مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

استخدام نموذج مضاعف السعر والارباح المعدل دوريا لتقييم الاسواق المالية: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013 – 2022)

Using the Cyclically Adjusted Price-Earnings multiple (CAPE) model to evaluate financial markets: Analytical study In the Iraq Stock Exchange for the period (2013 – 2022)

Ali H. Hindi Al-Ali
Faculty of Administration and Economics, University of Kufa
الباحثة بنين أحمد رحيم
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة
alih.alali@uokufa.edu.iq

Baneen Ahmed Rahim
Faculty of Administration and Economics, University of Kufa
أ.م.د. علي حميد هندي العـلـي
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة
baneena.albakhtari@student.uokufa.ed

المستخلص

تبحث الدراسة الحالية في الدور الحقيقي الذي يمكن أن يلعبهُ نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا في تحقيق التقييم الموضوعي للأسواق المالية، إذ يعد هذا النموذج على قدر من الأهمية لدى المستثمرين والشركات كونه يتعلق بنسبة السعر الى الربحية، وبما أن هذه النسبة قد واجهت العديد من الانتقادات بسبب عدم مراعاتها لحالات التضخم لذا جاءت الدراسة الحالية للكشف عما يمكن ان يقدمه نموذج CAPE في تقييم الأسواق المالية. إعتمدت الدراسة في قياس متغيراتها على مضاعف السعر ونسبة التضخم فيما يتعلق بالمتغير المستقل، أما فيما يتعلق بالأسواق المالية، فقد تم الاعتماد على ثلاثة مؤشرات مالية هي: (المؤشر الموزون بالسعر، المؤشر الموزون بالقيمة، والمؤشر متساوي الأوزان)، وتم تطبيق الدراسة على مجتمع يتكون من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بينما تضمنت العينة (30) شركة موزعة على قطاعات السوق كافة والتي تمثل أفضل الشركات من حيث رأس المال، وقد امتدت مدة الدراسة للسنوات (2013 – 2022) توصلت الدراسة الى عدد من الاستنتاجات المهمة، ولعل من أهمها هو وجود تفاوت كبير بأسعار الاسهم المتداولة في السوق المالي العراقي، اذ أنها تتصف بالمبالغة الكبيرة في قـيّـميها كونها مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية، كما اشارت النتائج الى عدم كفاءة سوق العراق للأوراق المالية بسبب تفاوت الأسعار غير المبرر الامر الذي ينتج عنهُ أخطاء في تسعير الأسهم للشركات المدرجة في السوق، وقد أوصت الدراسة بضرورة تقليل الأخطاء والمشاكل الناتجة عن تسعير الأسهم المتداولة لينعكس هذا الامر ايجاباً على تحقيق

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

الكفاءة للسوق المالي والتأكيد على الشركات المدرجة في السوق بضرورة تعزيز الإفصاح عن المعلومات المالية والتشغيلية بشكل دوري ودقيق.

الكلمات المفتاحية: مضاعف السعر والارباح المعدل دوريا (CAPE)، الاسواق المالية، المؤشر الموزون بالسعر(PWI)، المؤشر الموزون بالقيمة(VWI)، المؤشر متساوي الأوزان(EWI).

Abstract

The current study examines the actual role that the Price-to-Earnings Multiples Model can play in achieving an objective evaluation of financial markets. This model is an important topic for both investors and companies alike, as it relates to a significant financial ratio for both parties, namely, the price-to-earnings ratio. Given that this ratio has faced numerous criticisms for not considering inflation cases, the current study aims to uncover what the model can offer in addition to the advantages of the model in evaluating financial markets. The study measured its variables using several financial indicators and statistical equations, the most important of which are: (Price-to-Earnings Multiples as a ratio of inflation regarding the independent variable, regarding financial markets, three financial indicators were relied upon :(PWI, VWI, and EWI). The study was applied to a community consisting of companies listed on the Iraq Stock Exchange, while the sample included (30) companies distributed across all market sectors, representing best capital companies. The study's duration extended over the years (2022 - 2013).The study reached several important conclusions, one of the most important being the significant disparity in the prices of stocks traded in the Iraqi financial market, as they are characterized by significant exaggeration in their values, as they are priced higher than their real value. The results also indicated the inefficiency of the Iraqi securities market due to unjustified

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

price disparities, which results in errors in pricing stocks for companies listed in the market. The study recommended the need to reduce errors and problems resulting from pricing traded stocks, as this would positively impact the efficiency of the financial market. It emphasized the need for companies listed in the market to enhance the disclosure of financial and operational information regularly and accurately.

Keywords: Cyclically Adjusted Price-Earnings multiplier (CAPE), financial markets, Price-Weighted Index (PWI), Value-Weighted Index (VWI), Equal-Weighted Index (EWI).

المقدمة

تُعد الأسواق المالية عنصراً حيوياً في اقتصاد أي دولة، إذ أنها توفر منصة لتداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات، مما يسمح بتوجيه الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وبالتالي فإن التقييم الدقيق للأسواق المالية أمرا بالغ الأهمية للمستثمرين وصناع القرار، لأنه يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية جيدة وتحديد دقيق للمخاطر المحتملة.

تناولت الدراسة متغيرين حيويين ضمن المتغيرات المالية واللذان يُعدان من أهم المتغيرات على مستوى الاقتصاد، إذ يتمثل المتغير الأول بنموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا CAPE والذي يُعتبر أحد أهم النماذج لتقييم الأسواق المالية على مدى سلسلة زمنية لا تتجاوز العشرة سنوات كما يستخدم لتحسين كفاءة السوق المالي كونهُ يوفر معلومات أكثر دقة لعمليات صنع القرار، أما المتغير الآخر والمتمثل بالتقييم الموضوعي للأسواق المالية والذي بدوره يوفر الحماية للمستثمرين عبر تنظيم التعاملات والتوعية بشأن الفرص الاستثمارية المتاحة، ومن خلال استخدام نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا CAPE يتم التوصل لقرارات سليمة فيما يتعلق بتقييم الأسواق المالية وبالتالي اتخاذ قرارات أكثر حكمة. وبما أن تقييم الأسواق المالية يواجه العديد من الصعوبات في تقييمه كونهُ يخضع للتلاعب في الأسعار من قبل المتداولين وعدم وجود نظام فعال لحوكمة الشركات فقد لا تعكس أسعار الأسهم القيمة الحقيقية للشركات، مما أستدعى الخوض في هذه الدراسة والكشف عن محاور الغموض فيها وبيان أسباب الضعف في تقييم بعض الشركات التابعة لبعض القطاعات وأسباب المبالغة في تقييم

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

البعض الآخر، وقد جاءت هذه الدراسة لبيان مشكلة حقيقية تتمثل بوجود تفاوت كبير جداً سواء بين القطاعات من جانب، او بين الشركات للقطاع نفسه من جانب آخر في أسعار الأسهم في السوق المالي العراقي، فضلا عن عدم كفاءة النتائج المحققة من النسب الشائعة المستخدمة في تقييم الأسواق المالية والتي لم تأخذ في الاعتبار تأثير التضخم، ولذلك لا بد من السعي لإيجاد أسلوب تقييم موثوق لأسعار الأسهم آخذاً عوامل التضخم وتوقعات المستثمرين بنظر الاعتبار ، لضمان دقة في تقييم القطاعات والشركات لأغراض اتخاذ القرارات الاستثمارية.

المبحث الأول: المنهجية العلمية للدراسة

اولاً: مشكلة الدراسة

تعاني أسعار الأسهم في السوق المالي العراقي من تفاوت كبير جداً سواء بين القطاعات من جانب، او بين الشركات للقطاع نفسه من جانب آخر، وهذا الأمر قد يؤثر تأثيراً مباشراً في التقييم النهائي للسوق المالي، لذا جاءت هذه الدراسة لتقدم نموذج مالي حديث يدمج بين الأسعار التاريخية والفعلية للأسهم ومقارنتها مع الأسعار المستقبلية للوصول الى تقدير شبه واقعي للعوائد المستقبلية وبالتالي ضمان التقييم الحقيقي للسوق المالية، وعلى أساس ما تقدم يمكن التعبير عن مشكلة الدراسة من خلال التساؤل العام الآتي: (هل يُسهم استخدام نموذج مضاعف السعر والأرباح المعدل دورياً في التقييم الموضوعي للأسواق المالية؟) وتنبثق عن هذا التساؤل عدداً من التساؤلات الفرعية كما يلي:

1. هل يتصف السوق المالي العراقي بالتقييم الموضوعي للأسهم سواء على مستوى القطاعات او على مستوى الشركات ذات القطاع المتشابه؟
2. هل أسعار الأسهم المتداولة في السوق المالي مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية أو مبالغ فيها؟
3. هل يمكن استخدام نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً (CAPE) كمؤشر بديل للأرباح؟
4. هل هناك تفاوت في النتائج المتحققة لنسبة السعر الى الأرباح التقليدية كنسبة Schiller والمُعاصرة كنموذج مضاعف السعر الى الأرباح المُعدل دورياً (CAPE)؟
5. هل تؤثر عملية المقارنة لأسعار الأسهم الحالية مع تقارير الارباح التاريخية المعدلة بحسب التضخم في التقييم النهائي للسوق المالي؟

ثانياً: أهمية الدراسة

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

تنبع أهمية الدراسة من موضوعها الذي تناقشه وخصوصاً في البيئة المالية العراقية اذ لم يتم تناول المتغير المستقل للدراسة وهو نموذج مضاعف السعر والأرباح المعدل دورياً (CAPE) في اغلب الدراسات التي اطلعت عليها الباحثة، وكذلك استخدام هذا النموذج في التحليل المالي للتقييم طويل الأجل للأسهم او الأسواق بشكل عام، كما وان الدراسة من خلال نموذج (CAPE) تحاول تخفيف الآثار الناتجة عن التقلبات قصيرة الأجل ودورات الأعمال على تقييم الأسواق المالية، كونه أداة مالية من بين العديد من الأدوات المستخدمة في التحليل الشامل للأسهم والأسواق التي تتصف بالمقبولية، وعموماً يمكن بيان أهمية الدراسة بالنقاط الاتية:

1. وجود مشكلة واقعية تتمثل في انخفاض قيمة الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية نتيجةً لعدم التقييم الصحيح للعوائد المستقبلية.
2. توفر الدراسة محاولة للتنبؤ بالعوائد المستقبلية من خلال تحركات الأسعار.
3. تعرض القيمة النهائية للسوق المالي العراقي الى التذبذب الكبير بسبب القيمة المنخفضة لأغلب الأسهم المتداولة او تراجعها عن مثيلاتها في الأسواق المالية الإقليمية.
4. تساعد الدراسة الحالية في التخفيف من تأثير دورات الأعمال والأحداث الأخرى في الأسواق المالية وذلك عبر إعطاء صورة أفضل لقوة الارباح المستدامة للشركات المتداولة في السوق المالي العراقي.
5. السماح بالمقارنة بين أسهم الشركات المختلفة العاملة في نفس القطاع، مما يساعد في الحكم على الشركات التي تمتلك احتمالية للنمو أكثر من غيرها، وأيضاً الحكم على الشركات العاملة في الاقتصاد ككل.

ثالثاً: اهداف الدراسة

تهدف الدراسة الحالية الى تقديم أفضل صورة لأرباح الشركات موضع الدراسة، مما يوفر الحكم على مستوى نمو هذه الشركات من جهة والتقييم الموضوعي لأسهم تلك الشركات من جهة أخرى، وعموماً يمكن توضيح أهدا ف الدراسة من خلال الاتي:

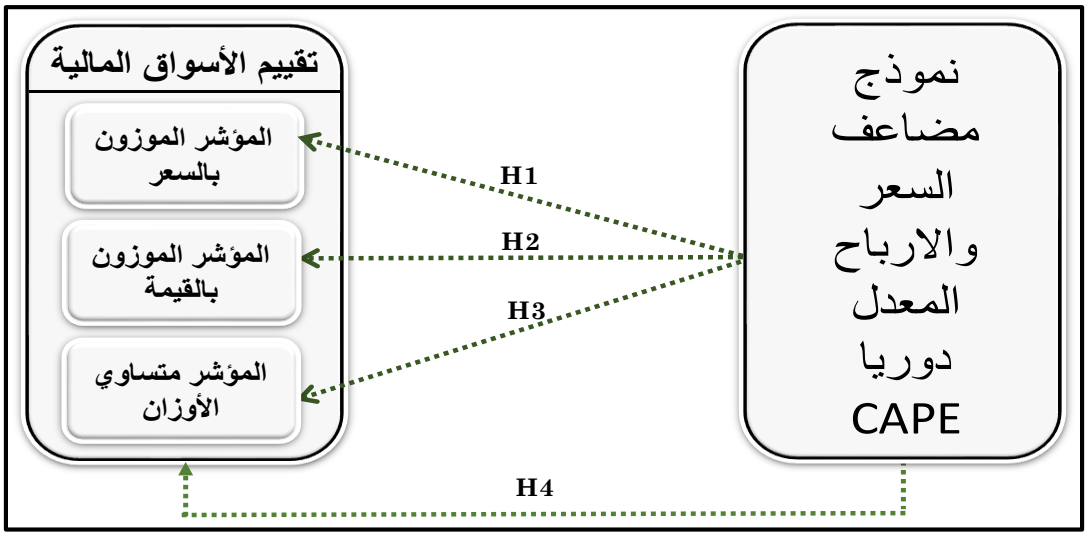
1. الكشف عن طبيعة العلاقة فيما بين نموذج مضاعف السعر والأرباح المعدل دورياً، وتقييم السوق المالي العراقي.
2. التعرف على الأسباب التي تحول دون وصول الأسهم المتداولة في السوق المالية العراقية الى قيمتها الحقيقية، وبيان أسباب المبالغة في بعضها.

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

3. تهدف الدراسة الحالية الى بيان مدى التزام السوق المالي العراقي في اعتماد أحدث النماذج المالية للوصول الى التقييم الموضوعي لعمله مما يُسهم في رفع كفاءتهِ.
4. المقارنة بين أسعار الأسهم الحالية في السوق المالي العراقي مع تقارير الارباح التاريخية المعدلة بحسب التضخم.

رابعاً: المخطط الفرضي للدراسة

من خلال مشكلة الدراسة وأهدافها، تم بناء المخطط الفرضي للدراسة، والذي يبين تأثير مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً في تقييم الأسواق المالية، الذي تم تحديده من خلال الاطلاع على الأدبيات المختلفة ذات الصلة بموضوع الدراسة، كما مبين بالشكل (1):



شكل (1) المخطط الفرضي للدراسة

المصدر: اعداد الباحثان.

وفي ضوء المخطط الفرضي للدراسة تم صياغة الفرضيات الآتية:

الفرضية الاولى: توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر الموزون بالسعر.

الفرضية الثانية: توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر الموزون بالقيمة.

الفرضية الثالثة: توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر متساوي الاوزان.

الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين استخدام نموذج CAPE وتقييم الأسواق المالية.

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة

تم الاعتماد في الدراسة الحالية على اختيار السوق المالي العراقي كمجتمع للدراسة بقطاعاته كافة، وهي: (المصارف، التامين، الاستثمار، الخدمات، الصناعة، الفنادق والسياحة، الزراعة، الاتصالات) عدا قطاع التحويل المالي لعدم توفر بيانات كاملة عن شركات التحويل المالي وذلك لحداثة ادراجه في السوق، اما العينة فهي عينة قصدية تضمنت أفضل الشركات، أي بنسبة لا تقل عن 20% من كل قطاع باستثناء قطاع الاتصالات تم تغطيته بالكامل ليكون بذلك عدد الشركات عينة الدراسة 30 شركة وبذلك تتوافق مع المؤشرات العالمية لتقييم الاسواق المالية ولعل أهمها مؤشر السوق الرئيسي (Major Market Index)، والجدول (1) أدناه يوضح عينة الدراسة:

جدول (1) وصف عينة الدراسة

القطاع	الشركات المتداولة	الشركات المختارة	أسماء الشركات المُختارة	رمز الشركة	حجم رأس المال للشركات
المصارف	46	10	مصرف عبر العراق للاستثمار	BTRI	250,000,000,000
			مصرف التنمية الدولي للاستثمار والتمويل	BIDB	250,000,000,000
			مصرف المنصور للاستثمار	BMNS	55,000,000,000
			مصرف المتحد للاستثمار	BUND	25,000,000,000
			مصرف الشمال للتمويل والاستثمار	BNOR	10,000,000,000
			مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	BMFI	10,000,000,000
			مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	BIME	7,500,000,000
			مصرف بابل	BBAY	6,300,000,000
			مصرف سومر التجاري	BSUC	6,000,000,000
			مصرف الخليج التجاري	BGUS	4,120,000,000
التأمين	5	2	الخليج للتأمين	NGIR	1,000,000,000
			دار السلام للتأمين	NDSA	600,000,000
الاستثمار	9	2	الزوراء للاستثمار المالي	VZAF	1,000,000,000
			الأمين للاستثمار المالي	VAMF	300,000,000
الخدمات	11	3	المعمورة للاستثمارات العقارية	SMRI	2,700,000,000
			النخبة للمقاولات العامة والاستثمارات	SNUS	400,000,000
			الأمين للاستثمارات العقارية	SAEI	300,000,000
الصناعة	28	6	بغداد للمشروبات الغازية	IBSD	10,000,000,000
			الصناعات المعدنية والدراجات	IMIB	4,000,000,000
			الوطنية للصناعات الكيمياوية والبلاستيكية	INCP	1,500,000,000
			العراقية لتصنيع وتسويق التمور	IIDP	1,267,500,000
			الخياطة الحديثة	IMOS	900,000,000
			انتاج الألبسة الجاهزة	IRMC	360,000,000
الفنادق والسياحة	10	3	فنادق المنصور	HMAN	1,008,000,000
			فندق عشتار	HISH	750,000,000
			الوطنية للاستثمارات السياحية والمشاريع	HNTI	432,000,000
الزراعة	7	2	العراقية لانتاج وتسويق اللحوم	AIPM	1,000,000,000
			العراقية لإنتاج البذور	AISP	1,000,000,000
الاتصالات	2	2	شركة الخاتم للاتصالات	TZNI	1,829,783,000,000
			آسيا سيل للإتصالات	TASC	270,012,000,000

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات سوق العراق للأوراق المالية.

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

سادساً: أدوات الدراسة

إن قياس متغيرات الدراسة لابد وأن يستند على مجموعة من المؤشرات والتي من خلالها يتم الوصول الى المتغير الأساسي، وعليه تم استخدام المعادلات الرياضية الخاصة بالمتغير المستقل (نموذج CAPE) والموضحة في الجدول (2):

جدول (2) مقياس نموذج CPAE

المقياس	المعادلة الرياضية	المصدر
نموذج CAPE	متوسط الأرباح المعدلة بحسب التضخم $= \frac{\text{سعر السوق}}{\text{متوسط أرباح 10 سنوات المعدلة حسب التضخم}}$ $\frac{\text{ربحية السهم} \times \text{مضاعف التضخم}}{10}$	**(Reilly et al.,2019) (Alshaer,2022)**

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على المصادر الواردة فيه.

أما المؤشرات الخاصة بالمتغير التابع الا وهو الأسواق المالية، فقد تم الاعتماد على عدد من المؤشرات والموضحة في الجدول (3):

جدول (3) مؤشرات الأسواق المالية

المقياس	الرمز	المعادلة الرياضية	المصدر
المؤشر الموزون بالسعر	**PWI**	المعدل الخاص بالمؤشر $= \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم}}{\text{المعدل الخاص بالمؤشر}}$ $\frac{\text{مجموع عدد الأسهم}}{\text{متوسط عدد الأسهم}}$	**(آل شبيب، 2012) (العامري، 2013) (فرحات،2019) (التميمي، 2019)**
المؤشر الموزون بالقيمة	**VWI**	$\frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية الأساس}}$	
المؤشر متساوي الأوزان	**EWI**	$\mathbf{EWI} = [(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_n)]^{\frac{1}{n}}$	

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على المصادر الواردة فيه.

المبحث الثاني: الجانب النظري للدراسة

أولاً: مفهوم نموذج CAPE وأساسياته

تُعد نسبة السعر الى الأرباح المعدلة دورياً والتي يتم اختصارها بكلمة CAPE وغالبا ما يطلق عليها أيضاً نسبة السعر إلى الربحية او نسبة شيلر نسبةً الى مُقدمها (Robert J. Shiller) الحائز على جائزة نوبل في جامعة Yale، وقد اكتسب شعبية في عام 2000 بعد نشر كتاب "Shiller's Irrational Exuberance"، (Jones,2019:2)، وهو اختصاراً لنسبة السعر الى الأرباح P/E المعدل دورياً، والذي تم تعريفه على أنه نسبة مستوى سعر مؤشر الأسهم إلى

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

متوسط سعره الحقيقي على مدى عشر سنوات (أي 10 سنوات من الأرباح المعدلة بالتضخم)، إذ أصبح مقياسا عاماً لتقييم سوق الأسهم (Philips&Ural,2016:3)، ويعد مقياساً مهماً من مقاييس التقييم يطبق عادةً على سوق الأسهم الأمريكية S&P500، كما اشار (Rattu.,2015:50) الى ان نموذج CAPE هو التطبيق العملي للسعر مقسوماً على المتوسط المتحرك المُعدل بالتضخم. ويشير مصطلح "المعدل دورياً" إلى الطريقة التي يتم بها توزيع الأرباح على المدى الطويل، وبشكل أكثر تحديداً، إذ تعتمد نسبة السعر الى الأرباح المعدل دورياً CAPE على أسعار المؤشر مقسومة على المتوسط المتحرك لعشر سنوات لآخر ربحية للسهم بدلاً من إجمالي الأرباح اللاحقة لمدة عام واحد المستخدمة في نسبة السعر إلى الأرباح التقليدية بحيث لا تتأثر بالمتوسط النموذجي لدورة الأعمال، وبما أن النسبة تستخدم متوسطاً متحركاً لربحية السهم لمدة عشر سنوات، فإنها تعرف أيضاً باسم "مضاعف الربحية Maharakkhaka) et al.,2023:44)، وإن الاختلاف الرئيسي بين CAPE ومقياس السعر إلى الربحية P/E التقليدي، والذي يستخدم ربحية السهم اللاحقة لمدة عام واحد هو دمج عائد السهم المتحرك لمدة 10 سنوات في المقام لتسهيل قياس التغيرات العرضية الصعودية والهبوطية الشديدة في أرباح الشركات الناتجة عن التأثيرات الدورية، بالإضافة إلى ذلك فإن اختيار متوسط 10 سنوات لتمثيل الأفق الطويل له ما يبرره من خلال الاهتمام السائد بالاستثمارات طويلة الأجل وأن عوائد الأفق الطويل أكثر قابلية للتنبؤ بها(Andersen & Leivestad,2017:6).

كما وتعد نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً CAPE بمثابة مقياس مؤكد لتقارب المخاطر في سوق الأسهم، إذ يرى (Neuberg,2019:13) بانها سعر مؤشر الأسهم مقسوماً على متوسط أرباح المؤشر المعدلة حسب التضخم لمدة عشر سنوات، والفكرة وراء هذا الإجراء هي أن تحركات أسعار الأسهم أكبر من أن يمكن تفسيرها بتغير التوقعات حول أرباح الأسهم المستقبلية، وبالتالي يجب أن تكون في الغالب بسبب التغيرات في علاوة المخاطر، الناجمة عن الانخفاض الدوري في الأرباح، كما أن مع نمو الأرباح المستمر، فإن نسب السعر المرتفعة إلى الأرباح تعني ضمناً عوائد متوقعة منخفضة على المدى الطويل (Melone,et.al.,2022:17)، كما ويعرف (Gray&Vogel,2014:1) نموذج CAPE بانهُ مقياس تقييم سوق الأسهم الأكثر شيوعاً وهو مقياس للقيمة، إذ أن مقياس الأرباح في نسبة السعر إلى الأرباح "يجب أن يغطي فترة لا تقل عن خمس سنوات، ويفضل من سبع إلى عشر سنوات"، وقد اقترح (Robert J. Shiller) تعديل التضخم على مدى السنوات العشر الماضية من الأرباح ومقارنة مقياس الأرباح

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

طويل الأجل المعدل دورياً بالسعر الحالي المعدل حسب التضخم، وما تجدر الاشارة اليه ان زيادة شعبية هذا النموذج تعود الى الادلة التجريبية على قدرة النسبة في التنبؤ بعوائد السوق المستقبلية.

ويستخدم نموذج CAPE كمؤشر هام في الأسواق المالية لتقييم أداء الأرباح المتوقعة للشركات، لذا فإن هذا النموذج يقيس درجة ثقة المستثمرين بأداء الشركة، وقد أثبت نسبة مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً او نموذج CAPE أنه مؤشر موثوق به للتنبؤ بعوائد سوق الأسهم طويلة الأجل في كل من الأسواق المتقدمة والناشئة على حدٍ سواء، ومن المؤكد أن هنالك اختلافات في الموثوقية من بلد إلى آخر، وبالتالي عند إحتسابه على مستوى الاقتصاد الكلي الذي يأخذ بنظر الاعتبار معدلات الفائدة والتضخم والنمو الحالية في البلدان موضع الدراسة لتحقيق مستوى تقييم عادل، إذ ان التقييمات المرتفعة اليوم هي بمثابة جرس إنذار للمستقبل، ويجب على المستثمرين أن يأخذوا الأمر على محمل الجد (Klement & Dettmann,2014:2)، ففي الشركات التي تنمو بسرعة تكون نسبة السعر الى الربحية P/E عالية، وذلك بسبب توقعات المستثمرين في الأسواق المالية لنمو سريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، وبالتالي يؤدي الى الاقبال على شراء السهم مما يرفع سعره في السوق، وبهذا الارتفاع يعكس توقعات النمو المستقبلي العالي مقارنةً بمستوى الأرباح بالسهم المنخفض نسبياً في الوقت الحالي، ناتجاً عنه نسبة السعر للأرباح عالية، وتنخفض هذه النسبة بانخفاض معدل نمو الشركة فتكون صغيرة للشركات ذات النمو العادي، واصغر للشركات المتراجعة، وذلك لان توقعات معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس على تخفيض نسبة السعر للأرباح (العامري،119:2013)، وعلى اساس ما تقدم تعرف الباحثة نموذج CAPE بانهُ نموذج مالي يعتمد العلاقة المتبادلة بين النزعة المركزية للقيم عبر وسطها الحسابي والتضخم الفعلي والمتوقع للوصول الى تنبؤ دقيق بشأن اسعار الاسهم .

ثانياً: أدوات قياس نموذج CAPE

استخدم شيلر مؤشر S&P 500 لقياس نموذج CAPE، اذ يتم حساب المقام على أنه المتوسط المتحرك للسنوات العشر السابقة للأرباح الحقيقية المسجلة للسهم الواحد في مؤشر S&P 500، أما البسط فهو مستوى السعر الحقيقي لمؤشر سوق الأوراق المالية، وتعد نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً (CAPE) مؤشراً للقيمة النسبية للسوق، كونها في الأساس طريقة لتقييم الأوراق المالية تعتمد على الأرباح المعدلة المتضخمة على مدى السنوات العشر الماضية وسعر السوق الحالي للسهم، وتعتبر هذه النسبة أداة فعالة لتخفيف دورات الأعمال والدورات الاقتصادية

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

وتقلبات الأسعار كما تحدد نتيجة نموذج CAPE في شكل المعادلة التالية: (Alshaer,2022:53-54).

$$\mathbf{CAPE} = \frac{\text{سعر السوق}}{\text{متوسط ارباح } \mathbf{10} \text{ سنوات المعدله حسب التضخم}}$$

ولضبط متوسط الارباح في ظل التضخم يتم تطبيق المعادلة التالية:

$$\mathbf{EPS\ adjusted} = \frac{\text{مضاعف التضخم} \times \text{ربحية السهم لآخر عشرة سنوات}}{\mathbf{10}}$$

اذ ان EPS هو ربحية السهم، أما مضاعف التضخم يحسب من خلال المعادلة الاتية التي بينها (Srivastav,2023):

$$\mathbf{Inflation\ Formula} = \frac{\mathbf{CPI_{x+1}} - \mathbf{CPI_x}}{\mathbf{CPI_x}}$$

حيث ان CPI هو مؤشر أسعار الأسهم، ومن المتوقع أن يوفر نموذج CAPE إشارات حول مستويات التقييم في السوق.

ثالثاً: مفهوم الأسواق المالية

تعرف الأسواق المالية بأنها تجمع من المنظمات وعدد من الإجراءات يتم من خلالها تداول مختلف الأوراق المالية بين مختلف أنواع المستثمرين، وتعد مصدراً من المصادر الرئيسية للتمويل الذي تحتاجه منظمات الأعمال، إذ تلعب دوراً هاماً في إعادة تخصيص الموارد المتاحة في المجتمع لسد احتياجات الوحدات الاقتصادية من التمويل مع ضمان تحقيق أعلى درجات التطور والنمو(الشواروة،65:2012)، ويعود تطور الأسواق المالية الى التطورات التي حصلت في أسواق السلع والخدمات، ويعرفها (الجريان وآخرون،306:2020) على إنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو موجود مالي معين، إذ يتمكن المستثمرين خلاله من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، ويتم ذلك إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، إذ يتم تحويل الأموال في الأسواق المالية عندما يقوم أحد الأطراف بشراء موجودات مالية لطرفٍ آخر، وبذلك تعمل الأسواق المالية على تسهيل تدفق الأموال، مما يسمح بالتمويل والاستثمار من قبل الأسر والشركات والهيئات الحكومية (Madura,2021:3)، فهي المركز الذي يسهل شراء وبيع الأدوات المالية أو المطالبات أو الخدمات التي تلبي الاحتياجات الائتمانية للأفراد والشركات والمؤسسات، وتتعامل

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

مع الموجودات المالية بأنواعها المختلفة مثل الودائع بالعملة والشيكات والكمبيالات والسندات، ويتم تعريفها ايضاً بانها آلية نقل بين المستثمرين والمقترضين يتم من خلالها تسهيل تحويل الأموال، وتتكون من المستثمرين الأفراد والمؤسسات المالية والوسطاء الآخرين الذين يرتبطون بقواعد تداول رسمية وشبكة اتصالات لتداول الموجودات المالية المختلفة، وأدوات الائتمان (Sreevidya,2014:8)،وقد لا يوجد مكان أو موقع محدد للإشارة إلى السوق المالية من وجهة نظر(Natrajan & Gordon,2016:7) وأينما تتم معاملة مالية فإنها تعتبر معاملة حدثت في السوق المالية، ومن ثم، فإن الأسواق المالية منتشرة بطبيعتها لأن المعاملات المالية هي نفسها منتشرة في جميع أنحاء النظام المالي، ويمكن الإشارة إلى الأسواق المالية على أنها تلك المراكز التي تسهل شراء وبيع الموجودات المالية والمطالبات والخدمات، ففي بعض الأحيان يوجد مكان أو موقع محدد للسوق المالي كما في حالة البورصة، بينما يعرف (Kuroda,2017:1) الأسواق المالية على إنها أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات الأجنبية، والتي تتم مناقشتها يومياً في مقالات الصحف والتقارير الإخبارية، وأن الشركات والمستثمرين الأفراد على دراية كبيرة بتلك الأسواق، وقد أشار (خضير وكاظم،43:2023) على أنها السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات المالية. ويعرف (Madheu,2020:9) الأسواق المالية بأنها المكان الذي يتم فيه تكوين الموجودات المالية وتداولها، مما يمكّن المشترين والبائعين من التفاعل وتسهيل تبادل الأدوات المالية، إذن فهي بشكل عام نظام يتيح توزيع الأموال من الوحدات الفائضة إلى وحدات العجز بهدف رئيسي هو تعظيم العائد، مع الحفاظ على تكاليف المعلومات والمعاملات عند أدنى مستوى ممكن، ويضيف (المطر وخضير،54:2023) الى أنهُ سوق يعمل على تعزيز مصالح المستثمرين وتنظيم المعاملات وتحديد حقوق والتزامات جميع الأطراف، ومما سبق يمكننا ان نعرف الأسواق المالية بأنها العملية المالية التي يمكن من خلالها جمع طرفين أحدهما عارض للأموال (وحدات الفائض) والذي يكون لديه رغبة في البيع لطرف آخر طالب لها (وحدات العجز) أي تكون لديه رغبة بالشراء، فتتم عملية التسوية بين الطرفين بناءً على العرض والطلب وفق آلية فائدة متفق عليها.

رابعاً: مؤشرات تقييم الأسواق المالية

من اجل التعرف على متغير ما لابد من تحديد مجموعة من المؤشرات التي يمكن خلالها قياس هذا المتغير وفي دراستنا الحالية اختلف الكتاب والباحثون في تحديد مؤشرات متفق عليها او موحده لقياس تقييم الاسواق المالية ومن خلال اطلاع الباحثة تم تحديد مجموعة من المؤشرات

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

والتي سيتم التعرف عليها، إذ تعد مؤشرات سوق الأوراق المالية أدوات أساسية لقياس أداء مجموعة معينة من الأسهم، وهي بمثابة معايير تساعد المستثمرين والمحللين والمؤسسات المالية على تقييم اتجاهات السوق واتخاذ قرارات مستنيرة بشأن الاستثمارات (Al-Ali, et al, 2023)، ويتم إنشاء المؤشرات من خلال تجميع أداء الأسهم الفردية، وعادةً ما يُعتمد على قيمتها السوقية أو أساليب الترجيح الأخرى، إذ تلعب مؤشرات سوق الأوراق المالية دوراً حاسماً في الصناعة المالية من خلال أغراض متعددة، والتي بينها (Meddah & Mohamed2023:20-21) بالآتي:

أ. **المقارنة المعيارية**: توفر المؤشرات للمستثمرين معياراً لقياس الأسهم الفردية وصناديق الاستثمار المشتركة والصناديق المتداولة في البورصة، مما يسمح للمستثمرين بتقييم استراتيجياتهم الاستثمارية واتخاذ قرارات جيدة.

ب. **تحليل السوق**: تساعد المؤشرات المحللين والمستثمرين على تقييم الحالة العامة للسوق، وتحديد الاتجاهات، وفهم ديناميكيات السوق عبر مختلف القطاعات والصناعات.

ج. **الاستثمار غير الكفوء**: من خلال الاحتفاظ بالأسهم الأساسية بنفس النسبة، تعمل المؤشرات كأساس للمنتجات الاستثمارية المُدارة بشكل غير كفوء مثل صناديق الاستثمار المتداولة وصناديق المؤشرات التي تحاول عكس أداء مؤشر معين.

وعلى اساس ما تقدم يمكن تقييم الاسواق المالية من خلال اهم ثلاثة مؤشرات مالية وهي:

المؤشر الاول: المؤشر الموزون (المرجح) بالسعر (Price- Weighted Index)

هو المؤشر الأكثر شهرة وهو أقدم مؤشر لسوق الأوراق المالية، ويتم حساب المؤشر من خلال إجمالي الأسعار الحالية للأسهم وتقسيم المبلغ على المقسوم الذي تم تعديله ليأخذ بعين الاعتبار تقسيمات الأسهم والاستثمارات الأخرى، أي التغيرات مع مرور الوقت ويتم تعديل المقسوم عليه بحيث تكون قيمة المؤشر هي نفسها قبل وبعد التقسيم أو أي تغييرات أخرى (Reilly,2019:98)، ومن الامثلة على هذا المؤشر (Dow Jones – Nikkei)، ويتم استخراجه من خلال المعادلة الاتية التي بينها (التميمي،81:2019):

$$\frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

أما بالنسبة للبيانات المستخدمة في الدراسة الحالية، سيتم إختبارها من خلال معادلتين تمت صياغتهما من قبل الباحثة وذلك لأسباب:

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

1. عدم منطقية قسمة أرقام بالدنانير على أرقام بالمليارات.
2. العديد من الخصائص الواسعة التي بينها (آل شبيب،210:2012) التي أشارت الى انه مؤشر يمثل قطاع واحد من السوق وبالتالي لا يمكن استخدامه كمؤشر للسوق العام الذي يمثل كافة القطاعات الاقتصادية لأنه وفي حالة مؤشر داو جونز (DOWJOENS) يستخدم هذا المؤشر لقياس أسهم القطاع الصناعي، وان استخدام هذه الطريقة في قياس المؤشر يؤدي الى ارتفاع تأثير الاهمية النسبية لأسعار الاسهم لبعض الشركات بشكل اكبر على نتائج المؤشر وبالتالي لا يعكس حركة جميع الاسعار للاسهم

وهي:

$$\text{المعدل الخاص بالمؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم}}{\text{مجموع عدد الأسهم}} \quad \text{أو} \quad \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم}}{\text{متوسط عدد الأسهم}}$$

المؤشر الثاني: المؤشر الموزون (المرجح) بالقيمة (Value- Weighted Index)

ويحسب هذ المؤشر من خلال ضرب السعر السوقي لكل سهم شركة يتكون منه المؤشر في عدد الأسهم المتداولة للشركة ثم جمع القيم السوقية لكل الشركات التي يتكون منها هذا المؤشر، وبهذا تعطي هذه الطريقة أهمية أكبر للشركات ذات القيمة السوقية الأعلى، وهو عكس المؤشر الموزون بالسعر الذي يعطي قيمة للسعر ويهمل عدد الأسهم المتداولة، وعليه فإن التغيرات في مستوى المؤشر قد تكون نتيجة لتغير السعر أو تغير كمية الأسهم المتداولة (العامري،560:2013)، ومن الأمثلة على هذا المؤشر هي مؤشرات: (MSCI– Stander&Poor500–Nasdaq–NYSE)، ويتم استخراجه من خلال المعادلة:

$$\frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية الأساس}}$$

المؤشر الثالث: المؤشر متساوي الأوزان (Equal-weighted Index)

تعتمد هذه الطريقة على وضع وزن متساو لكل عائد، على عكس الطريقتين السابقتين اللتين لهما وزن أعلى إما للسعر الأعلى أو القيمة السوقية الأعلى (AL-janabi&AL-Yasi,2023:271)، ويتم حساب المؤشر بقسمة عدد أسهم الشركات المختارة بعد أن يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج لكل الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، ومن أشهر المؤشرات المستخدمة لهذه الطريقة مؤشر

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

خط القيمة (Line Averag – value)، ويحسب من خلال المعادلة الاتية التي بينها (العامري،561:2013):

$$EWI = (1 + r_G) = [(1 + r_1)(1 + r_2) \cdots (1 + r_n)]^{\frac{1}{n}}$$

حيث ان:

r_G = المتوسط الهندسي

r_1 = العائد على السهم في المؤشر

n = عدد الأسهم في المؤشر

المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للدراسة

أولاً: التحليل المالي لمتغير نموذج السعر الى الأرباح المعدل دوريا (CAPE)

يتم في هذه الفقرة تحليل نموذج (CAPE) للسوق بالكامل أي للشركات المُختارة خلال المدة المبحوثة والموضحة كما مبين في الجدول (4) إذ نلاحظ بأن أعلى متوسط متحقق خلال مدة الدراسة كان في عام (2013) فقد بلغ (9.39) عند انحراف معياري مقداره (16.502) مما نتج عنهُ معامل اختلاف يقدر بـ(1.7572)، وكانت أعلى شركة من بين الثلاثين شركة عينة الدراسة تحقيقاً لمضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا في نفس العام هي الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور المشار اليها بالرمز (IIDP) التابعة للقطاع الصناعي عند مضاعف قدره (86.21)، فيما كانت الشركات التي حققت أدنى مضاعف خلال ذلك العام والذي بلغ (0.00) هي مصرف عبر العراق للاستثمار المشار اليه بالرمز (BTRI) ومصرف التنمية الدولي للاستثمار والتمويل والمشار اليه بالرمز (BIDB) التابعيّن للقطاع المصرفي، و شركة الخاتم للاتصالات والمشار اليها بالرمز (TZNI) التابعة لقطاع الاتصالات.

جدول (4) نتائج نموذج CAPE للعينة المبحوثة

القطاع	الشركات	السنوات										X	S.D	C.V
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
المصارف	BGUC	0.62	0.35	0.10	0.25	0.28	0.89	0.20	0.04	0.02	0.03	0.28	0.28	1.02
	BTRI	0.00	0.00	10.68	11.06	1.24	16.72	0.00	6.24	2.43	6.46	5.48	5.81	1.06
	BIDB	0.00	0.00	0.00	0.00	6.07	15.85	1.50	13.94	3.13	8.10	4.86	6.00	1.23

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية

مجلد (20) عدد (2) 2024

						التامين		الاستثمار		الخدمات					الصناعة				
	BMNS	BUND	BNOR	BMFI	BIME	BBAY	BSUC	NGIR	NDSA	VZAF	VAMF	SMRI	SNUS	SAEI	IBSD	IMIB			
	1.59	1.63	1.58	0.42	11.74	0.30	13.18	3.97	1.99	4.03	6.07	24.14	14.40	12.82	1.60	24.06			
	1.01	0.59	1.15	4.03	2.49	0.91	4.44	0.84	0.76	2.51	1.30	3.52	1.94	0.72	0.87	7.69			
	0.04	0.04	16.56	0.07	0.11	0.13	0.24	0.20	0.20	0.77	0.35	0.83	0.64	0.17	0.05	0.62			
	0.16	0.90	11.15	0.35	0.10	0.11	5.70	0.16	0.26	1.65	0.55	2.07	1.58	0.00	0.10	1.38			
	0.13	0.12	14.63	0.28	4.50	0.24	3.07	0.04	0.41	0.91	0.36	18.36	0.85	0.10	0.10	1.29			
	0.06	0.05	6.80	0.18	1.98	0.11	1.65	0.04	1.08	0.82	0.28	0.22	2.26	0.08	0.06	4.66			
	8.61	0.17	0.00	0.49	38.64	1.37	8.41	5.09	1.83	4.49	2.22	33.65	4.57	1.78	0.47	26.00			
	2.20	0.89	5.09	0.17	2.85	0.03	1.14	1.12	0.47	0.00	6.68	28.11	1.02	0.28	0.11	7.67			
	0.06	0.08	0.00	0.18	0.75	0.01	0.27	0.47	0.16	0.29	1.98	0.15	0.75	0.15	0.06	0.24			
	0.07	1.59	3.03	0.52	1.89	0.39	0.73	0.16	0.42	0.88	4.32	1.44	1.05	0.87	0.10	4.01			
	1.39	0.61	6.00	0.67	6.51	0.36	3.88	1.21	0.76	1.64	2.41	11.25	2.91	1.70	0.35	7.76			
	2.65	0.63	6.13	1.19	11.79	0.44	4.22	1.80	0.67	1.55	2.43	13.32	4.20	3.95	0.51	9.50			
	1.90	1.03	1.02	1.78	1.81	1.23	1.09	1.49	0.88	0.95	1.01	1.18	1.45	2.32	1.45	1.22			

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية

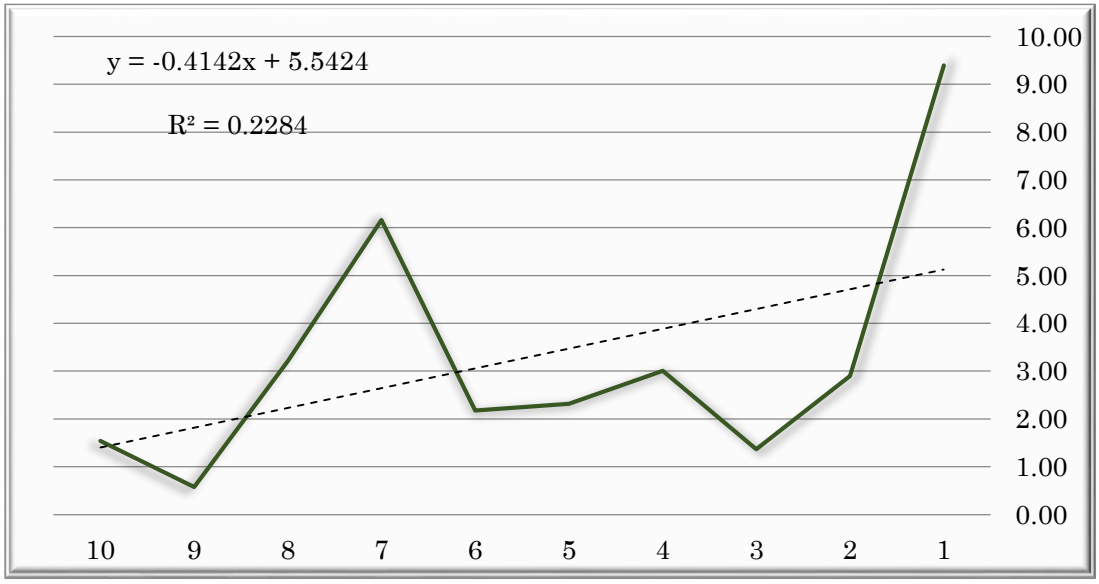
مجلد (20) عدد (2) 2024

		IMOS	INCP	IRMC	IIDP	HMAN	HISH	HNTI	AIPM	AISP	TZNI	TASC
		3.50	4.18	14.92	86.21	27.58	2.54	6.03	11.23	0.45	0.00	0.97
		1.10	1.74	7.14	12.87	11.59	1.48	6.91	8.11	0.37	0.00	0.54
		0.05	0.16	1.09	4.53	0.81	0.26	1.19	0.49	0.04	0.32	0.26
		0.32	0.30	3.21	13.92	18.91	0.29	0.82	13.42	0.07	0.67	0.71
		0.12	0.22	2.28	9.19	0.37	0.61	0.87	0.62	0.07	1.71	0.38
		0.06	0.24	0.76	7.14	1.70	0.11	0.28	0.47	0.06	0.57	0.11
		0.67	1.11	4.16	11.30	2.25	3.09	17.39	1.51	0.57	2.48	0.59
		0.25	0.71	1.72	2.80	1.13	0.00	3.86	7.33	0.07	0.40	0.10
		0.17	0.13	0.35	2.67	0.30	0.06	0.08	0.05	2.13	0.19	0.02
		0.06	0.71	1.72	4.81	0.63	0.17	0.51	0.38	0.10	1.06	0.05
		0.63	0.95	3.74	15.54	6.53	0.86	3.79	4.36	0.39	0.74	0.37
		1.06	1.24	4.41	25.16	9.65	1.12	5.38	5.15	0.64	0.80	0.32
		1.69	1.31	1.18	1.62	1.48	1.30	1.42	1.18	1.63	1.08	0.85
X		9.39	2.90	1.37	3.01	2.31	2.18	6.15	3.21	1.54		
S.D		16.502	3.478	3.518	5.135	4.381	4.26	9.941	5.7	0.905		
C.V		1.7572	1.2	2.574	1.709	1.893	1.957	1.616	1.774	1.556		
Max		86.21	12.87	16.56	18.91	18.36	16.72	38.64	28.11	3.13		
Min		0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00		

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الاوراق المالية.

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

أما أدنى متوسط خلال العشرة سنوات لقطاع السوق بالكامل وضمن العينة المختارة كان في عام (2021) عند متوسط بلغ (0.58) وانحراف معياري مقداره (2.038) مما نتج عنهُ معامل اختلاف قدره (1.322)، وكان القطاع الذي حقق أعلى مضاعف في هذا العام هو القطاع المصرفي وتحديدا مصرف التنمية الدولي للاستثمار والتمويل والمشار اليه بالرمز (BIDB)، أما أدنى مضاعف لهذا العام كان لمصرف الشمال للتمويل والاستثمار المشار اليه بالرمز (BNOR) عند مضاعف مقدار (0.00) بسبب عدم تداول الاسهم في ذلك العام كما ونلاحظ بان المتوسط العام لمعامل الاختلاف للقطاعات كاملة يبلغ (1.73) وهذا يدل على ان هناك تشتت كبير في أسعار الاسهم الامر الذي يدل عدم الموضوعية في التقييم، وعلى اساس ما تقدم نستدل على ان استخدام نموذج مضاعف السعر والأرباح المعدل دورياً يساعد على التقييم الموضوعي للأسواق المالية، اي ان نموذج مضاعف السعر والارباح المعدل دوريا له القابلية على التقييم الموضوعي للأسواق المالية واعطاء الصورة الواضحة عن الوضع الحقيقي للشركة فيما لو كانت مقومة بقيمتها الحقيقية ام لا، وبذلك تتم **الاجابة على التساؤل الأول** من تساؤلات الدراسة اي ان السوق المالي العراقي لا يتصف بالتقييم الموضوعي للاسهم سواء على مستوى القطاعات او مستوى السوق بالكامل. ويمكن استعراض نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا (CAPE) للعينة المختارة ضمن قطاع السوق بالكامل وخلال العشرة سنوات من خلال الشكل (2):



شكل (2) نموذج (CAPE) لقطاع السوق بالكامل للمدة (2013 – 2022)

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Excel.

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

يتضح من خلال الشكل (2) ان نتائج الشركات عينة الدراسة كانت متفاوتة بين السنوات فنلاحظ ان اعلى متوسط متحقق لمضاعف السعر الى الارباح المعدل دوريا كان في سنة 2013 فقد بلغ (9.39) للشركات عينة الدراسة أي ان اغلب الشركات في ذلك العام كانت مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية كما مبين في الجدول (5) الذي يستعرض الاتجاه العام للقطاعات، اما أدنى متوسط لمضاعف السعر الى الارباح المعدل دوريا كان في سنة (2021) على مستوى السوق بالكامل فقد بلغ (0.58) بسبب ان الشركات في ذلك العام كانت مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، أما خط الإتجاه الاتجاه العام فيبين ان الشركات عموماً كانت في اتجاه تنازلي، وما يدعم ذلك هو معادلة الإنحدار ومعامل التحديد الظاهران بالشكل (2)، وتأسيساً على ما تقدم نستدل على ان القطاعات المالية ضمن العينة المبحوثة لا تراعي حالات التضخم مما انعكس سلباً في المتوسط العام لدى أغلبها.

جدول (5) الاتجاه العام للقطاعات المالية

القطاع	عدد الشركات المختارة	الإتجاه العام	موقف الشركات المبحوثة
المصارف	10	**تصاعدي**	مقومة **بأقل** من قيمتها الحقيقية
التأمين	2	**إنـــحدار**	مقومة **بأعلى** من قيمتها الحقيقية
الإستثمار	2	**تصاعدي**	مقومة **بأقل** من قيمتها الحقيقية
الخدمات	3	**إنـــحدار**	مقومة **بأعلى** من قيمتها الحقيقية
الصناعة	6	**إنـــحدار**	مقومة **بأعلى** من قيمتها الحقيقية
الفنادق والسياحة	3	**إنـــحدار**	مقومة **بأعلى** من قيمتها الحقيقية
الزراعة	2	**إنـــحدار**	مقومة **بأعلى** من قيمتها الحقيقية
الاتصالات	2	**تصاعدي**	مقومة **بأقل** من قيمتها الحقيقية
السوق بالكامل	30	**انحدار**	مقوم **بأعلى** من قيمته الحقيقية

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على نتائج التحليل المالي السابق.

يتبين من الجدول (5) أعلاه ان الاتجاه العام للشركات المبحوثة عموماً في حالة تراجع مما يعني بأن السوق مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية، وعليه نستدل على ان اسعار الاسهم المتداولة في السوق المالي العراقي غير مقومة بقيمتها الحقيقية، وبذلك تتم **الاجابة على التساؤل الثاني** للدراسة والذي نستدل من خلاله على ان اسعار الاسهم المتداولة في السوق المالي العراقي مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية اي بمعنى ان الأسعار الحالية مبالغ بتقديرها، ومن خلال نتائج التحليل المالي نلاحظ أن نتائج نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا (CAPE) عندما تكون مرتفعا تتجه الربحية المعدلة بحسب التضخم نحو الانخفاض مقارنةً بسعر السهم، وهذا يحدث عندما تكون الشركة ذات نمو بطيء للأرباح، أو عندما تكون الأسعار مرتفعة بشكل عام، وعليه

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

يمكن القول بأن نموذج (CAPE) المرتفع دليل على إمكانية تحقيق نمواً في الأرباح المستقبلية ويحدث ذلك نتيجة ثقة المستثمرين بالشركات ويحدث العكس عند انخفاض نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً (CAPE)، وبذلك فانه يمكن **الاجابة على التساؤل الثالث للدراسة** اي ان نموذج مضاعف السعر الى الارباح المعدلة دوريا يمكن استخدامه كمؤشر بديل للأرباح.

رابعاً: التحليل المالي الخاص بتقييم مؤشرات السوق المالية للعينة المبحوثة

تُعد مؤشرات سوق الأوراق المالية أدوات أساسية لقياس أداء مجموعة معينة من الأسهم، وتُستخدم كمعايير مرجعية من قبل المستثمرين والمحللين والمؤسسات المالية لتقييم اتجاهات السوق واتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، وفي هذه الدراسة سيتم تحليل ثلاث مؤشرات لتقييم الأسواق المالية وهي:

1. المؤشر الموزون بالسعر
2. المؤشر الموزون بالقيمة
3. المؤشر متساوي الاوزان

ويمكن توضيح نتائج تحليل مؤشرات سوق الأوراق المالية من خلال الجدول (6)، والذي يتناول ثلاثة نسب احصائية هي: الوسط الحسابي (X)، الانحراف المعياري (S.D)، ومعامل الإختلاف (C.V)، والتي تم حسابها لبيانات الدراسة بالكامل على مستوى مؤشرات السوق الثلاثة أو على مستوى السنوات والموضحة كما في الجدول (6):

جدول (6) مؤشرات تقييم الأسواق المالية

CV.	S.D	X	السنوات										المؤشر
			2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
0.28	1.34	4.69	4.94	3.92	3.47	3.63	3.68	3.74	3.71	5.73	7.09	6.95	PWI
0.301	0.309	1.03	0.88	1.02	0.94	1.01	0.93	0.96	1.00	0.74	0.86	1.92	VWI
0.07	0.08	1.14	1.06	1.04	1.11	1.17	1.21	1.08	1.09	1.14	1.17	1.34	EWI
			2.29	1.99	1.84	1.94	1.94	1.93	1.93	2.54	3.04	3.40	X
			1.87	1.36	1.15	1.19	1.23	1.28	1.25	2.26	2.86	2.51	S.D
			0.81	0.68	0.62	0.61	0.63	0.66	0.65	0.89	0.94	0.74	C.V

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الاوراق المالية.

1. **تحليل المؤشر الموزون بالسعر(Price-Weighted Index)** // يعكس هذا المؤشر أداء أكبر الشركات، اذ تستحوذ الشركات ذات الأسعار الأعلى على قيمة المؤشر، كما أنه أقل تقلبا

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

من المؤشرات الأخرى بسبب تأثير الشركات ذات الأسعار الأعلى، وتم استخدام المعادلتين الاتية لحساب هذا المؤشر:

$$\text{المؤشر الموزون بالسعر} = \frac{\text{مجموع الأسعار}}{\text{المعدل الخاص بالمؤشر}}$$

وبالنظر الى الخصائص الواسعة لهذا المؤشر والتي بينها (ال شبيب, 2012, 210) التي اشارت الى (انه مؤشر يمثل قطاع واحد من السوق وبالتالي لا يمكن استخدامه كمؤشر للسوق العام الذي يمثل كافة القطاعات الاقتصادية لأنه وفي حالة مؤشر داو جونز (DOWJOENS) يستخدم هذا المؤشر لقياس اسهم القطاع الصناعي ,وان استخدام هذه الطريقة في قياس المؤشر يؤدي الى ارتفاع تأثير الاهمية النسبية لأسعار الاسهم لبعض الشركات بشكل اكبر على نتائج المؤشر وبالتالي لا يعكس حركة جميع الاسعار للاسهم)، ومن اجل الوصول الى نتائج دقيقة وواضحة عمدت الباحثة الى التعديل على آلية حساب المقام للمؤشر أعلاه ليكون حسابه وفق المعادلة الاتية:

$$\text{المعدل الخاص بالمؤشر} = \frac{\text{مجموع عدد الاسهم}}{\text{المتوسط}}$$

يستعرض الجدول (6) المؤشر الموزون بالسعر والمشار اليه بالرمز (PWI) والذي يوضح قيمة الشركات الداخلة ضمن عينة الدراسة وهي ثلاثين شركة خلال المدة (2013 – 2022)، فقد حقق المؤشر الموزون بالسعر خلال العشرة سنوات متوسط بلغ (4.69) عند انحراف معياري مقداره (1.34) مما نتج عنهُ معامل اختلاف مقداره (0.28) والتي تعني ان البيانات اكثر تجانساً، فيما كانت أعلى نسبة متحققة لهذا المؤشر في عام (2014) فقد بلغت قيمة المؤشر (7.09) وهذا يدل على أن أسعار الأسهم كانت مرتفعة في هذا العام بسبب زيادة الطلب عليها، الامر الذي يتوافق مع النتائج السابقة التي اظهرها نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدلة دوريا (CAPE) فقد كانت أعلى قيمة عام (2013)، أما أدنى قيمة للمؤشر الموزون بالسعر خلال العشرة سنوات للشركات المبحوثة فقد كان في العام (2020) إذ بلغت قيمة المؤشر (3.47)، مما يعني بأن الأسعار كانت منخفضة فيما لو قورنت بالعام (2014) مما يدل على انخفاض الطلب على أسهم هذه الشركات وبالتالي انخفاض أسعارها، وهو ما تم اثباته مسبقاً بحسب قيمة نموذج (CAPE) للعام ذاته التي بلغت في حينها (3.21) وهو ما يدل على ان غالبية الشركات المبحوثة مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية، وعليه نستدل بأن أسهم الشركات المبحوثة قد شهدت هبوطاً في

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

أسعارها، وبالتالي فإن هذا المؤشر يؤدي الى تراجع ثقة المستثمرين والسبب يعود الى كون غالبية الشركات مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية وهذا ما بينهُ نموذج مضاعف السعر الى الأرباح (CAPE) الذي تم تحليل نتائجه مُسبقاً.

2. تحليل المؤشر الموزون بالقيمة (Value-Weighted Index)

يتم من خلال هذا المؤشر إعطاء وزن للشركات على أساس القيمة، وقد يكون مناسب للمستثمرين الراغبين بالأسهم المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية كونه يمثل فرصة استثمارية وإمكانية واعدة لتحقيق الأرباح عند ارتفاعها، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة الاتية:

$$\text{المؤشر الموزون بالقيمة} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية الأساس}}$$

من خلال نتائج الجدول (6) وتحديداً القيم العائدة للمؤشر الموزون بالقيمة للشركات المبحوثة خلال المدة (2013 – 2022) يتبين لنا بأن المؤشر قد حقق متوسط على مدار العشرة سنوات مقداره (1.03) مقابل انحراف معياري مقداره (0.309) مما نتج عنهُ معامل اختلاف مقداره (0.301)، فيما سجل المؤشر أعلى قيمة له في عام (2013) قدرت بـ(1.92)، وهذا يدل على زيادة رغبة المستثمرين نحو التوجه للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر، وهذا ما يتوافق مع نتائج نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا (CAPE) المعروضة مسبقاً اذ كانت أعلى قيمة للنموذج في العام ذاته وهو (2013) والذ كانت فيه الشركات مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية، أما أدنى قيمة لهذا المؤشر فقد كانت في عام (2015) والتي بلغت (0.74) ونستدل من ذلك أن الشركات المكونة للمؤشر في هذا العام كانت تعاني من انخفاض أسعار أسهمها ذات القيمة السوقية الأكبر، وما يدعم ذلك النتائج التي تم التوصل اليها عبر نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا (CAPE)، اذ اشارت النتائج في ذلك العام الى انخفاض قيمة النموذج الامر الذي يدل على أن اغلب الشركات كانت مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، وعليه نستدل بأن أسهم الشركات المبحوثة قد شهدت تراجعا في قيمتها السوقية، ومن خلال المراجعة المستفيضة من قبل الباحثة للتقارير السنوية للشركات المبحوثة استدلت على ان سبب التراجع في القيمة السوقية هو انخفاض الاستثمارات وبالتالي انخفاض طلب المستثمرين على أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الأقل، وكذلك بسبب انخفاض توزيعات الأرباح.

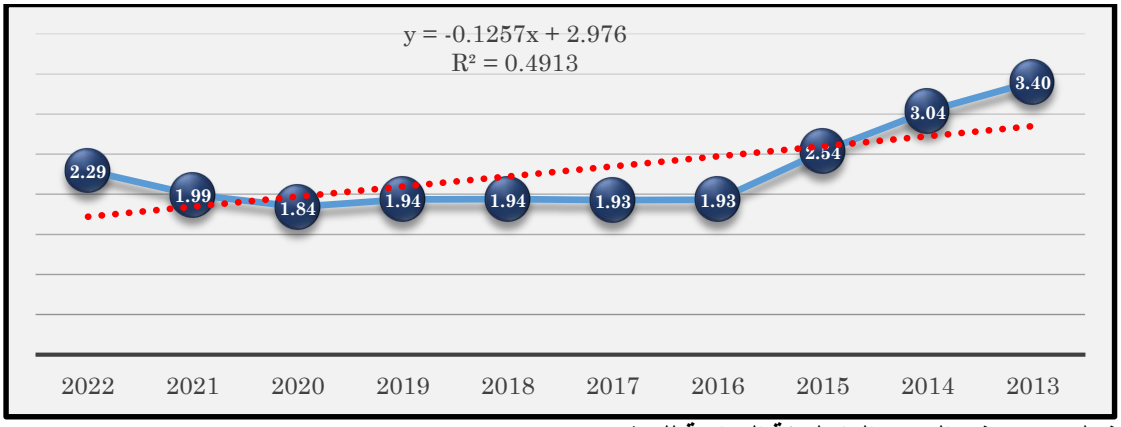
3. تحليل المؤشر مُتساوي الأوزان (Equal-weighted Index) // يتم في هذا المؤشر إعطاء وزن لجميع الشركات الداخلة ضمن العينة بالتساوي، بغض النظر عن القيمة أو السعر، وبالتالي

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

يكون أقل تحيزاً من المؤشرين السابقيّن، كما أنه قد يكون مناسبا للمستثمرين الراغبين بالتنويع، ويتم احتسابه من خلال المعادلة الاتية:

$$EWI = [(1 + r_1)(1 + r_2) \cdots (1 + r_n)]^{\frac{1}{n}}$$

و من خلال نتائج الجدول (6) وتحديداً القيم العائدة للمؤشر متساوي الأوزان للشركات المبحوثة خلال المدة (2013 – 2022) نلاحظ ان المؤشر قد حقق متوسط بلغ (1.14) مقابل انحراف معياري مقداره (0.08) مما نتج عنهُ معامل إختلاف يقدر بـ(0.07) وهو ادنى معامل اختلاف للبيانات المبحوثة الامر الذي يدل على عدم تشتت البيانات وتجانسها مع وسطها الحسابي، وكانت أعلى قيمة للمؤشر متساوي الأوزان خلال مدة الدراسة للشركات المبحوثة في عام (2013) فقد بلغت (1.34) وهذا يدل على ارتفاع العوائد في ذلك العام، وهو ذات العام الذي حقق فيه نموذج (CAPE) أعلى قيمة، أما أدنى قيمة للمؤشر فكانت في العام (2021) بقيمة (1.04) وكانت بسبب انخفاض العوائد نتيجة قيام غالبية الشركات المبحوثة في تدوير الأرباح للسنوات اللاحقة وقيام بعضها بتأجيل توزيع الأرباح وقيام البعض الآخر بإطفاء العجز المتراكم، وهي السنة التي شهدت أدنى قيمة لنموذج (CAPE)، وعليه نستدل بأن أسهم الشركات المبحوثة قد شهدت تراجعا في عوائدها خلال المدة المبحوثة للأسباب المذكورة آنفاً، وهذا ما يتوافق مع النتائج التي اظهرها نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا (CAPE) فقد كان في اتجاه تنازلي ايضاً بشكله العام، وفي ضوء ما تقدم يتبين لنا أن نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً يرتبط بعلاقة طردية بالمؤشر متساوي الأوزان، فيرتفع المؤشر بارتفاع نموذج (CAPE) وينخفض بانخفاضه، وبالتالي يتوافق السبب مع النتيجة أي وجود العلاقة ما بين المتغير المستقل والتابع، ويمكن توضيح مؤشر السوق العام من خلال الشكل (3) الآتي:



شكل (3) مؤشر السوق العام لعينة الدراسة للمدة (2013 – 2022)
المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Excel.

من خلال الشكل (3) نلاحظ بأن مؤشر السوق العام لعينة الدراسة في إتجاه تنازلي من خلال ما يوضحه خط الإتجاه العام على الرغم من ارتفاع المؤشر في السنتين الاخيرتيَن، وما يدعم ذلك هو معادلة خط الإنحدار ومعامل التحديد الظاهرتان بالشكل أعلاه، ويمكن القول بأن الشركات المبحوثة شهدت تراجعا في أسعارها، ومنه نستدل ان تقييم السوق المالي المبحوث وفق مؤشرات تقييم الأسواق المالية لا يتصف بالموضوعية سواء على مستوى السوق بالكامل او على مستوى الشركات المبحوثة، باستثناء المؤشر متساوي الأوزان والذي يتصف بالموضوعية نوعاً ما متميزاً بذلك على المؤشر الموزون بالسعر والمؤشر الموزون بالقيمة، وعلى أساس ما تقدم يمكن **الإجابة على التساؤل الخامس للدراسة** الذي ينص على ان عملية المقارنة بين أسعار الأسهم الحالية مع تقارير الأرباح المعدلة بحسب التضخم تؤثر في التقييم النهائي للسوق المالي.

ثانياً: الاختبار الاحصائي لفرضيات الدراسة

تتناول هذه الفقرة اجراء التحليل الإحصائي للبيانات الخاصة بعينة الدراسة وذلك من اجل اختبار الفرضيات الإحصائية المتعلقة بمتغيرات الدراسة والتي تم صياغتها لمعرفة تأثير المتغير المُستقل وهو مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا CAPE على المتغير التابع وهو تقييم الأسواق المالية (بمؤشراته الفرعية)، والتي سبق وان تم اختبارها مالياً في الفقرات السابقة من هذا الفصل، وانطلاقاً من **الفرضية الإحصائية الأولى** التي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر الموزون بالسعر، ومن خلال نتائج الجدول (7) نلاحظ أن حجم الارتباط بين المتغير المستقل (مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا) والمتغير التابع الفرعي (المؤشر الموزون بالسعر) قد بلغ (35.5%) وهذا مؤشر على ضعف العلاقة نوعاً ما بينهما، وفي الجدول ذاتهُ نلاحظ أن معامل التحديد بلغ (12.6%) أي بمعنى أن نسبة تفسير مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا للمؤشر الموزون بالسعر كان قليلاً، وعلى أساس ما تقدم فأنه يتم رفض الفرضية الأولى وذلك بالاعتماد على قيمة المعنوية لتحليل التباين لأن قيمة (Sig= 0.314) أكبر من مستوى المعنوية المحدد بـ(5%) مما يعني عدم وجود علاقة تأثير معنوية لمضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا في المؤشر الموزون بالسعر للقطاعات عينة الدراسة، وأشارت نتائج الجدول آنف الذكر عدم معنوية علاقة التأثير الناتجة عن المتغير المستقل (مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا) على المتغير التابع (الفرعي الأول) المتمثل بالمؤشر الموزون بالسعر بحسب قيمة التأثير (F) البالغة (1.156)، ويمكن كتابة معادلة خط الإنحدار لتأثير المتغير المستقل وهو نموذج CAPE على المتغير الفرعي التابع وهو

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

المؤشر الموزون بالسعر بالاعتماد على نتائج تحليل المعاملات وعلى النحو الآتي ($Y_1 =$ 4.059 + 0.192X).

جدول (7) نتائج الاختبارات الإحصائية للفرضية الإحصائية الأولى

الفرضية المُختبرة	نتيجة قيمة الارتباط R	قيمة معامل التحديد R^2	معنوية تحليل التباين ANOVA	مستوى التأثير للمتغيرات F	نتيجة تحليل المعاملات Coefficients	القرار الاحصائي النهائي للفرضية
$X \rightarrow Y_1$	0.355	0.126	0.314	1.156	4.059 + 0.192	رفض

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

وبالانتقال الى **الفرضية الإحصائية الثانية** التي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر الموزون بالقيمة، ومن أجل الوقوف على القرار النهائي حولها جرى معالجة البيانات احصائيا، ويتضح من الجدول (8) بأن حجم الارتباط بين المتغير المستقل (مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا) والمتغير التابع (المؤشر الموزون بالقيمة) قد بلغ (84.4%) وهذا مؤشر على قوة الارتباط بينهما أي ان العلاقة بين المتغيرين علاقة إيجابية قوية، كما نلاحظ ان معامل التحديد بلغ (71.2%) أي بمعنى أن نسبة تفسير المتغير المستقل المتمثل بمضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا CAPE للمؤشر الموزون بالقيمة كان كبيراً، ومن خلال ما يظهره الجدول (8) آنف الذكر وتحديداً تحليل التباين فأنهُ يتم قبول الفرضية الثانية والتي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر الموزون بالقيمة للعينة المبحوثة، وذلك لأن قيمة (Sig= 0.002) اصغر من مستوى المعنوية المحدد بـ(5%) وبالتالي فأن النتائج تشير الى معنوية علاقة التأثير الناتجة عن المتغير المستقل والمتغير التابع (الفرعي الثاني) وهو المؤشر الموزون بالقيمة وذلك من خلال مقدار التأثير الذي بينته قيمة (F) والبالغ (19.809)، وعلى أساس ذلك ويمكن كتابة معادلة الإنحدار لتأثير المتغير المستقل على المتغير التابع على النحو الآتي: ($Y_2 = 0.684 + 0.105$ X).

جدول (8) نتائج الاختبارات الإحصائية للفرضية الإحصائية الثانية

الفرضية المُختبرة	نتيجة قيمة الارتباط R	قيمة معامل التحديد R^2	معنوية تحليل التباين ANOVA	مستوى التأثير للمتغيرات F	نتيجة تحليل المعاملات Coefficients	القرار الاحصائي النهائي للفرضية
$X \rightarrow Y_2$	0.844	0.712	0.002	19.809	0.684 + 0.105	قبول

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

أما فيما يتعلق باختبار **الفرضية الإحصائية الثالثة** للعينة المبحوثة والتي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر متساوي الاوزان، ومن خلال نتائج الجدول (9) يتضح بأن حجم الارتباط بين المتغير المستقل (مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا) والمتغير التابع الفرعي (المؤشر المتساوي الاوزان) قد بلغ (81.7%) الامر الذي يدل على قوة علاقة الارتباط بين المتغيرين، كما ونلاحظ في الجدول آنف الذكر بأن معامل التحديد قد بلغ (66.8%) الذي يعني بأن نسبة تفسير نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا كانت جيدة بالنسبة للمؤشر متساوي الاوزان، ومن خلال نتائج تحليل التباين الظاهرة في الجدول (9) فإنهُ يتم قبول الفرضية الثالثة والتي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين نموذج CAPE والمؤشر متساوي الأوزان، أي أن هنالك تأثيراً ذو دلالة معنوية لنموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا على المؤشر متساوي الاوزان، وذلك لأن قيمة (Sig= 0.004) اصغر من مستوى المعنوية المحدد بـ(5%) وبالتالي تشير النتائج الى معنوية علاقة التأثير الناتجة من المتغير المستقل على المتغير التابع الفرعي والمتمثل بالمؤشر متساوي الاوزان بحسب قيمة (F) التي بلغت (16.119)، ويمكن كتابة معادلة خط الإنحدار لتأثير المتغير المستقل وهو نموذج CAPE على المتغير الفرعي التابع على النحو الآتي ($Y_3 = 1.051 + 0.028X$).

جدول (9) نتائج الاختبارات الإحصائية للفرضية الإحصائية الثالثة

الفرضية المُختبرة	نتيجة قيمة الارتباط R	قيمة معامل التحديد R^2	معنوية تحليل التباين ANOVA	مستوى التأثير للمتغيرات F	نتيجة تحليل المعاملات Coefficients	القرار الاحصائي النهائي للفرضية
$X \rightarrow Y_3$	0.817	0.668	0.004	16.119	1.051 + 0.028	قبول

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

وأخيراً من أجل معرفة القرار النهائي الخاص **بالفرضية الإحصائية الرابعة** التي تنص على وجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين استخدام نموذج CAPE وتقييم الأسواق المالية، جرى اختبار البيانات احصائيا لمعرفة العلاقة بين استخدام نموذج CAPE وتقييم الأسواق المالية، ويتضح من الجدول (10) ان قيمة الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع بمؤشراته الثلاثة (المؤشر الموزون بالسعر، المؤشر الموزون بالقيمة، المؤشر متساوي الاوزان) قد بلغت (52.2%) وهذا يدل على أن علاقة الارتباط بين المتغيرين جيدة نوعا ما كونها علاقة إيجابية، كما ونلاحظ أن معامل التحديد بلغ (27.2%) ويعني ذلك بأن نسبة تفسير استخدام نموذج

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

CAPE لتقييم الأسواق المالية كان بمقدار (27.2%) والنسبة المتبقية تعود الى متغيرات أخرى لم تتضمنها المؤشرات الثلاثة المُختبرة في النموذج، كما وجرى اختبار بيانات الدراسة عبر تحليل التباين، ومن خلال النتائج الظاهرة في الجدول (10) فأنهُ يتم رفض الفرضية الرابعة أي عدم وجود علاقة تأثير معنوي مهم بين استخدام نموذج CAPE وتقييم الأسواق المالية للعينة المبحوثة وذلك لأن قيمة (Sig= 0.122) أكبر من مستوى المعنوية المحدد بـ(5%) مما يعني عدم وجود علاقة تأثير معنوية لمضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا في تقييم الأسواق المالية للقطاعات عينة الدراسة، وأشارت نتائج الجدول آنف الذكر عدم معنوية علاقة التأثير الناتجة عن المتغير المستقل (مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا) على المتغير التابع وهو تقييم الأسواق المالية بحسب قيمة التأثير (F) البالغة (2.992) اذ تشير النتائج الى عدم معنوية علاقة التأثير الناتجة عن المتغير المستقل على المتغير التابع ويمكن كتابة معادلة خط الإنحدار بالاعتماد على نتائج تحليل المعاملات على النحو الآتي: (Y = 1.931 + 0.108X).

جدول (10) نتائج الاختبارات الإحصائية للفرضية الإحصائية الرابعة

الفرضية المُختبرة	نتيجة قيمة الارتباط R	قيمة معامل التحديد R^2	معنوية تحليل التباين ANOVA	مستوى التأثير للمتغيرات F	نتيجة تحليل المعاملات Coefficients	القرار الاحصائي النهائي للفرضية
X → Y	0.522	0.272	0.122	2.992	1.931 + 0.108	رفض

المصدر: اعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (SPSS).

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1. عدم موضوعية التقييم للأسهم المتداولة في السوق المالي العراقي سواء على مستوى القطاعات او على مستوى الشركات ذات القطاع المتشابه كون اسعار الاسهم المتداولة تتصف بالمبالغة الكبيرة في قـيّـميها أي انها مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية.
2. يتصف سوق العراق للأوراق المالية بعدم الكفاءة نتيجة تفاوت الأسعار غير المبرر الامر الذي ينتج عنهُ أخطاء في تسعير الأسهم للشركات المدرجة في السوق، وبالتالي إمكانية التعرض للخسائر وعدم تحقيق الأهداف الحقيقية للاستثمار والتي من أهمها تحقيق الربحية.
3. ان الشركات ذات النمو البطيء في الأرباح هي التي تحقق القيم العالية في النموذج وبالتالي يمكن استخدام النموذج لقياس الأرباح بشكل واقعي.

مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية
مجلد (20) عدد (2) 2024

4. ان استخدام نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دوريا له الامكانية على التقييم الموضوعي للسوق المالية وتحديداً المؤشر متساوي الأوزان.
5. أن نموذج CAPE يعد مؤشراً جيدا لتقييم الأسهم ذات القيمة المرتفعة على عكس الأسهم منخفضة القيمة.

ثانياً: التوصيات

1. تطوير آليات الرقابة والإشراف على الشركات المدرجة في السوق المالي العراقي من قبل القائمين على السوق وذلك عبر تفعيل القوانين المُتعلقة بعمليات التداول وجعلها أكثر صرامة.
2. التأكيد على لجنة إدارة السوق بضرورة تقليل الأخطاء والمشاكل الناتجة عن تسعير الأسهم المتداولة لينعكس هذا الامر ايجاباً على تحقيق الكفاءة للسوق المالي والتأكيد على الشركات المدرجة في السوق بضرورة تعزيز الإفصاح عن المعلومات المالية والتشغيلية بشكل دوري ودقيق.
3. الاعتماد على نموذج السعر الى الأرباح المعدل دوريا كمؤشر بديل للأرباح للشركات المدرجة في السوق المالية الامر الذي سيساعد على تحفيز الاستثمارات وبالتالي النهوض بالقطاع الاستثماري والمالي.
4. التأكيد على استخدام نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً او المؤشر متساوي الأوزان كمؤشرين مُتبادلين لتقييم وضع الأسواق المالية وذلك لما أثبته هذان النموذجان من دقة وموضوعية في تقييم الأسهم للشركات المتداولة.
5. ضرورة استخدام نموذج مضاعف السعر الى الأرباح المعدل دورياً في عملية التقييم النهائي للسوق المالي وذلك لقدرة النموذج على المقارنة بين أسعار الأسهم الحالية والسابقة وتعديلها بحسب التضخم بما يضمن للشركات تحقيق أهدافها التنموية المستقبلية.

المصادر

1. آل شبيب، دريد كامل، (2012)، تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية، جامعة الزيتونة الأردنية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية.
2. التميمي، عباس فاضل رسن، (2019)، محفظة تعادل المخاطرة، دار أمجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى.

3. الجريان، خالد مكصد نايف، وعايض، عبد الله محمد أحمد، وبن محمد، زين العابدين، ومرزوقي، عين لاشيكين بنتي، (2020)، حوكمة الشركات وأثرها على المستثمر في اختيار السوق المالي دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية، كلية الاقتصاد والمعاملات، جامعة العلوم الإسلامية الماليزية.
4. خضير، ليلى بديوي، وكاظم، آيات علي، أثر الأزمات المالية والاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا للمد (2005 – 2022)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد19، العدد4.
5. الشواورة، فيصل محمود، (2012)، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي (التمويل والاستثمار والتخطيط والتحليل المالي).
6. العامري، محمد علي إبراهيم، (2013)، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع.
7. مطر، بتول، وخضير، منى، (2023)، أثر تقلبات الإيرادات النفطية في بعض مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004 – 2021)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد19، العدد1.

1. Al-Ali, A. H. H., Flaifel, A. A., & Al_Duhaidahawi, H. M. K. (2023). A Financial Behavior Measurement Model to Evaluate the Financial Markets. International Journal of Professional Business Review, 8(5), e01417. https://doi.org/10.26668/businessreview/2023.v8i5.1417
2. Al-Janabi, H. A., & AL-Yasi, M. A. (2023). The Interactive Relationship Between Investment Policies And The Quality Of Corporate Profits.
3. Alshaer, W. Y. I. (2022). The Analysis Of Stock Returns In The London Stock Exchange In The Context Of The Cyclical Adjusted Price To Earnings Ratio Signals (Doctoral Dissertation).
4. Andersen, K. A., & Leivestad, K. L. (2017). Innovation Alliances: A Case Study Of The Norwegian Financial Services Industry (Master's Thesis, BI Norwegian Business School).

5. Gray, W. R., & Vogel, J. (2014). The Cross-Section Predictability Of Cyclically-Adjusted Valuation Measures. Working Paper.
6. Jones, S. (2019). Macro Vs. Micro Earnings,'Macro-Earnings Negativity', And An Introduction To A Composite Valuation Model. Micro Earnings,'Macro-Earnings Negativity', And An Introduction To A Composite Valuation Model (February 13, 2019).
7. Klement, J., & Dettmann, O. (2014). CAPE Around The World: Update 2014–The Relationship Between Risk And Return. Update.
8. Kuroda, H. (2017, May). Theory On Financial Markets And Central Banks. In Spring Annual Meeting Of The Japan Society Of Monetary Economics. Tokyo.
9. Madheu, V. (2020). Determinants Of Financial Market Development: The Role Of Institutions (Doctoral Dissertation).
10. Madura.J.(2021). Financial Markets And Institutions.Thirteenth Edition.
11. Maharakkhaka, B., Suteerawattananon, B., Tirasuwanvasee, S., & Ramasoot, S. (2023). CAPE Ratio As A Prediction Tool For The Stock Exchange Of Thailand (SET). Online Sales. As Determined By Sopheaninh Khoeun, Chonnatcha Kungwansupaphan, And, 42.
12. Meddah, A., Lahcen, L., & Azzouz Mohamed, D. A. A. (2023).American Stock Index Forecasting Using Transformers Model.
13. Melone, A., Randl, O., Sögner, L., & Zechner, J. (2022). Stock-Oil Comovement: Fundamentals Or Financialization?. Fisher College Of Business Working Paper, (2022-03), 08.
14. Natrajan, K., & Gordon, E. (2016). Financial Markets And Services. Himalaya Publishing House.

15. Neuberg, R. (2019). The Market-Implied Probability Of Government Support For Distressed European Banks. In The Market-Implied Probability Of Government Support For Distressed European Banks: Neuberg, Richard. [Sl]: SSRN.
16. Philips, T., Ural, C., & Analytics, B. R.(2016) Uncloaking CAPE: A New Look At An Old Valuation Ratio.
17. Rattu, A. (2015).GDP And Stock Returns: Are They Related?
18. Reilly, Frank K. Brown, Keith C. And Leeds, Sanford J., 2019 "Investment Analysis & Portfolio Management" Eleventh Edition By Cengage Learning, Inc.
19. Sreevidya.U.Smt. (2014).Financial Markets And Services. Calicut University.P.O., 673635.