

تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية للسهم

سعدالله محمد عبيد النعيمي
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل

أ.م.د. إلياس خضير الحمدوني
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل

**The evaluation common shares the use residual income model
determine the intrinsic value of shares**

Saadallah M.Aubeed Alnaimai
College of Admin&Eco/Mousal Uni

Assist. Prof. Dr. Elyis K. Al-Hamdoni
College of Admin&Eco/Mousal Uni

تاريخ قبول النشر 2015/6/17

تاريخ استلام البحث 2013/11/10

المستخلص:

يهدف البحث إلى إبراز الدور الذي يؤديه نموذج الدخل المتبقي في ترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية، وزيادة الثروة المعلوماتية للمتعاملين في سوق رأس المال من خلال تقييم الأسهم العادية بغية الوصول إلى القيمة الحقيقية، فضلاً عن اختبار مدى ملاءمة النموذج المذكور للتطبيق في سوق العراق للأوراق المالية، ولتحقيق أهداف البحث واختبار فرضيته تم اختيار عينة عمدية مؤلفة من عشر شركات من شركات القطاع المصرفي المتداولة أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية وذلك لدقة بياناتها واستمرار تداول أسهمها في السوق وتوصل البحث إلى عدة استنتاجات كان من أهمها إمكان الاعتماد على النتائج التي يتمخض عنها نموذج الدخل المتبقي لتكون مرجعاً يستند عليه عند اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية فيما يخص شركات القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: الأسهم العادية - الدخل المتبقي - القيمة الحقيقية للسهم

Abstract:

The research aims to highlight the role Performed who the residual income model in rationalizing financing and investment decisions, and increase the wealth of informatics for traders in the capital market through the evaluating common stock in order to reach intrinsic value, as well as test the suitability of the model mentioned for the application in Iraqi market for securities and achieve the objectives of the research and testing hypotheses sample was chosen intentionally comprised of ten companies from corporate banking sector traded stocks in the Iraqi market for securities so as to the accuracy of the data and the continued trading of its shares on the market and the search reached several conclusions was the most important of which in the possibility of relying on the results of the residual income model to be based upon the reference when making financial and investment decisions with respect to the banking sector companies in the Iraqi market for securities.

KEY WORDS : common shares -income model- intrinsic value

المقدمة:

تعد الأسهم العادية من أكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعاً بين المستثمرين وهي بالأساس تمثل أدوات ملكية تكسب حاملها الحق في إدارة الشركة ومن مبررات شيوعها أنها تحقق عوائد مختلفة مما يجعلها تلائم مختلف اهتمامات وحاجات المستثمرين وهذا ما يجعل حجم الاستثمار فيها كبيراً، لكن درجة المخاطرة فيها مرتفعة مقارنة ببقية الاستثمارات فضلاً عن ذلك فإن تقدير قيم

الأسهم تتصف بكثير من الصعوبات والتعقيد نتيجة لارتفاع درجة عدم التأكد من هذه القيم الأمر الذي يجعل اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية استناداً إلى أساليب علمية سليمة كنموذج الدخل المتبقي إحدى أهم موضوعات الإدارة المالية وبالأخص في مجال صنع القرار الاستثماري لأنها تعد الخطوة الأكثر أهمية في اختيار الأسهم المراد الاستثمار بها.

يتم تقييم الأسهم العادية باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تتكون من خلالها مجموعة من العلاقات المنطقية بين المتغيرات الحاكمة لعملية التقييم والتي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطر والعائد المتوقع لأن التقييم من شأنه تحديد القيمة المستقبلية لتلك الأسهم في السوق استناداً إلى العلاقة الطردية السابقة الذكر، ومن خلال ذلك يتضح أن عملية التقييم تكمن في تصحيح الخلل والانحرافات في العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر لان القيمة الحقيقية التي يتم التوصل إليها باستخدام تلك النماذج تتحدد بناءً على العوائد والمخاطر الصحيحة¹، لذا ومن أجل تلافي الآثار السلبية لتلك الانحرافات والمتمثلة بانخفاض العوائد المتوقعة وارتفاع المخاطر المحتملة وبالتالي تحمل المستثمر خسائر كبيرة هذا بالنسبة للمستثمر ، أما بالنسبة للسوق فإنها تظهر بصورة تقلبات كبيرة تأخذ شكل اندحارات متتالية أو ارتفاعات متتالية لمستوى الأسعار وبالتالي اختفاء السعر التوازني مما يؤدي إلى الإضرار بكفاءة السوق المالية باعتبارها أداة التسعير العادل الأمر الذي يستلزم حتمية التقييم لاتخاذ كافة الإجراءات الوقائية والعلاجية لتقويم الوضع قبل إلحاق الضرر بكافة الأطراف ذوي العلاقة.

وتعد القيمة السوقية للسهم والتي تتحدد نتيجة لسلسلة من التقلبات حول القيمة الحقيقية والتي يمكن تحديدها من خلال نماذج تقييم الأسهم العادية التي تحكمها عدة متغيرات منها الأرباح المتوقعة ومعدلات النمو لتلك الأرباح فضلاً عن معدل العائد المطلوب من العناصر المؤثرة في قرارات الإدارة المالية كونها تعكس مدى كفاءة تلك الإدارة في إدارة الشركة وبالتالي يمكن القول أنه كلما تمكنت الشركة من تعظيم القيمة الحقيقية لأسهمها كلما اقتربت من تحقيق هدفها الرئيسي الذي يتجسد بتعظيم ثروة حملة الأسهم.

ويلعب تقييم الأسهم العادية دوراً مهماً من خلال الوقوف على القيمة الحقيقية للأسهم العادية واكتشاف فرص تحقيق الأرباح مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات المتعلقة بالبيع أو الشراء أو عدم التداول لتلك الأسهم.

1 العوائد والمخاطر الصحيحة: وهي العوائد والمخاطر التي يتوقعها معظم المستثمرين الذين يمتلكون كافة

المعلومات التي تخص الشركة (Brigham&Houston,2007,8) .

كما وتعد الأسهم العادية من أكثر الأدوات الاستثمارية صعوبةً في التقييم بسبب ارتفاع درجة عدم التأكد المرتبطة بالمتغيرات الحاكمة لنماذج التقييم عبر الزمن، وعلى الرغم من الانتقادات الموجهة لنماذج تقييم الأسهم العادية والتي منها : عدم أخذها بالاعتبار المتغيرات النوعية والوضع التنافسي للشركة في السوق إلا أن الدراسات لا زالت مستمرة من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بحيث يمكن اعتمادها أساساً في اتخاذ قرارات الاستثمار.

أولاً: منهجية البحث

1. أهمية البحث:

أخذ موضوع تقييم الأسهم العادية أهمية كبيرة في أدبيات الإدارة المالية وبالأخص في مجال صنع القرار الاستثماري كونه يتناول مشكلة أساسية من مشاكل الاستثمارات المالية ألا وهي المفاضلة والاختيار، إذ تعد عملية المفاضلة والاختيار بين البدائل المتاحة المشكلة الأساسية في الاستثمارات المالية وعلى وجه الخصوص الاستثمار بالأسهم العادية. إنَّ عملية تقييم الأسهم العادية تمثل المرحلة التي تعد للقرار وتوفر الأرضية المناسبة لتقييم البدائل قبل اتخاذ القرار مما يساعد المستثمرين في السوق على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وفق أساليب علمية سليمة لغرض تقليل عدم التأكد الذي يصاحب الاستثمار في تلك الأسهم بصورة تجنبهم أو تقلل من احتمالات وقوعهم في الخسارة بعيداً عن الشائعات والمضاربات والإتجار بالمعلومات ، لذا ف إنَّ موضوع تقييم الأسهم العادية يحظى باهتمام أطراف عدة فبالنسبة للمستثمرين فليّن تقييم الأسهم العادية يمكنهم من تحديد القيمة الحقيقية للأسهم مما يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتعلقة بالبيع أو الشراء أو عدم التداول، أما بالنسبة لمحلي الأوراق المالية فليّن التقييم يساعدهم في إعداد توجهات الاستثمار لعلائهم، و بالنسبة للشركة فإنَّ التقييم يساعدها على معرفة التوقيت المناسب للحصول على التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية فضلاً عن معرفة مدى تأثير سياستها على سعر سهمها في السوق.

2. مشكلة البحث

لقد أصبحت أغلب قرارات المستثمرين الصغار في الأسواق المالية هي قرارات غير مدروسة في الآونة الأخيرة، تلك القرارات التي تغذيها الشائعات والمضاربات والمعلومات العارية عن الصحة، إذ إنَّ الابتعاد عن أسس التقييم الصحيحة من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالية ومن ثم ارتفاع درجة

- المخاطر ومعدل العائد المطلوب، وبالتالي انخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه، ومن خلال ما سبق يمكن بيان أبعاد المشكلة بالآتي:
- أ. محدودية اهتمام المستثمرين ومدراء الشركات ومحلي الأوراق المالية بالأساليب العلمية لتقييم الأسهم العادية على الرغم من أن قيمة السهم تعد انعكاساً للحالة الاقتصادية للشركة في السوق فضلاً عن أنهم يعتمدون على الحدس والتخمين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتمويلية.
- ب. محدودية إلمام العديد من مدراء الشركات والمستثمرين بالأساليب العلمية لتقييم الأسهم العادية وحتى لو كانت معروفة للبعض منهم، إلا أنهم قد لا يستخدمونها كون أن البعض منها يتطلب إجراءات معقدة وتحتاج إلى الكثير من الوقت والجهد.
- ج. محدودية الإلمام بالدور الذي تلعبه نماذج تقييم الأسهم العادية في صنع القرار الاستثماري والتمويلي فيما يتعلق بقرارات (البيع والشراء وعدم التداول) (والإصدار وعدم الإصدار).

3. أهداف البحث

يهدف البحث إلى تحقيق ما يأتي :

- أولاً: إرسال إشارة للمتعاملين في سوق رأس المال بلقن زيادة ثروتهم المعلوماتية يمكن أن يكون من خلال التعرف على الكيفية التي يتم بها إيجاد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام نموذج الدخل المتبقي.
- ثانياً: اختبار مدى صلاحية نموذج الدخل المتبقي للتطبيق في بيئة الاستثمار العراقية من خلال إظهار مدى قدرة القيمة الحقيقية للسهم في تفسير التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية.
- ثالثاً: تحديد نوع العلاقة بين القيمة الحقيقية للسهم وقيمتها السوقية.

4. فرضيات البحث

- في ضوء مشكلة البحث وأهميته وأهدافه يمكن صياغة فرضية البحث التالية:
- تتباين القيم الحقيقية للأسهم العادية التي يتم تحديدها باستخدام نموذج الدخل المتبقي مع قيمها السوقية.

5. مجتمع البحث وعينته:

- يتكون مجتمع البحث من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك لأن نموذج الدخل المتبقي يستخدم القيمة الدفترية كنقطة انطلاق من أجل اشتقاق

القيمة الحقيقية وان مثل هذا التركيز على القيمة الدفترية يكون مبررا اذا كانت تلك القيمة قريبة إلى حد معقول من القيمة السوقية (Schreiner, 2002, 28)، وهذا ما نجده في شركات القطاع المصرفي وقد تم اختيار عينة عمدية مكونة من عشر شركات وهو ما يمثل (50%) من مجتمع البحث فضلا على أن مدة البحث امتدت لخمس سنوات وللفترة من (2006-2010) وذلك لتوفر المعلومات عن الشركات عينة البحث خلال تلك الفترة.

ثانياً الجانب النظري:

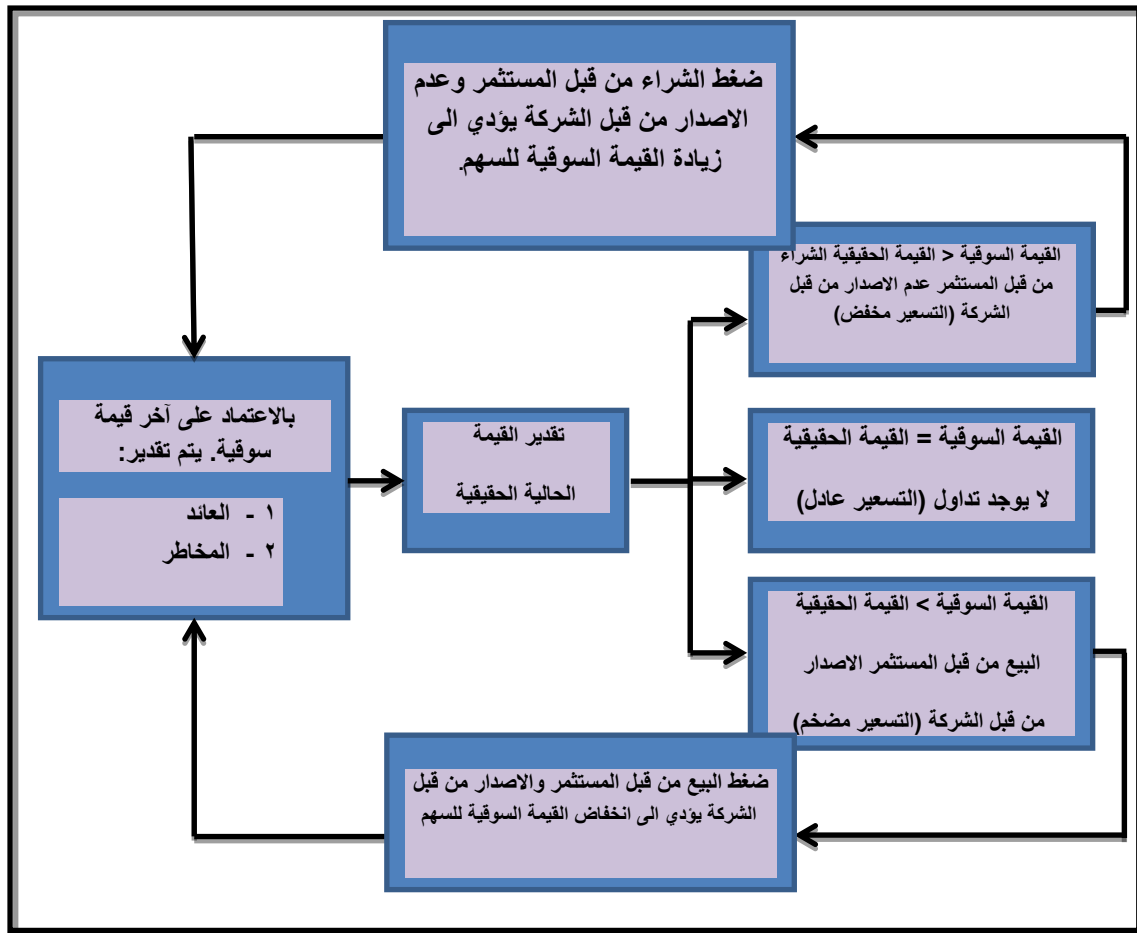
1. مفهوم عملية تقييم الأسهم

يُعرف التقييم على أنه عملية تحليلية يقوم بها شخص متخصص يهدف من ورائها إلى تحقيق هدف معين غالباً ما يتمثل بتحديد قيمة شيء ما خلال فترة زمنية محدودة، من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص الخصائص الأساسية للتقييم والتي تتمثل بـ (المقيم، والهدف، والشيء محل التقييم، والفترة الزمنية للتقييم، والقيمة) (الضرب، 2009: 20) كما عرّف (Hiriyappa) التقييم بأنه احتراف التقدير وتحديد الأسعار التي تستحقها قيمة أي موجود كون أن الهدف من أي استثمار هو إيجاد الموجودات التي تكون قيمتها أكبر من كلفها وان التفهم السليم لعملية التقييم ضروري لقرارات الاستثمار الحقيقي والمالي وتحديد المحفظة الاستثمارية وقرارات التمويل (Hiriyappa, 2008, 180).

أمّا تقييم الأسهم فيعرف بأنه المنظومة التي من شأنها تحديد سعر بيع السهم في السوق مستقبلاً من خلال استخدامها لمجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطر ومن خلال ذلك يمكن القول إن عملية تقييم الأسهم تسعى إلى تعديل الانحرافات السلبية في العلاقة الطردية سابقة الذكر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالي. (الشواورة، 2008، 89) وينظر إلى التقييم باعتباره مزيج من العلم والفن فالعلم يأخذ شكل النماذج الكمية للعائد والمخاطر أمّا الفن فيشير إلى الخبرة والحكم على الأصل المثلث (Aidamenbor & Mgbemena, 2008, 17, 18)، إن مهمة التقييم تكمن في العثور على المتغيرات التي تفسر معظم الاختلافات في الأداء والجمع بينهما مع أفضل الترجيحات الممكنة من أجل تحقيق أقصى قدر من النجاح في التنبؤ بالأداء المستقبلي (Hennin, 2010, 27) على اعتبار أن الأداء في الماضي هو الأساس لتقدير انخفاض وارتفاع الأسعار في سوق الأسهم وتقدير الخسائر والمكاسب والرأسمالية الناتجة (Helfert, 2001, 372).

ويمكن توضيح الآلية التي تتم بها عملية تقييم الأسهم العادية على وفق الشكل التالي

شكل رقم (1) عملية تقييم الأسهم العادية



المصدر: القريشي، فتحية مزهر عبد الرضا (2006): أشكال التمويل طويل الأجل وكفاءة السوق المالية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ص17.

يتضح من الشكل أنَّ عملية تقييم الأسهم تتم من خلال تقدير القيم الحقيقية للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية في كل فترة يحصل المستثمر خلالها على معلومات جديدة وبما أن المعلومات تتدفق إلى السوق باستمرار فإنَّ القيمة الحقيقية تتغير باستمرار تبعاً لتلك المعلومات (Francis, 1991, 212).

وتتقارب القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية من خلال التفاعل بين ضوضاء المتداولين ومرجحي المعلومات فتتحرك القيمة السوقية ويتداول المستثمرون على أساس إشارات إعلامية ناقصة وفي النهاية ومن خلال التجربة والخطأ يتم الانتهاء من مواكبة المعلومات والقيمة السوقية تنعكس تماماً في تلك الإشارة لكن عند تلك اللحظة تصل العديد من الإشارات الإعلامية الجديدة

لتبدأ عملية التكييف، لذا فإنَّ السوق يعمل بصورة مستمرة على تعديل القيمة السوقية نحو القيمة الحقيقية. (Froidevaux, 2004, 6) فكلما زاد تقلب القيمة السوقية للسهم حول قيمته الحقيقية، كلما دل ذلك على كفاءة التسعير وبالتالي إتاحة فرصة أكبر أمام المتعاملين في السوق الذين يستطيعون تحديد القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية لمعرفة فيما إذا كانت تلك القيمة مخفضة أم مضخمة من تحقيق أرباح كبيرة (Francis, 1991, 2012).

إذ يقدم المستثمرون على شراء السهم عندما تكون قيمته الحقيقية أكبر من قيمته السوقية سعيًا وراء تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة من ارتفاع القيمة السوقية مستقبلاً وبالعكس يقدمون على بيع السهم عندما تكون قيمته الحقيقية أصغر من قيمته السوقية لتجنب الخسائر الرأسمالية الناتجة من انخفاض القيمة السوقية (Moube & jannach, 2002, 47) (King, 2007, 20)، أما القرارات التي يتخذها مدراء الشركات والمتمثلة بعملية إعادة شراء الأسهم وإصدار الأسهم الجديدة فيرى (Ikenberry) أن أكثر التفسيرات انتشاراً لعملية إعادة شراء الأسهم نستدل عليها من خلال فرضية الإشارة التقليدية (Traditional Signaling Hypothesis) إذ إنَّ عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في السوق ومدراء الشركات يدفع بالمدراء إلى شراء أسهم شركاتهم عندما تكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية (Ikenberry et .al, 1995, 182-208)، كما أن عملية إصدار الأسهم لديها تأثيرات معاكسة لعملية شراء الأسهم والتي تُعدَّ إشارة بأنَّ أسهم الشركات مبالغ بها (Brigham & Houston, 1995, 671) لذا فإنَّ المدراء يقدمون على إصدار الأسهم الجديدة عندما تكون القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته الحقيقية وبالعكس (Hoover, 2006, 2).

2. نموذج الدخل المتبقي (Residual Income Model)

لقد حظي نموذج الدخل المتبقي باهتمام العديد من الأكاديميين خلال السنوات الماضية (Halsey, 2001, 257-272) كونه يستخدم أرقاماً محاسبية دقيقة مما يقلل من أخطاء التقدير في تطبيق النموذج (Froidevaux, 2004, 14) فالنموذج يربط قيمة السهم الحقيقية بقيمته الدفترية والعوائد التي تزيد عن تكلفة رأس المال العادي (الأرباح غير الطبيعية) (Higgins, 2010, 583-604) ويمكن تعريف الدخل المتبقي على أنَّه صافي الدخل الذي يتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر المحسوب على أساس القيمة الدفترية لحقوق المساهمين، وينظر إلى تكلفة رأس المال على أنَّه تكلفة الفرصة البديلة ويمكن التعبير عنه وفق المعادلة التالية (Schreiner, 2007, 27):

$$RI^t = Ni^t - (r * B^{t-1})$$

حيث إنَّ

RI^t : الدخل المتبقي في الوقت

Ni^t : صافي الدخل في الفترة التي تنتهي في الوقت

B^{t-1} : لقيمة الدفترية للأسهم العادية في الوقت

r : معدل العائد المطلوب

يستند النموذج على افتراض مفاده أنَّ إضافة ثروته لحملة الأسهم يتوقف على مدى قدرة الشركة على تحقيق مكاسب على r أس المال المستثمر تزيد عن تكلفته لأنَّ بإمكان الشركات تحقيق صافي دخل موجب دون أن تتمكن من إضافة قيمة لحملة الأسهم ويطلق على هذا النموذج عدة مسميات إلى جانب الدخل المتبقي مثل الربح الاقتصادي وخصم العوائد غير الطبيعية والربح الزائد، ويبدأ النموذج مع نفس افتراضات تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج مقسوم الأرباح والذي يعبر عن قيمة السهم وفق المعادلات التالية. (Froidevaux, 2004, 14)

$$V0 = \sum_{n=t=1} \frac{D^t}{(1+K)^t}$$

حيث إنَّ

$V0$: القيمة الحقيقية للسهم

D^t : توزيعات الأرباح خلال الفترة

K : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

وبما أنَّ

$$B^t = B^{t-1} + E^t - D^t$$

حيث إنَّ

E^t : صافي ربحية السهم خلال الفترة

القيمة الدفترية في الوقت t تساوي القيمة الدفترية في الوقت $t-1$ مضاف إليها صافي الدخل في الوقت t مطروح منها توزيعات الأرباح في الوقت t لذا يتم الإستعاضة عن بسط معادلة نموذج مقسوم الأرباح بالمعادلة السابقة بعد إعادة ترتيبها وفق المعادلة الآتية.

$$D^t = E^t - (B^t - B^{t-1})$$

فنحصل على المعادلة التالية:

n

$$V_0 = B^t + \sum_{t=1} \frac{E^t - (K - B^{t-1})}{(1+K)^t}$$

وبما أنَّ

$$E^t = ROE^t * B^{t-1}$$

فننتقل إلى الصيغة النهائية التالية

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^n \frac{(ROE^t - K) B^{t-1}}{(1+K)^t}$$

يلاحظ من مدخلات النموذج أنَّ المستثمرين على استعداد لدفع علاوة على القيمة الدفترية للأسهم في حال قدرة الشركة على تحقيق معدل عائد أعلى من تكلفة حقوق المساهمين (أي دخل متبقي موجب) (Froidevaux, 2004, 14) أمَّا عندما يكون معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) مساوياً لتكلفة رأس المال (K) فإنَّ القيمة السوقية تكون مساوية للقيمة الدفترية (Dimos, 2011, 54).

إنَّ قيمة السهم وفق هذا النموذج تكون محصلة لبندين محاسبيين هما القيمة الدفترية للسهم والأرباح غير الطبيعية (Dimos, 2011, 52) لذا فإنَّ مثل هذا التركيز على القيمة الدفترية يكون مبرراً إذا كانت تلك القيمة قريبة إلى حد معقول من القيمة السوقية (Schreiner, 2007, 28).

3. مفهوم القيمة وعلاقة القيمة بالسعر

لقد أبدى العلماء مؤخراً اهتماماً متزايداً في مفهوم وقياس القيمة وقدموا تعاريف مختلفة منها ما طرحه البرفسور (Michael Porter) حيث عرف القيمة بأنَّها ما يرغب المستثمرون بدفعه، والقيمة العظمى تتبع بعرض اقل الأسعار بالمقارنة مع المنافسين بالنسبة لنفس المنافع أو تقديم المنافع الفريدة من نوعها والتي تكون أكبر من أعلى سعر معادل، ويعرف (Haksever) وزملاؤه القيمة بأنَّها قابلية السلع والخدمات لإرضاء حاجات الزبائن أو تزويدهم بالمنافع كما أنَّ القيمة هي مسألة ذاتية يعتمد وجودها على الحاجات الخاصة والمميزة للزبون فالسيارة تعد ذات قيمة للشخص الذي يحتاج إلى التنقل لكن ليس لها قيمة أو تكون قيمتها ضئيلة جداً لأشخاص آخرين يعيشون في أماكن معزولة طرقها غير معبده، أمَّا (Adam smith) فقد عرف نوعين مختلفين من القيمة هما القيمة قيد الاستعمال والقيمة قيد الاستبدال وقد كتب في ثروة الأمم (The wealth of nation) إنَّ الأشياء التي لها قيمة عظمى أثناء الاستعمال ليس لها قيمة أثناء الاستبدال أو قد تكون قيمتها ضئيلة وبالعكس الأشياء التي لها قيمة كبيرة أثناء الاستبدال غالباً ما

تكون ليس لها قيمة أثناء الاستعمال ويضرب مثلاً بان للماء منفعة كبيرة من الاستعمال لكن نادراً ما يعادل ثمناً شرائياً أو استبدالياً ويعكس ذلك نادراً ما يكون هناك قيمة استعمالية للماش لكن قيمته الاستبدالية تكون كبيرة (Haksever & et al., 2000, 87) وذكر (Most) أن كلمة القيمة مشتقة من الكلمة الفرنسية (valoir) التي تعني شئ يكون ذات قيمة ويشير كام إلى أن ما يعني بالقيمة هي القيمة الاقتصادية وانها تتعلق بميول الناس نحو سلع دون أخرى بسبب التوقعات المتعلقة بالمنافع المستقبلية (عزيز، 2006، 8-9).

ويختلف مصطلح القيمة (Value) عن السعر (Price) فالسعر هو ما يجب أن يدفع أما القيمة هي ما يجب أن يحصل عليها المستثمر عند استثمار أمواله في مجال معين فالسعر هو ما كان أما القيمة هي ما يجب أن تكون (Neale & Mcelroy, 2004, 290) كما ينظر إلى القيمة على اعتبارها مفهوم موضوعي هادف في المقابل غالباً ما ينظر إلى السعر باعتباره مفهوم شخصي يمكن أن يتأثر بعدة عوامل (كالمشتري، ومركزه المالي، أي قدرته على الدفع وحالة السوق، وأوجه التوافق المحتملة) كما أن هناك بعداً نفسياً كبيراً في السعر لم يرد في القيمة، هذا لا يعني أن القيمة لا تتطور مع مرور الوقت بل إنها تتغير مع تغير الأحداث التي تؤثر عليها ويرى (Paul dorion) بأن القيمة هي منشأ أو أصل السعر (Josas, 2012, 5).

كما إنَّ السعر مفهوم محدود جداً يستخدم القيمة كأساس يعمل على ربط المشتري والبائع في معاملة لذا يمكن القول أن هناك مفاوضات بشأن السعر سواء بالزيادة أو النقصان كما وان السعر أكثر تقلباً من القيمة (Josas, 2012, 9)، أما (Hitchner) فيرى بأن القيمة تختلف عن السعر من حيث أن السعر يعود إلى المبلغ المدفوع فعلاً أو الذي يطلب عن الممتلكات وقد يكون أكبر أو أقل من القيمة ويمكن أن يتساوى كل من السعر والقيمة لكن ليس دائماً (Hitchner, 2003, 7) أما في مجال تداول الأسهم في سوق راس المال فإنَّ القيمة السوقية للسهم تستخدم كمرادف لسعر السهم في السوق (Schreiner, 2007, 38).

4- القيم المختلفة للأسهم المرتبطة بمتغيرات البحث

تصدر الأسهم العادية بالقيمة الاسمية ونتيجة تداول تلك الأسهم في سوق راس المال تظهر لها قيم أخرى ومن بين تلك القيم هي القيمة الحقيقية التي تعتبر محور موضوعنا هذا لذا سيتم تناولها بشيء من التفصيل إلى جانب القيمة السوقية اللذان يعتبران محض اهتمام المستثمرين في سوق راس المال.

أ- القيمة الحقيقية^(٢) (Intrinsic Value)

وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات نمو الأرباح المتوقعة فهي قيمة التدفقات النقدية المخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (النعمي، التميمي، 2009، 130) ويرى (الشواور) بأن تلك القيمة ناتجة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية (الشواور، 2008، 79-80) كما تعرف بانها القيمة التي تبررها الحقائق الثابتة فيما يخص الشركة كموجوداتها وأرباحها وتوزيعاتها (العارض، الشمري، 2012، 174) (القضاة، 2004، 68) ويطلق على تلك القيمة عدة مسميات منها القيمة العادلة (fair value) والقيمة النظرية (theoretical value) والقيمة المعقولة (Reasonable value) والقيمة الاقتصادية (Economic value) والقيمة الحالية (present value) والقيمة الصحيحة (True value) (Francis, 1991, 208)، كما تسمى بالقيمة المحورية أو المركزية على اعتبارها المركز الذي تدور حوله القيمة السوقية بمعنى أن القيمة السوقية والقيمة الحقيقية مفهومان متداخلان كلما اقتربا من بعضهما تميز السوق بالكفاءة (القضاة، 2004، 68) أما (Aidamenbor & Mgbemena) فيعرفون القيمة الحقيقية على أنها القيمة التي يحددها المقيمون المحترفون والمؤهلون وبصورة غير متحيزة والتي يتم حسابها استناداً إلى الأرباح أو إلى توزيعات الأرباح أو التدفقات النقدية الحرة للشركة (Aidamenbor & Mgbemena, 2008, 20)، أما (Luc) فيرى بأن القيمة الحقيقية هي قيمة الأسهم المحسوبة على أساس كل حقائق وظروف الشركة والتي تستند على قوة الأرباح (القدرة على زيادة الربحية على الدوام) وجودة الأرباح والقدرة التنافسية والمخاطر... الخ وتحسب على أنها القيمة الحالية لتيار الأرباح المستقبلية مخصومة بمعدل العائد المطلوب (Luc, 2009, 9) ويرى (King) بأن القيمة الحقيقية تتضمن عملية تحقيقه يقوم بها المستثمر للتأكد من إمكانية الاستثمار مثل فحص العمليات وإدارتها والتأكد من الحقائق الجوهرية (King, 2008, 76)، أما (Quintas) فيعرف القيمة

(٢) تعرف الحقيقية بأنها الواقع الذي يعرف بالملاحظة والتجربة أو غير ذلك من وسائل التحقق أو الشيء الذي

يمكن إثباته أو برهنته ليعني شيئاً واحداً في جميع الأحوال كما أن الحقيقة لا تكون غامضة

(القضاة، 2004، 68)

العادلة بأنّها الثمن الذي يتم تلقيه أو دفعه عند بيع أو شراء أحد الموجودات بصفقه منظمة ^(٣) بين المتعاملين في السوق في تاريخ القياس في ظل افتراض أن السوق كفوء ويتصف بارتفاع حجم التعامل ومستوى النشاط من أجل تحقيق أفضل تقدير للقيمة (Quintas, 2011, 6) كما تعرف القيمة العادلة وفق معيار المحاسبة الدولي رقم (39) بأنّها المبلغ الذي يتم بموجبه مبادلة موجودات أو سداد التزامات بين أطراف لديها المعرفة التامة وراغبين في إجراء عمليّة تجارية ويرى مجلس معايير المحاسبة الدولي أنّ أفضل تقدير للقيمة العادلة يمثل سعر الأداة المالية في سوق نشطة وفي هذه الحالة فليّ القيمة العادلة تتساوى مع القيمة السوقية (Dimos, 2011, 13, 30). كما تعرف القيمة الحقيقية بلأنّها القيمة الحالية لتيار توزيعات الأرباح المتنامية مضاف إليها القيمة الحالية للقيمة المستردة للسهم العادي نهاية فترة الاستثمار (الشواره، 2008، 95) وفي العادة هناك موجودات تقدم أفضل قدر من القيمة باعتبارها قائمة بذاتها، وفي الجانب الآخر نرى موجودات أخرى توفر أقصى حد من القيمة من خلال استخدامها مع غيرها من الموجودات والمطلوبات (تركيبية) لذا إذا كانت أفضل وأعلى قيمة للموجود هي عند الاستخدام يجب قياس قيمة ذلك الأصل في ظل افتراض تقييم الاستخدام هذا النوع من التقييم يستلزم العديد من الافتراضات الضمنية مما يؤدي إلى زيادة الأنشطة المحاسبية الذاتية والحد من القابلية للمقارنة لهذا يجب أن يتم ذلك من قبل مختصين بهدف الحصول على القيمة الأكثر دقة وبغض النظر عن كفاءتهم فمن الطبيعي أن اثنين من المقيمين الماهرين يعملون بشكل مستقل لتقييم موجود واحد يصلون إلى قيم مختلفة لذلك الموجود. يتم إيجاد قيمة أي موجود على أساس القيمة المناظرة له وإذا كان من الصعب العثور على الشركات أو الموجودات المناظرة ففي هذه الحالة يتم استخدام تقنية القيمة الحالية عن طريق تقدير وخصم التدفقات النقدية المستقبلية (Quintas, 2011, 6, 7).

نستنتج مما سبق أنّ القيمة الحقيقية هي القيمة التي تبررها الحقائق الاقتصادية فيما يخص المنافع الاقتصادية ^(٤) (كالأرباح ومقسوم الأرباح ومعدلات النمو) التي من المتوقع أن تولدها الشركة في المستقبل والمخاطر المصاحبة لتلك المنافع والمرتبطة بعدم التأكيد بالحصول

(٣) يقصد بالصفقة المنظمة عدم وجود الاكراه بين المتعاملين وان الشركة مستمرة في عملها ولا توجد أي بوادر لتصفيتها وان المشاركين في السوق يسعون لتحقيق مصالحهم الخاصة.

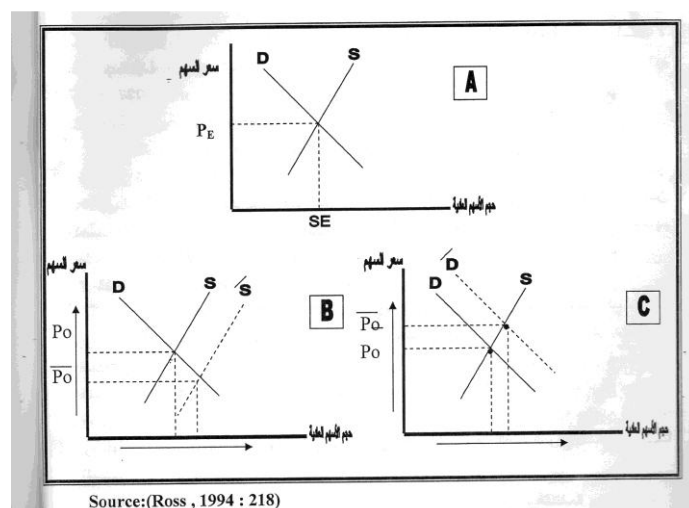
(٤) يرى الباحث بأن هناك نوعين من المنافع الاقتصادية التي يمكن ان تولدها الشركة لمالكها الأولى هي المنافع المادية والتي تم ذكرها فيما سبق والثانية هي المنافع العينية مثل توزيع جزء من المنتجات التي تنتجها الشركة أو قد تكون سفرة سياحية تمنحها بعض الشركات لمساهميها.

عليها كما ويمكن تقدير تلك القيمة ولأي موجود وفق أسلوبين الأول هو خصم المنافع الاقتصادية المستقبلية التي من المتوقع أن يدرها ذلك الموجود بمعدل خصم مساوي لمعدل العائد المطلوب (تكلفة الفرصة البديلة) والثاني على أساس القيمة المناظرة للموجود المراد تقييمه (المضاعفات) بافتراض أن السوق الذي يتداول به ذلك الموجود يتصف بالكفاءة.

ب- القيمة السوقية (Market Value)

وتتمثل بالقيمة ال تي يحددها الباعة والمشترون عندما يتداولون الأسهم العادية (Moube & jannach, 2002, 56) والتي تعكس ما يمكن أن يدفعه المستثمر مقابل الحصول على السهم العادي في السوق المالي وبالنظر لتعدد وتغير العوامل التي تؤثر على هذه القيمة لذا ف إنها لا تتصف بالثبات بل تكون متقلبة ومتغيرة من وقت إلى آخر (العارضى، والشمري، 2012، 170-171)، ويتم تحديد تلك القيمة من خلال العرض والطلب على الأسهم في السوق بحيث أن الكمية المعروضة تساوي الكمية المطلوبة عند كل نقطة زمنية في المدى الطويل أما في المدى القصير وعند حدوث ضغط بيع أو شراء ف إن ذلك يؤدي إلى حدوث انحراف في سعر التوازن (Hoover, 2006, 26) لذا فلنأخذ تمثل إجماع السوق على قيمة السهم باعتبارها قيمة توازنية بين العرض والطلب (العارضى، والشمري، 2012، 171) وان افضل مؤشرين لتمثيل العلاقة بين العرض والطلب هما الأسعار السائدة وحجم التداول للاسهم خلال مدة زمنية محددة ويمكن بيان الكيفية التي يتم من خلالها تحديد القيمة السوقية للسهم خلال الشكل التالي، (العامري، 2010، 477).

الشكل (2) تحديد القيمة السوقية للسهم



المصدر: العامري محمد علي أبراهيم، 2010، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى دار أثرء للنشر والتوزيع، عمان 477.

يتضح من خلال الشكل أن القيمة السوقية تتحدد عند نقطة تقاطع الكمية المعروضة م

الأسهم العادية (S) مع الكمية المطلوبة (D) عند النقطة (P0) والتي تمثل سعر التوازن للسهم الواحد والذي يمكن من خلاله تحديد الاتجاهات وحالات ارتفاع وانخفاض السوق.

لذا فإن أي تحرك لمنحنيات العرض أو الطلب نحو الأعلى أو الأسفل يمينا أو يسارا يؤدي إلى تغير سعر السهم (PE) كما هو موضح في الجزء (B, C) والذي يشير إلى استجابة السعر للتغيرات في البيئة الصناعية أو الاقتصادية للشركة المعنية (العامري 2010، 477) فضلا عن مركزها التنافسي أو المالي أو تغير ظروف السوق واتجاهاته السيكلوجية التي تنعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم والتي قد تعود إلى أحداث سياسية أو اقتصادية عامة (القريشي، 2006، 10) فعند انخفاض أسعار الفائدة فإن ذلك يدفع المستثمرين إلى تحويل استثماراتهم من السندات إلى الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأسهم أي انتقال منحني الطلب إلى أعلى جهة اليمين من D إلى D⁻ وبالتالي ارتفاع سعر السهم من po إلى po⁻ وهذا ما يظهره الشكل C أما عند ارتفاع أسعار الفائدة فإن ذلك يدفع المستثمرين إلى تحويل استثماراتهم من الأسهم إلى السندات مما يؤدي إلى زيادة عرض الأسهم وانتقال منحني العرض إلى أسفل جهة اليمين من S إلى S⁻ مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والانتقال إلى سعر توازني جديد أي من po إلى po⁻ وهذا ما يظهره الشكل B أي أن العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم هي علاقة عكسية (Alam & Salah uddin, 2009, 43-51).

5- المقارنة بين القيمة السوقية والحقيقية للسهم

إن الغرض الأساسي من تحليل القيمة الحقيقية للأسهم ومقارنتها بقيمتها السوقية هو لإقرار مدى عشوائية الأسعار السائدة (للقيم السوقية) مع دراسة أنماطها الحالية المتوقعة من جانب والاستفادة من نتائج التحليل والمقارنة لتحديد فيما إذا كان السهم مسعراً تسعيراً مضخماً (Ever Priced) أو مخفضاً (Under Priced) من جانب آخر (العارضي، والشمري، 2012، 176) وإن العلاقة بين القيمة الحقيقية (العادلة) وأسعار السوق (القيمة السوقية) أمر مثير للجدل حيث تؤكد فرضية كفاءة السوق أن أسعار السوق غير متحيزة وتقدم أفضل تقدير للقيمة الحقيقية لأنها تعمل على تصحيح نفسها على الفور (FTS, 2010, 2) ويمكن لمجموعة من المستثمرين أن يخطئوا في تحديد القيمة الحقيقية للسهم ولفترة من الزمن لكن عادة ما نحصل من خلال الأسواق على التقييم الصحيح على افتراض أن الأسواق كفوة لكن ولسوء الحظ أن هذا الافتراض غير واقعي حيث أظهرت العديد من الدراسات أن الأسواق تعاني التحيز وتشجع سوء التسعير في شركات فردية ولفترات طويلة مما يتطلب من تلك الشركات أن تدير كل من أداء سوق الأسهم بالإضافة إلى أداء عملها الفعلي (Scott, 2005, 22) ، من ناحية أخرى توفر العديد من

الدراسات أدله على أنَّ أداء السوق غير عقلاني إلى حد ما وعلى وجه التحديد المالية السلوكية التي تدرس التحيز الإنساني والعاطفي من أجل إيجاد أفضل فهم لصنع القرار الاستثماري في ظل ظروف عدم التأكد كما وتدرس كيف تؤثر تلك التحيزات على أسعار السوق وتخصيص الموارد (Vayrynen, 2007, 7) حيث ترى أنَّ هناك مجموعة من العوامل السلوكية مثل (الخوف، الطمع، النفور، الثقة المفرطة... الخ) تؤثر على الأسعار في السوق وبطرق مختلفة وإنَّ السلوك الناتج من المستثمرين أكثر تعقيداً من السلوك العقلاني الذي تتخذه نظرية سوق راس المال الحديثة (Froidevaux, 2004, 23) فضلاً عن ذلك فإنَّ المستثمرين قد يعانون من الثقة المفرطة في المعلومات التي تدعم قراراتهم الأولية مما يجعلهم يقللون من شأن المعلومات الجديدة التي تتعارض مع معتقداتهم (Zaharieva, 2012, 4) من ناحية أخرى فإنَّ التحليل الأساسي يفترض انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية وإنَّ من السذاجة الافتراض أن الأسواق كفوءة دائماً بحيث تتكيف الأسعار مع القيمة وعلى الفور (Froidevaux, 2004, 6)، ويرى (Delima) أن أحد الأسباب التي تؤدي إلى حدوث فجوة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية هو عدم قدرة المستثمرين الحصول على معلومات مثالية أو تامة عن الشركة مما يؤدي إلى اتخاذهم قرارات غير عقلانية (غير منطقية) مما يؤثر تأثيراً كبيراً على القيمة السوقية ويؤدي إلى إحداث فجوة بينها وبين القيمة الحقيقية (95, 2009, Delima) ويرى (Vayrynen) أنَّ الميل الطبيعي للتحليل والاختيار يتجه نحو الجودة العالية لأنَّ العرض والطلب يتحدد في السوق من خلال سلوك الإنسان إذ يزداد الطلب على الأسهم ذات الجودة العالية بينما يقل على الأسهم ذات الجودة المنخفضة مما قد يؤدي إلى إحداث فجوة واسعة بين القيم (7, 2007, Vayrynen) ويرى (Francis) أن انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الحقيقية قد يكون نتيجة للتلاعب بأسعار الأسهم أو عدم توفر معلومات كافية عن الشركة (208, 1991, Francis) نستنتج من ذلك أنَّ القيمة السوقية يمكن تحديدها بالضبط من خلال توازن العرض والطلب على السهم في السوق أما القيمة الحقيقية فإنَّ تحديدها أكثر صعوبة ويتطلب التنبؤ بالمستقبل ويتم استخدام نهج شخصي مختلف لا يمكن تجنبه كما أن الاختلاف في الأساليب ووجهات النظر حول الآفاق المستقبلية للشركة يجعل من القيمة الحقيقية فردية وغير قابلة للرصد فالمستثمر قد يبيع السهم على أساس توقعاته للقيمة في حين أن مستثمراً آخر يشتري السهم استناداً إلى توقعاته المختلفة حول القيمة وإن تلك التقييمات المختلفة ترتبط بعوامل المدخلات في نماذج التقييم.

ثالثاً: الجانب التطبيقي:

1- وصف متغيرات البحث

من الجدول (1) يتم الوقوف على طبيعة المتغيرات المستخدمة في البحث وذلك من خلال ما عكسته بعض القيم والتي تمثل غالبيتها بيانات محاسبية (accounting data) باستثناء معدل العائد المطلوب (معدل الخصم) الذي يبينه الجدول (2) والتي تم الحصول عليها بصورة مباشرة من القوائم المالية للشركات المبحوثة المنشورة في دليل الشركات لسنة 2010 وتقارير سوق العراق للأوراق المالية والنشرات الإحصائية الصادرة من البنك المركزي العراقي ولكافة سنوات البحث وتشمل تلك البيانات القيمة الدفترية التي يرمز لها بالرمز B فضلا عن ربحية السهم الواحد والتي يرمز لها بالرمز E ولكافة سنوات البحث، حيث نلاحظ أنَّ القيمة الدفترية ولكافة الشركات المبحوثة كانت متقلبة خلال سنوات البحث باستثناء المصرف التجاري العراقي حيث كانت مستمرة بالارتفاع سنة تلو الأخرى، كما أنَّ ربحية أسهم المصرف الإسلامي للسنوات (2006-2007-2008) والمصرف الأهلي العراقي لسنة 2006 كانت سالبة وهو ما يدل على الصعوبات المالية التي تلاقيها تلك المصارف.

جدول رقم (1)

البيانات الخاصة بالبحث

السنوات	الشركات البيانات	المصرف التجاري العراقي	مصرف بغداد	المصرف الإسلامي	مصرف الشرق الأوسط	مصرف الاستثمار العراقي	المصرف الأهلي العراقي	مصرف بابل	مصرف الاقتصاد للاستثمار	مصرف الخليج التجاري	مصرف الورقاء للاستثمار	اسعار الفائدة على اذونات الخزينة
2006	E	0.02	0.159	-0.0099	0.12	0.001	-0.0297	0.101	0.523	0.109	0.366	%16
	B	1.063	1.123	1.01	1.33	1.048	1.05	1.188	1.588	1.081	1.862	
2007	E	0.03	0.373	-	0.32	0.273	0.06	0.134	0.302	0.213	0.012	%21
	B	1.088	1.437	0.00011	1.063	1.0309	1.12	1.177	1.411	1.272	1.477	
2008	E	0.03	0.306	-	0.31	0.216	0.13	0.185	0.571	0.452	0.327	%17.37
	B	1.118	1.333	0.01326	1.52	1.255	1.24	1.321	1.741	1.642	1.571	
2009	E	0.06	0.186	0.01	0.19	0.091	0.01	0.073	0.091	0.16	0.373	%7.80
	B	1.403	1.284	1.01	1.37	1.241	1.04	1.107	1.208	1.184	1.266	
2010	E	0.22	0.137	0.00191	0.13	0.0119	0.02	0.089	0.143	0.108	0.024	%8.94
	B	1.58	1.188	1.101	1.27	1.18	1.06	1.197	1.273	1.115	1.214	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية (الثالث والرابع والخامس والسادس

والسابع لسوق العراق للأوراق المالية) وللسنوات على التوالي (2006-2007-2008-2009-2010) ودليل الشركات لسنة 2010 والنشرات الإحصائية السنوية للبنك المركزي العراقي وللسنوات (2006-2007-2008-2009-2010).

2. آلية تطبيق نموذج الدخل المتبقي:

تم تطبيق نموذج الدخل المتبقي لتحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث وفق الصيغة المعروضة من خلال الجدول (2) حيث تم إيجاد معدل العائد المطلوب (كلفة رأس المال) وفق نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية وتم التوصل إلى معامل (Beta) الذي يعد من أبرز متغيرات هذا النموذج من خلال أخذ مقطع عرضي وسلسلة زمنية تاريخية امتدت للفترة (2006-2010)، إذ تضمنت 60 مشاهدة لأسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات عينة البحث ولمؤشر سوق العراق للأوراق المالية وتم التوصل إلى معدل العائد المتوقع على السهم وفق المعادلة التالية:

$$\text{Expected Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Expected Return (ER) : معدل العائد المتوقع

P_t : سعر سهم الشركة للشهر الحالي

P_{t-1} : سعر سهم الشركة للشهر السابق

أما عائد السوق فقد تم إيجاده من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Market Return} = \frac{\text{Index } t - \text{Index } t^{-1}}{\text{Index } t^{-1}}$$

Market Return (M R) : معدل عائد السوق

Index t : مؤشر الشهر الحالي

Index t^{-1} : مؤشر الشهر السابق

وقد تم إجراء الإنحدار الخطي البسيط بين المتغير المعتمد والمتمثل بعوائد أسهم الشركات والمتغير المستقل المتمثل بعائد السوق للوصول إلى حساب قيمة معامل beta لكل سهم من أسهم الشركات وبالتالي حساب معدل العائد المطلوب (ER) ووفق المعادلة التالية:

$$ER - (RF) = \beta(R_m - RF)$$

β : بيتا : مقياس لمخاطر السوق

RF : معدل العائد الخالي من المخاطر

RM : عائد السوق

وتم اعتماد أسعار الفائدة على أذونات الخزينة التي يظهرها الجدول (1) على اعتبارها معدلاً خالياً من المخاطر وبعد أن تم التوصل إلى معدل العائد المطلوب تم إيجاد القيمة الحالية للدخل المتبقي ولكل سنة من سنوات البحث وفق المعادلة التالية:

$$\frac{Et - (K - b^{t-1})}{(1+K)^t}$$

جدول رقم (2)

نتائج تطبيق نموذج الدخل المتبقي

مصرف الوركاء للاستثمار	مصرف الخليج التجاري	مصرف الاقتصاد للاستثمار	مصرف بابل	المصرف الاهلي العراقي	مصرف الاستثمار العراقي	مصرف الشرق الأوسط	المصرف الاسلامي	مصرف بغداد	المصرف التجاري العراقي	الشركات	
0.533	0.693	3.48	0.813	0.695	0.576	0.625	0.599	1.29	1.05	β	
0.022615039	0.025401392	0.07393618	0.027491157	0.025436221	0.023363871	0.024217192	0.023764	0.035798	0.031618442	K	سنة 2006
0.322920157	0.079843185	0.370437326	0.071943403	-0.056489691	-0.02708147	0.076872275	-0.033577027	0.122503831	-0.011997929	$E_t-(K*B^{t-1})/(1+K)^t$	
0.024561184	0.026680864	0.06360304	0.028270624	0.02670736	0.025130848	0.02578	0.025436	0.03459	0.0314104	K	سنة 2007
-0.031566287	0.185637768	0.212718166	0.102236122	0.033397419	0.247938501	0.287414592	-0.024543096	0.33670988	-0.001386271	$E_t-(K*B^{t-1})/(1+K)^t$	
0.023148353	0.025751986	0.07110402	0.027704711	0.025784531	0.023848079	0.024645442	0.024222	0.035467	0.031561342	K	سنة 2008
0.295078392	0.421649158	0.489355634	0.154958263	0.103244761	0.186913833	0.285647193	-0.036029575	0.260093926	-0.001282337	$E_t-(K*B^{t-1})/(1+K)^t$	
0.019424028	0.023303661	0.09088202	0.026213386	0.023352156	0.020466679	0.021654817	0.021024	0.03778	0.031960092	K	سنة 2009
0.344744954	0.125103715	-0.020728922	0.041776956	-0.016402694	0.067313778	0.159787869	-0.009345443	0.14258234	0.028493641	$E_t-(K*B^{t-1})/(1+K)^t$	
0.019867678	0.023595311	0.08852602	0.026391036	0.023641906	0.020869479	0.022011067	0.021405	0.037504	0.031912592	K	سنة 2010
0.001203841	0.083138005	0.073024856	0.063352809	-0.001876384	-0.011457819	0.102955207	-0.017537001	0.096941553	0.181734694	$E_t-(K*B^{t-1})/(1+K)^t$	
2.880381057	2.072371833	3.340807061	1.520267554	1.141873412	1.693626823	2.736677135	0.898967858	2.01483153	1.239561798	$V = B_0 + \sum_{t=1}^T E_t - (K*B^{t-1})/(1+K)^t$	القيمة الحقيقية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

وبعد جمع كافة القيم الحالية للدخل المتبقي وإضافتها للقيمة الدفترية في بداية الفترة تم إيجاد القيم الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث أما بخصوص القيمة السوقية التي يتوجب تعيينها من أجل مقارنتها مع القيمة الحقيقية لغرض اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية فإن تعدد أسعار الأسهم المسجلة داخل السوق المالي يطرح مشكلة تحديد تلك القيمة فهناك أسعار إغلاق يومية وشهرية وسنوية فإن أخذ أي من تلك الأسعار المختلفة قد يؤدي إلى اختلاف القرارات التي يتم اتخاذها من قبل المستثمرين ومدراء الشركات، ففي العادة يتم أخذ سعر الإغلاق في اليوم الذي يجري فيه التقييم والذي يعتبر أحدث سعر بناء على المعلومات الواردة إلى السوق وهذا ما جاء به (سويبي، 2007، 107-119) وبما أن قيمة السهم تتمثل بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يدرها ذلك السهم لمالكه لذا سيتم الاعتماد على سعر الإغلاق لشهر كانون الثاني سنة (2006) باعتباره القيمة السوقية للسهم على افتراض أن التقييم قد تم في الشهر المذكور.

2. تحليل نتائج معد العائد المطلوب

يتضح من خلال الجدول (2) أن معاملات بيتا للشركات عينة البحث قد تراوحت بين (0.53-3.48) حيث كانت في مجملها تحمل إشارة موجبة مما يدل على تقلب عوائد أسهم هذه الشركات طردياً مع عوائد محفظة السوق كما أشرت أعلى قيمة بيتا والبالغة (3.48) لدى مصرف الاقتصاد للاستثمار مما يدل على ارتفاع عائد سهم هذا المصرف بمقدار (3.48) دينار عند ارتفاع عائد محفظة السوق بمقدار دينار واحد فضلاً عن دلالاته بتحمل مالك سهم هذا المصرف مخاطر أعلى من مخاطر السوق قياساً بالمصارف الأخرى مما ينعكس بدوره على ارتفاع تكلفة رأس المال (معدل العائد المطلوب) وهو ما نلاحظه في المصرف المذكور كما ويمكن الاستدلال على ثنائية العائد والمخاطر من خلال ملاحظة ارتفاع مخاطر أسهم هذا المصرف والمتمثلة بمعامل بيتا والمتزامنة مع ارتفاع العوائد التي تم تحقيقها والمتمثلة بربحية السهم الواحد في المتوسط مقارنة بالمصارف الأخرى وجاء مصرف بغداد بالمرتبة الثانية إذ بلغ معامل بيتا (1, 29) أي تكلفة رأسماله مرتفعة لكن أقل من سابقتها وبلغت أدنى قيمة لمعامل بيتا (0.533) لمصرف الوركاء للاستثمار وهي أقل من مخاطر السوق مما يعني انخفاض معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم مما ينعكس بدوره على ارتفاع قيمة أسهم المصرف المذكور مقارنة بالمصارف الأخرى وجاءت قيم معاملات Beta للمصارف الأخرى بمستويات مختلفة.

3. تحليل نتائج القيمة الحقيقية ومقارنتها مع القيمة السوقية

يتضح من خلال الجدول (2) أنَّ القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث قد تراوحت بين (0.898-3.34) وبالرغم من ارتفاع معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) على اسهم مصرف الاقتصاد للاستثمار ألا أنَّ هذا المصرف قد حقق أعلى قيمة حقيقية مقارنة بباقي المصارف حيث بلغت (3.34) وذلك لأنَّ المصرف المذكور قد حقق أعلى ربحية للسهم الواحد خلال مدة البحث مقارنة ببقية المصارف جدول (1) أما أقل قيمة حقيقية فكانت من نصيب المصرف الإسلامي وهي (0.898) وذلك لأنَّ المصرف المذكور قد حقق ربحية على السهم الواحد سالبة خلال السنوات (2006-2007-2008) جدول (1) مما انعكس على قيمته الحقيقية كما ويتضح من الجدول (3) بأنَّ القيمة الحقيقية لأسهم جميع الشركات كانت أقل بكثير من قيمتها السوقية مما يدل على أن اسهم جميع شركات العينة كانت مبالغ في تقييمها من قبل السوق وقد سجل المصرف التجاري العراقي اكبر فجوة بين القيمتين وكانت (3.61) يليه مصرف بغداد (2.78) أما اقل فجوة بين القيمتين فقد سجلها مصرف بابل وكانت (0.529) فكلما كان ابتعاد القيمة السوقية للأسهم عن قيمتها الحقيقية كبيراً أي اتساع الفجوة بين القيمتين كلما دلَّ على ضعف الإفصاح والشفافية والابتعاد عن تطبيق أسس حوكمة الشركات وعدم تماثل المعلومات وبالتالي بروز فرضية الإشارة التقليدية هذا من جانب الشركات أما من جانب المستثمرين فيدل على ضعف الأداء وعدم اعتمادهم على أسس علمية سليمة في انتقاء الأسهم المراد الاستثمار بها وتحول الغالبية منهم من مستثمرين إلى مضاربين أما عند مقارنة القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية المعبر عنها بسعر الإغلاق لشهر كانون الأول سنة 2006 فنلاحظ أنَّ الفجوة بين القيمتين قد انخفضت عن سابقتها مما يدل على اقتراب القيمة السوقية لأسهم الشركات عينة البحث نحو قيم الأسهم الحقيقية وهذا دليل واضح على اعتراف السوق بالقيمة الحقيقية لتلك الأسهم إلا أنَّ ردة فعل السوق كانت مبالغ بها حيث انخفضت القيمة السوقية المذكورة لأسهم الشركات عينة البحث إلى دون القيمة الحقيقية باستثناء سهم المصرف التجاري العراقي حيث انخفضت من (4.84) إلى (1.3) وكانت القيمة الحقيقية (1.239) وان انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات عينة البحث واقترباها من قيمة الأسهم الحقيقية يدل على طردية العلاقة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية وباتجاه واحد أي كلما ارتفعت أو انخفضت القيمة الحقيقية كلما تبعتها القيمة السوقية في الارتفاع والانخفاض.

جدول رقم (3)

المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية وتحليل القرارات التمويلية والاستثمارية التي يتوجب اتخاذها من قبل المستثمرين ومدراء الشركات

الشركات	المصرف التجاري العراقي	مصرف بغداد	المصرف الإسلامي	مصرف الشرق الأوسط	مصرف الاستثمار العراقي	المصرف الأهلي العراقي	مصرف بابل	مصرف الاقتصاد للاستثمار	مصرف الخليج التجاري	مصرف الوركاء للاستثمار
القيمة الحقيقية	1.239561798	2.01483153	0.898967858	2.736677135	1.693626823	1.141873412	1.520267554	3.340807061	2.072371833	2.880381057
القيمة السوقية سعر الأغلاق لشهر كانون الثاني سنة 2006	4.85	4.8	1.95	4.5	3.65	3.65	2.05	19.7	3.25	5.1
مقارنة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية	-3.610438202	-2.7851684	-1.05103214	-1.763322865	-1.956373177	-2.508126588	-0.52973244	-16.35919294	-1.177628167	-2.219618943
التسعير	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم	مضخم
القرار الاستثماري الذي يتخذه المستثمرين في السوق	بيع	بيع	بيع	بيع	بيع	بيع	بيع	بيع	بيع	بيع
القرار التمويلي الذي تتخذه الشركات	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم	اصدار السهم
القيمة السوقية سعر الاغلاق لشهر كانون الاول 2006	1.3	2	0.85	1.8	1.3	1.05	1	1.95	1.35	1.7
مقارنة بين القيمة السوقية لشهر كانون الاول لسنة 2006 والقيمة الحقيقية	-0.060438202	0.01483153	0.048967858	0.936677135	0.393626823	0.091873412	0.520267554	1.390807061	0.722371833	1.180381057

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب

4. تحليل القرارات التمويلية والاستثمارية التي يتوجب اتخاذها من قبل المستثمرين ومدراء الشركات في ضوء المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية:

في ضوء المقارنة بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية التي يبينها الجدول (3) يمكن الإقرار بأن القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات عينة البحث كانت أكبر بكثير من القيمة الحقيقية مما يعني المبالغة في تسعيرها من قبل السوق لذا يتوجب على المستثمرين الذين يضمون أي سهم من أسهم الشركات أنفة الذكر اتخاذ القرار ببيعها وذلك لتجنب تحقيق خسائر رأسمالية ناتجة من انخفاض القيمة السوقية لتلك الأسهم واقتربها نحو القيمة الحقيقية أما فيما يخص الشركات المبحوثة والتي تحتاج إلى التمويل الخارجي لغرض تمويل مشاريعها الاستثمارية ومع الأخذ بالاعتبار المحافظة على هيكل راس المال الأمثل فيتوجب على مدراءها اتخاذ قرار التمويل عن طريق إصدار اسهم عادية جديدة بدلاً من الالتجاء إلى الديون وذلك لأن قيمة أسهم شركاتهم السوقية اكبر بكثير من قيمتها الحقيقية وهنا تبرز فرضية الإشارة والتي تنص على أن عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومدراء الشركات يدفع بالمدراء إلى إصدار الأسهم العادية عندما تكون القيمة الحقيقية لأسهم شركاتهم اقل من قيمتها السوقية وبالعكس.

5- اختبار الفرضيات

يبين الجدول (3) أن القيمة الحقيقية لأسهم جميع شركات العينة كانت أقل بكثير من قيمتها السوقية المعبر عنها بسعر الإغلاق لشهر كانون الثاني لسنة 2006 أي إن القيمة السوقية كانت اكبر من القيمة الحقيقية ولكافة الشركات مما يدل على صحة فرضية البحث التي تنص على تباين القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث التي يتم تحديدها باستخدام نموذج الدخل المتبقي مع القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات أما عند ملاحظة القيمة السوقية لأسهم الشركات عينة البحث المعبر عنها بسعر الإغلاق لشهر كانون الأول لعام 2006 يمكن الإقرار بأن القيمة السوقية للشهر المذكور قد انخفضت عن سابقتها وبفارق كبير ولجميع الشركات عينة البحث وبعبارة أخرى أن القيمة السوقية في نهاية عام 2006 قد سجلت انخفاضا كبيرا مقارنة بها في بداية العام المذكور مما يعني أن القيمة الحقيقية المنخفضة نسبيا مقارنة بالقيمة السوقية هي المسبب لهذا الانخفاض مما يدل على أن القيمة السوقية تتبع القيمة الحقيقية في تغيرها أي أن القيمة الحقيقية تفسر التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية وهو ما تم ملاحظته في أسهم جميع الشركات.

رابعا-الاستنتاجات والتوصيات

1-الاستنتاجات:

1. ظهور انحرافات كبيرة في القيم الحقيقية للأسهم العادية عن قيمها السوقية نتيجة لضعف الإفصاح والشفافية وتدني جودة المعلومات مما يؤدي في بعض الأحيان إلى تحمل المستثمرين خسائر كبيرة نتيجةً لابتعاد السوق عن دوره باعتباره أداة للتسعير العادل.
- 2- إنَّ القيمة السوقية للأسهم العادية تتبع القيمة الحقيقية في تغيراتها ارتفاعاً وانخفاضاً إلا أن ردة فعل السوق لهذا التتبع كانت مبالغ بها وبنسبة 90% من اسهم شركات العينة المبحوثة.
- 3 - إنَّ قيمة السهم لا تكون قيمة حقيقية إلا إذا عكست كافة المعلومات المتاحة (بجانبها السلبي و الإيجابي) وان هذا لا يتحقق إلا في الأسواق المالية الكفوءة.

2-التوصيات:

1. إلزام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بالإفصاح عن بياناتها الخاصة بمركزها المالي وقرارات مجالس إدارتها ووضعها تحت إطلاع المستثمرين بالوقت المناسب.
2. وضع حدود معينة لتغيرات الأسعار لأنَّ هذه التغيرات قد تحصل في بعض الأحيان نتيجة لمعلومات جديدة غير صحيحة مما يؤدي إلى تضليل المستثمرين مما يتوجب المحافظة على استقرار تلك الأسعار.
3. إنَّ الهدف المعاصر للإدارة المالية يتمثل بتعظيم ثروت حملة الأسهم مما يتوجب على مدراء الشركات تركيز جل اهتمامهم على دعم القيمة الحقيقية لأسهم شركاتهم من خلال تبني استراتيجيات تعمل على خلق قيمة للمساهمين أي تؤدي إلى زيادة المنافع الاقتصادية المستقبلية (التركيز على الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة) وخفض تكلفة رأس المال (خفض المخاطر وتبني هيكل رأس مال أمثل) لأنَّ القيمة الحقيقية دالة في المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة و تكلفة رأس المال.
4. العمل على إعداد المزيد من البحوث والدراسات التي تتناول موضوع تقييم الأسهم العادية من خلال الربط بين نماذج التقييم وتحليل الحساسية (ماذا لو؟).

المراجع:

أولاً-المراجع باللغة العربية

١. دليل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، الإصدار، 2010.
٢. البنك المركزي العراقي، (المديرية العامة للإحصاء والأبحاث ، النشرات السنوية (2010، 2009، 2008، 2007، 2006.
٣. الضب، بن علي، 2009، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة.
٤. القرشي، فتحية مزهر عبد الرضا، 2006، أشكال التمويل طويل الأجل وكفاءة السوق المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
٥. القضاة، يحيى محمد، 2004، دور الإفصاح المحاسبي في إظهار القيمة السوقية الحقيقية لاسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا.
٦. عزيز، بزين محمد، 2006، استخدام هندسة القيمة وإعادة هندسة العمليات في تخفيض التكاليف، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة صلاح الدين.
٧. سويسي، هواري، 2007، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 5، الجزائر.
8. الشواورة، فيصل محمود، 2008، الطبعة الأولى، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان الأردن.
9. العامري، محمد علي، 2010، الطبعة الأولى، الإدارة المالية المتقدمة، دار أثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
10. العارضي، جليل كاظم، والشمري، ارشد عبد الأمير، 2012، الطبعة الأولى استراتيجيات الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
11. النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، ارشد فواد، 2009، الطبعة العربية، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، .

ثانياً- المراجع باللغة الإنكليزية:

1. FTS, Real time system project, 2010 : Assessing intrinsic value using the residual income valuation (RIV) Approach.
2. Aidamenbor, jaunty Edobor & Mgbemena, Chikanayo, , 2008 valuing companies in emerging markets, thesis for the masters in

- Business Administration, school of management Blekinge Institute of technology.
3. Clemence, Basdevant Marie, 2012, can we predict the fair value price in corporate finance?, thesis master, HEC PARIS, FRANCE.
 4. Dimos, Athanasios.A, 2012, IFRS and European commercial Banks value Relevance and Economic consequences, thesis doctor, University of Birmingham, Business School, UK England.
 5. Froidevaux, Pascal. S, 2004, Fundamental equity valuation stock selection based on discounted cash flow, thesis doctor, University of Fribourg Switzerland.
 6. Luc, Zikoh jean, 2009, Strategic valuation of Danske bank, thesis master, applied economics finance Copenhagen business school, Denmark.
 7. Moube, Armand Collins fatsing & jannach, Michael Franz, 2002, Mutual funds and corporate stock selection, thesis master, School of Economics and Commercial Laws, university Goteborg, Sweden.
 8. Quintas, Jose Miguel, 2011, fair value in pension funds, thesis master, school of business administration, university catholic Portuguese.
 9. Vayrynen, Olli, Identifying undervalued stocks with multiple financial ratios, 2007, thesis master, Helsinki university of technology, Espoo, Finland.
 10. Zaharieva, Ivana Lyubomirova, 2012, Investor sentiment and industry cost of equity the role of information and product market uniqueness, thesis master, Edwards school of business, university of Saskatchewan, Canada.
 11. Alam, Mahmudul & Salah uddin, Gazi, 2009, Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International Journal of Business and Management, Vol.4 No. 3
 12. Ikenberry, David& Lakonishok, Josef, &Vermaelen, Theo, 1995, Market under reaction to open market share repurchases, journal of financial economics, Vo., 139, NO., 2, 181-208.
 13. Halsey, Robert.F, 2001, using the Residual- Income stock price valuation model to teach and learn ratio analysis, Issues in Accounting Education, Vol., 16, NO., 2, 257-272.
 14. Higgins, Huong.N, 2011, Forecasting stock price with the residual Income model, Review of Quantitative finance and accounting, Vol., 36, NO., 4, 583-604.

15. Hiriyappa, B, 2008, Investment management securities and portfolio management, new age international limited new Delhi.
16. Brigham, Eugene F, & Houston, Joel F, 1995, Fundamentals of Financial Management, 4th ed, South-Western U.S.A.
17. Brigham, Eugene F, & Houston, Joel F, 2007, Fundamentals of Financial Management, 11th ed, South-Western U.S.A
18. Francis, jack, Clark, 1991, Investment Analysis and management, 5th ed, McGraw -Hill.Inc., New York.
19. Haksever, Cengiz & Render, Barry& Russell , Roberta.S& Murdick, Robert G., 2000, Service management and operations, 2nd ed, Hall, U.S.A.
20. Helfert, Erich.A, 2001, Financial Analysis tools and techniques a guide for managers, McGraw-Hill, U.S.A.
21. Henning, Grant, 2010, the value and momentum trader dynamic stock selection models to beat the market, john Wiley & sons, Inc., Hoboken, New jersey, U.S.A.
22. Hitchner, James.R, 2003, Financial Valuation Applications and Models, John wile& sons.Inc. U.S.A.
23. Hoover, Scott, 2006, Stock Valuation and Essential guide to wall street's most popular valuation models, McGraw-Hill. Inc., U.S.A.
24. king, Alfred.M, 2008, Executives guide to Fair value profiting from the Valuation Rules, John Wiley & sons Inc., U.S.A.
25. Neale, Bill &, McElroy Trefor, , 2004, Business Finance a value Based Approach, 1st ed, Hall, England.
26. Schreiner, Andreas, 2007, Equity Valuation using Multiples an Empirical Investigation, 1st ed, GWV publishers GmbH, Wiesbaden, German.
27. Scott, Mark.C, 2007, Achieving Fair value How companies can better manage their Relationships with Investors, John Wiley & sons Ltd, U.S.A.