

التقييم المالي لأسهم الشركات القابضة باستخدام مضاعفات المقاربة السوقية

Financial valuation of holding company shares using relative approach multiples

غريسي العربي

جامعة معسكر – الجزائر

l.ghrissi@univ-mascara.dz

تاريخ النشر: 2021/12/31

بوزيد خديجة*

جامعة معسكر – الجزائر

khadidjabzd27@gmail.com

تاريخ القبول للنشر: 2021/10/30

تاريخ الاستلام: 2021/10/30

ملخص:

إن تقييم أسهم الشركات أمر مهم للغاية قبل اتخاذ قرار الاستثمار يتطلب الكثير من الخبرة والمعرفة بسوق الأوراق المالية، لذلك يقوم الخبراء والمحللين بتقييم أسعار الأسهم للمستثمرين المحتملين. تحقق هذه الدراسة في أثر مضاعفات المقاربة السوقية Relative Approach المستخدمة في سوق عمان للأوراق المالية على سعر السهم للفترة الممتدة من 2012 إلى 2018 وبالتحديد عينة من الشركات القابضة وقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد في الدراسة. أظهرت النتائج المتحصل عليها أن هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة "P/E & P/BV" والمتغير التابع سعر السهم "PS"، مما يمكن من بناء نموذج لتحديد أسعار الأسهم المتداولة يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار بالاعتماد على هذين المتغيرين. إلا أن معامل R^2 أظهر أنه لا يتم تفسير أسعار الأسهم بواسطة مضاعفا السعر إلى الربح والسعر إلى القيمة الدفترية فقط بل متغيرات أخرى يجب أخذها بعين الاعتبار. الكلمات المفتاحية: مضاعف السعر إلى الربح، مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية، سعر السهم، سوق عمان للأوراق المالية.

تصنيف JEL: G10, G11, C33.

Abstract

Valuation of company stocks is an important aspect before any investment decision which requires a lot of experience & knowledge of the stock market, so experts & analysts usually value stocks for potential investors. This study investigates the impact of relative Approach multiples used in the ASE on stock price for the period of 2012 to 2018, of holding companies. A simple and multiple linear regression model was used in the study.

The results reveals a statistically positive and significant relationship between the IV combined "P/E & P/BV" & the DV "share price," making it possible to build a model based on these two variables to determine the traded shares prices which help investors in their decisions making. However, the R^2 coefficient showed that stock prices are not explained only by P/E & P/BV multiples, but also other variables that must be taken into account.

Keywords: price to earnings multiple, price to book value multiple, stock price, Amman Stock Exchange.

Jel Classification Codes: G10, G11, C33.

* المؤلف المراسل.

1. مقدمة:

تهدف عملية تقييم المؤسسات لمقارنة القيمة التي تم الحصول عليها بسعر السوق، هذا من شأنه أن يساعد في تقرير ما إذا كان سيتم بيع أو شراء أو الاحتفاظ بالأسهم. كما يمكن استخدام هذه العملية في تحديد الأوراق المالية التي يجب أن تحتويها المحفظة المالية وغالباً ما يجب التركيز على الأوراق التي تكون مقومة بأقل من قيمتها في السوق، أما في الاكتتابات العامة يتم استخدام التقييم لتبرير السعر الذي يتم به عرض الأسهم على الجمهور، يوجد العديد من المقاربات التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بسعر السهم، ولكن المستثمرين غالباً ما يستعملون "المقاربة السوقية أو مقارنة المنهج المقارن Relative Approach" وهذا راجع لسهولة تطبيقها وفهمها حيث لا تتطلب الكثير من المعلومات وهي أكثر ملائمة لاحتياجات المستثمرين.

عند اختيار الأسهم، عادة ما يكون سعر السهم هو أول شيء يجب التفكير فيه وتقييم ما إذا كان السهم رخيصاً أو باهظ الثمن مقارنة بأساسيات الشركات. ولكن لدخول سوق الأوراق المالية، يجب أن يكون لدى المستثمر إستراتيجية استثمار جيدة، يقوم فيها عموماً بفحص أساسيات الأسهم لتحديد المعايير المستخدمة لتحديد السعر العادل للأسهم.

1.1. إشكالية الدراسة:

يمكن إنشاء بعض نماذج تقييم سعر السهم باستخدام أهم المضاعفات المالية المعتمدة في البورصة. من هذا المنطلق تتبلور إشكالية الدراسة كالآتي:

هل يمكن الاعتماد على مضاعفات المقاربة السوقية لوضع نموذج يساعد المستثمرين على تحديد السعر العادل للسهم في سوق عمان للأوراق المالية؟

لفهم إشكالية الدراسة وتوضيح أبعادها تم تجزئتها إلى أسئلة فرعية:

❖ ما هي أهم المضاعفات المستخدمة في منهج المقاربة السوقية؟

❖ ما العلاقة بين مضاعفات المقاربة السوقية وسعر السهم؟

2.1. فرضيات الدراسة:

❖ توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف السعر إلى الربح وسعر السهم في سوق عمان للأوراق المالية؛

❖ توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية وسعر السهم في سوق عمان للأوراق المالية.

3.1. أقسام الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المدروسة تم تقسيم البحث إلى محورين، حيث خصص المحور الأول لتقييم مضاعفات القيمة السوقية أو المنهج المقارن من حيث المفهوم والخصائص والتصنيفات ثم عرض أهم هذه المضاعفات بالتفصيل، أما المحور الثاني فخصص للجانب التطبيقي حيث تم إسقاط مضاعفات القيمة السوقية على عينة من الشركات القابضة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2018.

2. مضاعفات المقاربة السوقية:

تعتمد عملية التقييم على الإمكانيات المالية والمادية والمعنوية ولكنها لا تعطي قيمة دقيقة للمؤسسة، إنما تقدم نقطة يمكن الانطلاق منها في عملية التفاوض. توجد عدة مقاربات للتقييم المالي منها: مقارنة الذمة المالية ومقاربة التدفقات المالية والمقاربة السوقية (بن حمو عصمت و الهروشي، 2014، صفحة 60).

الفكرة الأساسية التي تقوم عليها المقاربة السوقية أو مقارنة المنهج المقارن هي أن "تقييم الأصول المتشابهة يجب أن يكون متماثلاً" أي أن يتم تقدير قيمة الأصل بناءً على كيفية تسعير الأصول المماثلة له في السوق (Damodaran, 2006, p. 57). كما يتم تحديد قيمة المؤسسة عن طريق تحليل تسعير الشركات "القابلة للمقارنة" نسبة إلى متغير مشترك مثل الأرباح أو التدفقات النقدية أو القيمة الدفترية أو المبيعات (Kulali & bilir, 2014, p. 153).

في تعريف آخر التقييم المقارن باستعمال المضاعفات يؤكد على أنه من الممكن تحديد قيمة كيان اقتصادي بمقارنته بالكيانات المماثلة على أساس عدة نسب تقارن سعر أسهمها بالمتغيرات ذات الصلة التي تؤثر على قيمة السهم (Inezwari, p. 73).

إن التقييم حسب المنهج المقارن يستخدم عدداً أقل من الافتراضات وأسرع في التنفيذ ويتطلب معلومات أقل من طرق التقييم الأخرى، وبالتالي فهو أكثر ملائمة لاحتياجات المستثمرين. كما أنه من السهل فهمه ويعكس تصورات وحالات السوق أكثر من التقييم حسب التدفقات النقدية المخصصة، إلا أنه قد يكون أيضاً سلبياً عندما تكون الشركات المماثلة مبالغاً في تقدير قيمتها أو أقل من قيمتها الحقيقية مما قد يؤدي إلى الإفراط في تقدير الشركة المستهدفة أو التقليل من قيمتها ولا ننسى أن نذكر أن من بين العيوب أيضاً الافتقار إلى الشفافية (Inezwari, p. 73).

وفي نفس السباق يحدد دامودارن مكونان أساسيان لعملية التقييم حسب المنهج المقارن، الأول هو أنه يجب تقييم الأصول على أساس نسبي مما يعني أن الأسعار ينبغي أن تكون موحدة ويتم ذلك عن طريق تحويلها إلى مضاعفات لبعض المتغيرات المشتركة والتي تأخذ شكل الأرباح أو القيمة الدفترية أو الإيرادات. أما الثاني فهو العثور على أصول أو شركات مماثلة وهو أمر يصعب القيام به حيث لا يوجد أصلان أو شركتان متطابقتان إذ تختلف الشركات من حيث المخاطر وإمكانات النمو والتدفقات النقدية (Damodaren, 2002, p. 637).

إن تحديد عينة المؤسسات القابلة للمقارنة مع الشركة المستهدفة لا يكفي لاستعمال المضاعفات ونظراً لأن أسعار الأسهم يتم تحديدها من خلال عدد وحدات حقوق الملكية في الشركة، فلا يمكن مقارنة أسعارها عبر الشركات المختلفة. بل يجب قبل ذلك تغيير أسعار السوق إلى متغير مشترك لتوليد أسعار موحدة قابلة للمقارنة بينما قد لا يكون ذلك ضرورياً عند مقارنة الأصول المتطابقة إلا أن هذه العملية ضرورية عند مقارنة الأصول والمنشآت التي تختلف في الحجم أو الوحدات (Damodaran, 2006, p. 58). بعد الانتهاء من إنجاز هذه الخطوة الأساسية، من الضروري عندئذٍ تحديد بعض مؤشرات الأداء المالية التي تسمى المضاعفات التي ستسمح بالقيام بعملية التقييم. كان اختيار عنصر التقييم الرئيسي الأكثر صلة لحساب "المضاعف" موضوع العديد من الدراسات. في معظم الأبحاث الأكاديمية والعملية حول نهج التقييم المقارن، تعد الأرباح هي العنصر الأكثر استخداماً. لكن المحللين يستخدمون عناصر أخرى على سبيل المثال: المبيعات ورقم الأعمال و EBIT و EBITDA والقيمة الدفترية (Riahi, 2004, pp. 14-17).

بشكل عام تعد المضاعفات مصطلحاً عاماً لفئة معينة من المؤشرات المختلفة التي يمكن استخدامها للتقييم. مضاعفات التقييم هي أدوات قياس مالية تسمح بجعل الشركات المختلفة أكثر قابلية للمقارنة. يمكن القول أنها وببساطة

التقييم المالي لأسهم الشركات القابضة باستخدام مضاعفات المقاربة السوقية

تعبير عن القيمة السوقية للأصل مقارنة بعنصر معين في البيانات المالية. هناك عدد من الانتقادات الموجهة ضد المضاعفات ولكن بشكل رئيسي يمكن تلخيصها على النحو التالي (Suozzo, Cooper, Sutherland, & Deng, 2001, pp. 3-4):

- ❖ **بسيط للغاية:** المضاعف هو تحجيم قدر كبير من المعلومات في رقم واحد أو سلسلة من الأرقام. من خلال الجمع بين العديد من العوامل المحركة للقيمة، قد تجعل المضاعفات من الصعب تصنيف تأثير العوامل المختلفة مثل النمو على القيمة. والخطر هنا هو أن هذا يشجع التفسير التبسيطي - وربما الخاطئ؛
- ❖ **ساكن:** يمثل المضاعف لمحة عن مكان وجود الشركة في لحظة معينة، ولكنه يفشل في التقاط الطبيعة الديناميكية والمتطورة باستمرار للأعمال والمنافسة؛
- ❖ **صعب المقارنة:** تستخدم المضاعفات بشكل أساسي لإجراء مقارنات ذات قيمة نسبية. لكن مقارنة المضاعفات هي شكل فني صارم، لأن هناك العديد من الأسباب التي قد تؤدي إلى اختلاف المضاعفات، والتي لا تتعلق جميعها باختلافات حقيقية في القيمة. على سبيل المثال، يمكن أن تؤدي السياسات المحاسبية المختلفة إلى مضاعفات متباينة للشركات العاملة المماثلة.

على الرغم من هذه العيوب ، فإن المضاعفات لها مزايا عديدة. نلخصها في النقاط الآتية (Suozzo, Cooper, Sutherland, & Deng, 2001, p. 4):

- ❖ **مفيدة:** التقييم يتعلق بإصدار أحكام، وتوفر المضاعفات إطار عمل لإصدار الأحكام على القيمة. عند استخدامها بشكل صحيح، تعد المضاعفات أدوات قوية يمكنها توفير معلومات مفيدة حول القيمة النسبية؛
- ❖ **البساطة:** تجعل بساطتها وسهولة حسابها المضاعفات طريقة جذابة وسهلة الاستخدام للتقييم القيمة. يمكن أن تساعد المضاعفات المستخدم على تجنب الدقة المضللة المحتملة للطرق الأخرى مثل تقييم التدفقات النقدية المخصومة؛
- ❖ **الملاءمة:** تركز المضاعفات على الإحصاءات الرئيسية التي يستخدمها مستثمرون آخرون. في حركة الأسواق الإجمالية سيكون للإحصاءات والمضاعفات الأكثر استخداماً التأثير الأكبر.

عادة ما يتم تصنيف المضاعفات حسب نوع القيمة التي نريد تحديدها وبذلك تنقسم إلى نوعين: مضاعفات قيمة المؤسسة ومضاعفات قيمة حقوق الملكية. تقارن مضاعفات حقوق الملكية القيمة السوقية للشركة مع قيم الأرباح التي يحق للمساهمين الحصول عليها. لا تأخذ مضاعفات المؤسسة في الاعتبار فقط القيمة السوقية ولكن أيضاً صافي الدين المسجل في الميزانية. تتم مقارنة قيمة المؤسسة (القيمة السوقية + صافي الدين)، مع قيم الأرباح التي يحق لجميع مقدمي رأس المال.

3. مضاعف السعر / الربح (P/E Ratio):

مضاعف الربح أو معدل رسملة الربح هو أكثر المضاعفات شيوعاً واستخداماً، وهو النسبة التي تقيس سعر السهم إلى أرباح نفس السهم (Damodaren, 2002, p. 659). يستخدمه المحللون والمستثمرون لتحديد قيمة حقوق الملكية في المؤسسة. يمكن استعماله أيضاً لمقارنة الشركة مع بياناتها المالية التاريخية ولمقارنة الأسواق مع بعضها البعض. يتم حسابه حسب

$$\text{المعادلة الآتية:} \quad P/E = \frac{\text{السعر السوقى السهم الواحد}}{\text{أرباح السهم الواحد}} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

- ❖ **السعر السوقى للسهم:** أغلب المحللين يستعملون السعر الحالي عند حساب هذا المضاعف، ولكن في بعض الحالات يتم استعمال متوسط سعر العام (12 شهراً الأخيرة)؛

❖ أرباح (العائد) على السهم: يمكن أن يكون العائد على السهم في المقام هو الأرباح على السهم خلال آخر سنة مالية، العائد للأربعة أرباع الأخيرة من الأرباح (12 شهرا الأخيرة)، الأرباح المتوقعة للسهم خلال السنة المالية المقبلة. (Damodaren, 2002, p. 641).

يمكن حساب قيمة حقوق الملكية (الأسهم) من خلال المعادلة التالية (Fernandez, 2017, p. 5):

$$Equity\ value = P/E \times Earnings$$

قيمة حقوق الملكية = مضاعف (السعر / الربح) × الأرباح

حيث: P/E هو مضاعف السعر / الربح لشركة قابلة للمقارنة أو متوسط مجموعة من الشركات القابلة للمقارنة. يعد مضاعف السعر / الربح من أكثر المضاعفات استخداما من طرف المحللين وهذا نظرا لسهولة استعماله وفهمه حتى بالنسبة لغير المختصين بالمجال، بالإضافة إلى توفر المعلومات المالية فكل من الأرباح التاريخية والمتوقعة متاحة بسهولة. أما من بين العيوب التي يحملها تطبيق هذا المعامل أن تفسيره يطرح مشكلة في بعض الأحيان فقد يعتبر بعض المستثمرين أن نسبة P/E المحددة مرتفعة للغاية، في حين أن البعض الآخر قد يعتبرون نفس النسبة منخفضة للغاية، حتى إذا تم مقارنتها بمتوسط نسبة P/E في الصناعة (Inezwari, p. 75). كما أن، حقيقة أن الأرباح أو صافي الدخل هي المتغير الأخير في حساب النتائج تعني أنه يمكن تحريف هذا المتغير بسبب هياكل رأس المال المختلفة والسياسات المحاسبية المختلفة. كما لا يمكن تقدير الشركات التي تبلغ عن أرباح سلبية أو أن تكون جزءا من شركات قابلة للمقارنة. يعتقد أنه يمكن أن يتأثر P/E بالسلطة التقديرية الإدارية حيث يمكن للمديرين التأثير عليه بزيادة الرافعة المالية فتؤدي مدفوعات الفوائد إلى انخفاض الأرباح مما قد يؤدي بالتالي إلى زيادة مضاعف السعر / الربح.

4. مضاعف السعر / القيمة الدفترية (P/BV (Price to Book Value

تعد القيمة الدفترية للشركة جانبا مهما يوفر معلومات حول قيمة الشركة. تأخذ القيم الدفترية أدولرا بارزة تجاه تحليل تقييم الشركة (Shittu, Ahmad, & Ishak, 2016, p. 87). عندما يتم إنشاء شركة جديدة، فإن قيمتها تساوي الاستثمار الذي قام به الملاك. تبدأ القيمة السوقية لأسهم الشركة في التبلور عندما تظهر عملياتها وعودا بعوائد طويلة الأجل. وفقا للمبادئ المحاسبية المقبولة عموما استنادا إلى التكاليف التاريخية، تظل القيمة الدفترية دون تغيير نسبيا في مبلغ الاستثمار الأصلي بالإضافة إلى إعادة استثمار الأرباح غير الموزعة. وبالتالي، يمكن اعتبار التغير في قيمة الشركة بمثابة تغير في النسبة بين سعر السوق لأسهمها وقيمتها الدفترية (Agrawal, Monem, & Ariff, 1996, p. 334).

نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي نسبة تقييم يستخدمها مستشارو الاستثمار ومديرو الصناديق والمستثمرون لمقارنة القيمة السوقية للشركة بالقيمة الدفترية (حقوق المساهمين). إن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية التي يتم التعبير عنها على شكل مضاعف (عدد المرات التي يتم فيها تداول سهم الشركة لكل سهم مقارنة بالقيمة الدفترية للشركة لكل سهم) هي مؤشر على مقدار ما يدفعه المساهمون لصافي الأصول في الشركة (Marangu & Jagongo, 2014, p. 51). يعكس مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية العلاقة بين القيمة السوقية لرأس المال وقيمة ميزانيتها العامة. حيث توفر النسبة التقييم النهائي وربما الأكثر شمولاً من قبل سوق رأس المال للحالة العامة للشركة. يلخص هذا المضاعف وجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بالشركة والإدارة والربحية والسيولة والآفاق المستقبلية (Marangu & Jagongo, 2014, p. 51). يتم حسابه من خلال المعادلة الآتية:

$$P/BV = \frac{\text{Price Per Share}}{\text{Book Value of Equity Per Share}}$$

وإذا ما تم استعمال القيمة الإجمالية تصبح المعادلة كالتالي:

$$P/BV = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Equity}}$$

وفقا لـ "damodaran" هناك العديد من الأسباب التي تجعل المستثمرين يجدون نسبة السعر / القيمة الدفترية مفيدة في تحليل الاستثمار القيمة الدفترية توفر مقياسا ثلثا نسبيا للقيمة يمكن مقارنته بسعر السوق. بالنسبة للمستثمرين الذين لا يثقون في تقديرات التدفقات النقدية المخصصة، فإن القيمة الدفترية هي معيار أبسط بكثير للمقارنة. إن المعايير المحاسبية المتناسقة بشكل معقول عبر الشركات، يمكن من مقارنة نسب القيمة الدفترية عبر الشركات المماثلة، بحيث أن الشركات التي لديها أرباح سلبية، والتي لا يمكن تقييمها باستخدام نسب الأسعار إلى الأرباح، يمكن تقييمها باستخدام هذه النسبة، إذ أن هناك عدد أقل بكثير من الشركات ذات القيمة الدفترية السلبية مقارنة بالشركات ذات الأرباح السلبية. بالمقابل هنالك العديد من العيوب المرتبطة بقياس واستخدام هذه النسبة أيضا تتأثر القيم الدفترية، مثل الأرباح، بالقرارات المحاسبية المتعلقة بالإهلاك والمتغيرات الأخرى. قد لا تحمل القيمة الدفترية معنى كبيرا لشركات الخدمات والتكنولوجيا التي ليس لديها أصول ملموسة كبيرة.

5. الجانب التطبيقي:

تشمل عينة الدراسة أحد عشر شركة قابضة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية (N=11)، موزعة على 7 قطاعات. تم اختيار هذه الشركات طبقا لمعيار توفر البيانات للمتغيرات محل الدراسة ولمعيار تحقيق هذه الشركات ربحا لكل سنوات الفترة محل الدراسة، الفترة الزمنية (2012-2018)، (T=7) بحجم عينة 76 مشاهدة (N*T=76). بخصوص مصادر المعلومات فقد تم الاعتماد على البيانات الموجودة في الموقع الرسمي لسوق عمان للأوراق المالية، بالإضافة إلى التقارير المالية للشركات محل الدراسة.

1.5. متغيرات الدراسة:

- ❖ المتغير التابع: هو المتغير المفسر الذي يوضح القيمة الإجمالية والمتمثل في السعر السوقي للسهم، حيث يجذب اهتمام المستثمرين عند عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية ونرمز له بـ PS.
- ❖ المتغيرات المستقلة: وحددت هذه المتغيرات بناء على أهم المضاعفات المستخدمة في سوق عمان للأوراق المالية والمتمثلة في:

- مضاعف السعر إلى الربح P/E:

$$P/E = \frac{PS}{EPS}$$

- مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية:

$$P/BV = \frac{PS}{BV}$$

2.5. النموذج المستخدم في الدراسة:

إن البيانات المستخدمة في الدراسة هي Panel Data، وذلك لاحتوائها على البيانات المقطعية وبيانات السلسلة الزمنية. وقد تم تحليلها بواسطة نموذج الانحدار التجميعي « Pooled Regression Model ».

$$PS_{it} = \beta_0 + \beta_1 PE_{it} + \beta_2 PBV_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

PS يمثل سعر السهم لكل شركة بمرور الزمن؛

β_0 المعلمة التقاطعية (الثابت)؛

β معامل المتغير المستقل؛

PE مضاعف السعر إلى الربح؛

PBV مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية؛

it يدل على مزيج البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية للشركات عينة الدراسة؛

ε الخطأ الواجب أخذه للمتغيرات التي لم يتم تضمينها في نموذج الانحدار.

6. تحليل النتائج:

هذا البحث يحقق تجريبيا في تأثير مضاعفات المقاربة السوقية "P/E & P/BV" على سعر السهم للشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، تم اختبار فرضية الدراسة من خلال اختبار المتغيرات المستقلة طيلة فترة الدراسة لقياس تأثيرها على سعر السهم، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لدراسة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة وسعر السهم، ونموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد ما إذا كان يمكن تقدير نموذج لقياس سعر السهم ومنه تم عرض وتحليل نتائج العلاقة بين متغيرات الدراسة والتأكد من وجود علاقة ذات دلالة إحصائية. نتائج الإحصاء الوصفي مبينة في الجدول 01.

الجدول 01: نتائج الإحصاء الوصفي

	PS	PER	PBV
Mean	3.327532	14.18105	1.363971
Maximum	9.450000	32.36000	2.570000
Minimum	0.890000	6.480000	0.650000
Std. Dev.	2.315345	5.668671	0.516283

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 11

يعرض الجدول 01 متوسط القيمة للمتغيرات التابعة والمستقلة، وقيمها الدنيا والقصوى وإحصاءات الانحراف المعياري للقيم (اختبار الحالة الطبيعية)، تظهر النتيجة في الجدول أن مضاعف السعر إلى الربح يبلغ الحد الأقصى لمتوسط القيمة عند 14.18105 ومتوسط مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية هو 1.363971. القيم الدنيا والقصوى لل P/E هي 6.48 و 32.36 على التوالي، فيما يبلغ الحد الأدنى لل P/BV 0.65 والحد الأقصى 2.57 مما يشير إلى أن تفسيراتنا تقع ضمن تلك القيم. الجزء الثاني من نتائج الإحصاء الوصفي هو الانحراف المعياري (درجة التشتت) للمتغيرات. يبلغ الانحراف المعياري لل P/E 5.668671 وهو مرتفع قليلا ولل P/BV 0.516283. على العموم، تشير هذه النتائج إلى تجمع البيانات حول المتوسط مما يدل على موثوقيتها.

الجدول 02: مصفوفة الارتباط بين PS و P/E و P/BV

	PS	PER	PBV
PS	1		
P/E	0.371588	1	
P/BV	0.540541	0.334412	1

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 11

الجدول 02 يعرض مصفوفة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. تظهر النتيجة التي تم الحصول عليها أن مضاعف السعر إلى الربح لديه أعلى ارتباط إيجابي بقيمة 0.54 وهو ما يعبر عن ارتباط معتدل. في حين أن مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية لديه أيضاً ارتباط إيجابي بقيمة 0.33 ويعتبر ارتباط ضعيف. كشف الجدول عن أن المتغيرات التابعة ليس لها ارتباط كامل مع سعر سهم الشركات التي تم أخذ عينات منها. وبالتالي فالنموذج ليس لديه مشكلة التعددية الخطية.

1.6. أثر P/E على PS:

الجدول 03: نتائج الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين مضاعف السعر إلى الربح وسعر السهم

Dependent Variable: PS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/20/21 Time: 13:59				
Sample: 2012 2018				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 11				
Total panel (unbalanced) observations: 76				
	Variable	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.156621	0.676964	1.708542	0.0917
E/P	0.152758	0.044367	3.443047	0.0010
Root MSE	2.149229	R-squared		0.138077
Mean dependent var	3.322895	Adjusted R-squared		0.126430
S.D. dependent var	2.330369	S.E. of regression		2.178079
Akaike info criterion	4.420727	Sum squared resid		351.0581
Schwarz criterion	4.482062	Log likelihood		-165.9876
Hannan-Quinn criter.	4.445240	F-statistic		11.85458
Durbin-Watson stat	0.250861	Prob(F-statistic)		0.000950

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 11

كما هو موضح في الجدول 03، فإن مضاعف السعر إلى الربح له معامل إيجابي 0.15 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من سعر السهم إلى الربح ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 0.15 دينار أردني. تعد القيمة الاحتمالية الفردية لمضاعف السعر إلى الربح موجبة وذات إحصائية عند مستوى 5٪، مما يدل على أن الزيادة في السعر إلى الربح تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة.

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلات الانحدار الخطي البسيط إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الانحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد البالغ 13.81٪ وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الانحدار الخطي في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

2.6. أثر P/BV على PS:

الجدول 04: نتائج الانحدار الخطي البسيط للعلاقة بين مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية وسعر السهم

Dependent Variable: PS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/20/21 Time: 14:02				
Sample: 2012 2018				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 11				
Total panel (unbalanced) observations: 76				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005008	0.643285	-0.007785	0.9938
PBV	2.439863	0.441450	5.526931	0.0000
Root MSE	1.947640	R-squared		0.292184
Mean dependent var	3.322895	Adjusted R-squared		0.282619
S.D. dependent var	2.330369	S.E. of regression		1.973784
Akaike info criterion	4.223746	Sum squared resid		288.2910
Schwarz criterion	4.285081	Log likelihood		-158.5023
Hannan-Quinn criter.	4.248258	F-statistic		30.54697
Durbin-Watson stat	0.055258	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 11

كما هو موضح في الجدول 04، فإن مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية له معامل إيجابي 2.44 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من سعر السهم إلى القيمة الدفترية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 2.43 دينار أردني. تعد القيمة الاحتمالية الفردية لمضاعف السعر إلى الربح موجبة وذات إحصائية عند مستوى 5٪، مما يدل على أن الزيادة في السعر إلى الربح تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة.

تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلات الانحدار الخطي البسيط إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الانحدار، وهذا ما يفسره معامل التحديد البالغ 29.22٪ وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الانحدار الخطي في سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

الجدول 05: نتائج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين مضاعفات "السعر إلى الربح، السعر إلى القيمة الدفترية" وسعر السهم

Dependent Variable: PS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/20/21 Time: 14:04				
Sample: 2012 2018				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 11				
Total panel (unbalanced) observations: 76				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.815197	0.735821	-1.107874	0.2716
P/E	0.088325	0.041691	2.118576	0.0375
P/BV	2.115555	0.457753	4.621607	0.0000
Root MSE	1.890392	R-squared		0.333183
Mean dependent var	3.322895	Adjusted R-squared		0.314914
S.D. dependent var	2.330369	S.E. of regression		1.928845
Akaike info criterion	4.190393	Sum squared resid		271.5923
Schwarz criterion	4.282396	Log likelihood		-156.2349
Hannan-Quinn criter.	4.227162	F-statistic		18.23766
Durbin-Watson stat	0.162339	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 11

من خلال الجدول 05، والذي يوضح تأثير كلا المتغيرين المستقلين P/E و P/BV على سعر السهم من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد. نجد أن كلا من مضاعف السعر إلى الربح ومضاعف السعر إلى القيمة الدفترية لهما معامل إيجابي 0.09٪ و 2.12٪ على التوالي. كما تشير المعلمة التقاطعية β_0 في معادلات الانحدار الخطي المتعدد إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من علاقة الانحدار.

وهذا ما يفسره معامل التحديد البالغ 0.3332 وهو ما يعني أن 33.32٪ من الانحراف في المتغير التابع وهو سعر السهم يفسره مضاعفا السعر إلى الربح والسعر إلى القيمة الدفترية أي العوامل المستقلة المدرجة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد في سعر السهم. وعليه يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي التالي لحساب سعر السهم في سوق عمان للأوراق المالية كما يلي:

$$PS = -0.815197 + 0.088325 PE + 2.115555 PBV$$

إلا أن النسبة الباقية من الانحراف تفسرها عوامل أخرى وجب دراسة تأثيرها.

7. خاتمة:

إن تقييم الأسهم أمر مهم للغاية قبل اتخاذ قرار الاستثمار يتطلب الكثير من الخبرة والمعرفة بسوق الأوراق المالية لذلك يقوم الخبراء والمحللين بتقييم أسعار الأسهم للمستثمرين المحتملين. أبرز الطرق المعتمدة في هذا المجال التقييم عن طريق مضاعفات المقاربة السوقية أو المنهج المقارن.

أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين كل من مضاعف السعر إلى الربح وسعر السهم ومضاعف السعر إلى القيمة الدفترية وسعر السهم أيضا في سوق عمان للأوراق المالية، حيث يمكن الاعتماد على هذين المضاعفين في التنبؤ بسعر السهم بشكل فردي. إلا أن الجمع بين هذين المضاعفين أي P/E & P/BV يمكن من تحديد نموذج له القدرة على التنبؤ بسعر السهم في سوق عمان للأوراق المالية مما يساعد المستثمرين اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، وهو ما أظهرته العلاقة المعنوية ذات الدلالة الإحصائية الموجودة بينهم. إن النتائج المتوصل إليها لا تنفي وجود مضاعفات أخرى مثل P/S و $EV/EBITDA$ التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأسهم، لذلك لابد من إجراء المزيد من البحوث في هذا الموضوع.

8. قائمة المراجع:

1. محمد بن حمو عصمت، وخطاب الهروشي. (سبتمبر، 2014). أهمية تقييم المؤسسات في إنجاح مشارالخصوصة في الجزائر، مجلة المالية والأسواق ، الصفحات 51-69.
2. Agrawal, S. P., Monem, R., & Ariff, M. (1996, June). Price to Book Ratio as a Valuation Model: An Empirical Investigation. Finance India , X (2).
3. Damodaran, A. (2006, Novembre). Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory.
4. Damodaren, A. (2002). Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (éd. 2). new york: Wiley.
5. Fernandez, P. (2017, octobre 18). Company Valuation Methods. madrid, spain.
6. Inezwari, D. K. (s.d.). RELATIVE VALUATION MODEL ANALYSIS OF IDX LQ45 STOCKS. Journal of Applied Finance and Accounting , 6.
7. Kulali, İ., & bilir, h. (2014, march). The Link between Anti-Trust and Finance: A Suggestion for Relative Valuation. International Journal of Business and Social Science , 5 (4).
8. Marangu, K., & Jagongo, A. (2014). Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables (An Empirical Study of Companies Quoted At Nairobi Securities Exchange, Kenya). global journal of commerce & management, perspective , 3 (6).
9. Riahi, I. (2004, octobre). l'approche d'évaluation par les comparables dans le contexte canadien.
10. Shittu, I., Ahmad, A., & Ishak, Z. (2016). Price to Book Value, Price to Sales Multiples and Stock Price; Evidence from Nigerian Listed Firms. Journal of Advanced Research in Business and Management Studies , 3 (1).
11. Suozzo, P., Cooper, S., Sutherland, G., & Deng, Z. (2001). "Valuation multiples: A primer". UBS Investment Bank.