

# تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)

م.د. هشام طلعت عبدالحكيم\*  
م.م انوار مصطفى  
حسن\*\*

## المستخلص:-

يتناول البحث الحالي احد النماذج العلمية المستخدمة في تقييم الاسهم العادية الا وهو (نموذج الخصم ( نموذج جوردن)) ولاثبات فرضية البحث تم اختيار سوق العراق للاوراق المالية كي يكون مجتمعاً للبحث، ومن ثم اختيار عينة عمدية مؤلفة من سبعة اسهم من اسهم الشركات المدرجة في هذه السوق لتكون ميداناً للبحث.  
توصل البحث الى عدد من الاستنتاجات، من اكثرها اهمية هي تلك التي تدور حول عدم امكان الاعتماد على نموذج الخصم ( نموذج جوردن) لتقييم الاسهم العادية لعدم مواعمتها نظروف البيئة العراقية.

## Abstract:

This research concentrates on a scientific models used for evaluating the common stocks. Which is (Gorden Models).

In order to improve the Hypothesis of the research, the researcher selected the Iraq stock exchange for the practical purpose, this required a selecting Intended a sample consisting of (7) firms stocks.

The research reached to many conclusions, the most important among them is agreed essentially with impossibility of depending on the

\* مدرس/ الجامعة المستنصرية/ كلية الإدارة والاقتصاد /قسم إدارة الأعمال

\*\* مدرس مساعد/ هيئة التعليم التقني/ الكلية التقنية الإدارية /قسم التقنيات المالية والمحاسبية

(Gorden Model) to evaluate the common stocks, Because it is not suitable to Iraqi environment conditions.

## المقدمة:-

تؤدي الاسواق المالية دورا بالغ الاهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وتحويله الى رأسمال موظف في الدورة الاقتصادية، وتوفر الاسواق المالية كذلك قنوات ومدائل سليمة امام المستثمرين في الاسهم وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزا للشركات المدرجة اسماؤها في تلك الاسواق من متابعة اسعار اسهمها ودفعها الى تحسين ادائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي الى تحسين وارتفاع اسعار اسهم هذه الشركات، ومن خلال تفهم اساسيات الاستثمار يستطيع المستثمر معرفة طرق قياس العائد على الاوراق المالية الرئيسية وتقييم هذه الاوراق، حيث يسعى المستثمر الى تعظيم العائد المتوقع على استثماره ولكن يواجه قيد المخاطرة في احتمال ان يكون العائد المتحقق مختلفا عن العائد المتوقع من الاستثمار في الاسهم العادي، وكلما اراد المستثمر الحصول على عائد اعلى يتوجب عليه تحمل مخاطرة اعلى.

تعد الاسهم العادية من اكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعا بين المستثمرين وهي بالاساس تمثل ادوات ملكية تكسب مالها الحق في ادارة الشركة ومن مبررات شيوعها انها تحقق عوائد مختلفة مما يجعلها تلائم مختلف اهتمامات وحاجات المستثمرين، وهذا مايجعل حجم الاستثمار فيها كبير ولكن درجة المخاطرة فيها مرتفعة مقارنة بباقي الاستثمارات.

يتناول هذا البحث موضوع تقييم الاسهم العادية لما حظيت به الاسهم العادية من اهتمام كبير في الادبيات المالية بشكل عام والاستثمار بشكل خاص من خلال التعرف عليها وعلى القيم المستقبلية لها وفق نماذج متعددة، كما تناول البحث احد نماذج تقييم الاسهم العادية الا وهو نموذج الخصم ( نموذج جوردن) وذلك للتعرف على التذبذب الحاصل بين القيمة السوقية للاسهم العادية والقيمة الحقيقية لها لاتخاذ قرار استثماري امثل فيها.

يتضمن البحث فقرات متعددة اولها المنهجية، وثانيها الاطار المعرفي للبحث، وثالثها عرض وتحليل للنتائج، في حين تضمنت الفقرة الاخيرة عرضا لاهم الاستنتاجات والتوصيات.

## المبحث الاول: منهجية البحث اولاً- مشكلة البحث:-

تتمثل مشكلة البحث الرئيسية في عدم كفاءة سوق العراق للاوراق المالية والتي تعني عدم توفر المعلومات المناسبة لتقييم الاوراق المالية من قبل المستثمرين في هذه السوق.

### ثانياً - اهداف البحث:-

يمكن ايجاز اهداف البحث بالاتي:-

- أ- استخدام نموذج جوردن لتقييم التوزيعات في قياس وتحليل القيمة الحقيقية للاسهم العادية المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية.
- ب- تحليل طبيعة العلاقة بين القيم السوقية والقيم الحقيقية للاسهم العادية التي جرى اختيارها عينة للبحث.
- ج- ترشيد القرار الاستثماري للمستثمر في سوق العراق للاوراق المالية من خلال اتباع المنهج الاستثماري السليم وادواته العلمية الرصينة.

### ثالثاً - فرضية البحث:-

يمكن صياغة فرضية البحث بالاتي:-

"تناسب القيم السوقية للاسهم عينة البحث طرديا مع قيمها الحقيقية".

### رابعاً - مجتمع البحث وعينته:

يتمثل مجتمع البحث بالشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية والبالغة اربعة عشر شركة، وقد تم اختيار عينة عمدية بلغت سبعة شركات وهو ما يمثل (50%) 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.

جدول (1)

ت	اسماء الشركات	التأسيس
1-	الخيطة الحديثة	1988
2-	العراقية للسجاد والمفروشات	1989
3-	الوطنية للصناعات الكيماوية	1962
4-	الفلوجة للمواد الانشائية	1989
5-	صناعات الاصباغ الحديثة	1976
6-	الخازر للمواد الانشائية	1989
7-	الوطنية للصناعات المعدنية	1964

### خامسا - المدة الزمنية للبحث:-

يتناول البحث مدة زمنية امدها ( 5 سنوات) امتدت من بداية عام (2002) وحتى نهاية عام (2006)، وان المبرر لاختيار هذه المدة الزمنية هو توفر المعلومات عنها، واعتمادها لتوزيعات الارباح السنوية طوال المدة الزمنية التي تناولها البحث.

### المبحث الثاني : الاطار المعرفي للبحث اولاً:- مفهوم الاسهم العادية

تعرف الاسهم العادية بانها" عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول صاحبها الحصول على الارباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الاخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في ادارة المنشأة. ( خان و غرايبة، 1986: 196).

او انها " الاسهم التي لامتحن حاملها ايه ميزة خاصة عن سواه من المساهمين سواء في ارباح الشركة خلال مدة بقائها، او في اصولها عند تصفيتها". ( مطر، 2009: 212). وتصدر الاسهم العادية غالبا في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، الا ان ذلك لا يمنع صدورها احيانا في فئات متعددة بمزايا مختلفة مثل: اسهم عادية فئة (أ) ذات مركز مميز في الحصول على الربح لكن لا تتمتع بحقوقها كاملة في التصويت. واسهم عادية فئة (ب) لها مركز اقل من حيث الربح لكن لها حق كامل في التصويت. (هندي، 2006: 6).

وتتسم الاسهم العادية بالخاصيتين الرئيسيتين الاتيتين:-

- أ- انها تمنح مقسوم ارباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للارباح من قبل الشركة، أي ان الشركة تدفع مقسوم نقدي كإرباح الى المستثمر، بمعنى اخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول عل مقسوم ارباح.
- ب- بالامكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي امكان تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الاسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل. (Brigham, 2002: 385-386) (& Michal).

## ثانياً:- انواع الاسهم العادية

تصنف الاسهم العادية بموجب معايير ومؤشرات عديدة تبعا لادائها ولسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية وكما يأتي:- (Fischer&Jordan 1996 :133) (189: 1999, Sitman&Joehnk) (الشيخ، 2002: 5-7).

### أ- الاسهم المدافعة: (Defensive Stocks)

وهي الاسهم التي يتوقع بقاءها مستقرة او متزايدة اثناء مرحلة الركود الاقتصادي وتدهور الاعمال والتقلبات الحادة في الاسواق المالية.

### ب- الاسهم الدورية (Cyclical-Stocks)

وتتمثل بالاسهم التي يرتبط مستوى اسعارها وارباحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي اسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغير الاقتصاد.

### ج- الاسهم المضاربة (Speculative Stocks)

وهي الاسهم التي يتأمل المستثمر تزايد اسعارها مستقبلا وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة فان المستثمرين في هذه الاسهم يراهنون على ان ما قد يستجد من معلومات ووسائل انتاج سوف يؤثر ايجابا في زيادة اسعار اسهم الشركة، وتميل هذه الاسهم الى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة.

### د- الاسهم الناجحة (Blue-Chip Stocks)

تعود هذه الاسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي انها اسهم اصدرتها شركات قائمة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وبفاعلية ادائها وتقديمها لمنتجات مختلفة وذات جودة عالية.

**هـ- اسهم الدخل (Income Stocks)**

يتم شراء هذه الاسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الارباح، كما تقدم هذه الاسهم شكلا منتظما من توزيعات الدخل وقابلة للتنبؤ بها مستقبلا.

**ثالثاً - قيم الاسهم العادية:-**

تتضمن قيم الاسهم العادية اربعة قيم رئيسية وهي: الاسمية، والدفترية، والسوقية، والحقيقية.

بقدر تعلق موضوع البحث فانه سيتم التطرق الى القيمتين السوقية والحقيقية وكما يأتي:-

**أ- القيمة السوقية :-**

وتعرف بانها " السعر الذي يتم التعامل به في سوق الاوراق المالية، والتي لاتتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة واداء الشركة المتوقع". ( الشنطي وشفق، 2007: 69).

وكذلك تعرف بأنها " قيمة السهم العادي في السوق المالية وتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على السهم المعروض للتداول في السوق . وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي تتقلب باستمرار او تبعا لتغير توقعات المستثمرين بشأن عائد ومخاطرة الاسهم والحالة الاقتصادية للبلد وعادة ما يداخل هذه التوقعات عنصر الاشاعات وعدم اعتمادها على التحليل السليم. ( المشهداني، 1995: 14).

تكون التنبؤات حول قيم الاسهم السوقية عادة مبنية على الاحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق كما تختلف هذه التنبؤات من شخص لآخر، وعليه فان هذا الاختلاف يكون سببا في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للاسهم العادية. لذا تكون القيمة السوقية للسهم اعلى او معادلة او اقل من القيمة الحقيقية، ويتوقف هذا على تقديرات حملة الاسهم والمتعاملين بالاوراق المالية لمدى ربحية الشركة في المستقبل ولمقدار الارباح المتوقع توزيعها، وللحالة الاقتصادية العامة، ومعدلات التضخم واسعار الفوائد، حيث يتوقع ان ترتفع اسعار الاسهم مع انخفاض اسعار الفوائد على الودائع. (عقل، 2000: 130).

وتتغير هذه القيمة كذلك من وقت لآخر وفي العادة تزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحات في مستوى انتاجها ومبيعاتها وكلما وزعت الشركة ارباحا جيدة على المساهمين مقارنة بالشركات الاخرى، وايضا تزداد القيمة السوقية لاسهم الشركة كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية ايجابية حول تقدم الشركة وتطورها. ( كراجة واخرون، 2002: 90).

ويؤدي المطلعون دورا هاما في التأثير على اسعار الاسهم السوقية، والمطلعون كما عرفتهم لجنة الاوراق المالية والبورصة هم " المدراء ( اعضاء مجلس الادارة) وموظفي الشركة واي مالك مستفيد من اكثر من (10%) من اسهم الشركة، وكذلك الصحفيين العاملين مع الشركات والمتخصصين والمحللين الماليين الذين يمتلكون مهارات تحليلية مميزة، وسموا بالمطلعين لانهم وبحكم المواقع والمهام التي يؤديها، اكثر اطلاعا على الحوادث والظروف والمعلومات الخاصة ( غير المتوفرة للمشاركين الاخرين ) التي تؤثر بالاسعار السوقية (هندي، 2006 :8)

### ب- القيمة الحقيقية

وتعرف بأنها " القيمة العادلة او المعقولة او القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات والارباح وربحية السهم الواحد وتوزيعات الارباح، وافاق النمو المستقبلية وتحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية - توزيعات الارباح والعوائد او الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم العادية" ( المشهداني، 1995 :14).

ويتغير حساب هذه القيمة، تبعا للتغير في الحقائق، وتغير ظروف الاقتصاد الوطني المستقبلية، ونمو القطاع الذي تنتمي اليه الشركة، وعادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته في السوق في حالة توفر معلومات اساسية وجديدة عن الشركة، ولجميع المستثمرين في سوق رأس مال يتسم بالكفاءة ومن الممكن ان تختلف قيمة السهم في السوق عن القيمة الحقيقية للسهم بسبب المضاربة والتلاعب في اسعار الاسهم في السوق وعدم توفر المعلومات عن اداء الشركة او التكلفة العالية للحصول على المعلومات او الافصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة والتحليل الخاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين (المشهداني، 1995 :15).

### رابعاً: تقييم الاسهم العادية ومداخلها

لايختلف تقييم الاسهم العادية عن تقييم الاوراق المالية الاخرى مثل السندات والاسهم الممتازة، لان التقييم في جميع الحالات يقوم على فكرة القيمة الحالية لمجموعة العوائد المتحققة من الاحتفاظ بالسهم، كما ان التوقعات المستقبلية المتعلقة بالاقتصاد الوطني والقطاعات والشركات يمكنها التوصل الى نموذج لتقييم الاسهم العادية لمعرفة قيم السهم في السوق وفيما اذا كانت تعكس بصورة صحيحة القيمة الحقيقية له. (عقل، 2008 :132).

ونظرا لتعدد واهمية تقييم الاسهم العادية ظهرت العديد من التقنيات التي اخذت تتناول هذا الموضوع عبر الزمن، تناولت هذه التقنيات عملية التقييم للاسهم العادية من مدخلين اساسيين هما:-- (377 (Reilly and Brown, 2003:

أ- تقنيات مدخل التقييم من خلال خصم التدفقات النقدية، عندما يتم تقدير قيمة السهم اعتمادا على القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

ب- تقنيات مدخل تقييم النسب، عندما يتم تقدير قيمة السهم اعتمادا على نسبة السعر الحالي، لتقدير التقلب ليكون ذو فائدة للتقييم، مثل التدفق النقدي، القيمة الدفترية، او المبيعات.

وينبغي الإشارة عند تناول موضوع مداخل تقييم الاسهم العادية، ان المدخلين وكل تقنيات التقييم هذه لها العديد من المعايير العامة. اولها، ان كل مداخل وتقنيات التقييم لها اهمية وتأثير لما يطلبه المستثمر من نسبة معدل العائد المطلوب على السهم لان هذه النسبة اصبحت مقياس معتمد للتقييم او المكون الرئيسي في حساب المعدل. وثانيها، ان كل هذه النسب لها تأثير على تقدير معدل النمو الممكن استخدامه في تقييم الاسهم العادية. على سبيل المثال، توزيعات الارباح، الارباح، التدفق النقدي، او المبيعات. ونظرا للتقلبات الحاصلة في قيم الاسهم، فانه لا بد من اخذها بنظر الاعتبار عند التقييم وكنتيجة لذلك تم استخدام مختلف تقنيات التقييم من قبل المحللين والتي تقودهم لتقديرات مختلفة للتقلبات الحرجة. والغرض هنا ليس المقارنة بين فاعلية المدخلين بل المهم هو تعلم واستخدام كلا المدخلين لغرض تقييم الاسهم العادية بصورة سليمة.

### خامساً:- نموذج جوردن

يعد نموذج جوردن طريقة لتقييم التدفقات النقدية ( مقسوم الارباح) السنوية المتولدة عن السهم والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة الاتية (Brigham and Gapenski,1999:109)

$$P_0 = \frac{D_i}{K - g}$$

حيث ان:-

$$P_0 = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

$$D_i = \text{توزيعات الارباح}$$

$$K = \text{معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم}$$

$$g = \text{معدل نمو توزيعات الارباح}$$



ووفقا لنموذج ( جوردن) فانه اذا قيم سهم معين فان سعره يمثل القيمة الحقيقية للسهم ( السعر العادل) من وجهة نظر المستثمر للسهم الذي يملكه، فاذا كان السعر المتداول للسهم المعني ( أي القيمة السوقية له) اكبر من سعره الحقيقي ( العادل) فهذا يعني ان السهم مقيم باعلى من قيمته الامر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع.

ان اقدام المستثمر على بيع السهم لانه قيم باعلى من قيمته الحقيقية يجعل جانب العرض يتفوق على جانب الطلب الامر الذي سيؤدي الى انخفاض سعر السهم حتى يصل الى القيمة الحقيقية ( العادلة).

ان تقييم الاسهم واكتشاف الخلل في تسعيرها ومن ثم القيام ببيعها او بشرائها حسب واقع الحال يسهم في تعزيز كفاءة الاسواق المالية وتصويب الخلل الموجود في تسعير الورقة المالية. اما اذا كان السعر السائد في السوق ( القيمة السوقية للسهم) اقل من قيمته الحقيقية ( السعر العادل للسهم) فهذا يعني بان السهم مقيم باقل مما يجب الامر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.

ان اقدام المستثمر على شراء السهم لانه مقيم باقل من قيمته الحقيقية (العادل) يجعل جانب الطلب يتفوق على جانب العرض ومن ثم سيستجيب السوق لقوى العرض والطلب وسيرتفع سعر السهم حتى يصل الى قيمته الحقيقية ( العادلة). ( الشنطي وشقر، 2007 : 71).

#### أ- معدل او نسبة المقسوم ( Dividend yield Rate )

يحسب معدل او نسبة المقسوم بقسمة مقسوم الارباح المدفوع لحملة الاسهم للسنة الاخيرة على القيمة السوقية للسهم في نهاية الشهر الاخير، ويظهر معدل او نسبة المقسوم كنسبة مئوية سنوية وفق المعادلة الاتية:- (Archer.et.al , 1983: 454)

مقسوم الارباح للاسهم

نسبة المقسوم = -----

السعر السوقي للسهم

يعد معدل المقسوم من المقاييس التقريبية لمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، حيث يمكن قياس معدل العائد المطلوب بقسمة الارباح على القيمة السوقية للسهم مضافا اليه معدل النمو في المقسوم وفق الصيغة الاتية:-

$$RRR = \frac{D}{P} + g$$

حيث ان:

RRR: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم

D: مقسوم الارباح للسهم

g: معدل النمو في المقسوم

P: السعر السوقي للسهم

### ب- معدل العائد المطلوب ( Required Rate of Return )

يعد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم ادنى عائد يعوض به المستثمر مقابل تحمله المخاطر ويعتمد هذا المعدل على درجة المخاطرة التي تصاحب هذا العائد، والمخاطرة هنا هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، لذلك يتركز اهتمام المالىين على هذه المخاطرة وكلما ازدادت المخاطرة النظامية يزداد معها معدل العائد المطلوب على الاموال المستثمرة. (العامري، 1990 :51).

ويمثل معدل العائد المطلوب على السهم العادي دالة للمستوى العام لمعدلات العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطرة، وكذلك للمخاطرة النظامية لذلك السهم، ويعني هذا ان معدل العائد المطلوب يتكون من جزعين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة ( 184 : 1989 , Yeager and seitz).

ويستخدم نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية لحساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم العادية لكونه يأخذ المخاطرة النظامية بنظر الاعتبار (العامري، 1990 : 51). ويحسب معدل العائد المطلوب وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية بالصيغة الاتية:- ( 332 : 1992 , Rao).

$$RRR = R_f + (R_m - R_f) B_j$$

حيث ان :-

RRR = معدل العائد المطلوب

R<sub>f</sub> = معدل العائد الخالي من المخاطرة

R<sub>m</sub> = معدل العائد على محفظة السوق

(R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>) = علاوة مخاطرة السوق

$B_j$  = معامل بيتا السهم ( وهو مقياس للمخاطرة النظامية للسهم )

يعتبر معامل بيتا المتغير الاساس لانموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ويعرف بأنه " مقياس للمخاطرة النظامية، ومؤشر لمدى استجابة عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد محفظة السوق (Gitman ,2000 :257). ويتم قياس معامل بيتا اية ورقة مالية وفق المعادلة الاتية: (Archer,et.al ,1983 :110).

$$B_j = \frac{P_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

وذلك عندما:

$$P_{im} = \text{الارتباط بين العائد على محفظة السوق والعائد على السهم.}$$

$$\sigma_i = \text{الانحراف المعياري لعائد السهم } i$$

$$\sigma_m = \text{الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق}$$

$$\sigma_m^2 = \text{تباين عائد محفظة السوق}$$

ويمكن تقسيم الاسهم وفقا لمعاملات بيتا الى ثلاثة انواع رئيسية وكما يأتي :

(Mc Menamin ,1999 : 216)

### 1- المرتفعة:

وهي الاسهم التي لها معاملات بيتا اكبر من واحد ( $Beta > 1$ )، وهذا يعني بأن مخاطرتها اعلى من معدل مخاطرة محفظة السوق، كما ان اداء هذه الاسهم يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش.

### 2- المعتدلة:

وهي الاسهم التي لها معاملات بيتا مساوية لواحد ( $Beta = 1$ )، وهذا يعني بان معدل عوائد الاسهم ومخاطرها تتحرك بشكل متجانس ومتطابق تماما مع معدل ومخاطرة محفظة السوق.

### 3- المنخفضة:

وهي الاسهم التي لها معاملات بيتا اقل من واحد ( $Beta < 1$ ) ، وهذا يعني بان مخاطرتها اقل من مخاطرة محفظة السوق، كما ان اداء الاسهم لا يكون بشكل جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش، وبالعكس فانه لايهبط كثيرا عندما يكون السوق في حالة هبوط كبير او ما يعرف بسوق الدب.

## المبحث الثالث : عرض وتحليل النتائج ومناقشتها

يبين الجدول (2) نتائج احتساب القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث باستخدام نموذج (جوردن) ومن ثم مقارنة نتائجها مع القيم السوقية لهذه الاسهم.

يتضح من خلال تحليل نتائج الجدول بان القيمة الحقيقية لاسهم شركة الخياطة قد بلغت (6.51) وهي اعلى من القيمة السوقية لهذا السهم والبالغة (5.32) وهذا يعني بان السهم مقيم باقل مما يجب.

اما اسهم شركة السجاد فقد بلغت قيمتها الحقيقية (3.17) وهي ادنى من القيمة السوقية للسهم والبالغة (7.12)، وهذا يدل على ان السهم مقيم باعلى مما يجب.

اما الشركة الكيماوية فقد بلغت القيمة الحقيقية لاسهمها (12.07) وهي اعلى قيمة حقيقية مسجلة بين الشركات عينة البحث، ولكنها كانت ايضا اقل من قيمتها السوقية والتي بلغت (12.97)، أي ان سهم هذه الشركة قد قيم باعلى مما يجب.

وتوضح نتائج كل من شركات (الفلوجة، الحديثة، الخازر، والدراجات) بأنها مشابهة لنتائج شركتي (الكيماوية والسجاد) ، حيث ان قيمها الحقيقية كانت على التوالي (2.23، 7.04، 4.55، 1.29) وهي اقل من قيمها السوقية والبالغة على التوالي (3.5، 11.62، 4.73، 12.21)، أي ان اسهم الشركات المذكورة قد قيمت باعلى مما يجب.

واخيرا تمت مقارنة القيم الحقيقية والسوقية لاسهم الشركات عينة البحث وفي متوسط المدة الزمنية التي تناولها البحث (2002-2006) مع القيم السوقية المسجلة لها في عام (2007) والتي سجلت قيما قدرها (1) في الخياطة، (3.650) في السجاد (1.650) في الكيماوية، (1.550) في الفلوجة، (1.500) في الحديثة، (1.050) في الخازر، (1.400) في الدراجات.

## جدول (2)

## نتائج البيانات للشركات عينة البحث للسنوات (2002-2006)

ت	اسماء الشركات	(DPS) توزيعات الارباح (2006-2002)	(K) معدل العائد المطلوب على السهم (2002-2006)	(g) معدل النمو	(r) معامل الارتباط	(Bj) معامل بيتا السهم	(P <sub>1</sub> ) القيمة الحقيقية للسهم	(P <sub>0</sub> ) القيمة السوقية للسهم	نتائج التقييم	نوع التقييم	القيمة السوقية للسهم (2007)
1-	الخياطة	0.24	0.03	-0.07	0.73	0.88	6.51	5.32	P0<p1	اقل مما يجب	1
2-	السجاد	0.23	0.07	-0.075	0.66	0.38	3.17	7.12	P0>p1	اعلى مما يجب	3.650
3-	الكيمياوية	0.60	0.02	-0.125	0.96	0.95	12.07	12.97	P0>p1	اعلى مما يجب	1.650
4-	الفلوجة	0.18	0.09	-0.173	0.34	0.14	2.23	3.5	P0>p1	اعلى مما يجب	1.550
5-	الحديثة	0.58	0.07	-0.188	0.74	0.43	7.04	11.62	P0>p1	اعلى مما يجب	1.500
6-	الخازر	0.05	0.05	-0.005	0.82	0.61	4.55	4.73	P0>p1	اعلى مما يجب	1.050
7-	الدراجات	0.46	0.05	-0.228	0.94	0.59	1.29	12.21	P0>p1	اعلى مما يجب	1.400

\* تم اعتماد معدل الفائدة على ودائع التوفير (10%) كعائد خال من المخاطرة.

المصدر: المحاد الباحثين بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية.

## المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

### اولاً:- الاستنتاجات

- 1- اثبتت نتائج البحث صحة فرضيته المتعلقة بوجود علاقة تناسب طردي بين القيم السوقية والقيم الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث فمن بين اسهم سبعة شركات توجد هناك علاقة طردية بين اسهم خمس منها وهو مايشكل نسبة (70%) من عينة البحث، وهي نسبة مرتفعة نسبياً ومما يؤكد صحة فرضية لبحث.
- 2- تثبت النتائج التي توصل لها البحث حول قياس القيمة الحقيقية للسهم بان هذه القيمة كانت مبتعدة عن القيمة السوقية للسهم وهذا يؤشر حالة سلبية في هذه السوق الامر الذي انعكس في ابتعاد القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية للاسهم.

- 3- بالنسبة للمستوى الفردي للشركات وجد بان البعض من الشركات كشركة الخياطة والكيمياوية عدم تطابق القيمة الحقيقية فيها مع القيمة السوقية الا انها كانت متقاربة نوعا ما بما يدل بان تقييمها افضل من باقي الشركات.
- 4- اثبتت نتائج البحث بانه وعلى الرغم من ارتفاع القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية في اسهم كل من شركتي الخياطة والدراجات، الا ان القيمة السوقية لكلا السهمين قد انخفضت انخفاضا كبيرا وذلك في عام (2007) ، وهذا يدل على عدم امكان الاعتماد على نموذج (جوردن) في تقييم اداء الاسهم وفي اتخاذ القرار الاستثماري الامثل في سوق العراق للاوراق المالية، ويمكن ان يعزى السبب في ذلك الى الظروف الاقتصادية والسياسية غير المستقرة في العراق والذي انعكس بدوره في اداء سوقه الماليه.
- 5- يلاحظ بان معاملات بيتا جميع اسهم الشركات كانت اقل من (1)، وهذا يعني بانها تصنف ضمن الاسهم المنخفضة.
- 6- كانت معدلات النمو سلبية لجميع اسهم الشركات، وهذا يؤشر حالة سلبية في هذه الشركات.

## ثانياً - التوصيات:-

- 1- ضرورة زيادة كفاءة اداء سوق العراق للاوراق المالية وذلك من خلال زيادة درجة الافصاح المعلوماتي وتفعيل دور التداول الالكتروني للاسهم في هذه السوق مما سيزيد من سرعة وصول المعلومات الى المستثمرين في الاسهم. وتقليل دور المضاربين في التأثير على اسعار الاسهم.
- 2- ضرورة اختبار نماذج تقييم الاسهم في سوق العراق للاوراق المالية واختيار الانسب منها لظروف السوق.
- 3- يمكن للمستثمرين الذين لا يرغبون بتحمل درجات مرتفعة من المخاطرة الى استثمار اموالهم في اسهم الشركات عينة البحث وذلك لان معاملات بيتا هذه الاسهم منخفضة مقارنة مع معامل بيتا السوق.

## ثبت المرجع - المراجع العربية:

- الوثائق :

1- دليل الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، الاصدار الاول، 2006.

- الكتب :

2- خان، محمد يونس وغرابية، هشام صالح، الادارة المالية، مالطا، دار جون وايلي واولاده، 1986.

3- الشنطي، ايمن، وشقر، عامر، مقدمة في الادارة والتحليل المالي، دار البداية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، 2007.

4- كراجة، عبدالحليم، وآخرون، الادارة والتحليل المالي، اسس، مفاهيم، تطبيقات، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، طبعة الثانية، 2002.

5- 5- عقل، مفلح، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، جامعة البلقاء التطبيقية، المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2000.

6- مطر، محمد، ادارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، عمان، دار وائل للنشر، 2009.

7- هندي، منير صالح، اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية، الطبعة الثانية، الاسكندرية، منشأة المعارف، 2006.

-الرسائل الجامعية

8- الشيخ، بابكر مبارك عثمان، اختيار وتقييم اسهم النمو وبناء محفظتها: دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، 2002.

9- العامري، محمد علي ابراهيم، اثر الهيكل المالي في المخاطرة والعائد باطار نظرية المحفظة: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية العراقية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة بغداد، 1990.

10- المشهداني، عبدالرحمن حمود، تحليل وتقييم الاستثمار بالاسهم العادية: دراسة تطبيقية في سوق بغداد للاوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة بغداد، 1995.

- المراجع الاجنبية:-

- 11- Archer Stephen, G. Marce and George Racette, Financial Management, 2<sup>nd</sup>., N.Y. John Willey and Sons, 1983.
- 12- Brigham, F, Eugen and Gapenski, C, Louis, Intermediate, Financial Management, 5<sup>th</sup>ed. The Dryden press, 1996.
- 13- Brigham, Eugene F. and Ehrhard, Michael C., Financial Management theory and practice, 10<sup>th</sup>.ed., Thomson Learning Inc. 2002.
- 14- Fischer, Donald E. and Jordan, Ronald J., security Analysis and portfolio Management, New Delhi, prentice- Hall of India, 1996.
- 15- Gitman, Lawrence, J, principles of Managerial, Finance, 9<sup>th</sup> ed., N.Y, Donnelley and sons company, 2000.
- 16- Gitman, Lawrence, J. and Joehuk, Michael, Fundamental of Investing, 7<sup>th</sup>, ed. N.Y: Addison-Wesky Longman Inc, 1999.
- 17- Mc Menamin, Jim, Financial Management, N.Y, the Bath press, 1999.
- 18- Rao, K.S, Ramesh, Financial Management, 2<sup>nd</sup>., Mac pub, 1992.
- 19- Yeager, Fred C. and seit Z., Neil E., Financial Institution Management Text and cases, 3<sup>rd</sup>.ed., N.Y. J., prentice-Hall, Inc, 1989.

.....

.....

.....