قيمة السهم (Gitman, 2009: 32).

ثالثاً : مفهوم التقييم

إجراء تحليلي يعمل به متخصص يسعى الى بلوغ هدف معين لتحديد قيمة اصل ما في اطار وقت محدد ويمكن ان نستخلص خصائص التقييم الرئيسية والتي تعرف بالأصل المقيم والهدف والمدة الزمنية (الضرب، 2009:20).

أما أهمية التقييم فتتضح في وجود متغيرات تفسر الاختلافات في الاداء مع افضل الاحتمالات الممكنة بغية احراز اكبر قدر من النجاح في التنبؤ بالأداء المستقبلي (Hennin, 2010:27) على حساب ان الاداء في الماضي هو الاساس لتقييم الانخفاض والارتفاع في اسعار الاسهم في السوق وتقييم الخسائر والمكاسب الرأسمالية.

رابعاً : مبررات التحول من التقييم بالتكلفة التاريخية الى التقييم بالقيمة العادلة

لقد أثار مبدأ التكلفة التاريخية الكثير من الانتقادات حول منفعة استعمال القوائم المالية الناتجة عنه، اضافة الى اشكالية المقارنات بين المراكز المالية خلال فترات مالية متتالية، فضلاً عن ان تغيير الظروف الاقتصادية يعمل على تغيير القوة الشرائية لوحدة النقد (دهمش، 2004) ومن هذه الانتقادات:

- 1- ان الاعتماد على التكلفة التاريخية يتسبب بأخطاء في قياس الدخل، اذ ان وحدة القياس المستخدمة غير متجانسة بالنسبة للفترات والعمليات المالية وذلك لثبات وحدة النقد في ضوء الارتفاع العام للأسعار، وكذلك عدم دلالات القوائم المالية وعدم امكانية استخدامها للمقارنة في ما بينها بسبب ان المحاسب المالي يقوم بجمع وطرح العمليات المالية بأفتراضها ذات قوة شرائية واحدة.
- 2- ان التوقعات المستقبلية منعدمة في مبدأ التكلفة التاريخية، فلا يمكن التنبؤ بالأسعار، كذلك لا يمكن حساب التكاليف والأرباح لان المعلومات المستخدمة فيه هي معلومات تاريخية وتكون صالحة وقت الحدث.
- 3- يؤدي الاعتماد على التكلفة التاريخية الى اتخاذ قرارات غير صائبة من قبل الإدارة او مستخدمي القوائم المالية، وذلك لأنها تظهر تحليلات خاطئة للعائد على الاستثمار ونتائج التمويل وتسعير الإنتاج وتحديد تكاليف الإنتاج.

خامساً : مفهوم القيمة العادلة

ويعد هذا المنهج من المناهج التي عرفت حديثاً لشموله بمعلومات ملائمة لاتخاذ القرارات المناسبة فهو يتيح للمستفيدين من القوائم المالية معلومات مفيدة لاعتمادها في المجالات التجارية الحديثة وعلى هذا الاساس تتوافر رغبة في التعامل مع المستويات المختلفة وان الغاية من تطبيق هذا المنهج هو ابراز القيم المختلفة للبنود بقيمتها الاصلية.

والقيمة العادلة صلاحية كبيرة في معالجة الأحداث الاقتصادية الحالية من خلال قدرتها على التنبؤ لأنها تعكس الأحداث الاقتصادية الجارية، ووفقاً للأدبيات المالية فإن القيمة العادلة للشركة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

وكما أن العمل بمجال القيمة العادلة يعطي افقاً أوسع للمعرفة الحديثة والتكنولوجيا القائمة والمواكبة وهذه تجعل مستخدموا القوائم المالية في ثقة كبيرة بالعمل أو الانجذاب للتعامل مع هذه المؤسسة من خلال نظرهم لهذه المؤسسة باستعمالها معلومات قيمة.

وإن القيمة العادلة تتأكد في السوق الكفاء بالشكل الفعال، إذ تكون القيمة السوقية هي القيمة العادلة لأنها تجسد جميع المعلومات إلا أن القيمة السوقية لا تمثل دائماً القيمة العادلة وهي القيمة التي توفر ادراك كبيراً عن خصائص الاستثمار بالأسول (Stowe,etal.,2002:164) وتسمى أيضاً بالحقائق أو المنطقية التي تتحقق في السوق الكفاء كما وردت في فرضية السوق الكفاء (Gangadhar&Rameshabun,2006:28)، فضلاً عن ذلك تعد القيمة العادلة مضموناً استثمارياً تستند إليه فكرة تحليل الاستثمارات بشكل كبير فهي تعد مقياساً مخصصاً للقيمة وذلك لفتح للمستثمر الحكم على السعر لأي مؤسسة فيما إذا كان مرتفعاً أو منخفضاً أو عادلاً لذلك اطلق على القيمة العادلة بأنها القيمة المركزية التي تدور حول القيم السوقية (Enri,etal.,2004:6).

خطوات استخراج القيمة العادلة تبدأ من المعادلة التالية :

$$V = \frac{m \times E}{1+k} \quad \text{لايجاد كل من (k) و (E) و (m)}$$

1 - استخراج ربحية السهم من المعادلة الآتية:

$$E = \frac{NP}{CAM}$$

اذ ان:

NP = صافي الربح

CAM = عدد الأسهم

2- استخراج معدل العائد المطلوب من المعادلة الآتية:

$$Rfr (Rm-Rfr) k = \beta_+$$

اذ ان:

k = معدل العائد المطلوب

Rfr = معدل العائد الخالي من المخاطرة

Rm = معدل عائد سوق العراق للأوراق المالية

β = معامل بيتا

ويتم استخراج معامل بيتا من المعادلة الآتية:

$$\beta = \frac{cov(Rs Rm)}{\delta_{Rm}^2}$$

حيث أن معامل بيتا يتم احتسابه من الخطوات الآتية:

استخراج عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$Rm = \frac{T2-T1}{T1}$$

حيث ان:

Rm = عائد السوق العراق للأوراق المالية الشهري

T2 = عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للفترة الثانية

T2 = عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للفترة الاولى

استخراج عائد سهم الشركة من المعادلة الآتية:

$$Rs = \frac{P1-P0+Dij}{P0}$$

اذ ان:

Rs = عائد السهم

P0 = سعر الإفتتاح

P1 = سعر الإغلاق

Dji = توزيعات الأرباح

استخراج معدل عائد سهم الشركة من المعادلة الآتية:

$$\overline{Rs} = \frac{1}{n} \sum Rs$$

استخراج معدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$\overline{Rm} = \frac{1}{n} \sum Rm$$

استخراج معامل الارتباط بين معدل عائد سهم الشركة ومعدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$r_{Rs \cdot Rm} = \frac{\sum (Rs - \overline{Rs})(Rm - \overline{Rm})}{\sqrt{\sum (Rs - \overline{Rs})^2 \sum (Rm - \overline{Rm})^2}}$$

(الزبيدي، ٢٠١٢ ص ٥٥)

استخراج الانحراف المعياري لمعدل عائد سهم الشركة من المعادلة الآتية:

$$\sigma_{Rs} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum (Rs - \overline{Rs})^2}$$

استخراج الانحراف المعياري لمعدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$\sigma_{Rm} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum (Rm - \overline{Rm})^2}$$

استخراج معامل التباين المشترك بين معدل عائد سهم الشركة ومعدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$cov(Rs, Rm) = r_{Rs \cdot Rm} \sigma_{Rs} \sigma_{Rm}$$

استخراج تباين معدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$\sigma_{Rm}^2 = \frac{1}{n-1} \sum (Rm - \overline{Rm})^2$$

وبالتالي يتم استخراج معامل بيتا من خلال المعادلة الآتية:

$$\beta = \frac{cov(Rs, Rm)}{\sigma_{Rm}^2}$$

اذ يمثل معدل العائد المطلوب اقل نسبة عائد يطلبها المستثمر جراء استثماره في سهم معين معروف مخاطرته ويقاس معامل بيتا المخاطر المنتظمة ويعد مؤشراً لمدى استجابة عائد سهم معين للتغيير الحاصل في عائد محفظة السوق، وتعتمد قيمة بيتا على سلسلة زمنية سابقة للعلاقة بين معدل عائد السهم ومعدل العائد على محفظة السوق وحسب المدة المدروسة وتقسم قيم الأسهم العادية حسب نتائج معامل بيتا الى ثلاث أنواع وكالاتي:

- **المرتفعة :** وهي الأسهم التي يكون معامل البيت لها أكبر من الواحد الصحيح وهذا يعني ان المخاطرة لديها أعلى من مخاطرة محفظة السوق وكذلك ان الأداء لهذه الأسهم يصبح بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش.
- **المعتدلة :** وهي الأسهم التي يكون معامل البيت لها مساوي للواحد الصحيح وهذا يعني ان المخاطرة لديها مساوية لمخاطرة محفظة السوق وتكون متطابقة ومتجانسة معها بشكل تام.
- **المنخفضة :** وهي الأسهم التي يكون معامل البيت لها اقل من الواحد الصحيح وهذا يعني ان المخاطرة لديها أقل من مخاطرة محفظة السوق، كما ان الأداء لها لا يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش. (الزبيدي، ٢٠١٢ ص ٥٨).

وبالتالي يتم استخراج القيمة العادلة من خلال المعادلة الآتية:

$$V = \frac{m \times E}{1+K}$$

سادساً : مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالقيمة العادلة ومؤشر مضاعف الربحية

١- المستوى الضعيف لكفاءة السوق:

ان السعر السوقي للسهم في اطار المستوى الضعيف يعبر عن البيانات التاريخية مثل بيانات حجم التداول، ونسبة العائد وصفقات المتعاملين في السوق، والمتاجرات الاخرى التي تجري في

السوق فعمليات الشراء والبيع تعتمد على العوائد والمعلومات والبيانات التاريخية السابقة (Copeland,2008:325).

٢- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق:

هذا المستوى يعبر سعر السهم السوقي عن المعلومات بشكل عام وتكون معلومات غير خاصة ومتاحة للجميع، وتحتوي هذه المعلومات النشرات المحاسبية الدورية (Charles & Jordan,2009:218).

وهناك سبل عدة لاختبار الشكل شبه القوي لكفاءة السوق:

أ- يختبر اسعار الأسهم المعدلة وسرعة استجابة الأسهم للمعلومات مثل المعلومات الاقتصادية التي تؤثر في مدى امكانية الاستثمار بعد التصريحات عن (تجزئة السهم، العوائد، الاحداث الاقتصادية) ولا يمكن ان يحصل المستثمر في المستوى شبه القوي للكفاءة على عوائد غير اعتيادية مهما بذل من جهود اضافية لان المعلومات التي يحصل عليها سيدفع ثمنها وتكون مقابل العوائد التي سيحصل عليها.

ب- إن تحليل عوائد الاسهم تتطلب معلومات حديثة للتنبؤ بالعوائد المستقبلية فضلاً عن التنبؤ بالمعلومات الخاصة مثل حجم التداول واسعار الأسهم لا يسمح باستخدام معلومات تاريخية بسبب احتمال الوصول الى التنبؤات غير الصالحة او الحقيقية لأنها غير متوافقة مع الاحداث الحالية.

٣- الشكل القوي لكفاءة السوق:

ان العوائد غير الاعتيادية في هذه السوق غير متعلقة بأية معلومات سواء كانت عامة او خاصة (Vanhorne,2004:50).

وقد أكد (Krugaman&Obstfeld,2006:357) أنه لا توجد معلومات مخفية في السوق ذات شكل الكفاءة القوي لأنها يسهل اكتشافها اما في حال وجود معلومات مخفية فتنعكس في اسعار الأسهم وتحقق عوائد غير طبيعية.

وعلى الرغم من أن فرضية السوق الكفاء تنص على ان المستثمرين ينبغي ان يحصلوا على جميع المعلومات وان السعر لا بد من ان يعبر عن القيمة العادلة للسهم لكن هنالك حالات معينة يكون سعر السهم اعلى او ادنى من القيمة السوقية له ولا علاقة للمعلومات بذلك وهذا ما يعرف بفقاعة السوق ان تحصل نتيجة بيع او شراء الأسهم من قبل المستثمرين مما يتسبب بارتفاع او انخفاض فجائي في اسعار الأسهم غير مرتبط بالمعلومات وهذا يحدث لانخراط المستثمرين باتجاه بعض الاشاعات في داخل السوق، كما وان بعض الانهيارات التي تحدث في السوق تعبر عن عدم كفاءة السوق وعدم اعتباره من المستوى القوي للكفاءة. (Hirschey&Nofsinger,2018:176-177).

المحور الثالث الجانب التطبيقي

تحليل بيانات مصرف الخليج التجاري واستخراج القيمة العادلة

اولاً : نبذة عن مصرف الخليج التجاري:

بنك تجاري عراقي اسس كشركة مساهمة خاصة بموجب شهادة التأسيس المرقمة (7002) المؤرخة في 1999/10/20 الصادرة من دائرة تسجيل الشركات وفق قانون الشركات رقم (21) لسنة 1997 برأس مال قدره (600.000.000) ديناراً مدفوع بالكامل باشر نشاطه الفعلي بتاريخ 2004/4/1 وفتح الفرع الرئيسي ابوابه للجمهور بهذا التاريخ بعد حصوله على اجازة ممارسة الصيرفة من البنك المركزي العراقي المرقمة ص. أ 155/9/3 والمؤرخة في 2000/2/7 وفقاً لأحكام قانون البنك المركزي العراقي رقم (64) لسنة 1976 الملغي ليمارس المصرف اعمال الصيرفة الشاملة وقد تم تعديل عقد تأسيسه بزيادة رأس ماله عدة مرات حتى اصبح رأس ماله بتاريخ 2013/9/9 نحو (250.000.000.000) ديناراً ما يعادل (212) دولاراً أمريكياً .

ثانياً : استخراج وتحليل بيانات مصرف الخليج التجاري:

يتم استخراج وتحليل بيانات مصرف الخليج التجاري كما يأتي:

أ: تحليل ربحية السهم:

ربحية السهم في سنة 2012 (0.350) وانخفضت الى (0.225) في سنة 2013 وذلك لارتفاع عدد الاسهم المصدرة مقارنة بارتفاع صافي الربح القابل للتوزيع وانخفضت في 2014 كذلك بسبب ارتفاع عدد الاسهم المصدرة مع انخفاض صافي الربح مقارنة بالسنة السابقة، وانخفضت في 2015 لانخفاض صافي الربح القابل للتوزيع مقارنة بالسنة السابقة مع ثبات عدد الاسهم المصدرة وتستمر ربحية السهم بالانخفاض على التوالي في السنوات 2016 و 2017

و2018 على التوالي بسبب انخفاض صافي الربح القابل للتوزيع مع ثبات عدد الاسهم المصدرة وترتفع الى (0.013) في سنة 2019 مقارنة بالسنوات التي تسبقها بسبب ارتفاع صافي الربح لهذه السنة مقارنة بالسنوات الماضية وتعود لتناقص في سنة 2020 الى (0.00000483) بسبب انخفاض صافي الربح مع ثبات عدد الاسهم المصدرة، وترتفع الى (0.017) في 2021 وذلك لارتفاع صافي الربح القابل للتوزيع مع ثبات عدد الاسهم المصدرة.

الجدول (1) ربحية السهم

السنة	الربح القابل للتوزيع (الربح الصافي) مليون دينار	عدد الاسهم (مليون سهم)	ربحية السهم (E)
2012	36,343	103,950	0.350
2013	56,267	250,000	0.225
2014	42,753	300,000	0.143
2015	9,367	300,000	0.031
2016	5,871	300,000	0.020
2017	4,230	300,000	0.014
2018	592	300,000	0.002
2019	3,931	300,000	0.013
2020	1.45	300,000	0.00000483
2021	5,039	300,000	0.017

المصدر (من اعداد الباحثين بناءً على بيانات هيئة الاوراق المالية العراقية).

ب: تحليل مؤشر مضاعف الربحية:

إن افضل قيمة لمضاعف الربحية في سنة 2012 وتندرج السنوات 2013 2014 2021 و2015 و2016 و2017 و2018 و2020 وبعد التسلسل المذكور للسنوات هو تسلسل الافضلية لمضاعف الربحية إذ كانت افضل قيمة له في 2012 اذ بلغ (6.235) وكان المستوى الادنى لمضاعف الربحية في سنة 2020 اذ بلغ (58047.570).

الجدول (2) مضاعف الربحية

السنة	القيمة السوقية للسهم	ربحية السهم	مضاعف الربحية (m)
2012	1.090	0.350	6.235
2013	1.150	0.225	10.219
2014	0.900	0.143	12.631
2015	0.510	0.031	32.668
2016	0.450	0.020	45.991
2017	0.390	0.014	55.318
2018	0.200	0.002	202.775
2019	0.140	0.013	21.367
2020	0.140	0.000000482	58047.570
2021	0.150	0.017	17.862

المصدر (من اعداد الباحثين بناءً على بيانات هيئة الاوراق المالية العراقية ومخرجات الحاسبة الالكترونية).

ج : تحليل معدل العائد المطلوب :

ويبدأ تحليل معدل العائد المطلوب من تحليل معدل عائد السوق وعائد السهم ومعامل بيتا اذ ان اعلى معدل عائد للسوق كان في سنة 2021 وادنى معدل عائد كان في 2015 وان هذا الاختلاف في عوائد السوق جاء نتيجة الاختلاف بين حركات الاغلاق الفصلية لمؤشر سوق العراق لسنوات البحث وان اعلى معدل عائد لسهم مصرف الخليج التجاري في سنة 2021 واقل معدل كان في سنة 2015 وجاء هذا الاختلاف في عوائد الاسهم لمصرف الخليج التجاري نتيجة الاختلاف في اسعار الاغلاق والافتتاح للمصرف، وكان معامل بيتا في سنة 2012 و2015 و2016 و2018 و2020 اقل من الواحد الصحيح وهذا يعني ان مخاطرة السهم اقل من مخاطرة السوق وان معدل العائد المطلوب كان سالباً او اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة وهذا لا يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار، مما يجعل المستثمر غير منجذباً للاستثمار بهذه الاسهم، وكان معامل بيتا في سنة 2013 و2014 سالباً وهذا يعني ان مخاطرة عائد السهم معاكسة تماماً لمخاطرة عائد السوق اي ان عائد السهم اقل مخاطرة من عائد السوق وان معدل العائد المطلوب اكبر من معدل العائد الخالي من المخاطرة وهذا ما يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار مما يجعل المستثمر منجذباً للاستثمار بهذه الاسهم، وان معامل بيتا في سنة 2017 و2019 و2021 اكبر من الواحد الصحيح وهذا يعني ان مخاطرة عائد السهم اكبر من مخاطرة عائد السوق الا ان معدل العائد المطلوب

**استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق
السوق العراقية العالية (دراسة تحليلية لعصره الخليج التجاري للعدة (2012-2021))**

كان اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة وهذا لا يكفي المستثمر لتعويضه عن المخاطرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار مما يجعله غير منجذب للاستثمار بهذه الاسهم.

الجدول (3) معدل عائد السهم السنوي (Rs)

السنة	سعر الإغلاق P1	سعر الافتتاح P0	توزيعات الأرباح Dig	عائد السهم الفصلي	معدل عائد السهم السنوي (Rs)
3/31/2012	0.910	1.010		-0.099	
2012-6-31	1.010	0.910		0.110	
2012-9-31	0.980	1.010		-0.030	
12/31/2012	1.090	0.980	0	0.112	0.023
3/31/2013	1.280	1.090		0.174	
2013-6-31	1.060	1.280		-0.172	
2013-9-31	1.010	1.060		-0.047	
12/31/2013	1.150	1.010	0	0.139	0.023
3/31/2014	1.090	1.150		-0.052	
2014-6-31	1.090	1.090		0.000	
2014-9-31	0.970	1.090		-0.110	
12/31/2014	0.900	0.970	0	-0.072	-0.059
3/31/2015	0.870	0.900		-0.033	
2015-6-31	0.950	0.870		0.092	
2015-9-31	0.670	0.950		-0.295	
12/31/2015	0.510	0.670	0.11	-0.075	-0.078
3/31/2016	0.410	0.510		-0.196	
2016-6-31	0.390	0.410		-0.049	
2016-9-31	0.390	0.390		0.000	
12/31/2016	0.450	0.390	0	0.154	-0.023
3/31/2017	0.450	0.450		0.000	
2017-6-31	0.360	0.450		-0.200	
2017-9-31	0.340	0.360		-0.056	
12/31/2017	0.390	0.340	0	0.147	-0.027
3/31/2018	0.310	0.390		-0.205	
2018-6-31	0.210	0.310		-0.323	
2018-9-31	0.190	0.210		-0.095	
12/31/2018	0.200	0.190	0.03	0.211	-0.103
3/31/2019	0.160	0.200		-0.200	
2019-6-31	0.160	0.160		0.000	
2019-9-31	0.130	0.160		-0.188	
12/31/2019	0.140	0.130	0	0.077	-0.078
3/31/2020	0.140	0.140		0.000	
2020-6-31	0.130	0.140		-0.071	
2020-9-31	0.140	0.130		0.077	
12/31/2020	0.140	0.140	0	0.000	0.001
3/31/2021	0.200	0.140		0.429	
2021-6-31	0.190	0.200		-0.050	
2021-9-31	0.180	0.190		-0.053	
12/31/2021	0.150	0.180	0	-0.167	0.040

المصدر (من اعداد الباحثين بناءً على النشرات الفصلية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية).

الجدول (4) معامل بيتا

السنة	معدل عائد السهم السنوي (Rs)	معدل عائد السوق السنوي (Rm)	الانحراف المعياري لعائد السهم	الانحراف المعياري لعائد السوق	تباين عائد السوق (σ_{Rm}^2)	معامل الارتباط ($r_{Rs,Rm}$)	التباين المشترك (Cov)	معامل بيتا (β)
2012	0.023	-0.019	0.105	0.072	0.005	0.568	0.004	0.828
2013	0.023	-0.025	0.162	0.015	0.000	-0.174	0.000	-1.839
2014	-0.059	-0.049	0.046	0.070	0.005	-0.860	-0.003	-0.567
2015	-0.078	-0.087	0.161	0.161	0.026	0.637	0.017	0.636

**استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوقه
الصراقه للأوراق المالية (دراسة تحليلية لمصرف الخليج التجاري للعدة (2012-2021))**

0.917	0.022	0.987	0.024	0.155	0.144	-0.020	-0.023	2016
1.308	0.007	0.668	0.005	0.073	0.143	-0.025	-0.027	2017
-0.206	-0.001	-0.073	0.007	0.081	0.229	-0.030	-0.103	2018
1.267	0.011	0.852	0.009	0.093	0.138	-0.005	-0.078	2019
0.409	0.003	0.621	0.008	0.092	0.061	0.010	0.001	2020
4.229	0.016	0.978	0.004	0.061	0.265	0.030	0.040	2021

المصدر (من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج spss).

الجدول (5) معدل العائد المطلوب

السنة	معدل عائد السوق	معامل بيتا	معدل العائد الخالي من المخاطرة (Rf)	معدل العائد المطلوب (K)
2012	-0.019	0.828	0.04	-0.009
2013	-0.025	-1.839	0.04	0.159
2014	-0.049	-0.567	0.04	0.090
2015	-0.087	0.636	0.04	-0.041
2016	-0.020	0.917	0.04	-0.015
2017	-0.025	1.308	0.04	-0.046
2018	-0.030	-0.206	0.04	0.054
2019	-0.005	1.267	0.04	-0.017
2020	0.010	0.409	0.04	0.028
2021	0.030	4.229	0.04	-0.002

المصدر (من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية) للسنوات من (2012-2021)

د : تحليل القيمة العادلة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية لمصرف الخليج التجاري :

ويتضح من خلال تطبيق مؤشر مضاعف الربحية كانت القيمة العادلة ولجميع سنوات البحث لمصرف الخليج التجاري اكبر من القيمة السوقية فمن المناسب في هذه الحالة شراء الاسهم وذلك لتوقع المستثمر ان تصل القيمة السوقية الى القيمة العادلة لها وهي تحقق له الربح في حالة الاحتفاظ بالسهم لكن تحقق له الخسارة في حالة بيعه، ويتضح تطبيق القيمة العادلة في عدد الصفقات اذ ان عدد الصفقات في السنوات 2012 و 2013 و 2015 و 2017 و 2019 و 2020 ازدادت بالنسبة للسنوات التي تسبقها وقلت عدد الصفقات في 2014 و 2016 و 2018 و 2021 بالنسبة للسنوات التي تسبقها رغم ان القيمة العادلة للسهم اكبر من القيمة السوقية وهذا اختيار غير كفء من قبل المستثمرين في الاقبال على الاستثمار بهذه الأسهم وذلك بسبب قلة الوعي الاستثماري لديهم وذلك لان قرار الشراء هو القرار الافضل، وهناك اسباب اخرى قد تحول نحو التقدم بالشراء منها اسباب اقتصادية او سياسية.

الجدول (6) القيمة العادلة

السنة	مضاعف الربحية (m)	ربحية السهم (E)	معدل العائد المطلوب (K)	القيمة العادلة (V)	القيمة السوقية للسهم	عدد الصفقات
2012	6.235	0.350	-0.009	2.199	1.090	6311
2013	10.219	0.225	0.159	1.985	1.150	7892
2014	12.631	0.143	0.090	1.651	0.900	7735
2015	32.668	0.031	-0.041	1.064	0.510	8225
2016	45.991	0.020	-0.015	0.913	0.450	6215
2017	55.318	0.014	-0.046	0.817	0.390	7366
2018	202.775	0.002	0.054	0.379	0.200	3449
2019	21.367	0.013	-0.017	0.285	0.140	1988
2020	58047.570	0.0000482	0.028	0.272	0.140	6892
2021	17.862	0.017	-0.002	0.300	0.150	32

المصدر (من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية) للسنوات من (2012-2021)

المحور الرابع الاستنتاجات والتوصيات

اولا - الاستنتاجات:

- 1- ان تحليل القيمة العادلة للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية اكد وجود انحرافات كبيرة بينهما وهي تدل على وجود اخطاء كبيرة في تسعير الأسهم أي ان الأسهم مسعرة في السوق بأقل من قيمتها العادلة.
- 2- اثبت ظهور الانحرافات في قيم الأسهم السوقية عن قيمها العادلة وبشكل واضح ان المعلومات الحقيقية عن الأسهم غير مصرح بها بشكل كامل مما أدى الى ظهورها بقيمة اقل من قيمتها العادلة اي ان الاسهم ذات القيم الكبيرة ليست كبيرة في الحقيقة ، اي ان السوق لا تعكس الحقائق الاقتصادية للمصارف وهو ما أدى الى اخطاء في التسعير نجم عنها انخفاض الاسعار وخسائر للمستثمرين.

3- اثبت مؤشر مضاعف الربحية اهميته لدى استخدامه في عملية تقييم القيمة العادلة للأسهم في مصرف الخليج التجاري ،
كونه يتحدد بجميع المتغيرات المتعلقة بنشاط المصرف والتي انعكست في النهاية في القيمة العادلة.

ثانياً -التوصيات

- 1- وضع لجنة في سوق العراق للأوراق المالية وظيفتها تحليل قيم اسهم الشركات على مدد متقاربة (٦) اشهر تكون على
اطلاع على ما اذا كانت القيم السوقية متقاربة او متساوية مع القيم العادلة لها وهذا سينفع المستثمرين المقبلين على
الاستثمار في هذه الشركات ويزيد ثقتهم باحتمال عدم حدوث خسائر مستقبلية لانهم على دراية بنشاطات الشركة وان
الاسهم مقيمة بالشكل الصحيح لها كونها ليست اعلى أو ادنى من القيم العادلة لها، فضلا عن امكانية الافصاح عن القيمة
العادلة للشركات المدرجة ضمن نشرات وتقارير السوق.
- 2- على ادارة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ان تضع موظفين كفاء وموثوقين في المراكز المهمة في
الشركة وذلك لحماية الشركة من تسريب المعلومات المتعلقة بها بما يؤدي الى انحراف القيم السوقية عن قيمها العادلة.
- 3- ضرورة استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة للأسهم العادية وذلك لإثباته صلاحيته في قياس القيمة
العادلة للأسهم والحصول على نتائج ملحوظة في عملية التقييم فهو من المؤشرات الاساسية في سوق الأوراق المالية.

المصادر العربية

أ- الكتب :

- ١- الزبيدي، حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للطباعة والنشر، عمان، ٢٠٠٢.

ب- الرسائل الجامعية :

- ١- الضب ، بن علي ، 2009 دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في
البورصة ، رسالة ماجستير كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة .

ج- الانظمة والوثائق الرسمية

- ١- بيانات هيئة الأوراق المالية العراقية .

foreign sources

:A- Books

- 1- Henning, Grant, The Value and Momentum Trader Dynamic Stock Selection Models
to Beat the Market, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New jersey, U.S.A, 2010.
- 2- Stow, John D., Robinson, Thomas R., Pinto, Jerald E., & Mcleavey, Dennis W.,
Analysis of Quity Investments: Valuation, United Book, 2002.
- 3- Gangadhar, V. & Rameshbabu, G., Investment Management, Anmol Publications
PVT. LTD, 2006.
- 4- Enria, Andrea, Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio
Grittini, Andrew Haralambous, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires&
Paolo Poloni, FAIR VALUE ACCOUNTING AND FINANCIAL STABILITY ,
OCCASIONAL PAPER SERIES, NO. 13, 2004.
- 5- Krugman, Paul & Obstfeld, Naurice, INTERNATIONAL
ECONOMICS, THEORY AND POLICY, 7th ed, Addison Wesley, 2006.
- 6- Copeland, Laurence, EXCHANGERATES AND INTERNATIONAL FINANCE, 5th
ed, prentice Hall, 2008.
- 7- Charles, J. Carrado & Jordan, Bradford D., FUNDAMENTALS
OF INVESTMENTS, McGraw-Hill Irwin, 2000.
- 8- VanHorne, James C., FINANCIAL MANAGEMENT AND POLICY, 12th ed, Prentice
Hall, 2004.
- 9- Hirschey, Mark & John, Nofsinger, INVESTMENTS ANALYSIS AND BEHAVIOR, 2nd
ed, McGraw-Hill Irwin, 2018.

Using the profitability multiplier index in evaluating the fair value of the shares of companies listed in the Iraq Stock Exchange: An analytical study of Khaleej Commercial Bank for the period (2012-2021)

Maysaloon Amer Saad / researcher.

Prof. Dr. Yousef Abdullah Abd / Al-Mustansiriya University / College of Administration and Economics.

Abstract:

The research aims to clarify the concept of value, the evaluation process, and the fair value of shares, as well as to prove the possibility of using the profitability multiplier indicator. In order to achieve the goal of the research, the profitability multiplier index of the Khaleeji Commercial Bank was used for the period (2012-2021), and the special data was analyzed. That is the effect of using this indicator in evaluating the fair value on the number of transactions that take place in banks, which in turn enhance banking activity.
