اختبار دقة بعض النسب المحاسبية للتنبؤ بأسعار الأسهم
القطاع المالي انموذجاً

م.م. نوار كنعان الدباغ
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة الموصل
nawar@uomosul.edu.iq

م.م. عمر زهير عزالدين
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة الموصل
omarzuher@uomosul.edu.iq

م. محمد ذنون محمد
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة الموصل
Mohamed_thanon@uomosul.edu.iq

Testing the accuracy of some accounting ratios to predict stock prices
The financial sector as a model

Nawar Kanaan AL-Dabbagh — Administration and Economics — University of Al Mosul

Omar Zuhair_ Ez — Administration and Economics — University of Al Mosul

Muhammad Thanoun — Administration and Economics — University of Al Mosul

تاريخ استلام البحث 7/ 2/ 2013 تاريخ قبول النشر 28/ 5/2013 تاريخ النشر 5 / 10/2023
https://doi.org/10.34009/aujeas.2023.181236

المستخلص

شكل التحليل المقارن لحجم تأثير النسب المحاسبية المتمثلة بـ(سعر السهم الى قيمته الدفترية P/B، ربحية السهم الى سعره E/P، وحصة السهم من توزيعات الارباحDPS، وحجم الشركة SIZE) على اسعار الاسهم، لرصد وتحديد امثلها واكثرها دقة للتنبؤ بأسعار الاسهم في الواقع العملي، الهدف الرئيسي لهذا البحث، متخذاً من عينة من اسهم شركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (كانون الثاني 2010–كانون الاول 2021) كأنموذجاً لأثبات ذلك، ومستعرضاً اهم الطروحات النظرية والدراسات التجريبية التي عرضت لتلك النسب، ومستخدماً ادوات القياس الاقتصادي الحديثة المستندة الى منهجيتي تحليل التباين ANOVA، والتحليل العاملي باستخدام طريقة تحليل المكونات الاساسية Principal Components Analysis، وعليه افصحت نتائج البحث أن اختلاف النسب المحاسبية من حيث المقاييس التي تعتمدها، يقود الى تباين حجم تأثيراتها على اسعار الاسهم، وبالتالي اختلاف اولوية المستثمر او المحلل المالي في اعتمادها، كما أن الاستناد الى نسبتي (سعر السهم الى قيمته الدفترية، وربحية السهم الى سعره) في التنبؤ بأسعار اسهم شركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، يوفر للمستثمر امكانية تفسير تقلبات اسعار الاسهم في السوق، فضلاً عن توفير الوقت والجهد في تحليل نسب محاسبية اخرى.

الكلمات المفتاحية: *النسب المحاسبية، التنبؤ بأسعار الاسهم، تحليل التباين ANOVA، التحليل العاملي*

Abstruct

The form of the comparative analysis of the effect of accounting ratios represented by (share price to book value PB, earnings per share to its price EP, share of dividends DPS, and company size SIZE) on stock prices, to monitor and determine the most optimal and accurate for forecasting stock prices in practice, the main objective of this The research, taken from a sample of the shares of the financial sector companies listed in the Iraqi Stock Exchange for the period (January 2010-December 2021) as a model to prove this, and reviewing the most important theoretical propositions and empirical studies that were presented for those ratios, and using modern economic measurement tools based on the two analysis methodologies Variation ANOVA, and factor analysis using the Principal

Components Analysis method, and accordingly the results of the research revealed that the difference in accounting ratios in terms of the standards they adopt, leads to the variation in the size of their effects on stock prices, and thus the difference in the priority of the investor or financial analyst in their adoption, and the reliance on To the two ratios (the share price to its book value, and the earnings per share to its price) in predicting the prices of the shares of the financial sector companies listed in the stock market. Iraq Securities, provides the investor with the ability to interpret stock price fluctuations in the market, as well as saving time and effort in analyzing other accounting ratios.

***Keywords**: accounting ratios, prediction of stock prices, analysis of variance ANOVA, factor analysis*

اولاً: اطار المنهجي

مقدمة:

يبنى قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، عبر العثور على أفضل خيارات الاستثمار المتاحة في السوق، والتي تحقق أعلى عائد ممكن وبموارد محدودة، بالاستناد الى تحليل المستثمرون للمعلومات المالية المتاحة، والتي تتخذ وبحسب الأدبيات المالية، ثلاث اتجاهات أساسية، يعبر الاتجاه الأول عن أخبار وتوصيات حول الشركة، كون هذه الاخبار تحمل في طياتها مستقبلاً تفاؤلياً او تشاؤمياً للشركة، والذي يعود في جزء كبير منه إلى ممارسات وقوانين الحكومة تجاه بعض الشركات الانتاجية المدرجة في السوق المالية، مما يؤثر بصورة مباشرة في قرارات المستثمرين وأنشطة الشركات الخاصة والافراد المتعاملين، أما الاتجاه الثاني للمعلومات فقد عبر عنه بدراسة اتجاه السعر التاريخي للسهم، لمحاولة التنبؤ باتجاهه المستقبلي، والتي تشمل الرسوم البيانية، باستخدام البرامج المختصة في تحويل تغيرات الاسعار الى مخططات بيانية تربط بين السعر والزمن، في حين عبر عن الاتجاه الثالث بتحليل النسب المالية، أو كما يعرف بالتحليل الاساسي، والذي يشير الى استخدام النسب المحاسبية لتقييم الشركة مما يساعد المستثمر على تحديد ما إذا كان الاستثمار يمثل فرصة ام لا، وفي هذا المضمار أظهرت الدراسات التجريبية، أن استراتيجيات الاستثمار التي تستند الى تحليل النسب المحاسبية، انتجت عوائد كبيرة غير طبيعية في المتوسط، نتيجة لما يوفره التحليل بالنسب المحاسبية من فهم أفضل لأداء الشركات المستقبلي، وبما يمكن من اختيار أفضل الفرص الاستثمارية.

الا انه ومن خلال اخذ جميع النسب المحاسبية المتاحة، ومن حيث تشعبها وتنوعها، يمكن الوصول إلى نتائج متضاربة، أو خاطئة أو غير دقيقة بسبب تفاوت اهميتها ودقتها، ما يجعل من التركيز على الأقل أهمية منها، مصدراً للتشويش والخطأ، الأمر الذي يجعل من مسألة تحديد وتشخيص النسب المحاسبية المثلى للتنبؤ بالإداء المستقبلي للسهم، أداة مهمة وفعالة للاعتماد عليها عند إجراء أي نوع من التحليل على النسب المالية، سوءاً كان تحليل الأساسي أو تقييم سريع لسعر الأسهم.

- **مشكلة البحث**

تاسيساً على ما تقدم، وفي ضوء ما طرح في تاريخ الفكر المالي الحديث علمياً وعملياً، حول مدى فعالية النسب المحاسبية في توقع الاداء المستقبلي للشركة، تمحورت مشكلة البحث الأساسية بالإجابة على التساؤلات التالية: ما هي النسب المحاسبية التي تعتبر أفضل المؤشرات للتنبؤ بأسعار الاسهم؟ وما مدى فاعليتها في ذلك؟

- **اهمية البحث**

شكلت محاولة اقتراح وتحديد النسب المالية الأكثر أهمية في القطاع المالي لسوق العراق للأوراق المالية، الأرضية التي استند اليها البحث في تحديد أهميته، فضلا عن إدراجه للعديد من النسب المحاسبية التي لم يسبق ان أخذت معا في الدراسات السابقة، وبما يوفر الوقت والجهد على المستثمرين في تحليل جميع النسب المالية ولكل شركة.

- **هدف البحث**

ان اختبار فرضية البحث تتطلب تحقيق الاهداف التالية:

1. التأصيل النظري لما عرضته اهم الدراسات، في تحليل النسب المحاسبية، ومدى فاعليتها في تقييم الاداء المالي للشركة.
2. الوقوف على ماهية النسب المحاسبية وتأثيرها على التنبؤ بأسعار اسهم الشركات عينة الدراسة تجريبياً.
3. التحليل المقارن للنماذج القياسية الخاصة بالنسب المحاسبية، وتحديد النماذج الافضل، بما يعبر عن النسب المحاسبية المثلى.

- **منهجية البحث**

لإثبات فرضيات البحث، وتحقيق اهدافه، تم اللجوء الى اسلوبين من اساليب البحث العلمي، يتعلق الاول بالأسلوب الوصفي للتأطير النظري، بينما يتعلق الثاني بالأسلوب الكمي القياسي باعتماد تحليل التباين ANOVA، وتحليل المكونات الاساسية Principal Components Analysis لغرض تقدير المتغيرات المدروسة واختيار النموذج الاكفأ وفقاً للاختبارات الاحصائية والقياسية.

- **مجتمع وعينة البحث**

تتكون عينة الدراسة من القطاع المالي في سوق العراق للأوراق المالية، بواقع ستة شركات من اصل 152 شركة مدرجة في السوق، بشرط ان لا تكون اسهم هذه الشركات قد خرجت من التداول (سواء كان ذلك بقرار من ادارة السوق او لعدم وجود تداول اصلاً) لفترة تتجاوز الثلاثة اشهر خلال مدة الدراسة التي غطت 11سنة تقريباً، ويوضح الجدول أدناه توزيع عينة البحث:

الجدول (1)عينة شركات القطاع المالي المختارة في سوق العراق للأوراق المالية

التسلسل	الشركة	التسلسل	الشركة
1	المصرف التجاري العراقي	4	الأمين للتأمين
2	المصرف الاهلي العراقي	5	الزوراء للأستثمار المالي
3	الخليج للتأمين	6	الوئام للإستثمار المالي

المصدر: من إعداد الباحثين بالاستناد الى المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية

- **الحدود المكانية والزمانية للبحث**

تمثل الحدود المكانية بعينة الشركات الممثلة للقطاع المالي، في سوق العراق للأوراق المالية، اما الحدود الزمانية فكانت المدة الزمنية المدروسة 2010-2021، بواقع بيانات فصلية.

- **فرضية البحث**

في ضوء ما طرح من تساؤلات جسدت مشكلة البحث، صيغت فرضياته، لتتخذ الشكل الآتي:

1. تتباين النسب المحاسبية في تفسيرها للتقلبات الحاصلة في اسعار الاسهم للشركات عينة الدراسة

2. يمكن تشخيص اكثر النسب دقة في تفسير التقلبات الحاصلة في اسعار الاسهم للشركات عينة الدراسة.

- **مصادر جمع البيانات**

بهدف عدم الوقوع في مشكلة اختلاف البيانات وتباينها فقد تم الاعتماد على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية.

- **نموذج البحث**

تم استخدام نوعين من المتغيرات، وكما يوضحها الشكل (1) وكالتالي:

أ. المتغير المعتمد(PRI) :يمثل سعر اغلاق السهم نهاية الفصل (الشهاب، 2015: 160)

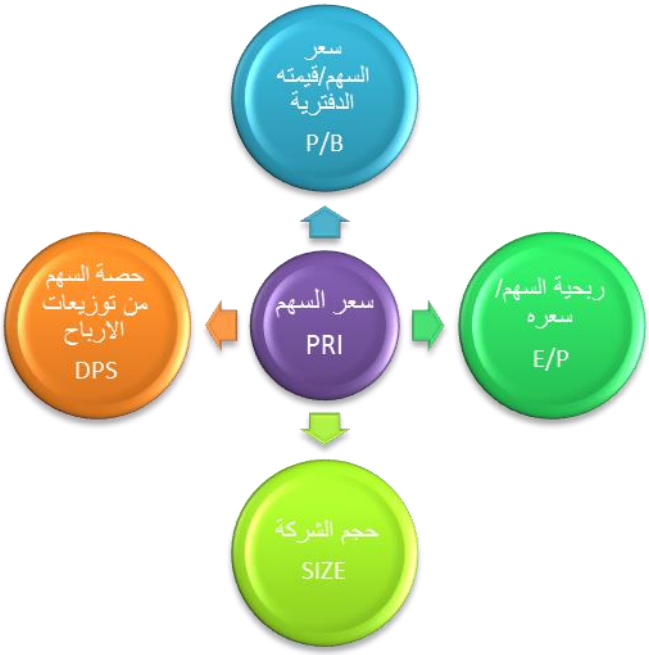
ب. المتغيرات المستقلة

تم استخدام المؤشرات المدرجة في الجدول (2)

الجدول (2) المتغيرات الاقتصادية المستخدمة في الدراسة

ت	المتغير الاقتصادي	المقياس	الرمز
.1	سعر السهم الى قيمته الدفترية	القيمة الدفترية للسهم =((إجمالي الموجودات – إجمالي المطلوبات) / عدد الأسهم القائمة). يتم الحصول على القيمة السوقية للسهم من خلال سعر السهم في السوق نسبة PB = السعر السوقي للسهم / قيمته الدفترية	PB
.2	ربحية السهم الى سعره	ر ربحية السهم= (صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب– التوزيعات علي الأسهم الممتازة) ÷ عددالأسهم العادية نسبة EP= ربحية السهم / سعره	EP
.3	حصة السهم من توزيعات الارباح	ربحية السهم= (صافي الدخل بعد الفوائد والضرائب– التوزيعات علي الأسهم الممتازة) ÷ عددالأسهم العادية	DPS
.4	حجم الشركة	اللوغارتم الطبيعي لاجمالي الموجودات	SIZE

المصدر: من إعداد الباحثين بالاستناد الى الاطر النظرية والدراسات التجريبية



الشكل (1) نموذج البحث

الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Word 10

- **خطة البحث**

انسجامًا مع طبيعة الموضوع تم تقسيم البحث الى اربع اجزاء عرض الجزء الاول منهجية البحث، والجزء الثاني، الدراسات السابقة، فيما يختص الجزء الثالث باستعراض الاطار النظري، والجزء الرابع عُني في عرض المنهجية التطبيقية بما فيها من متغيرات النموذج ومنهجية التقدير، فضلاً عن تقدير النماذج وما تتطلبه من تحليل مالي وقياسي، ويعنى الجزء الخامس من البحث بالخاتمة التي توضح اهم الاستنتاجات والتوصيات .

ثانياً: الدراسات المرجعية ذات العلاقة

لم يكن بعيداً عن اهتمام الأطر النظرية والدراسات الأكاديمية والتجريبية للفكر المالي الحديث، تشخيص النسب المحاسبية التي لها دور فاعل في التنبؤ بأسعار الاسهم، حيث أجريت العديد من البحوث والدراسات في هذا المجال ولعينات ودول مختلفة، يمكن استعراض أهمها بالاتي:

بحثت دراسة Agirman & Yilmaz, (2018) فيما إذا كانت النسب المحاسبية يمكن أن تتنبأ بعوائد الاسهم للفترة 2004–2014 في بورصة اسطنبول (BIST)، باستخدام مؤشرات تشمل سعر السهم إلى القيمة الدفترية (P / B) ، ونسبة سعر السهم الى ربحيته (P / E) ، وتوزيعات الأرباح لكل سهم (DPS)، حجم الشركة، بالاستناد الى منهجية البيانات المزدوجة، وقد اظهرت النتائج، قدرة تلك النسب المالية على التنبؤ بأسعار الاسهم، الا أن حجم الشركة يتمتع بقوة تنبؤيه أعلى من توزيعات الأرباح لكل سهم، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية، فضلاً عن عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة سعر السهم الى ربحيته واسعار الأسهم.

حاولت دراسة Dzikevičius & Šaranda (2011) اختبار فعالية التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال تقدير النسب المحاسبية لشركة معينة، عبر تقييم الارتباط بين عائد سعر السهم والنسب المالية للشركات المختارة في ليتوانيا، للفترة

2008–2009، باستخدام الارتباط والتغاير كأدوات تحليلية رئيسية، في ليتوانيا، واظهرت النتائج وجود علاقة مهمة ومتباينة القوة بين عائد سعر السهم والنسب المالية التي تم تقديرها وتقديمها في هذا البحث، وما يستدعي في سياق تقييم علاقة القوة حساب عائد سعر السهم باستخدام عدة طرق لأن الطرق المختلفة توفر نتائج مختلفة قليلاً.

اختبرت دراسة فنوش (2007) عدداً من المتغيرات المالية والتي شملت (مقسوم الارباح النقدي، ومكرر الارباح/ وسعر السهم الى ربحيته) لعينة من شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، للفترة 1998–2000، وتوصل الى عدم وجود علاقة معنوية بين مقسوم الارباح النقدي ومكرر الارباح، وان جانباً كبيراً من تقلبات اسعار الاسهم لا يستند الى اسس منطقية، أي انها لا تخضع لتأثير هذه المتغيرات.

بحثت Larojan (2021) في تأثير النسب المحاسبية على أسعار سوق الأوراق المالية لأكبر عشرين شركة بناءً على أعلى رسملة سوقية مدرجة في بورصة كولومبو (CSE). لتشخيص تأثير عائد السهم (EPS) وتوزيعات الأرباح لكل سهم (DPS) ومكاسب السعر (PE) ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MB) على سعر سوق الأسهم. باستخدام منهجية البيانات المزدوجة المتجانسة، لمدة خمس سنوات من 2015– 2019، وتوصلت الدراسة الى الاثر الايجابي لنسب EPS و DPS و PE على سعر سوق الأسهم.

وفي ذلك شكلت الدراسات السابقة، اهمية كبيرة في ترصين الدراسة الحالية، لما عرضته من الكثير من الاثباتات المعرفية التي مثلت ركائزاً اسهمت في تدعيم وترصين الجانب النظري والتطبيقي، الا ان ما يميز هذه الدراسة عن سابقاتها هو إدراجها للعديد من النسب المحاسبية التي لم يسبق ان أخذت معا في الدراسات السابقة، فضلاً عن تناولها بيئة العمل العراقية، وهو ما يؤشر اختلاف عينة الدراسة عن سابقاتها.

ثالثاً: الاطار النظري والمفاهيمي للنسب المحاسبية

منذ ظهور الادبيات المحاسبية والفكر المالي، توالت الدراسات والابحاث العلمية المتعلقة في دراسة سلوك أسعار الأسهم، واختبار امكانية التنبؤ بتغيراتها، باستخدام تقنيات تقييم مختلفة لتقدير الأسعار المستقبلية للسهم، ومنها تحليل العوائد السابقة، اخذين في الاعتبار البيانات المالية، ومدى صحتها ودقتها، عبر ما يُعرف بتقنية "التحليل الأساسي" ويُنظر الى هذه التقنية على أنها علاقات رياضية بين الأرقام ذات الصلة والتي تم الحصول عليها من البيانات المالية، وتشير نتائج تقييم العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم إلى ما إذا كان هناك أنماط في استجابة الأسواق لتلك المعلومات، مما يدلل على فائدة تحليل النسب كأداة كمية لتقييم الأوراق المالية، وبحسب ما اجمعت عليه معظم الادبيات المالية، يتم تحديد القيمة الأساسية للأوراق المالية من خلال الفحص الدقيق لمحركات القيمة الرئيسية مثل مخاطر الأرباح والنمو والمركز التنافسي، ما يشير الى تفاعل النسب المستندة إلى السوق، بعدها، نسباً متجذرة في نظريات التقييم الأساسية، التي تؤكد على أنها محددات مهمة لأداء الشركات، كونها تمثل العوامل والمتغيرات التي تشكل مصادراً رئيسية لتقدير الأسعار المستقبلية للسهم (Dzikevičius & Šaranda, 2011: 147–157), (Kwag & Kim, 2013: 406-415), (Agirman & Yilmaz, 2018: 191-199)

وكالاتي:

1. نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية price to book ratio (P/B)

حظيت العلاقة بين سعر السهم وقيمته الدفترية باهتمام الباحثين، منطلقين في تفسير ارتفاع أو انخفاض هذه النسبة من مدخلين مختلفين، الاول يستند في تفسيره الى فكرة مفادها بأن نسبة السعر الى القيمة الدفترية تمثل إشارة إلى القيمة النسبية التي يضيفها السوق على السهم العادي، مما يجعل هذه النسبة توفر مؤشرًا معبراً عن مقدار القيمة التي يضعها السوق على الشركة، كونها تشير إلى الفرق بين صافي موجودات الشركة والتقييم الذي يعينه السوق لها، وبعبارة اخرى،

أنها تعكس العلاوة التي يمنحها السوق للشركة على صافي موجوداتها، وعلى هذا النحو، تعكس الكفاءة التي ينظر بها السوق إلى الشركة، حيث تشير النسبة المرتفعة إلى أن كل دولار إضافي يُستثمر في صافي موجودات الشركة سيحقق عوائد جذابة للمستثمرين، وعلى النقيض من ذلك عند انخفاض هذه النسبة(Branch et al., 2014: 73-93).

بينما يربط المدخل الثاني في تفسيرها بينها وبين المخاطر، بعدها مؤشراً اساسياً لمخاطر الافلاس، فارتفاع نسبة قيمة السهم الدفترية الى سعره PB او انخفاض سعر السهم الى قيمته الدفترية PB، يشير إلى وجود مخاطر عالية على المستثمرين في الأسهم، تنعكس في انخفاض العوائد المتوقعة (Branch et al., 2014: 73-93) ، وبالتالي تعد هذه النسبة محركاً لكل من الربح والمخاطر، ما يجعل لجوء المديرين اليها لتعظيم الاول والتحكم في الثاني أمرًا أساسيًا لخلق القيمة، وفي ذات الاطار ترى Lee & Makhija (2009) ان هذه النسبة تعد مقياسًا مناسباً للتعبير عن قدرة الشركة على الاستمرار والنمو، وكفاءة الادارة في تحقيق ذلك كونها تتضمن تقييم السوق بالنسبة إلى مدخلات الاستثمار (الموجودات الدفترية)، نظرًا لكون الزيادة في القيمة السوقية على القيمة الدفترية تمثل مؤشر اداء لها، كما وتتضمن القيمة تتضمن معدات الشركة وأبنيتها والأراضي التي تملكها ومختلف الموجودات الأخرى كالسندات وغيرها، وبانخفاض نسبة السعر إلى القيمة الدفترية، دليل على مزيد من الحماية للاستثمار في اسهم الشركة، في حال كانت النسبة دقيقة فعلاً، وهو ما يدفع الكثير من المحللين إلى دراسة موجودات الشركة التي يروم شراء اسهمها بشكل جيد (Lee & Makhija, 2009: 537–555)

2. ربحية السهم الى سعره price to earning ratio (P/E)

يعد تحديد القيم الجوهرية للأوراق المالية، من خلال نماذج الربح من اكثر الأساليب المستخدمة شيوعاً بين المحللين الماليين، وعلى وجه الخصوص ربحية السهم، التي تعد من اهم الدلالات والمؤشرات المرتبطة بالإداء المالي للشركة، والتي لها قدرة على ارشاد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ القرار الاستثماري (Chutka & Kramarova, 2020: 1-8)، كونها تعكس فرص النمو، وحجم المخاطر التي قد يتعرض لها السهم، عبر قياس التدفق النقدي ومستوى قدرة استثمارات الشركة على توليد الأرباح، كما وتمثل ربحية السهم مجموع الارباح أو الخسائر الناتجة عن استثمارات الاسهم خلال سنة مالية محددة، والتي تعبر عن فرص النمو المستقبلية من خلال استقراء، ارتفاع معدلات الأرباح، نتيجة لارتفاع فرص نمو الشركة، او نتيجة لانخفاض العوائد المتوقعة والمنعكسة بانخفاض سعر السهم نتيجة التسعير الخاطئ(Ang & Zhang, 2011:130-142)، (Aras & Yilmaz, 2008: 18-30) .

3. حصة السهم من توزيعات الارباح dividend per share (DPS)

لتقدير سعر السهم، ينبغي تقدير الربحية المستقبلة له، عبر تحليل توزيعات الارباح كمحدد مهم للربحية الحالية للسهم، بعدها الممهد الرئيسي لتقدير القيمة المستقبلية له، وببلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم، والتي تمثل الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وحجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري (شراب، 2006، 61)، ولتجسيد ذلك، يركز المستثمر والمحلل المالي، على توزيعات الارباح، كونها تعبر في أحد جوانبها عن نجاح الادارة في تعظيم قيمة الشركة وزيادة ارباحها، والتي تمثل بدورها قاعدة لموجودات الشركة، وحقوق ملكيتها، بما يدعم جاذبية الشركة للمستثمرين الجدد، وقدرتها على سداد ديونها، واستقرار ارباحها، وانخفاض تقلبها، وبما يعزز الانطباع بانخفاض مخاطرها، نتيجة لانخفاض عدم التأكد حول اتجاه ارباحها (اللوزي، 2013: 23)-(Kwag & Kim, 2013: 406-415),

4. حجم الشركة firm sizes

يعبر حجم الشركة ضمن مفهوم الادارة المالية عن عملية تفاعل متعددة الأوجه تتم بين قرار هيكل رأس المال وربحية الشركة، ومن ثم قيمة المساهمين، حيث يمكن فهم اسباب الاختلاف في الربحية على مستوى الشركة، نتيجة للعلاقة الطردية بين حجم استثمار الشركة في الموجودات طويلة الاجل، وحجم الشركة، وهو ما يدعم زيادة معدلات ربحيتها، على عكس الاتجاه السائد في حالات الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم (Avdalović, 2018: 493-501)، وفي ذات الاطار ومن حيث توثيق الارتباط بين ربحية السهم وحجم الشركة، يرى Al-Slehat (2020) بأن الشركات الكبيرة عادةً ما تكون أكثر تنوعًا وأقل خطورة، وهذا ما اظهرته الكثير من الأبحاث من حيث تماثل العلاقة بين الحجم والأرباح المالية، بغض النظر ان كانت الشركات مالية أو غير مالية(Al-Slehat, 2020:1913-9012)، حيث تعمل الشركات الكبيرة النامية ذات الموجودات المدارة بكفاءة على تحسين ايراداتها وتعزيز ربحيتها، وفقاً لما تمتلكه من قدرة على جني الأرباح مقارنة بالشركات ذات الأصول الأصغر، مصدرها مرونتها في الحصول على التمويل، واتخاذ قرارات الرافعة المالية، فكلما زاد حجم الشركة، كان من الأسهل الحصول على مصادر تمويل داخلية أو خارجية، وهو ما يشير الى، تمتع الشركات ذات الأرباح الكبيرة باستقرار أكبر في عملياتها، مما سيؤثر على قيمة الشركة نفسها وينعكس بارتفاع اسعار اسهمها، علاوة على ذلك، يشير حجم الشركة إلى معدل نمو وتطور الشركة، وحصتها السوقية، فالحصة السوقية الأكبر تعبر عن قدرة تنافسية اكبر نسبيًا للشركة، والذي ينعكس بمجمله على مظهر وأداء الشركة في السوق، وللتعبير عن حجم الشركة بعده احد القيود الاساسية المحددة للرافعة المالية في كل من الشركات الصغيرة والكبيرة على المستويين المحلي والأجنبي، ومن ثم ربحيتها، المنعكسة بأداء اسهمها، رصدت الأدبيات المالية مؤشر إجمالي الموجودات المملوكة للشركة على انه مؤشراً لحجم الشركة: ويتكون من إجمالي الموجودات الثابتة (الموجودات الملموسة وغير الملموسة، والموجودات الثابتة الأخرى)، بالإضافة الى الموجودات المتداولة (المخزون والمدينين، والموجودات المتداولة الأخرى) (Al-Slehat, 2020: 1913-9012).

رابعاً: الاطار التطبيقي

بناءاً على ما تقدم، واستنادا إلى الاطر النظرية والدراسات التجريبية السابقة، ولإثبات فرضيات البحث الأساسية، وبهدف التعرف على النسب المحاسبية المثلى للتنبؤ بأسعار الاسهم، تم صياغة تشخيص كمي للنماذج، باستخدام متغيرات الدراسة التي تضم المتغيرات المستقلة (سعر السهم الى قيمته الدفترية PB، ربحية السهم الى سعره EP، وحصة السهم من توزيعات الارباحDPS، وحجم الشركة SIZE)،والمتغير المعتمد(سعر السهم PRI)، لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، باستخدام ما يعرف بأسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة(Balanced Panel Data) [1] لكل نموذج وللفترة 2010–2021، بيانات فصلية لتبلغ عدد مشاهدات السلسلة الزمنية لكل نموذج (264) مشاهدة.

تأسيساً على ما تقدم، يمكن صياغة نموذجي التقدير على شكل اربعة دوال رياضية يُستند اليها في بناء اربع معادلات قياسية، تتماثل في متغيرها المعتمد، وتختلف في متغيراتها المستقلة، تعكس الاولى اثر سعر السهم الى قيمته الدفترية PB في سعر السهم المعبر عنها بمؤشر (PRI)، والثانية اثر ربحية السهم الى سعره EP في سعر السهم (PRI)،

[1] للاطلاع على المزيد من التفاصيل حول مزايا استخدام Panel Data انظر على سبيل المثال إلى:
Gujarati, Damodar N., 2004, Basic Econometrics, Fourth Edition, The McGraw–Hill Companies

والثالثة اثر حصة السهم من توزيعات الارباح DPS الى سعره في سعر السهم (PRI)، والرابعة اثر حجم الشركة SIZE في سعر السهم (PRI) وكما يلي:

..... (1) $PRI = F\{PB\}$

..... (2) $PRI = F\{EP\}$

..... (3) $PRI = F\{DPS\}$

..... (4) $PRI = F\{SIZE\}$

..... (1) $PRI = \beta_0 + \beta_1 PB + \varepsilon_i$

..... (2) $PRI = \beta_0 + \beta_1 EP + \varepsilon_i$

..... (3) $PRI = \beta_0 + \beta_1 DPS + \varepsilon_i$

..... (4) $PRI = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \varepsilon_i$

1. **اختبار النسب المحاسبية واثرها على اسعار الاسهم**

للوصول الى نتائج وتقديرات لأثر النسب المحاسبية على اسعار الاسهم لعينة من شركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2010–2021، بينات فصلية، تتمتع بالدقة وامكانية اعتمادها وخلوها من التضليل او التحيز، تم التأكد من استقراريه البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة[1] وبصيغتها الخطية كما عكسها الرسوم البيانية في الملحق (1)، باستخدام اختبار لـ(LLC) Levin-Lin-Chu (2002)[2] الذي عرضت نتائجه في الملحق (2)، والتي اظهرت عدم استقراريه متغيرات الدراسة الا عند الفرق الاول.

وفي ضوء التقدم الملموس في برامج التحليل الاحصائي، ونتيجة لتطور التحليل الاحصائي واتساع استخدامه في الدراسات الاقتصادية والمالية، تم الاستعانة بنوعين من التحليل، الاول: تحليل التباين ANOVA، لغرض دراسة وتحليل اثر متغير او اكثر على متغير معين، وبما يمكن من المقارنة بين الفروق للعوامل، وتحديد ما اذا كانت تعطي نفس النتائج، والثاني: التحليل العاملي، كخطوة ثانية لمعرفة المتغيرات الاكثر تأثيراً باستخدام طريقة تحليل المكونات الاساسية Principal Components Analysis بعدها تقنية احصائية تستخدم لكشف وتفسير هيكل التباينات والتباينات المشتركة للمتغيرات الاصلية باستخدام توليفات خطية قليلة من المتغيرات، من خلال صيغة رياضية تقوم بحساب الارتباطات بين عدد من المتغيرات وتحليلها لتقليص المتغيرات، ومن ثم اتاحة ايجاد تفسيرات جديدة. (الشيخ والهاشمي، 2018: 376–390) حيث يقوم على افتراض معنوية اختبار (Bartletts Test) عند مستوى معنوية 0.05، بما يعبر عن غياب الارتباط بين المتغيرات المبحوثة، شرط تجاوز اختبار (KMO test) نسبة 50%، بما يدلل على كفاية العينة. (الشهاب، 2015: 165)

ومن اجل استخراج النسب المحاسبية المثلى المؤثرة على اسعار الاسهم من خلال خصائص تلك النسب، دون الاعتماد على اساس نظري محدد مسبقاً، تم اللجوء الى تحليل المكونات الاساسية باستخدام مصفوفة التباين المشترك Covariance Matrix، لتساوي وحدة القياس (جميع المتغيرات نسب) وكما في الجدول (5) الذي يحدد عدد ودرجات العاملية للنسب المحاسبية المبحوثة.

---

[1] . للاطلاع على التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة من حيث الوسط الحسابي ، والوسيط ، والانحراف المعياري، ومعامل الالتواء واختبارات التجانس، الرجوع الى الملحق (3).

[2] . Levin, A., Lin, C.F., Chu, C. ,2002, Unit root tests in panel data, Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*,108:1-24.

الجدول (3) تحليل التباين

ANOVA

PB

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	995752.565	390	2553.212	3322.901	.000
Within Groups	8.452	11	.768		
Total	995761.017	401			

DPS

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	995761.669	378	2634.290	7535.215	.000
Within Groups	8.740	25	.350		
Total	995770.409	403			

EP

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	995752.602	388	2566.373	3964.735	.000
Within Groups	8.415	13	.647		
Total	995761.017	401			

SIZE

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	995713.013	370	2691.116	8221.652	.000
Within Groups	8.838	27	.327		
Total	995721.851	397			

اظهرت نتائج تحليل التباين ANOVA الواردة في الجدول (3) والخاصة بقياس العلاقة بين كل متغير مستقل من المتغيرات (سعر السهم الى قيمته الدفترية PB، ربحية السهم الى سعره EP، وحصة السهم من توزيعات الارباحDPS، وحجم الشركة SIZE) والمتغير التابع سعر السهم PRI، كلُ على حدى، ان قيمة F المحسوبة عند مستوى معنوية 0.05، قد جاء اقل من 0.05 لجميع المتغيرات، وهو مايدلل على معنوية تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وهو ما يؤهل كل المتغيرات للانتقال الى المرحلة التالية من الاختبار.

الجدول (4)

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.286
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	2520.470
	Df	6
	Sig.	.000

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss22

استناداً الى ما تقدم من معطيات، وباعتماد نتائج اختبار KMO and Bartlett's المثبت في الجدول (4)، والتي عكست وبعد ان اثبت اختبار KMO وعبر اجتيازه نسبة 50% ، كفاية العينة، فضلاً عن المعنوية الاحصائية لاختبار Bartletts، من حيث عدم اجتياز قيمته حاجز الـ 0.05 بما يدلل على وجود الارتباط بين المتغيرات .

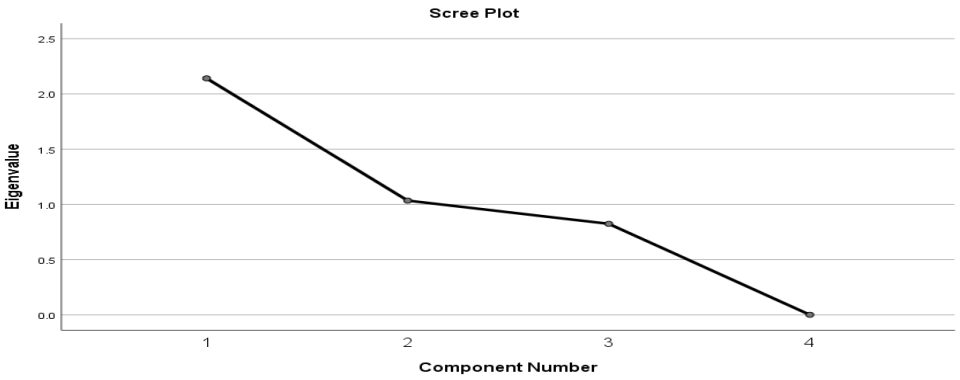
الجدول (5)

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.140	53.507	53.507	2.140	53.507	53.507	1.963	49.077	49.077
2	1.034	25.862	79.369	1.034	25.862	79.369	1.212	30.292	79.369
3	.824	20.607	99.976						
4	.001	.024	100.000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

يلاحظ من الجدول (5) استخراج متغيران وفقاً لاجتياز قيمة الجذر الكامن Eigenvalues لها الواحد الصحيح، كما تم التوصل الى نسب تفسير التباينات لكل عامل على حدى من التباين الكلي، وان نسبة تفسير العاملين مجتمعين هي 79.369 وهي نسبة جيدة، حيث تعد قيم Eigenvalues معياراً لكل مكون من خلال ما يكشفه من تباين، فكلما ارتفعت قيمة Eigenvalues، ارتفع التباين الذي يمكن ان يفسره العامل، ويدعم ذلك الرسم البياني لتلك العوامل بعده معياراً اضافياً يمكن استخدامه في تحديد العوامل التي تكون في المنطقة شديدة الانحدار، من خلال توضيح قيم الجذور الكامنة لها على المحور العمودي، ورقم العامل على المحور الافقي، والذي يبين وجود عاملين اكبر من الواحد الصحيح وفي ذلك تنخفض حدة انكسار الخط البياني ابتداءاً من العامل الثالث، بما يعكس اختزال العوامل اربعة الى عاملين مؤثرين وهما (سعر السهم الى قيمته الدفترية، وربحية السهم الى سعره) كما في الشكل (2)



الشكل (2)

الرسم البياني للجذر الكامن Eigenvalues لمتغيرات الدراسة

- **الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS 22**

استناداً الى النتائج السابقة، يمكن تشخيص ما يلي:

- اظهرت النماذج الخاصة بتحليل التباين ANOVA، لقياس العلاقة بين كل متغير من المتغيرات (سعر السهم الى قيمته الدفترية، وربحية السهم الى سعره، وحصة السهم من توزيعات الارباح، وحجم الشركة) والمتغير التابع سعر السهم معنوية احصائية عالية، وذلك من خلال عدم تجاوز قيمة (Prob. (F-statistic حاجز المعنوية0.05 ، وبذلك تعتبر النماذج ذات جودة من الناحية الاحصائية.
- اظهرت نتائج التحليل العاملي ان عاملي (سعر السهم الى قيمته الدفترية، وربحية السهم الى سعره)، ومن خلال النسبة العالية لتفسير العاملين مجتمعين، للتغيرات الحاصلة في اسعار الاسهم، والتي بلغت79.369 ان هذين العاملين يمثلان النسب المحاسبية المثلى للتنبؤ في اسعار الاسهم.
- ان المتغيرات الخاصة بـ(حصة السهم من توزيعات الارباح، وحجم الشركة) لا تدخل ضمن عوامل المؤثرة في اسعار الاسهم، ولا يمكنها تفسير التغيرات الحاصلة لا سعار الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وربما يكون ذلك نتيجة لاختلاف تأثير هذه المتغيرات من دولة لأخرى وفقاً للسياسات الاقتصادية التي تتبعها والواقع الاقتصادي الذي تعيشه، كما وفي ظل عدم وجود الشركات العملاقة والضخمة والتفاوت الكبير بين حجم الشركات وتوزيعات الارباح، سيكون من المستحيل ان يؤثر هذين المتغيرين على السوق المالي العراقي وبالتالي على الاوراق المالية المتداولة فيه. (حسين، 2014: 47)

خامساً: الخاتمة

شكل التحليل المقارن للنسب المحاسبية الاربعة، وتأثيرها على اسعار الاسهم، وتحديد امثلها واكثرها الاكثر دقة للتنبؤ بأسعار الاسهم في الواقع العملي، الهدف الرئيسي لهذا البحث، متخذاً من عينة من اسهم شركات القطاع المالي المدرجة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (كانون الثاني 2010–كانون الاول 2021) كأنموذجاً لأثبات ذلك، مستعرضاً اهم الطروحات النظرية والدراسات التجريبية التي عرضت لتلك النسب، ومستخدماً ادوات القياس الاقتصادي الحديثة المستندة الى منهجيتي تحليل التباين ANOVA، والتحليل العاملي باستخدام طريقة تحليل المكونات الاساسية Principal Components Analysis، وعليه توصل البحث إلى عدد من الاستنتاجات، التي بني في ضوئها مجموعة من التوصيات، وكما يلي:

اولاً: الاستنتاجات

1. هناك اختلاف في النسب المحاسبية من حيث المقاييس التي تعتمدها، وهو ما يقود الى تباين حجم تأثيراتها على اسعار الاسهم، وبالتالي اختلاف اولوية المستثمر او المحلل المالي في اعتمادها، وهو ما يوافق فرضية البحث في جزئية تباين النسب المحاسبية في تفسيرها للتغير في اسعار الاسهم للشركات عينة الدراسة.
2. ان اكبر مصدر للتأثير في تقلبات اسعار اسهم شركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية يعود الى نسبتي (سعر السهم الى قيمته الدفترية، وربحية السهم الى سعره)، وهو ما يوافق فرضية البحث في جزئية امكانية تشخيص اكثر النسب دقة في تفسير التقلبات الحاصلة في اسعار الاسهم للشركات عينة الدراسة.
3. ان نسبتي (سعر السهم الى قيمته الدفترية، وربحية السهم الى سعره)، توفران للمستثمر في اسهم شركات القطاع المالي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، امكانية تفسير تقلبات اسعار الاسهم في السوق، فضلاً عن توفير الوقت والجهد في تحليل نسب محاسبية اخرى.

ثانيا: التوصيات

1. قيام المتخصصين والباحثين في المجال المالي، بالاستخدام الموسع لمزيد من النسب المحاسبية لاختبارها واختيار امثلها في التنبؤ باسعار الاسهم، لتفوق بعضها على البعض الاخر في تفسير اسعار الاسهم.
2. دراسة المزيد من القطاعات الاقتصادية التي قد يكون لها خصوصية تدعم تأثير نسب محاسبية معينة على في التنبؤ باسعار الاسهم.

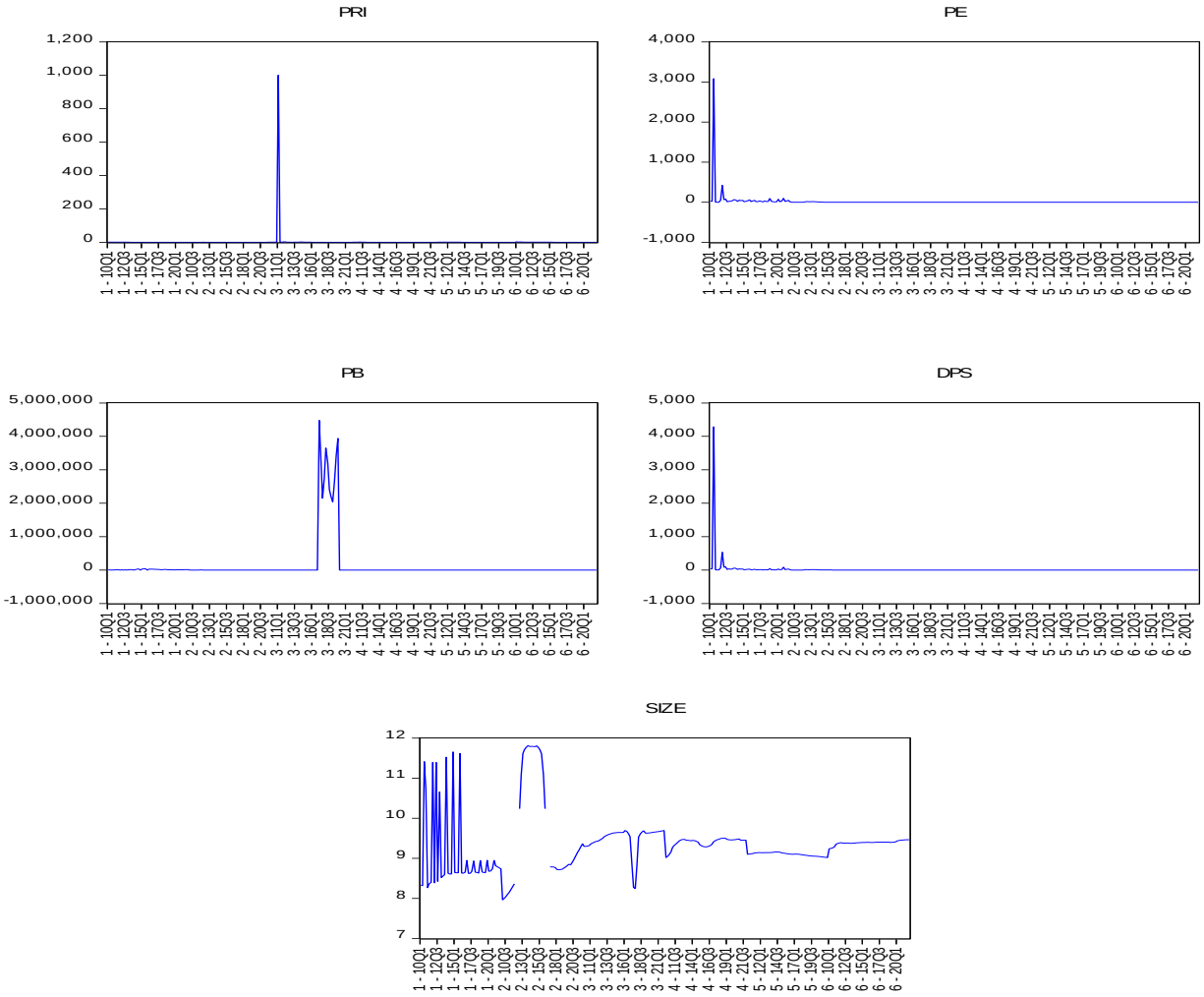
المصادر

1. Branch, Anurag, Ben, Chgawla, Chetan, & Qiu, Liping ,2014, an Updated Model of Price-To-Book,Journal of Applied Finance, 24(1): 73-93.
2. Lee, Seung Hyun, & Makhija, Mona, 2009,Flexibility in Internationalization: Is It Valuable During an Economic Crisis?, Strategic Management Journal 30: 537-555.

3. Aras, Guler & Yilmaz, Mustafa Kemal Yilma, 2008, Price-earning ratios, Dividend Yield & Market- to- book Ratio, Journal of Global Business and Technology, Volume. 4, Number 1: 18-30.
4. Ang, Andrew & Zhang, Xiaoyan, 2011, Price-Earnings Ratios: Growth and Discount Rates, The Research Foundation of CFA Institute: 130-142.
5. Chutka, Jan & Kramarova, Katarina, 2020,Usage of P/E earning models as a tool for valuation of shares in condition of global market , SHS Web of Conferences, Globalization and its Socio-Economic Consequences, 74, 01007: 1-8.
6. Dzikevičius, audrius & Šaranda, Svetlana , 2011, can financial ratio s help to forecast Stock prices? journal of Security and Sustainability issues, 1(2): 147–157.
7. Kwag, Seung Woog & Kim, Yong Seog, 2013,Stock Price Predictability of Financial Ratios and Macroeconomic Variables:A Regulatory Perspective, Industrial Engineering & Management Systems,Vol 12, No 4:.406-415.
8. Agirman, Ensar & Yilmaz, Omer, 2018, value of financial ratios in predicting stock returns: a study on Borsa Istanbul (BIST), Journal of Business, Economics and Finance , Vol.7(2):191-199.
9. Avdalović, Snežana Milošević , 2018, impact of firm specific factor on profitability of industrial grinding companies, Economics of Agriculture, Year 65, No. 2, 2018: 493-501.
10. Al-Slehat, Zaher Abdel Fattah, 2020, Impact of Financial Leverage, Size and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector, Jordan, International Business Research; Vol. 13, No. 1: 1913-9012.
11. Ratnawati, Vince , Azhari.S, Freddy, Desmond, Wahyuni Nita, 2018,The Impact of Institutional Ownership and a Firm's Size on Firm Value: Tax Avoidance as a Moderating Variable, Journal of Finance and Banking Review, w 3 (1): 1–8 .
12. Levin, A., Lin, C.F., Chu, C. ,2002,Unit root tests in panel data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*,108:1-24.
13. Larojan, Chandrasegaran, 202,1 Impact of Accounting Ratios on Stock Market Price of Listed companies in Colombo Stock Exchange, The Asian Institute of Research Economics and Business Quarterly Reviews Vol.4, No.3, 2021: 1-10

1. اللوزي، خالد محمد، 2013، اثر ممارسة ادارة الارباح على اسعار الاسهم، دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المدرجة في بورسة عمان، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط.
2. شراب، صباح اسامة علي، 2006، اثر الاعلان عن توزيعات الارباح على اسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للاوراق المالية – دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية – غزة، فلسطين.
3. الشيخ، ساوس، الهاشمي، ربيعي، 2018، استخدام تحليل المكونات الرئيسية في تكوين مؤشر للتنمية البشرية المستدامة في الدول العربية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 108، المجلد 24: 376-390.
4. الشهاب، ايمن، 2015، اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للاوراق المالية وامكانية الاستفادة منها في سوريا)، اطروحة دكتوراه في ادارة الاعمال، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.
5. فنوش، الياس خضير، 2007، المؤثرات الفائقة في حركة اسعار الاسهم، دراسة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين (29) 86: 214-235.

الملحق (1)



الرسوم البيانية للبيانات المزدوجة لمتغيرات الدراسة

- **الشكل من إعداد الباحثين بالاستناد الى نتائج برنامج Eviews 10**

الملحق (2)

نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقراريه بيانات متغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and	None	Intercept	Trend and

			Intercept			Intercept
DPS Prob.	- 3.96870 0.0000	-0.42568 0.3352	0.91404 0.8197	11.8427 0.0000	-5.-5.17313 0.0000	-4.29224 0.0000
PB Prob.	-1.98010 0.0238	310.564 1.0000	331.194 1.0000	-755.099 0.0000	450.813 0.0000	-15.0457 0.0000
PE Prob.	-- 1.91311 0.0279	-1.09824 0.1360	3.22859 0.0006	-10.4662 0.0000	-9.88001 0.0000	-14.4048 0.0000
PRI Prob.	-3.19562 0.0007	-2.33678 0.0097	0.0358 1.52040	-11.3507 0.0000	-11.4535 0.0000	-13.3208 0.0000
SIZE Prob.	-2.43037 0.0075	-2.38432 0.0086	-2.95281 0.0016	-6.13916 0.0000	-2.65686 0.0000	-1.06816 0.0000

- الجدول من عمل الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10
- القيم في الجدول تمثل قيم (Statistict).

تم اعتماد فترة الابطاء Automatic selection of maximum lags التي حددها برنامج Eviews 10

الملحق (3)

التوصيف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

	DPS	PB	PE	PRI	SIZE
Mean	21.33777	129415.3	18.16878	4.362640	9.353512
Median	0.037134	1.124456	0.048899	0.723125	9.356603
Maximum	4288.369	4477330.	3085.158	1000.000	11.80823
Minimum	-0.194726	-29.50486	-0.700908	0.142695	7.966405
Std. Dev.	256.3401	625910.7	184.9200	59.29090	0.740892
Skewness	16.35480	5.005383	16.18604	16.76152	1.770093
Kurtosis	272.3152	27.53135	268.4023	281.9669	6.906606
Jarque-Bera	870940.3	8307.032	845921.5	934198.1	328.9013
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	6059.928	36753934	5159.935	1238.990	2656.397
Sum Sq. Dev.	18596004	1.11E+14	9677300.	994861.2	155.3445
Observations	284	284	284	284	284

الجدول من عمل الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10