



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة القادسية

كلية الادارة و الاقتصاد

قسم المحاسبة

# استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للاسهم- دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية

رسالة مقدمة

الى مجلس كلية الادارة و الاقتصاد – جامعة القادسية

وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم المحاسبة

اعداد الطالبة

نورس كاظم عبيد العارضي

بأشراف

ا.م. د علي عباس كريم الخفاجي

## اقرار لجنة المناقشة

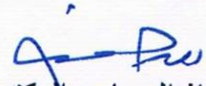
نشهد نحن لجنة المناقشة قد اطلعنا على الرسالة الموسومة بـ ( استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للاسهم - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية) و ناقشنا الطالبة (نورس كاظم عبيد ) في محتوياتها و فيما له علاقة بها و نعتقد انها جديرة لنيل درجة الماجستير في علوم المحاسبة بتقدير

  
الأستاذ المساعد الدكتور

عبد الله كاظم حسن

كلية الإدارة و الاقتصاد / جامعة القادسية

(عضو)

  
الأستاذ المساعد الدكتور

سلوان حافظ حميد

كلية الإدارة و الاقتصاد / جامعة المستنصرية

(عضو)

  
الأستاذ المساعد الدكتور

علاء عبد الحسين صالح

كلية الإدارة و الاقتصاد / جامعة البصرة

(رئيسا)

  
الأستاذ المساعد الدكتور

علي عباس كريم

كلية الإدارة و الاقتصاد / جامعة القادسية

(عضو و مشرفا)

مصادقة مجلس الكلية

صادق مجلس كلية الإدارة و الاقتصاد بجامعة القادسية على قرار لجنة المناقشة

  
الاستاذ المساعد الدكتور

مجيد عبد الحسين هاتف

عميد كلية الادارة و الاقتصاد/جامعة القادسية

٢٠١٧/ /



﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسِيرَی اللّٰهُ عَمَلْکُمْ وَرَسُولُهُ

وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتَرَدُّونَ اِلٰی عَالَمِ

الْغِیْبِ وَالشَّهَادَةِ فِیْنِیْکُمْ بِمَا کُنْتُمْ تَعْمَلُونَ



صدق الله العلي العظيم

سورة التوبة : اية (١٠٥)



## الإهداء

إلى أبي العزيز أطال الله في عمره الذي نسي نفسه

وتذكرني وعلمني وكبرني .....

- إلى من سهرت لأنام ومرضت لشفائي والدتي

شافها الله وأطال في عمرها .....

- إلى من تشاركنا الرحم أخي احمد

وأخواتي .....

- إلى كل ذي فضل علي .....

- لأن من لا يشكر المخلوق لا يشكر الخالق .....

اليهم اهدي هذا الجهد .. محبة ... وفاء ... و عرفانا .....

## شكر وامتنان

الحمد لله و الشكر لله سبحانه و تعالى الذي اعانني على اتمام دراستي هذه و لو لا توفيقه عز وجل لما تحقق من ذلك شيء.

و بعد ذلك اتقدم بخالص الشكر و التقدير و العرفان الى الاستاذ الدكتور سعود جواد مشكور الذي اعانني في بداية رسالتي من خلال تقديم النصح و التوجيه و ارشديني في بداية الطريق الى كتابة الرسالة.

كما اتقدم بخالص الشكر و التقدير الى الاستاذ المساعد الدكتور علي عباس الخفاجي الذي تولى الاشراف على هذه الدراسة و منحني الكثير من وقته من خلال تقديم النصح و الارشاد و التوجيه بما قدمه لي من وصايا و اراء كانت لي خير عون في انجاز هذه الرسالة.

كما أتقدم بخالص الشكر والامتنان إلى السادة الأفاضل رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم و قبولهم مناقشة هذه الرسالة ولما سيبدونه من ملاحظات علمية لتقويم هذا الجهد واغنائهم فجزاهم الله خير الجزاء .

كما اتقدم بخالص الشكر و التقدير الى الدكتور مجيد عبد الحسين هاتف صاحب القلب الكبير الذي غمرنا بالمحبة و توجيهاته حيث كنا نلجأ اليه دائما لناخذ منه النصيحة القيمة التي تساعدنا على تجاوز الصعاب التي تواجهنا لما يتمتع به من مخزون علمي لم يبخل به على احد منا فله كل الشكر و التقدير.

و من القيم الوفاء و العرفان بالجميل ان لا انسى ان اتقدم بالشكر الى أساتذتي في مرحلة البكالوريوس و الماجستير الذين لولاهم لما وصلت اليه اليوم فلهم مني عظيم الشكر و الامتنان . وكذلك أتقدم بالشكر والعرفان إلى إخوتي و زملائي في الدراسة (هدى مؤيد، وكفاح كاظم، وحميدة كريم، وسلام عادل، ومحمد عامر، ومحمد باقر، وعلاء حسن، وعلي فاضل، وقحطان طالب ) و ختاماً اقدم شكري و تقديري الى كل الاشخاص الذين مدوا لي يد العون و المساعدة من خلال تقديم اية معلومة او نصيحة او تسهيل الحصول على مصدر او مرجع داعياً من الله العلي القدير ان يوفق الجميع لما فيه الخير و التقدم العلمي خدمة لبلدنا في شتى المجالات الحياة.

## قائمة المحتويات

الصفحة	عنوان
أ	اية القرآنية
ب	الاهداء
ت	شكر و امتنان
ث	قائمة المحتويات
ج	قائمة الاشكال
ج-خ	قائمة الجداول
د	المستخلص
٢-١	المقدمة
الفصل الاول : منهجية الدراسة و دراسات سابقة	
٩-٤	المبحث الاول : منهجية البحث
١٧-١٠	المبحث الثاني :دراسات سابقة و مساهمة الدراسة الحالية
الفصل الثاني : الاطار النظري	
٣٩-١٩	المبحث الاول : مفهوم التنبؤ بالأرباح
٥٩-٤٠	المبحث الثاني: نماذج تسعير الاصول الرأسمالية
٧٨-٦٠	المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في تحديد اسعار الاسهم العادية
الفصل الثالث : الجانب العملي	
١٠١-٨٠	المبحث الاول – نبذ تعريفية عن الشركات عينة البحث
١١٨-١٠٢	المبحث الثاني : تطبيق النماذج الثلاثة في الشركات عينة البحث
١٣٢-١١٩	المبحث الثالث : مقارنة نتائج النماذج الثلاثة مع القيمة السوقية الفعلية
الفصل الرابع : الاستنتاجات و التوصيات	
١٣٦-١٣٤	المبحث الاول : الاستنتاجات
١٣٧	المبحث الثاني : التوصيات
١٤٩-١٣٨	المصادر
١٥٠	الملاحق
١٥١	Abstract

## قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
٨	نموذج الدراسة	١
٤٣	نمو التوزيعات الثابت	٢
٤٦	نمو التوزيعات غير الطبيعي	٣

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٦	عينة الدراسة	١
٦	اسماء الشركات عينة الدراسة	٢
٧٥	البيانات الخاصة بمصرف الاستثمار العراقي خلال الفترة (2014-2011)	٣
٧٧	معدل العائد المطلوب ومعامل بيتا للمصرف الاستثمار العراقي خلال الفترة (2014-2011)	٤
٧٨	البيانات الخاصة بمصرف بابل خلال الفترة (2014-2011)	٥
٧٨	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للمصرف بابل خلال الفترة (2014-2011)	٦
٧٩	البيانات الخاصة بشركة الامين للتأمين خلال الفترة (2011-2014)	٧
٨٠	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الامين للتأمين خلال الفترة (2014-2011)	٨
٨١	البيانات الخاصة بشركة دار السلام للتأمين خلال الفترة (2014-2011)	٩
٨١	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة دار السلام للتأمين خلال الفترة (2014-2011)	١٠
٨٢	البيانات الخاصة بشركة الزوراء للاستثمار المالي خلال الفترة (2014-2011)	١١
٨٣	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الزوراء للاستثمار المالي خلال الفترة (2014-2011)	١٢
٨٤	البيانات الخاصة بشركة الوئام للاستثمار المالي خلال الفترة (2014-2011)	١٣
٨٤	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الوئام للاستثمار	١٤

	المالي خلال الفترة (2011-2014)	
٨٥	البيانات الخاصة بالشركة العراقية للنقل البري خلال الفترة (2011-2014)	١٥
٨٥	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا العراقية للنقل البري خلال الفترة (2011-2014)	١٦
٨٦	البيانات الخاصة بالشركة المعمورة للاستثمارات العقارية خلال الفترة (2011-2014)	١٧
٨٧	يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا شركة المعمورة للاستثمارات العقارية خلال الفترة (2011-2014)	١٨
٨٨	البيانات الخاصة بشركة فنادق كربلاء خلال الفترة (2011-2014)	١٩
٨٩	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة فنادق كربلاء خلال الفترة (2011-2014)	٢٠
٨٩	البيانات الخاصة بفندق بابل خلال الفترة (2011-2014)	٢١
٩٠	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة فندق بابل خلال الفترة (2011-2014)	٢٢
٩١	البيانات الخاصة بشركة الخياطة الحديثة خلال الفترة (2011-2014)	٢٣
٩١	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الخياطة الحديثة خلال الفترة (2011-2014)	٢٤
٩٢	البيانات الخاصة بالشركة العراقية للسجاد و المفروشات خلال الفترة (2011-2014)	٢٥
٩٣	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة العراقية للسجاد و المفروشات خلال الفترة (2011-2014)	٢٦
٩٣	البيانات الخاصة بالشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية خلال الفترة (2011-2014)	٢٧
٩٤	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية خلال الفترة (2011-2014)	٢٨
٩٥	البيانات الخاصة بشركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك خلال الفترة (2011-2014)	٢٩
٩٥	معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك خلال الفترة (2011-2014)	٣٠
٩٨	القيمة الدفترية للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة (2011-2014)	٣١
٩٩	الربح الباقي للسهم الواحد لعينة البحث للفترة (2011-2014)	٣٢



١٠١	معاملات نموذج التقييم المحاسبي لعينة البحث للفترة (2011-2014)	٣٣
١٠٢	قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي خلال الفترة (2011-2014)	٣٤
١٠٣	نسبة توزيع الارباح لبعض الشركات التي قامت بتوزيع خلال الفترة (2011-2014)	٣٥
١٠٤	توزيع الارباح لعينة البحث للفترة (2011-2014)	٣٦
١٠٦	العائد على السهم لعينة البحث للفترة (2011-2014)	٣٧
١٠٨	معدل عائد محفظة السوق و متوسطة و انحرافه المعياري	٣٨
١٠٩	قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية خلال الفترة (2011-2014)	٣٩
١١٠	التدفقات النقدية لعينة البحث للفترة (2011-2014)	٤٠
١١٢	قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية خلال الفترة (2011-2014)	٤١
١١٤	مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التقييم المحاسبي مع متوسط القيمة السوقية للاسهم	٤٢
١١٥	مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التوزيعات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للاسهم	٤٣
١١٧	مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التدفقات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للاسهم	٤٤
١١٨	نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنه من قبل الشركات وفق نموذج التقييم المحاسبي	٤٥
١٢٠	نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنه من قبل الشركات وفق نموذج التوزيعات النقدية	٤٦
١٢١	نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنه من قبل الشركات وفق نموذج التدفقات النقدية	٤٧
١٢٤	اختبار الفرضية الفرعية	٤٨

## المستخلص

يهدف البحث الى التعرف على امكانية تطبيق نماذج تسعير الاصول الرأسمالية في القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2011-2014) للتنبؤ بسنة 2015 من خلال تطبيق ( نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية) في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ،و اختيار افضلها للعينة مؤلفة من (14) شركة موزعة على سبعة قطاعات من خلال الاعتماد على البيانات المالية السنوية للشركات عينة البحث ،واعتمد البحث على منهجين هما المنهج الوصفي و منهج التحليلي ،و تمثلت فرضية البحث الرئيسية في ان يؤدي استخدام نماذج تسعير الاصول الرأسمالية الى التنبؤ بالأرباح المستقبلية وصولا الى القيمة السوقية للسهم.

و تتفرع الفرضية الرئيسية الى فرضيات فرعية تمثل الفرضية الاولى في ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اما الفرضية الثانية فتتمثل في ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

و لتحقيق اهداف الدراسة تم الاستعانة بدراسات السابقة والاطار النظري و التقارير السنوية للشركات عينة البحث كذلك استخدام معامل الارتباط و اسلوب الانحدار البسيط، و توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات اهمها ان نموذج التقييم المحاسبي اظهر قدرة في التنبؤ بقيمة السهم افضل من نموذج التوزيعات النقدية حيث بلغت قدرة النموذجين (79%) و (14%) على التوالي ،و ان نموذج التقييم المحاسبي افضل من نموذج التدفقات النقدية حيث بلغت قدرة النموذجين (79%) و (7%)، وفي ضوء هذه الاستنتاجات تم تقديم بعض التوصيات أو المقترحات التي من شأنها مساعدة الشركات في تطبيق النماذج الثلاثة استخدام نموذج التقييم المحاسبي في قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ،ضرورة ان تحتوي التقارير السنوية للشركات على معلومات تتعلق بتوقعات الأرباح المستقبلية.

## الفصل الاول

منهجية البحث و دراسات سابقة

المبحث الاول : منهجية البحث

المبحث الثاني : دراسات سابقة و مساهمة

الدراسة الحالية

## المبحث الاول

### منهجية البحث

#### اولا- مشكلة البحث

تتمثل مشكلة البحث بان تكون القيمة السوقية للاسهم عادة مبنية على الاحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق ،كما تختلف هذه الأحكام من شخص لأخر، وعليه فان هذا الاختلاف يكون سببا في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للاسهم العادية، لذا تكون القيمة السوقية للاسهم اعلى او اقل او معادلة للقيمة الدفترية .

فضلا عن ان هناك القليل من الدراسات العربية و العراقية التي تناولت اختبار و تحليل النماذج الثلاثة ( نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية) و اختبارها ميدانيا، و هذا ما يدعو الى المزيد من التحليل و الاختبار الاحصائي في البيئة العربية و العراقية ،لذا فان مشكلة البحث تكمن في الاتي :

"هل الشركات المساهمة العراقية تستخدم نماذج رياضية للتنبؤ بالقيمة السوقية لأسهمها "

#### ثانيا- اهداف البحث

تهدف البحث الى تحقيق الاهداف الاتية :

1. تسليط الضوء على نماذج التنبؤ الرئيسية و التي لها علاقة بقياس القيمة السوقية للاسهم
2. تحديد افضل نموذج من نماذج تسعير الاصول الرأسمالية ملائمة لتطبيق في الشركات المساهمة العراقية

#### ثالثا- اهمية البحث

تمثل الأسواق المالية فرصة استثمارية و عامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية و الأجنبية، و في تلك الأسواق تتحدد قيمة السهم السوقية لذا جاء هذا البحث لقياس القيمة السوقية للاسهم من خلال النماذج الثلاثة ،وتحفيز الشركات على قياس القيمة السوقية لأسهمها لما له دور اساس في التنبؤ و المحافظة على قيمة سوقية لأسهمها مما يزيد من قيمة المنشأة السوقية ككل ،و يزيد ربحيتها المستقبلية ،و تحقيقها لأهدافها بفاعلية اكبر، و تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين الحاليين و المتوقعين و المحللين الماليين و الجهات الحكومية الاخرى عن اسهم الشركات الصناعية تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة.

## رابعاً - فرضيات البحث

لتحقيق اهداف البحث تم اختبار الفرضيات الاتية :

تتمثل فرضية البحث الرئيسة بما يأتي " يؤدي استخدام نماذج تسعير الاصول الرأسمالية الى التنبؤ بالأرباح المستقبلية وصولاً الى القيمة السوقية للسهم" و تنفرع الى فرضيات فرعية:

١. الفرضية الأولى : ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

٢. الفرضية الثانية : ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

## خامساً - مجتمع البحث و عينة البحث

يعتبر سوق العراق للأوراق المالية مؤسسة ذاتية التنظيم مستقلاً ادارياً و مالياً لا يستهدف الربح ، تعود ملكيته للأعضاء ، خاضعاً لرقابة هيئة الاوراق المالية و يعمل وفقاً للتعليمات و القواعد الصادرة عنها و تعليمات التي عددها (٢٠) بالإضافة الى النظام الداخلي، و ان مجتمع البحث يتمثل بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٥) و البالغ عددها (٧٦) شركة موزعة على ثمانية قطاعات مختلفة وهي قطاع المصارف (٢٢) شركة و قطاع التأمين (٤) شركة و قطاع الاستثمار (٢) شركة و قطاع الخدمات (٩) شركة و قطاع الصناعة (٢١) شركة و قطاع الفنادق و السياحة (١٠) شركة و قطاع الزراعة (٦) شركة و قطاع الاتصالات (٢) شركة .

تمثل عينة البحث بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و البالغ عددها (١٤) شركة موزعة على سبعة قطاعات و لقد تم اختيار العينة على اساس اكبر و اقل ربحية حققتها الشركة و الجدول رقم (١) يوضح عينة البحث.

الجدول (١)

عينة البحث

ت	اسم القطاعات	مجتمع البحث	عينة البحث
١	قطاع المصارف	٢٢	٢
٢	قطاع الاستثمار	٢	٢

٣	قطاع التامين	٤	٢
٤	قطاع الخدمات	٩	٢
٥	قطاع الصناعة	٢١	٢
٦	قطاع الفنادق و السياحة	١٠	٢
٧	قطاع الزراعي	٦	٢
	<b>المجموع</b>	<b>٧٤</b>	<b>١٤</b>

والجدول رقم (٢) يوضح اسماء الشركات التي شملتها عينة البحث :

### الجدول (٢)

اسماء الشركات التي شملتها عينة البحث

ت	اسم الشركة	الرمز	القطاع
١	مصرف الاستثمار العراقي	BIBI	المصارف
٢	مصرف بابل	BBAY	المصارف
٣	الامين للتامين	NAME	التامين
٤	دار السلام للتامين	NDSA	التامين
٥	الونام للاستثمار المالي	VWIF	الاستثمار المالي
٦	الزوراء للاستثمار المالي	VZAF	الاستثمار المالي
٧	المعمورة للاستثمارات العقارية	SMRI	الخدمات
٨	شركة العراقية للنقل البري	SILT	الخدمات
٩	شركة الخياطة الحديثة	IMOS	الصناعة
١٠	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	IITC	الصناعة
١١	فنادق كربلاء	HKAR	قطاع الفنادق و السياحة
١٢	فندق بابل	HBAY	قطاع الفنادق و السياحة
١٣	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	AIRP	قطاع الزراعة
١٤	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	AMEF	قطاع الزراعة

### سادسا- حدود البحث

**المكانية :** شمل مجتمع البحث الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و تم اختيار (١٤) شركة منها

**الزمانية :** تم اعتماد البيانات المالية للفترة من (٢٠١١-٢٠١٤) للنتيؤ بسنة ٢٠١٥.

## اسلوب جمع البيانات

اسلوب النظري : اعتمد الجانب النظري على مجموعة من الكتب العربية و الاجنبية و الاطاريح و الرسائل و المقالات العربية و الاجنبية المتوفرة في المكتبات و الانترنت.

اسلوب العملي : اعتمد الجانب التطبيقي على البيانات الرقمية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية التي تم الحصول عليها من خلال التقارير السنوية المنشورة و الموقع الالكتروني الرسمي للهيئة العراقية للأوراق المالية وتقارير السنوية للهيئة العراقية للأوراق المالية

## سابعاً- المتغيرات الاجرامية

1. نموذج التقييم المحاسبي و يحسب من المعادلة الآتية:

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

حيث ان :

$$P_t = \text{سعر السهم في بداية الفترة } t$$

$$b_t = \text{القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة } t$$

$x_t^a =$  تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة  $t$  (الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد) الذي بحسب من خلال قسمة ربحية السهم في نهاية السنة المالية على عدد الاسهم

$$\alpha_1 \alpha_2 = \text{معاملات النموذج ويتم حساب من خلال نموذج الانحدار}$$

$V =$  المعلومات الأخرى و هي تمثل المعلومات المتاحة عن السهم في تاريخ التقييم و هي

تساوى صفر وفقاً لفرضيات نموذج التقييم المحاسبي

٢. نموذج التوزيعات النقدية الذي يحسب من المعادلة الآتية:

$$V_j = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث ان :

$V_j$ : قيمة السهم العادي

$D_t$ : توزيعات الارباح خلال الفترة t

K: معدل العائد المطلوب للسهم والذي يحسب وفقا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية .

٣. نموذج خصم التدفقات النقدية الذي يحسب من المعادلة الآتية:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

حيث ان :

$CF_t$ : صافي التدفقات النقدية في فترة t (الفرق بين التدفقات الداخلة و الخارجة).

r: معدل خصم التدفقات النقدية هو معدل العائد المطلوب الذي يحسب من خلال معادلة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية .

### ثامنا - منهج البحث:-

اعتمدت الباحثة على منهجين في إجراء بحثها هما المنهج الوصفي ، المنهج التحليلي المعتمد على تحليل البيانات السنوية للشركات المساهمة العراقية عينة البحث لقياس القيمة السوقية من خلال النماذج الثلاثة للتوصل إلى النتائج المطلوبة .

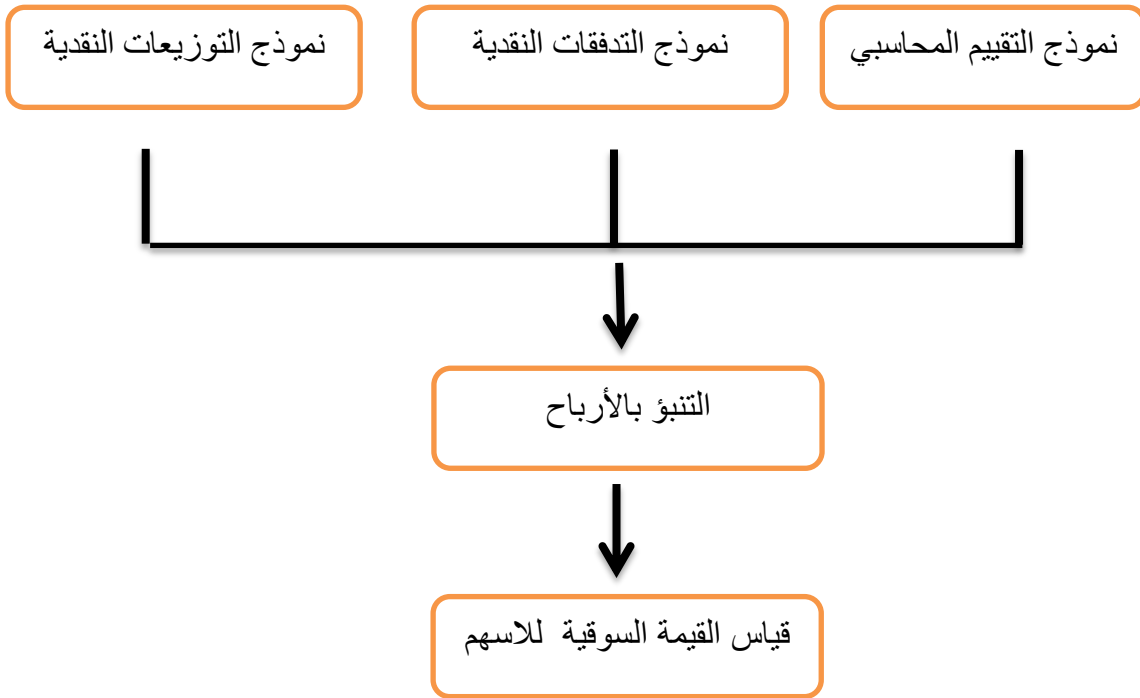


## ثامنا- نموذج البحث

يتمثل نموذج البحث في الشكل الاتي :

شكل (١)

نموذج البحث



## المبحث الثاني

### دراسات سابقة

تناول هذا المبحث مراجعة لبعض الدراسات السابقة التي استطاعت الباحثة الحصول عليها، و اعتمدتها في الدراسة الحالية بهدف الوقوف على النتائج التي توصلت اليها تلك الدراسات للاستفادة منها في تعزيز الجانب النظري، والإرساء منهجية البحث ثم الاستفادة من النتائج التي توصلت اليها في التحليل التطبيقي، و ايجاد السبيل المناسب لتطبيقها في الميدان المبحوث، و قد تم اختيار بعض من دراسات عراقية و عربية، و كذلك مجموعة اخرى من الدراسات الاجنبية.

#### اولا- دراسات محلية

١. دراسة (الحسناوي و الجاسمي، 2009) وهي بحث بعنوان :  
"دور الافصاح عن المعلومات في التنبؤ بالقيمة السوقية لاسهم الشركات المساهمة  
في سوق العراق للأوراق المالية "

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على اهمية المعلومات المالية و دورها في التنبؤ بالقيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، و قد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار المتعدد لبيان اثر تلك المعلومات المالية على اسعار الاسهم، شمل النموذج عددا من المتغيرات المستقلة، و التي تمثلت في القيمة الدفترية لحقوق المالكين في الشركة اضافة الى حجم الشركة مقاسا(بالمبيعات)، وكذلك العائد الى حقوق المالكين فيها و معدل النمو في العائد الى حقوق المالكين في الشركة، مستخدما بيانات (27) شركة مساهمة للفترة (1997-1999)، و توصلت الدراسة الى ان غالبية هذه المتغيرات المالية اعلاه لا تؤثر بشكل هام احصائيا في مستوى الاسعار السوقية لاسهم تلك الشركات ما عدا معدل النمو في العائد الى حقوق المالكين في الشركة فكان تأثيره هاما و ايجابيا على القيمة السوقية لاسهم الشركة لسنة 1997، كما توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية و قوية بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع لسنة 1997 و ايجابية ضعيفة لسنتي 1998 و 1999.

٢. دراسة (دلول، 2010) وهي بحث بعنوان:  
"تقييم الاسهم العادية و تشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام (نموذج التأكد  
المعادل) "

تهدف هذه الدراسة الى تحديد القيمة الحقيقية للاسهم بناء على نموذج التأكد المعادل، و بناء محفظة الاستثمار بناء على قدرة النموذج في تحديد الاسهم المقيمة باقل من قيمتها الحقيقية، بناء

على بيانات (15) شركة من الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2002-2007)، و توصلت الدراسة الى ان عدم وجود اي حالة تطابق بين القيم الحقيقية و القيم السوقية في جميع اسهم الشركات عينة البحث بل و على العكس من ذلك حيث نجد ان هناك فرق كبير بين هاتين القيمتين في اغلب هذه الاسهم و ان معظمها كانت مقيمة باكثر مما يجب و هذا يعكس ضعف كفاءة اداء سوق العراق للأوراق المالية و اوصت الدراسة باجراء دراسات اخرى على عينات بحثية اوسع ،و ذلك للتأكد من مدى امكانية الاعتماد على هذه النماذج في التميز بين الاسهم، و اختيار النسب منها لتشكيل محفظة المستثمر الكفوة.

**دراسة ( عبد الحكيم ،حسن ،2010) وهي بحث بعنوان :**

### **"تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردن"**

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أسعار الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردن، و تحليل طبيعة العلاقة بين القيم السوقية و القيم الحقيقية للاسهم العادية التي جرى اختبارها على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة من (2002-2006) لعينة مكونة من (7) شركات صناعية، و توصلت الدراسة إلى أن أسعار (6) شركات من العينة مسعرة بأقل مما يجب، و شركة واحدة مسعرة بأقل مما يجب، كما أن نموذج جوردن غير ملائم لسوق العراق للأوراق المالية، كذلك وجود علاقة طردية بين القيم السوقية و القيم الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث ، و أوصت إلى ضرورة اختبار نماذج تقييم الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية و اختيار الأنسب منها لظروف السوق.

**٣. دراسة ( جبر،2012 ) وهي بحث بعنوان :**

### **"اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم"**

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار نموذج التقييم المحاسبي لغرض تفسير القيمة الحقيقية لسهم الواحد ومقارنته مع نموذج النقد المعادل للسهم (النموذج التقليدي)، و من مقارنة نتائج النموذجين مع القيمة السوقية للسهم، و قد تم تطبيق النموذجين على عينة مكونة من (16) مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من (2004-2007) بناءً على البيانات الشهرية في حساب أسعار الأسهم و نموذج الانحدار البسيط لتحقيق أهداف الدراسة، و توصلت الدراسة إلى أن تطبيق نموذج التقييم المحاسبي أفضل من نموذج التقليدي في تفسير الفروقات في أسعار الأسهم، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذجين (0.659) و (0.379) على التوالي، و أوصت الدراسة بتطبيق نموذج التقييم المحاسبي في تقييم الأسهم المدرجة في سوق العراق

للأوراق المالية، لأنه أكثر قوة في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم، كما خلصت إلى ضرورة اعتماد مؤشرات القيمة الحقيقية للأسهم المحسوبة وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي لأنه يأخذ بالحسبان متغيرات لا يأخذها النموذج التقليدي.

#### ٤. دراسة (الخماط، 2014) وهي بحث بعنوان :

"التنبؤ بسلوك اسعار قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

باستخدام بعض مؤشرات التحليل الفني "

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على مدى استخدام المستثمر في سوق العراق للأوراق المالية للتحليل الفني من خلال معرفة مدى ادراك و فهم المستثمر للتحليل الفني و مدى اعتماده عليه في اتخاذ القرارات الاستثمارية من الدخول الى السوق او الخروج منه ، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من (6) مصارف من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-2011) ، و اعتمدت الدراسة على مجموعة من مؤشرات التحليل الفني المستخدمة في عملية التنبؤ باتجاه اسعار الاسهم متمثلة بـ ( المتوسط البسيط ، معدل التغير ، الزخم ، القوة النسبية ) ، اضافة الى بعض الاختبارات الاحصائية كاختبار Levens و اختبار T و اختبار F وفقاً للبرنامج الاحصائي SPSS 20 ، و توصلت الدراسة الى وجود دلالة احصائية في امكانية الاعتماد على هذه المؤشرات في عملية التنبؤ باتجاه اسعار الاسهم لقطاع المصرفي ، و اوصت الدراسة على حث المستثمر على زيادة معرفته و ادراكه في التحليل الفني.

#### ثانياً - دراسات عربية

##### ١. دراسة (المرزاق، 2006) وهي رسالة ماجستير بعنوان :

" مدى تأثير المعلومات المحاسبية و غير المحاسبية على القيمة السوقية للاسهم "

تهدف الدراسة الى توضيح تأثير المعلومات المحاسبية و غير محاسبية على القيمة السوقية للاسهم ، و قد تم اجراء دراسة ميدانية على جميع المتعاملين في تداول الاسهم في السوق المالية السعودية لعينة عشوائية بسيطة مكونة من المتداولين و المحللين الماليين في المصارف و شركات الوساطة و مكاتب الاستثمار و الاستشارات المالية ، و قد تم جمع البيانات اللازمة لهذه الدراسة باستخدام قائمة استبيان تقليدية و اخرى الكترونية في الفترة الزمنية التي تلت سنة 2001 ، ثم تم تحليل هذه البيانات باستخدام بعض الاساليب الاحصائية مثل (الوسط المرجح ، الانحراف المعياري ، اختبار مربع كاي و اختبار ولكسون) وذلك لاختبار مدى صحة او خطأ فرضيات البحث ، و توصلت الدراسة الى ان المعلومات المحاسبية و غير المحاسبية تؤثر على القيمة السوقية للاسهم في السوق المالية السعودية اجمالاً ، و ان المعلومات و العوامل المحاسبية العامة

للسوق ككل أكثر تأثير على القيمة السوقية للاسهم، تليها المعلومات غير المحاسبية الخاصة بالشركات، ثم تأتي المعلومات المحاسبية اقل تأثيراً.

## ٢. دراسة (المصري، 2011) وهي رسالة ماجستير بعنوان : "تحليل سلوك اسعار الاسهم و اثرها على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية"

هدفت الدراسة الى تحليل سلوك اسعار الاسهم للشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، و بالتالي الحكم على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية و قد تم تجميع اسعار الاغلاق الاسبوعية من (2006-2011)، حيث تم استخدام اختبار الاحداث المتشابهة لفحص درجة الاستقلالية و اختبار التوزيع الطبيعي للحكم على كفاءة البورصة، و استخدم اختبار بيرسون لمعرفة ارتباط القطاعات الخمس مع بعضها البعض، و استخدم اختبار اريما لمعرفة اتجاه و حركة اسعار الاغلاق و امكانية التنبؤ بالمستقبل، و توصلت الدراسة الى ان بورصة فلسطين للأوراق المالية غير كفؤة، و ان اسعار اغلاق الاسهم غير مستقلة و لا تتصف بالتوزيع الطبيعي و يمكن للمستثمر ان يتنبأ بالأسعار المستقبلية و بالتالي تحقيق ارباح غير عادية، و اوصت الدراسة بضرورة نشر المعلومات و البيانات و التقارير المالية و غير المالية بشكل دائم لتحقيق الشفافية و الموضوعية، و ايجاد شركات تحليل مالي و توسيع قاعدة المساهمين.

## ٣. دراسة (الصعيدى، 2011) وهي رسالة ماجستير بعنوان : "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، وقد شملت الدراسة البيانات التاريخية لهذه لشركات للفترة ( 2006-2008 ) و عددها (33،35،37،38) على التوالي ، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد وأسلوب بناء المحافظ الاستثمارية لتحقيق هدف الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات / السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح و معدل العائد السوقي للسهم، وإن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات الاتية كل على حده ( معدل النجاح، التوزيعات / السعر، جودة الأرباح، القيمة الدفترية للسهم ) تمتلك عائدات أكبر من المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لتلك المتغيرات، وأيضاً تمتلك عائدات أكبر من عائد محفظة السوق ، ووجود عوامل

عديدة تؤثر على معدل العائد السوقي لسهم وليست عاملاً واحداً وهذه النتيجة تعتبر دليلاً يعارض نموذج تسعير الأصول الرأسمالي (CAPM)

#### ٤. دراسة (عبيدات، 2008) وهي رسالة ماجستير بعنوان : "استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية"

هدفت هذه الدراسة الى استخدام كلفة التمويل كمعدل خصم لحساب القيمة الحقيقية لاسهم الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان للفترة من (1997-2006) من خلال التقارير السنوية الصادرة لـ(15) شركة صناعية مساهمة، و لبيان مدى التفاوت بين القيمة الحقيقية و القيمة السوقية للسهم العادي الذي مرده كلفة التمويل (معدل الخصم) من خلال نموذج التوزيعات في حالة النمو الثابت، و حالة النمو الصفري للشركة المرفوعة و غير المرفوعة، و توصلت الدراسة ان تفاوت اقل بين متوسط القيمة السوقية و القيم الحقيقية للشركة المرفوعة في حالة النمو الثابت، و كان التفاوت اكبر بين متوسط القيمة السوقية و القيم الحقيقية للشركة غير المرفوعة في حالة النمو الصفري و اخيراً تبين ان معظم اسعار اسهم الشركات مقيمة بأعلى مما تستحق في بورصة عمان.

#### ٥. دراسة (الكيلاني، 2007) وهي بحث بعنوان :

#### " التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم "

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على محددات القيم السوقية للأسهم واستخدامها في التنبؤ بتلك القيم من خلال دراسة عينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، حيث بلغ حجم العينة (٣٠) سهم من السوقين الأول والثاني حيث تم اختيارهم عشوائياً، وإنشاء علاقات ارتباط وانحدار خطي بسيط ومتعدد بين متوسط قيم المحددات التي تمت دراستها والقيم السوقية الفعلية للأسهم، وبالاعتماد على ذلك تم تصميم نموذج للتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم وتم اختباره على البيانات المالية لنفس عينة الدراسة لعام 2003، توصلت الدراسة الى إن النموذج استطاع التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم عند مستوى ثقة بلغ 100% و معامل ارتباط بين قيم الأسهم المتوقعة والقيم الفعلية بلغ (0.847)، وقد أوصت الدراسة بضرورة توسيع الأبحاث الأكاديمية المتعلقة بالتنبؤ بالقيم السوقية للأسهم بحيث تشمل محددات أخرى لم تشملها الدراسة .

١. دراسة (Daouk ,Chen Leung, 2001) وهي بحث بعنوان :

**"Application of Neural Networks to An Emerging Financial Market: Forecasting and Trading the Taiwan Stock Index"**

"تطبيق الشبكات العصبية في التنبؤ بمؤشر سهم بورصة تايوان"

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التنبؤ باتجاه عائد السهم في مؤشر بورصة تايوان باستخدام نموذج الشبكات العصبية ، و تعبر بورصة تايوان واحدة من أسرع المبادلات المالية في الدول الآسيوية النامية، و أن التنبؤ باتجاه عائد السهم في بورصة تايوان يؤدي إلى ترشيد استراتيجيات التداول التي تكون أكثر فعالية و تؤدي إلى زيادة الأرباح، للفترة من يناير 1982 إلى أغسطس 1992 و مقسمة إلى فترتين، الفترة الأولى من يناير 1982 إلى أغسطس 1987، أما الفترة الثانية من سبتمبر 1987 إلى أغسطس 1992، تمثل الفترة الأولى فترة التقدير في العينة و التي تستخدم لتقييم النموذج و التأكد من صحته، إما الفترة الثانية فهي خارج عينة فترة التقييم، و يستخدم لمقارنة توقعات والعروض التجارية من مختلف النماذج اعتماداً على طول الأفق الاستثماري، و متغير المتوقع وبشكل مستمر (لثلاثة أشهر ، لمدة ستة أشهر ، أو اثني عشر الشهر (على عائدات مؤشر تايوان ، توصلت الدراسة إلى أن نموذج الشبكات العصبية اظهر قدرة في التنبؤ أقوى من نموذج GMM- كألمان ونماذج التنبؤ العشوائي و يرجع ذلك إلى قدرة نموذج الشبكات العصبية في تحديد قيم المتطرفة و البيانات الخاطئة.

٢. دراسة (Ota،2002) وهي بحث بعنوان :

**"A test of the Ohlson (1995) mode:Empirical evidence from Japan"**

"اختبار نموذج Ohlson (1995) :دليل تطبيقي من اليابان"

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى قدرة نموذج Ohlson في تحديد أسعار الأسهم المدرجة بسوق طوكيو للأوراق المالية (TSE) خلال فترة (1964-1998) ، وذلك لمعرفة القدرة التفسيرية لأسعار الأسهم المحسوبة وفقاً للنموذج في تقدير أسعار الأسهم السوقية، بالإضافة إلى التعرف على العلاقة بين الربح الباقي وأسعار الأسهم، لعينة مكونة من (674) شركة يابانية و تم استخدام أسلوب الانحدار والارتباط لتحقيق أهداف الدراسة مستخدماً البيانات السنوية لقياس أسعار الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج Ohlson

بلغت (0.47) كما توصلت الدراسة لوجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الربح الباقي وأسعار الأسهم.

٣. دراسة (Froidevaux, 2004) وهي اطروحة بعنوان :  
"Fundamental equity valuation stock selection based on discounted cash flow"  
"تقييم الاسهم الاساسية على اساس نموذج التدفقات النقدية"

تهدف هذه الدراسة الى تحديد القيمة الحقيقية للاسهم بناء على نموذج التدفقات النقدية و تكوين محفظة الاستثمار بناء على قدرة النموذج في تحديد الاسهم المقيمة باقل من قيمتها الحقيقية، واستخدام مزيج من الأساليب المختلفة لتحديد نمو التدفق النقدي، ومدة النمو ومعدل الخصم، و قد تم اختبار قدرة النموذج على التفريق بين الأسهم الناقصة والمبالغة في خلال فترة عشر سنوات وفقا للبيانات الخاصة بالشركات المدرجة بسوق نيويورك للأوراق المالية خلال فترة (1993-2002) و توصلت الدراسة الى ان نموذج التدفقات النقدية كان ملائما في تكوين استراتيجيات الاستثمار لشراء الاسهم، و قد بلغ عائد المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على الاسهم المقيمة باقل مما يجب وفقا للنموذج (27.57%) مقابل (29.47%) لمحفظة الاستثمار التي تحتوي على الاسهم المقيمة باكثر مما يجب و اوصت الدراسة باستخدام نموذج التدفقات النقدية في بناء المحافظ الاستثمارية.

٤. دراسة (Olweny, 2011) وهي بحث بعنوان :  
"The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at the Nairobi Stock Exchange"

" موثوقية نموذج خصم التوزيعات النقدية في تقييم الاسهم العادية في سوق نيروبي للأوراق المالية"

تهدف هذه الدراسة الى التعرف على قدرة نموذج خصم التوزيعات في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية لفترة من (1 January 1995 - 31 December 1999)، قد للعينة مكونة من (19) شركة، و قد تم استخدام اختبار t للتعرف على مستوى الفروق بين اسعار الاسهم الفعلية و اسعار الاسهم المحسوبة وفقا لنموذج خصم التوزيعات النقدية، و توصلت الدراسة الى ان نموذج خصم التوزيعات النقدية لا يمكن ان يعتمد عليه في تحديد اسعار الاسهم العادية للشركات المدرجة في سوق نيروبي للأوراق المالية، وهذا بسبب عوامل اهمها عدم كفاءة السوق و مشاكل التقييم و القياس.



٥. دراسة ( Jerotich ،2014 ) وهي بحث بعنوان :

## "The Validity Of The Dividend Discount Model In Determination Of Growth Stock Performance The Nairobi Securities Exchange "

"صلاحية نموذج التوزيعات النقدية في تصميم اداء سهم النمو في سندات نيروبي المالية "

هدفت هذه الدراسة الى اكتشاف احد طرق تحليل الاستثمارات باستخدام نموذج التوزيعات النقدية الذي يمكن ان يسهم في حل مشكلة الاستثمار من خلال تصميم اداء نمو سهم النمو في سندات نيروبي المالية، و كانت عينة دراسة مكونة من ( 15 ) شركة سهم نمو للفترة من (2008-2013) باستخدام برنامج SPSS، و توصلت الدراسة الى ان توقع نموذج التوزيعات النقدية صحيحة في تصميم عائدات السهم في %40 مستوى الاهمية و الى وجود علاقة بين نموذج التوزيعات النقدية و عائدات اسهم النمو في سندات نيروبي المالية.

### التعليق على الدراسات السابقة

تعتبر الدراسة الحالية امتداد للدراسات السابقة في مجال تحديد اسعار الاسهم باستخدام النماذج الرياضية ،وما يميز هذه الدراسة في انها تناولت قدرة نماذج تسعير الاصول الرأسمالية في تحديد اسعار الاسهم السوقية و التنبؤ بها من خلال ثلاثة نماذج ( نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية) و اختيار افضلها من خلال مقارنة قدرة هذه النماذج و ملاءمتها للتطبيق في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ،الامر الذي من شأنه رفع كفاءة سوق العراق للأوراق المالية من خلال تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين و التي تساعدهم في اتخاذ قرارات الاستثمارية، كما انها تحفز الشركات على تطبيق النماذج الثلاثة و اختيار انسبها .

## **الفصل الثاني**

### **الاطار النظري**

**المبحث الاول : مفهوم التنبؤ بالأرباح**

**المبحث الثاني : نماذج تسعير الاصول الرأسمالية**

**المبحث الثالث : العوامل المؤثرة في تحديد اسعار الاسهم**

**العادية**

## المبحث الاول مفهوم التنبؤ بالأرباح

١-٢-١ مفهوم التنبؤ المالي

١-٢-٢ خطوات التنبؤ

١-٢-٣ العوامل المؤثرة على عملية التنبؤ

١-٢-٤ اهمية التنبؤ المالي

١-٢-٥ اساليب التنبؤ المالي

١-٢-٦ مفهوم الربح

١-٢-٧ مفهوم الربحية

١-٢-٨ ربحية السهم العادي

١-٢-٩ المؤشرات المالية للربحية

١-٢-١٠ مفهوم التنبؤ بالأرباح

١-٢-١١ اهمية التنبؤ بالأرباح

## المبحث الاول

### مفهوم التنبؤ بالأرباح

#### تمهيد

ان اهمية التنبؤ بالأرباح تعتمد على درجة الدقة التي يتم فيها و لاشك في ان توفير معلومات عن العوامل المؤثرة على دقة التنبؤ بالأرباح يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة تحقق الاهداف الاقتصادية و المالية للشركة ، كذلك ان دقة التنبؤ بالأرباح ترتبط بالتقلبات في الارباح خلال الفترات السابقة و التغير في الظروف الاقتصادية.

و يعتبر قياس الارباح و التنبؤ بها من اهم العوامل التي يعتمد عليها في تحديد قيمة الاستثمارات المختلفة ، و ان الارباح هي البند الفردي الأكثر أهمية في القوائم المالية، فهي مؤشر على القيمة المضافة للشركة، وفي الواقع إن القيمة النظرية لأسهم الشركة هي القيمة الحالية لأرباحها المستقبلية، وعليه فان الزيادة في هذه الأرباح تمثل انعكاسا لزيادة قيمة الشركة، بينما يدل التراجع في الأرباح على تراجع هذه القيمة.

و ان الارباح حظيت باهتمام الكثير من الباحثين في الاعتماد عليها في التنبؤ بقيمة الاسهم و تقلباتها لان الارباح تعكس صورة المنشأة و المقياس الاهم لنتيجة اعمالها ، و في هذا المبحث سوف نتطرق الى مفهوم التنبؤ المالي والارباح من ثم ربط التنبؤ بالأرباح من خلال مفهوم التنبؤ بالأرباح.

## ١-٢-١ مفهوم التنبؤ المالي

اشتقت كلمة التنبؤ في اللغة العربية من أصل الفعل (نبأ)، ويرى ابن منظور أن المراد بالنبأ الخبر و فيه يقول عز وجل "انبيئهم بأسمائهم فلما انبيئهم بأسمائهم" (سورة البقرة، آية ٣٣)، و الذي يهم الباحث من ذلك المعنى الذي يرى في التنبؤ اخبارا بالغيب و معرفة بالمستقبل لأنه يتطافر مع المعنى الاصطلاحي للتنبؤ.

أما التنبؤ اصطلاحاً فيشير إلى جميع الأنشطة التي تتناول تجميع البيانات والمعلومات التي تبين كل العوامل والظروف والمتغيرات المحتملة في المستقبل والتي تؤثر في مجمل الأنشطة والفعاليات التي تؤديها الشركة. (البياتي، ٢٠٠٧: ٥٠-٥٥)

لقد تناول كتاب الفكر الإداري مفهوم التنبؤ من عدة جوانب، فقد أكد (Buffa) انصراف معنى التنبؤ إلى الكشف عن المستقبل وتقديره باستخدام المنهج العلمي، أما (Robbins) فيرى أن التنبؤ يقوم على أساس أن الإدارة تضع الافتراضات التي تحدد العلاقة بين عوامل بيئة المنظمة الخارجية (السياسية، الاجتماعية، الاقتصادية، التكنولوجية، والسوق)، والداخلية (الإيرادات، المصاريف، القوة العاملة)، فالتنبؤ هنا يمكن إدارة المنظمة من السيطرة على حالة التغيير في عوامل البيئة أو التكيف معها لتحقيق الأهداف المنشودة. (رمو و اوتار، ٢٠١٠: ١٥)

و عرف التنبؤ بأنه مجموعة التقديرات و القياسات التي يضعها الفرد او المؤسسة و المتعلقة بالأحداث و الظروف المستقبلية، بهدف الاعداد لمواجهة الظروف التي توقعها وذلك عن طريق الخطط و السياسات اللازمة للتعامل مع هذه الظروف. (Fortnum,1982:5)

التنبؤ هو عملية توقع ما سيحدث في المستقبل و الاعتماد على تلك النتائج سواء كانت ايجابية او سلبية، و قد تختلف تلك التنبؤات من حيث طريقة عرضها و كمية المعلومات الناتجة عنها" (Nugus، 1997:5)

التنبؤ يعتبر اداة من ادوات الرقابة على اي تطور او تغيير من الممكن ان يطرأ في المستقبل من خلال تحديد هذه التغيرات و تقديرها و معرفة امكانية حدوثها و التكيف معها " (Drik & Zweek،2001:4)

وعرف التنبؤ بأنه تقنية استعمال معلومات الماضي على نحو منظم لحاجات تخمين مستقبلية، و يعتبر التنبؤ المالي احدى المسؤوليات الرئيسة للمدير المالي بالمشروع، حيث انه يزود المشروع بالاطار الذي تسند اليه عمليات التخطيط و الرقابة بالمشروع. (حنفي، ٢٠٠٦: ١٢٩)

و إن التنبؤ (Forecasting) هو فن وعلم التوقع بالأحداث المستقبلية، هو فن (Art) لأن الخبرة والحدس والتقدير الإداري (Managerial Judgment) له دور في التنبؤ وفي اختيار الأسلوب الملائم في التنبؤ، وهو علم (Science) لأنه يستخدم الأساليب والطرق الموضوعية الرياضية والإحصائية في التنبؤ مما يرفع من درجة الدقة ويقاوم من التحيز.

وإذا كان التنبؤ يقدم توقعات لوصف وفهم المستقبل، فإنه بهذا يختلف عن التخطيط (Planning) وذلك لأن التنبؤ هو أسلوب ذو سمة فنية في حين أن التخطيط وظيفة إدارية من وظائف المدير، والتنبؤ ذو بعد أكثر حياداً وموضوعية لأنه يصف ما نعتقد أنه سيحدث في المستقبل، في حين أن التخطيط يتعامل مع ما نعتقد أنه يجب في المستقبل، أي أن التخطيط يحاول أن يؤثر فيما نتوقعه حسب أهداف الشركة. (المتني، ٢٠٠٧: ٣-٤)

يعرف (Griffin) التنبؤ المالي بأنه عملية وضع الفرضيات المتعلقة بالمستقبل، و التي يمكن للمديرين استخدامها لأغراض التخطيط و اتخاذ القرارات. (Griffin, 2002: 709)

وفقا لقاموس الاعمال فان التنبؤ المالي هو اداة تخطيطية تساعد الادارة في محاولاتها الرامية للتعامل مع حالة عدم التأكد من المستقبل بالاعتماد و بشكل رئيسي على بيانات الماضي و الحاضر و تحليل الاتجاهات. (Pirvu et. al., 2012: 194)

و التنبؤ المالي هو عبارة عن عملية التوقع و التقدير للنتائج والأحداث و العمليات المالية المستقبلية التي يتم التنبؤ بها من خلال دراسة الأداء الماضي للشركة و تقييم ظروفها الحالية وذلك باستخدام المعلومات المالية التاريخية. (علوان، ٢٠١٥: ٦٧)

يعتمد التخطيط المالي بشكل أساس على التنبؤ المالي، فالتنبؤ هو عملية التوقع أو التقدير لما سوف يحصل في المستقبل، ولهذا فهو ضروري لغرض التخطيط و التنبؤ المالي هو جزء اساس و مهم من وظيفة المدير المالي، فالتنبؤ ليس التخطيط إنما هو التقدير و التخمين للمتغيرات التي في ضوئها يتم إعداد عملية التخطيط. (العامري، ٢٠١٣: ١٠٧)

يتيح التنبؤ المالي فرصة التعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية و الاستعداد لها مسبقا، كما يتيح الفرصة للتعرف على ما سيكون عليه المركز المالي و ربحية المنشأة في المستقبل و اتخاذ

القرارات التصحيحية اذا لزم الامر، كذلك اذا كشفت عملية التنبؤ عن انخفاض محتمل في نسب السيولة او نسب الربحية فسوف يكون هناك متسع من الوقت لإدخال تعديلات على السياسات المالية القائمة لتدارك الموقف. (هندي، ٢٠١٠: ١٥٣)

و يتضح من البحث ان التنبؤ المالي "مجموعة التوقعات او التقديرات المتعلقة بالمستقبل بالاعتماد على بيانات الماضي لفترة مالية معينة من خلال مجموعة من الخطط و التحليل المالي و استخدام نماذج رياضية للوصول الى معلومات المستقبلية بهدف المساعدة في مواجهة الاحداث و النتائج المالية المستقبلية"

## ٢-١-٢ خطوات التنبؤ

هناك خطوات عامة تتبع للتنبؤ باي ظاهرة تتمثل في الاتي: (دربال، ٢٠١٤: ٣٧)

١. تحديد و تعريف موضوع التنبؤ.
  ٢. تحليل موضوع التنبؤ الى عناصره الاولية المكونة له و دراسة العوامل المسببة في زيادته و نقصانه.
  ٣. دراسة العلاقات بين العناصر موضوع التنبؤ و العناصر الاخرى المتصلة بها.
  ٤. اجراء دراسات عن التطور التاريخي للقيم الرقمية لموضوع التنبؤ للاسترشاد بها في توقع قيمته مستقبلا.
  ٥. اجراء دراسات مقارنة بين قيمة العنصر موضوع التنبؤ التي تم التنبؤ بها و بين القيمة الفعلية الواقعة له.
- اما عند القيام بعملية التنبؤ المالي فانه يجب التنويه الى عدد من الامور و القيام بها بشكل متسلسل و هي كما يلي :

- تحديد الهدف من عملية التنبؤ.
- تطوير نموذج التنبؤ.
- فحص و تقييم النموذج قبل التطبيق.
- تطبيق النموذج.
- تقييم النموذج بعد التطبيق لمعرفة دقة النتائج.

## ٢-١-٣ العوامل المؤثرة على عملية التنبؤ

تتمثل العوامل المؤثرة في التنبؤ بالاتي: (لقوي، ٢٠١٤: ٢٢)

١. الزمن :حيث يتأثر التنبؤ بعامل الزمن بحيث يكون سهل في الاجل القصير و صعب في الامد البعيد.
٢. الدخل :يجب معرفة حركة الدخل خلال الفترة القادمة و معرفة اتجاهه لان الدخل يؤثر على القوة الشرائية.
٣. التطورات الاجتماعية و الثقافية :و تأثر على الانماط الاستهلاكية داخل المجتمعات، و بالتالي تؤثر على طبيعة و انواع السلع التي تستخدم داخل المجتمعات ،ثم ان التطورات الاجتماعية افردت حاجات لم تكن موجودة سابقا.
٤. العامل الجغرافي: يجب على القائم بالتنبؤ ان يفهم طبيعة المنطقة الجغرافية و المناخ فيها لان اسلوب الحياة قد يختلف حسب المناطق و حسب المناخ.
٥. التطور التكنولوجي : التطور خلق منتجات تكفي حاجات المجتمعات الحديثة لذا يجب معرفة مسار هذا التطور، و اثره فالثورة التكنولوجية كبيرة جدا في مجال تقديم اسهل و افضل و اسرع ما يحتاجه المجتمع.
٦. درجة الاستقرار السياسي و الاقتصادي :كلما كانت الامور مستقرة كلما سهلت عملية التنبؤ و كلما كانت غير مستقرة فانه تصعب عملية التنبؤ.
٧. المنافسة : علينا معرفة حجم و قوة و عدد المنافسين و نوعية السلع التي يتعاملون بها و حصصهم.

## ٤-١-٢ اهمية التنبؤ المالي

يعتبر التنبؤ المالي أداة هامة تساعد متخذي القرارات الاقتصادية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية أو التمويلية بشكل رشيد ومناسب، فهو يتيح فرصة التعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية والاستعداد لها بشكل مسبق، كما يتيح أيضا الفرصة للتعرف على ما سيكون عليه المركز المالي وربحية المؤسسة في المستقبل من أجل اتخاذ الإجراءات التصحيحية إذا احتاج الأمر إلى ذلك، فعندما يتم الكشف عن الحاجة للنقدية في أحد الأشهر المقبلة يمكن للمدير المالي أن يفكر بعدد من بدائل التمويل و اختيار أنسبها، فيمكن الحصول بذلك على الأموال بشكل أفضل من حيث تكلفتها، ومقدارها والتي يمكن إيجاز أهميتها في النقاط الآتية. (علوان، ٢٠١٥: ٥١)

١. تحتاج معظم قرارات الاستثمار إلى معرفة المستثمر مسبقا بحجم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والعوائد المتوقعة من عملية الاستثمار، وأثر العوامل الاقتصادية على تحقيق العائد مستقبلا.



٢. تحتاج قرارات إدارة المحافظ الاستثمارية إلى دراسة مستقبلية لكل نوع من أنواع الاستثمار والعوائد المتوقعة والمرتبطة بها، ودرجة المخاطرة التي قد تترتب على هذا النوع من الاستثمار خاصة في ظروف عدم التأكد.
٣. تحتاج إدارة المشروعات إلى التنبؤ بالضرائب المتوقع دفعها أو المتوقع تحصيلها وأثر ذلك على التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة، وعلى دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع مقارنة بالمشروعات الأخرى.
٤. تحتاج قرارات التمويل إلى معلومات مستقبلية عن الأثر المتوقع لكل مصدر من مصادر التمويل على الربحية والسيولة في الأجل الطويل، وعلى مدى قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته المستقبلية.
٥. كما يحتاج المستثمر عند شراء أو بيع الأسهم التنبؤ بالأرباح المتوقعة ونصيب السهم الواحد من هذه الأرباح.
٦. يستلزم الاستثمار في رأس المال العامل التنبؤ بكمية المخزون السلعي والتحصيلات من العملاء والنقدية المتاحة لسداد الالتزامات العاجلة. (الهباش، ٢٠٠٦: ٦٢)

## ٢-١-٥ اساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية

ينقسم التنبؤ المالي على قسمين هما: التنبؤ المالي طويل الأجل لتوفير احتياجات الشركة من الاموال لتمويل الاستثمارات طويلة الاجل حيث تتعدد مصادر الحصول على هذه الاموال، وتختلف من حيث تكلفتها، والقسم الاخر هو التنبؤ المالي قصير الاجل الذي يركز اساسا على الموازنة النقدية التقديرية التي تعتبر جزءاً من نظام الموازنات التقديرية داخل الشركة والذي يساعد على عملية التخطيط المالي والرقابة. (حنفي، ٢٠٠٦: ١٢٩)

ويعتبر التنبؤ بالمبيعات المستقبلية للشركة المدخل الاساس لأي تنبؤ حيث تعتمد المبيعات المستقبلية على الازمات الاقتصادية المتوقعة ومعدل نمو الاقتصاد القومي وتطور الصناعة ودرجة المنافسة بين الشركات العاملة في ذلك المجال وعلى نشاط الشركة وسياساتها التسويقية، ويعتمد حجم المبيعات على مقدار الموجودات المتاحة للشركة فقد تحتاج الى موجودات متعددة لتمكين من انتاج وبيع سلعها وخدماتها لذلك فان النمو في المبيعات يتطلب زيادة في الموجودات. (العامري، ٢٠٠٧: ١٤) و اساليب التنبؤ المالي هي كالآتي:

## ١. أسلوب النسبة المئوية من المبيعات (Percent-of Sales-Method)

يعتبر أسلوب النسبة المئوية من المبيعات أبسط أساليب التنبؤ المالي التي تتصف بالبساطة وبالقابلية للتطبيق العملي في نفس الوقت ، وبه يتم التعبير عن احتياجات الشركة المالية على أساس النسبة المئوية من المبيعات السنوية، مع ربط ذلك بالمبلغ المستثمر في كل بند من بنود الميزانية العمومية، و يتطلب هذا الأسلوب أمرين في غاية الأهمية وهما التعرف على مستوى التكنولوجيا للشركة، والتعرف على شكل العلاقة بين المبيعات وأصول الشركة. (حنفي، ٢٠٠٦ : ١٢٩-١٣٣)

يعاب على أسلوب النسبة المئوية للمبيعات انه يفترض وجود علاقة ثابتة بين حجم المبيعات و بعض بنود الميزانية مثل هذا الافتراض قد لا يكون صحيحا في كل الاحوال ، كذلك يعاب على أسلوب النسبة المئوية للمبيعات انه لا يصلح للتنبؤ بالاحتياجات المالية لفترة تزيد عن سنة ، ولا يصلح للمنشآت الصغيرة التي تتميز بعدم استقرار في مبيعاتها. (هندي، ٢٠١٠ : ١٦٠)

و لتيسير استخدام التنبؤ يوصي باتباع الخطوات الاتية :

الخطوة الاولى: تصنيف بنود ميزانية الفترة الماضية الى مجموعتين تضم المجموعة الاولى البنود التي لها العلاقة مباشرة مع المبيعات ،بينما تضم المجموعة الثانية البنود التي ليس لها علاقة مباشرة بها.

الخطوة الثانية: بالنسبة للبنود التي لها علاقة مباشرة بالمبيعات يتم ايجاد النسبة المئوية لقيمة كل بند منها طبقا لميزانية الفترة الماضية الى رقم المبيعات عن نفس الفترة.

الخطوة الثالثة : التنبؤ بما سيكون عليه كل بند من بنود الميزانية العمومية من الفترة المقبلة للميزانية العمومية المستقبلية.

الخطوة الرابعة : ايجاد مجموع الاصول و مجموع الخصوم في الميزانية العمومية المتوقعة ، اذا كان جانب الاصول اكبر من جانب الخصوم فان الفرق يمثل الاحتياجات المالية المطلوبة ، واذا كان جانب الخصوم اكبر فان الفرق يمثل اصول زائدة عن الحاجة . (هندي، ٢٠١٠ : ١٥٤)

## ٢. تحليل الانحدار (Regression Method)

ويعرف بأنه تحليل العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة، ويتميز بأنه يتسع ليشمل كافة المتغيرات المؤثرة في الظاهرة المدروسة، ويعتبر من أكثر الأساليب التنبؤية وأفضلها خاصة عند استخدام التنبؤات طويلة الأجل. (الهباش، ٢٠٠٦: ٦٨)

و لتجنب عيوب اسلوب المؤية من المبيعات يفضل استخدام اسلوب اخر هو اسلوب تحليل الانحدار ، فهذا الاسلوب لا يفترض وجود علاقة بين حجم المبيعات وحجم الاستثمار في الاصول ، كما انه يصلح في المدى القصير و المدى الطويل على السواء اضافة الى امكانية استخدامه بواسطة المنشآت الصغيرة التي تعاني من تقلب في مبيعاتها. (هندي، ٢٠١٠: ١٦٠)

## ٣. الموازنة النقدية التقديرية Cash Budget

ان الخطوة الاولى في التخطيط المالي القصير الاجل هو توقع التدفقات النقدية المستقبلية لتحقيق هدفين ، الاول هو توقع التدفقات النقدية للشركة وهذا بدوره يساعد الشركة على معرفة الفائض او عجز نقدي خلال الفترة القادمة ، اما الهدف الثاني فتحتمل الادارة الى تقرير عن الفائض او العجز المؤقت او دائم و الذي يؤثر على قرارات الشركة المالية الطويلة الاجل.

(Berk, et, al, 2012:537)

و الموازنة النقدية هي اداة اساسية من ادوات التخطيط المالي القصير الاجل ، تستخدم في تخطيط الاحتياجات المالية القصيرة الاجل من خلال توقع التدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة. ( Ross et al ، 2003:764 )

وتساعد الموازنة التقديرية الشركة في تخطيط الاحتياجات النقدية في الاجل القصير، ومن الطبيعي ان يتم تركيز الجهود في التخطيط لاستثمار الفائض النقدي او التخطيط لتدبير العجز في النقدية، و تعتبر الفترة النقدية التي تغطيها الميزانية هي العام و مع ذلك فقد تغطي الميزانية فترة اقل او اكثر من ذلك، و يتوقف ذلك الى حد كبير على طبيعة نشاط الشركة. (حنفي، ٢٠٠٦ : ١٤٣)

## ٤. القوائم المالية المتوقعة Pro forma Financial statement

من المفيد ايضا ان تقوم المنشأة بالتنبؤ بما ستكون عليه قائمة الدخل و الميزانية العمومية في الفترة المقبلة، فبينما تزود الميزانية التقديرية النقدية المدير المالي بتقديرات للفائض او العجز في المستقبل ، فان القائمتين المذكورتين تزودانه بمعلومات مفيدة عن عما ستكون عليه ربحية المنشأة و مركزها المالي في فترة مقبلة. (هندي، ٢٠١٠ : ١٧٣)

القوائم المالية المتوقعة هي جزء اساس من التخطيط الاستراتيجي .و وضع موازنة العمليات السنوية، و ان القوائم المالية المتوقعة هي الاشكال التي يستخدمها المشروع المالي.

في الوقت الحاضر اصبحت من المهام الاساسية للمدراء الماليين اعداد القوائم المالية المخططة او المتوقعة ،و التي يتم من خلالها التنبؤ بالمركز المالي للمنشأة و فادائها عبر عدد من سنوات القادمة او ما يطلق عليها ( Pro Forma Financial Statements ) من اجل تحقيق الاهداف الاتية :

● من خلال النظر بالقوائم المالية المخططة يستطيع المدراء تقييم فيما اذا كان اداء المنشأة المتوقع يتماشى مع اهدافها بل قد يمتد الامر لتحليل فيما اذا كان الاداء المتوقع سوف يتطابق مع توقعات المستثمرين.

● تستخدم القوائم المالية المخططة لتفادي و توقع التأثير المحتمل للتغيرات و التطويرات في الجوانب التشغيلية للمنشأة بمعنى ان الكثير من المدراء الماليين يقضون فترات لا باس بها من الوقت للتخطيط و وضع السيناريوهات و اجراء تحليلات يطلق عليها ماذا .... لو ( What....If ) لتحليل الاثار التي يمكن ان تتركها قراراتهم في اجراء التحسينات و التطويرات على الجوانب التشغيلية في المنشأة.

● يستخدم المدراء الماليون القوائم المخططة لتقدير احتياجات المنشأة من المصادر المختلفة للأموال في المديات القصيرة و الطويلة الاجل.

● تستخدم القوائم المالية المخططة في تقدير الارصدة و التدفقات النقدية الفائضة (Free Cash Flows) ، و التي تحدد القيمة الكلية للمنشأة حيث يقوم المدراء الماليون بتقدير التدفقات النقدية الفائضة من الخطط التشغيلية المختلفة ، و كذلك التنبؤ باحتياجات الشركة المالية ثم اختيار الخطة التشغيلية التي سينتج عنها تعظيم ثروة المساهمين .(العلي، ٢٠١٠، ١٣٣-١٣٤)

## ٥. تحليل التعادل Break – Even Analysis

وتعرف نقطة التعادل المعينة بانها النقطة التي عندها يتساوى مجموع النفقات مع مجموع الايرادات و بذلك يكون صافي الربح = صفر اعلى هذه النقطة تسمى بمنطقة الارباح و ادنى هذه النقطة تسمى بمنطقة الخسائر. (حنفي، ٢٠٠٦: ١٥٨)

و يعتبر تحليل التعادل اداة لدراسة العلاقة بين التكاليف الثابتة و التكاليف المتغيرة و الارباح، و يهدف هذا التحليل اساسا الى تحديد حجم المبيعات الذي لا تحقق المنشأة عنده ربحاً او خسارة، و يعاب عليه انه يفترض ان الوحدات المنتجة تباع بنفس السعر، كما يفترض ان العلاقة خطية بين حجم المبيعات و التكلفة المتغيرة وهذا قد لا يكون صحيحا. (هندي، ٢٠٠٧: ١٧٩-١٨٠)

الفائدة الرئيسية لتحليل التعادل بانها تشير الى العلاقة بين الكلفة حجم الانتاج و العائدات، و ان تحليل التعادل يبين ان التغير في العلاقة بين الكلفة الثابتة و الكلفة المتغيرة في اسعار السلعة او العائدات سيؤثر على مستويات الارباح و نقطة تحليل التعادل، و ان من عيوب تحليل التعادل ان سعر البيع ثابت و هذا امر غير واقعي، و التكلفة المتغيرة تظل للوحدة ثابتة عند كل مستويات الإنتاج حيث عند انخفاض الكمية ممكن ان تزيد التكلفة المتغيرة للوحدة، و التكاليف الثابتة ثابتة عند كل مستوى من مستويات الإنتاج حيث هناك طاقة قصوى للمكينات و المعدات لذلك تبقى التكاليف الثابتة عند مدى معين بعد ذلك تزيد.

ان الخطط التي تقوم ادارة المنشأة بأعدادها لفترة زمنية مقبلة تهم المدير من ناحيتين رئيسيتين، من ناحية تجد ان هذه الخطط تؤثر على المقبوضات و المدفوعات النقدية، و كما يمكن للمدير المالي القيام بأعداد الميزانيات التقديرية للتنبؤ بمركز المنشأة النقدي خلال الفترة المقبلة، و بعمله هذا يكون اهتمامه مركزا على هدف السيولة.

و من ناحية اخرى ينبغي على المدير المالي ان يقوم بأعداد التقديرات و تنبؤات تحدد اثر الخطط الادارة على ربحية المشروع و على مركزه في نهاية المدة و كما ظهر بوضوح فان هذه تقديرات الاخيرة تتعلق بالهدف الاخر للمدير المالي و هو هدف الربح، لذلك نجد ان طريقة تحليل التعادل تقوم على تحليل العلاقة القائمة بين الربح و الايرادات و التكاليف و هي بذلك تعد بمثابة اسلوب من الاساليب المستخدمة لتخطيط الربحية. (الحساوي، ٢٠١٤: ١٨٤)

## ٦-١-٢ مفهوم الربح

يتمثل مفهوم الربح في علم الادارة المالية بانه ذلك الربح الذي لا يقل مستواه عن مستوى الارباح التي يتم تحقيقها في المشاريع المماثلة و التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر، و لتحقيق هذه الربح لا بد للإدارة المالية من ان تحصل على الاموال المطلوبة باقل ما يمكن من التكاليف و المخاطر و استثمار هذه الاموال بطريقة تمكن من تحقيق عوائد مرضية لا يقل مستواها عما يستطيع اصحاب الاسهم فيها تحصيله من استثمار اموالهم في مشاريع اخرى تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر. (ابوزعتر، ٢٠٠٦: ٦٩)

ان الربح المستقبلي للشركة هو العامل الاساس الذي يؤثر على اسعار الاسهم ، و ان معلومات عن الارباح تعبر المحتوى المعلوماتي الاعظم لجميع المعلومات المحاسبية لأنها تحتوي مناقشة المهمة التي تتعلق بالعلاقة بين الارباح و اسعار الاسهم (Chang et al، 2008:2)

ويمكن تعريف الربح (Profit) بانه "الاختلاف الايجابي بين الايرادات المتحصلة من بيع البضاعة المنتجة من قبل الوحدة الاقتصادية و التكاليف المحملة خلال الانتاج كمقياس للكفاءة الاقتصادية للشركة" (Tulvinschi، 2013: 140)

و ان الربح بشكل عام هو ما يتم الحصول عليه من زيادة ناتجة عن التجارة بالمال بحيث يتقلب فيها من حال إلى حال، والذي يجب ألا يقل مستواه عن مستوى الأرباح التي يتم تحقيقها في المشاريع المماثلة والتي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

فالربح بمفهومه الاقتصادي هو مقدار التغير في القيمة الصافية للوحدة الاقتصادية خلال فترة معينة، و الربح بمفهومه المحاسبي هو الفرق بين الايرادات المحققة من قبل الوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة ، و المصروفات التي تكبدتها هذه الوحدة خلال هذه الفترة. (المهتدي، ٢٠١٤: ٣٠)

وتمثل الأرباح خلاصة الاجراءات المحاسبية التي تقيس أداء الشركة والذي ينعكس على قيمة أسهمها ،كما تعد العديد من الأطراف ذات العلاقة بأن الأرباح السنوية هي البند الأكثر أهمية في القوائم المالية ،غير أن الاهتمام بالأرباح من قبل أصحاب المصالح عند اتخاذهم لقراراتهم لا يعني بالضرورة اتخاذ قرارات رشيدة. (زلوم، ٢٠١٥: ٦٢١)

تعتبر الأرباح المستقبلية من المعلومات المحاسبية المؤثرة على قيمة الأوراق المالية سواء بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بها ،ويعتبر المستثمرون من أكثر الفئات استخداما لهذه المعلومات لما توفره لهم من مؤشرات عن أرباح الوحدات الاقتصادية، وعن مدى الأمانة المتوفر لاستثماراتهم فيها، ويعتبر الربح من أهم العناصر التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم أداء الوحدات الاقتصادية وفي التنبؤ بالأرباح المستقبلية وتقدير فرص الاستثمار. (بابكر و صديق، ٢٠١٥: ٩٨)

و ترى الباحثة ان مفهوم الربح هو منافع مالية ناتجة من زيادة الايرادات المكتسبة خلال فترة زمنية معينة على التكاليف التي تحملتها الوحدة الاقتصادية خلال نفس الفترة.

## ٢-١-٧ مفهوم الربحية

الربحية هي عبارة عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها المنشأة والاستثمارات التي اسهمت في تحقيق هذه الأرباح، و الربحية تعتبر هدفا للمنشأة، و مقياسا للحكم على كفاءتها على مستوى الوحدة الكلية او الوحدات الجزئية. (ابو زعتر، ٢٠٠٦: ٧٣)

يعتبر الربح الأساس للسهم العادي أحد مقاييس الربحية السليمة في المنشأة، ويستعمل لقياس الأداء حيث ان رقمه يعتبر من الأرقام المهمة لأغراض التحليل المالي، ويمكن مقارنته بالربح الذي تحققه المنشآت المماثلة، وتنشأ أهمية هذا الرقم من أنه يقيس النشاط الطبيعي للمنشأة قبل ان تمتد إليه يد الإدارة بالتوزيع، وقبل ان تتحكم فيه القوانين السارية فتحدد ما يوزع منه وما يحجز، وقبل ان يتأثر بالضريبة المفروضة عليه، كما أنه يستعمل لتقييم أسهم الشركة والتنبؤ بمستقبلها من خلال التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية وبيان المدى الذي تذهب إليه المنشآت في احتجاز الأرباح لتمويل عملياتها تمويلاً ذاتي (محمود، ٢٠٠٦: ٢)

عرف Weston and Brigham الربحية " صافي الفائض لعدد كبير من السياسات و القرارات"

و الربحية العالية دائما تزيد من قيمة الشركة لأنها لا تزيد فقط من قوة الأرباح المتولدة من الأصول الموجودة ولكن أيضا تزيد من احتمال توسيع نطاق العمليات، وهذا الأخير يعطى قيمة للأسباب تأثير زيادة الربحية بمعدل متسارع. (Zhang & Chen،2004:3)

وإن الربحية عند بيير كونسو (Pierre Conse) "هي مفهوم واسع وله مجالات عديدة، وأن قياسها يعتبر مسألة دقيقة وهذا القياس لا يكون ذا دلالة إلا إذا نسب إلى فترة مرجعية معينة " وهي مفهوم يطبق على كل عمل اقتصادي تستعمل فيه الإمكانيات المادية والبشرية والمالية، ويعبر عنها بالعلاقة بين النتيجة والإمكانيات المستعملة، وتعتبر القياس النقدي للفعالية.

ومن وجهة نظر إزرا سولمان ( Ezeramsoloman ) فإن الربحية هي: " مفهوم تشغيلي بمعنى أن الربحية تتحقق عندما تكون النتائج الاقتصادية المتحصل عليها أكبر من العناصر المستخدمة". (مراد ومصطفى، ٢٠١٣: ٣٤)

وتعرف الربحية (Profitability) بانها مقدرة الشركة على الكسب و تحقيق الربح خلال عملياتها في فترة زمنية محددة باقل المخاطر الممكنة، و يعبر عنها بالعلاقة بين الارباح التي تحققها الشركة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الارباح. (علوان، ٢٠١٥: ٥٥)

و يتضح من البحث ان تعريف الربحية هي مفهوم نسبي بين نسبة التي حققتها الشركة و بين حسن استثمار الأموال المستغلة و بيان مقدرة الشركة على توليد الأرباح، و هي هدف اساسي لجميع الشركات، و امر ضروري لبقائها و استمرارها، ومؤشراً يتطلع اليه المستثمرون لاستثمار في الشركة .

## ٨-١-٢ ربحية السهم العادي Earnings per share

ان ربحية السهم تعتبر مؤشرا من اهم مؤشرات الربحية لأنه يسهل مقارنة هذه الربحية للسهم خلال السنوات السابقة، فضلا عن مقارنته بربحية السهم لشركات اخرى، و بالتالي فان المستثمرين يجدون في هذا المؤشر وسيلة طيبة و ملائمة لترشيد قراراتهم الاستثمارية، و بالتالي يؤثر على الطلب على تلك الاسهم. (داوود، ٢٠٠٦: ١٦)

يستخدم هذا المؤشر و الذي يطلق عليه بعضهم حصة السهم العادي من الارباح اساساً لتقييم ربحية السهم العادي، و نظرا لأهميته بالنسبة للمستثمرين في اسواق راس المال تلتزم شركات المساهمة المتداولة في البورصة بالإفصاح عن ربحية السهم الواحد، كما الزمت لجنة المعايير المحاسبية عن ضرورة عرضه و ذلك وفقا للمعيار IAS 33. (طلبة، ٢٠٠٩: ١١٠)

و تعبر ربحية السهم عن مؤشر مالي يتضمن معلومات مالية ذات أهمية جوهرية، فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للوحدة الاقتصادية، و يجب الإفصاح عنها و أن تكون متاحة لجميع المستثمرين لأنه من المفترض أن يكون لها دور هام في اتخاذ القرارات الاستثمارية. (نصر، ٢٠١٥: ٢٨)

وان الارتفاع في الربح المتوقع يصاحبه تعديل في سعر الاسهم، بالإضافة لهذا ان ربحية السهم تعتبر من اهم المعلومات المحاسبية من منظور المستثمر و المحللين الماليين، و ان هناك ارتباطاً قوياً بين الافصاح عن الربح المتوقع تحقيقه و بين التغير في سعر السهم. (الأمين، ٢٠٠٠: ٣٦)

و يأمل المستثمر من خلال شرائه السهم الحصول على عائد اما من التوزيعات النقدية او الزيادة في قيمة السهم في المستقبل، و لهذا يهتم المستثمر في معرفة ربحية السهم الواحد، وهناك احتمال بان هذا المؤشر يعتبر من اكثر المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمرون (Garrison and others, 2006: 794)



ويطلق عليه نسبة العائد الصافي لكل سهم وهو عبارة عن نصيب السهم الواحد من الأرباح التي حققتها الشركة خلال فترة مالية معينة، وذلك قبل القيام بتوزيعه، ويتم احتساب ربحية السهم للأسباب الآتية:

أ- لا تقوم الشركة بتوزيع جميع الأرباح التي تحققها، وإنما هناك اقتطاعات من الأرباح ستقوم بها الشركة بنص قانوني.

ب - قد تحقق الشركة أرباحاً و مجلس الإدارة يقرر بعدم توزيعها على المساهمين.

ت - قد تحقق الشركة خسائر ويتم توزيع أرباح على المساهمين باستخدام احتياطاتها المحتجزة. (المهتدي، ٢٠١٣: ٣١)

ان ربحية السهم العادي هي رقم الربح الموزع على عدد الاسهم ،و تعتبر مؤشراً مهماً لأداء الشركات، و تحسب من خلال المعادلة الآتية: (Freixinho,2012:6-5):

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الاسهم}}$$

$$\text{او ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الدخل - توزيعات الاسهم الممتازة}}{\text{المعدل الموزون للاسهم العادية}}$$

وهناك بعض المشاكل التي تظهر عند حساب عائد السهم حيث يمكن عادة زيادة عائد السهم بمجرد تخفيض عدد الأسهم المصدرة عن طريق شراء أسهم خزانة، وعلاوة على ذلك فإن رقم عائد السهم لا يعترف بالتزايد المحتمل في الاستثمار المبدئي للمساهمين، بمعنى أن عائد السهم مع ثبات العوامل الأخرى من الممكن أن يتزايد من سنة لأخرى عندما تقوم الشركة بإعادة استثمار الأرباح في النشاط، وذلك بسبب التزايد في رقم الأرباح دون زيادة مصاحبة له في عدد الأسهم القائمة بالشركة، فالمحللون الذين يعتقدون أن الشركة سوف تتمكن من تحقيق أرباح أعلى في المستقبل قد يقومون بتقييم أسهم هذه الشركة بأعلى مما يبرره مستوى أرباحها الحالي والعكس صحيح (داوود، ٢٠٠٦: ١٦-١٧)

و يتضح من البحث ان ربحية السهم العادي هي مؤشر مهم تساعد المستثمر في اتخاذ قرار الاستثمار في اسهم الشركة ، و تحتوي على معلومات مفيدة تستخدم في تقييم ربحية الشركة، و يمكن استخدامها مؤشراً للتنبؤ بتوزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في المستقبل.

## ٢-١-٩ المؤشرات المالية للربحية

ان نسب الربحية هي النسب التي تكشف قدرة الشركة على كسب ربح مقنع، و عائد على الاستثمار، و ان هذه النسب مؤشر على الوضع المالي الجيد كفاءة الشركة في ادارة اصولها (Lesakova,2007:259)

و تعد هذه المجموعة واحدة من الاتجاهات الصعبة للشركة كمفهوم للقياس، بسبب عدم توفر وسيلة تكامل تجمع بين هذه النسب حتى تبرز متى تكون استثمارات الشركة مربحة، حيث أن هذه الأخيرة تقوم بالتضحية بأرباح حالية من أجل الحصول على أخرى اكبر في المستقبل، لكن من أهم المشاكل التي تتخلل هذه النسب نجد أن الربحية المحاسبية تتجاهل الخطر، بالتالي تكون غير قابلة للمقارنة بالرغم من توفيرها معلومات مهمة عن النشاط التشغيلي في الأجل القصير. (بن مالك، ٢٠١١: ٤٣)

و إن من أهم أهداف الشركة التي تسعى لتحقيقها هو تحقيق الأرباح، وبتعبير أدق تعظيم الأرباح والحصول على أكبر معدل للربحية، والتي تعتبر محصلة نهائية للعديد من العمليات و القرارات المرتبطة بجميع نواحي النشاط، ويتم استخدام هذه النسب من قبل ملاك الشركة للحكم على كفاءة الإدارة في تحقيق أهداف الشركة، وهذه النسب تعتبر موضع اهتمام لجميع اطراف المعينة مثل المستثمرين و الدائنين والإدارة والمالكين، و تساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية و ان من هذه النسب هي كالاتي: (سمور، ٢٠١٤: ٥١)

### ١. معدل العائد على الاستثمار Return on Assets

تساعد هذه النسبة في تقييم استخدام الاموال حيث انها تقيس ربحية جميع الموارد المالية المستثمرة في الشركة، و ايضا تساعد في اتخاذ القرارات الادارية السليمة و الخاصة بالاقتراض، و تعكس الكفاءة التشغيلية. (الطويل، ٢٠٠٤: ٤٨)

ان العائد على الاصول مفهوم رئيس في التحليل المالي، وهو يقيس ما اذا تم توظيف الاصول بشكل انتاجي لان اصول المعطلة عن العمل تقيد راس المال الذي من الممكن استثماره في منتج جديد او سداد الديون او دفع توزيعات نقدية، كما ان الاصول المعطلة عن العمل قد تتلف محدثة خسائر، كما يقيس هذا المؤشر كفاءة المنشأة في ادارة الاصول (Vance, 2003:37)

و الذي يحسب من خلال المعادلة الآتية: (Bragg & Burton,2006: 190)

$$\text{صافي الربح بعد الضرائب} \\ \text{مجموع الموجودات} = (\text{ROA})$$

## ٢. هامش الربح الصافي Net profit margin

تقيس هذه النسبة الى اي مدى يمكن ان ينخفض سعر الوحدة قبل ان تتحمل الشركة خسارة شاملة او المدى الذي يمكن ان ينخفض الربح المتولد قبل تتعرض الشركة لخسائر فعلية (قيمة سالبة)، فاذا ما كانت النسبة منخفضة فان ذلك يعني عدم مقدرة الشركة على تحقيق الارباح، و من ثم يقل العائد المتوقع للسهم كما يعني ايضا عدم قدرة الشركة على تحمل اي صعوبات مالية قد تمر، و اذا كانت النسبة مرتفعة فان ذلك يعكس مقدرة الشركة على مواجهة انخفاض المبيعات و مشاكل السيولة (بلعيد و محادي، ٢٠١٢: ٤٥)

ان نسبة هامش صافي الربح تقيس نسبة صافي الدخل الى نسبة الايرادات من خلال المعادلة الاتية: (Tugas , et, al ، 2012:186)

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}}$$

## ٣. نسبة مجمل الربح The gross profit margin

تستخدم هذه النسبة لقياس كفاءة ادارة المؤسسة في ادارة عناصر تكلفة المبيعات، حيث ان مجمل الربح يتم التوصل اليه من خلال المقارنة بين المبيعات الصافية و بين تكلفة المبيعات، ولا يوجد معيار نمطي لهذه النسبة، لذلك لا بد من اجراء المقارنة مع نسب الصناعة و مع نسب الشركة للسنوات السابقة (الطويل، ٢٠٠٨: ٣٥)،

وان هامش مجمل الربح هو نسبة مجمل الدخل او الربح الى المبيعات، و ان الشركات تهتم بنسبة مجمل الربح التي تحسب من خلال المعادلة الاتية: (Ross ,et, al ،2010:62)

$$\text{هامش اجمالي الربح} = \frac{\text{مجمل الربح}}{\text{المبيعات}}$$

## ٤. نسبة نصيب السهم من الربح

ان نسبة نصيب السهم من الربح مكملة لنسبة الربحية من حيث قياس اداء الشركة من وجهة نظر المستثمر و يتم احتسابها عن طريق بيان العلاقة بين الربح المتاح للمساهمين (الربح

الصافي بعد خصم الضرائب و توزيعات الارباح الممتازة ) و عدد الاسهم العادية (او متوسط عدد الاسهم ) في اول المدة و اخر المدة عند حدوث تغيرات واضحة على راس المال المملوك لأصحاب الاسهم و تأخذ هذه النسبة المعادلة الاتية : (الحيالي، ٢٠٠٧: ١٥١)

$$\text{نسبة نصيب السهم من الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

## ١. العائد على الاستثمار Return on Equity

وتعرف ايضا باسم العائد على القيمة الصافية (Return on Net Worth) ، و تستخدم هذه النسبة لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين ، و بالتالي معدل الربح الصافي الذي يجنيه المستثمرون من استثمار اموالهم كمرودود على مخاطرتهم في توظيف اموالهم ، و تدل هذه النسبة على مدى كفاءة الادارة في توظيف اموال المساهمين (الشيخ، ٢٠٠٨: ٤٦)

حملة الاسهم العادية عندهم الحق في الربح المتبقي ، و ان نسبة التوزيعات ليست ثابتة، و ان الارباح توزع الى حملة الاسهم او يتم الاحتفاظ بها ، لذلك يتم احتساب معدل العائد على حقوق الملكية لرؤية ربحية استثمار المالكيين (Ajaio & Small، 2012:17)

و يحسب العائد على حقوق المساهمين ( ROE ) من خلال المعادلة التالية: (2004:16)،  
(Kothari

$$\text{ROE} = \frac{\text{صافي الربح - توزيعات اسهم الممتازة}}{\text{متوسط حقوق المساهمين الاسهم العادية}}$$

## ٢. نسبة العائد على رأس المال المستخدم

ويشمل رأس المال المستخدم على رأس المال المدفوع والمطلوبات طويلة الأجل وحقوق المالكيين ، وأيضا يساوي رأس المال العامل بالإضافة إلى الموجودات الثابتة ، و تقيس هذه النسبة حسن استغلال الأموال التي قدمها المالكون والدائنون ، و يحسب العائد على راس المال المستخدم من خلال المعادلة الاتية: (الغصين، ٢٠٠٤: ٤٩)

$$\text{نسبة العائد على رأس المال المستخدم} = \frac{\text{صافي الارباح بعد الضرائب}}{\text{راس المال المستخدم}}$$

## ٢-١-١٠ مفهوم التنبؤ بالأرباح

يعتبر التنبؤ بالأرباح من أهم الانجازات لتطور في الفكر و التطبيق المحاسبي لماله من أهمية في ترشيد قرارات الاستثمار، و تحديد قيمة الاستثمارات المختلفة، و لا شك في ان أهمية التنبؤ بالربح تعتمد على مستوى الدقة التي يتم بها ان عدم الدقة في التنبؤ يترتب عليه ضياع للموارد، بالإضافة الى عدم الاستخدام الأمثل للإمكانيات المتاحة مما يؤدي الى عدم مقدرة المشروعات على تحقيق اهدافها سواء تمثلت في تحقيق اقصى ربح ممكن او في اداء خدمات بأفضل صورة ممكنة. (الأمين، ٢٠٠٠: ٣٥)

اوضحت دراسة (Pownal et al,1993) ان التنبؤات المالية المتعلقة بالأرباح الفترية يكون لها محتوى معلوماتي اكثر فائدة من التنبؤات المالية المتعلقة بالأرباح السنوية ، هذا و قد اكدت دراسة (Baginski and Hasell, 2002) على ان دقة التنبؤات ترتبط ارتباطا عكسيا بطول فترة التنبؤ فقد يكون التنبؤ الفترى اكثر دقة من التنبؤ السنوي، مما قد يكون اكثر احتمالا للتأثير في قرارات الاستثمار في الاوراق المالية. (الجيزان، ٢٠٠٧: ٢٩٤)

تشكل القدرة التنبؤية أحد محددات ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لاحتياجات المستخدمين، ولهذا الأمر خصوصية في الأسواق المالية إذ تبنى القرارات الاستثمارية على توقعات المستثمرين وتصوراتهم لأداء المنشأة المستقبلية، كما تؤكد الدراسات على أن العديد من الأطراف ولاسيما المحللين الماليين تعتمد في إجراءات تنبؤاتها بأداء المنشأة المالية مستقبلاً، على التنبؤ بأرقام بيانات القوائم المالية مع الرجوع بشكل محدد إلى الأرباح المحاسبية. (يوسف، ٢٠١٢: ٢٣٣)

## ٢-١-١١ أهمية التنبؤ بالأرباح

تعتبر المعلومات المحاسبية المستقبلية المادة الأساسية التي يعتمد عليها متخذو القرارات، لهذا فان تطور النظم المحاسبية باشمالها على معلومات عن المستقبل يعتبر من أهم انجازات هذا التطور في الفكر والتطبيقي المحاسبي، ولكي تحقق هذه المعلومات الهدف منها فانه يجب أن يتم تحديدها وقياسها بدرجة عالية من الدقة، وذلك لان اتخاذ القرارات المختلفة يتأثر بدرجات متفاوتة طبقاً لمستوى الدقة في التنبؤ بها إذ أن عدم الدقة في التنبؤ يترتب عليه ضياع للموارد بالإضافة إلى عدم الاستخدام الأمثل لإمكانيات المتاحة، مما يؤدي إلى عدم مقدرة المشروعات

على تحقيق أهدافها سواء تمثلت في تحقيق أقصى ربح ممكن أو في أداء خدمات بأفضل صورة ممكنة. (بابكر و صديق، ٢٠١٥: ٩٩)

و ان الطريقة الاكثر استخداما للتقييم في الوقت الحاضر تتضمن رقم الارباح المستقبلية المتوقعة، والتي ترسمل باستخدام معدل (مضاعف) مناسب و ذلك لتحديد سعر السهم في المستقبل، و كذلك اثبتت الدراسات العملية احتواء توقعات الارباح المستقبلية على المعلومات التي سوف تؤثر على تحديد سعر السهم في المستقبل.

ان اهمية التنبؤ بالأرباح يمكن ارجاعه الى زيادة الطلب في السنوات الاخيرة ، من جانب المستثمرين و البنوك و الدائنين الى المعلومات المحاسبية ، و خاصة الارباح المتوقعة في العام التالي و نصيب السهم منها و مقدرة الشركة على الاستمرار في تحقيق هذه الارباح مستقبلا (عباد، ٢٠٠٠: ١١).

ان اهمية التنبؤ بالأرباح بدأت تزداد و ذلك بازدياد الطلب من المستثمرين و البنوك و الدائنين على الارباح المتوقعة في العام التالي ، و نصيب السهم منها ، و مقدرة الشركة على الاستمرار في تحقيق هذه الارباح مستقبلا ، و من العوامل التي قد يكون لها علاقة او تأثير على مدى الدقة التنبؤ بالأرباح المخاطرة النظامية و بيتا المحاسبية. (عباد، ٢٠٠٠: ١٠)

فالمخاطرة النظامية هي مجموعة المخاطر التي تتعلق في بيئة الاستثمار او المحيط الخاص بالاستثمار او النظام المالي العام في البلد وليس للمشروع الاستثماري او المستثمر نفسه اي دور رئيس فيها، إذ تؤثر على كافة المستثمرين دون استثناء والتنوع الاستثماري حيالها لا يعتبر حلا جذريا لها وانما يخفف من حدتها، وتتمثل هذه المخاطر بما يأتي ، ارتفاع الاسعار و تغيرات اسعار الفائدة والانهيارات المفاجئة والعنيفة في السوق و التضخم. (محمد، ٢٠١٥: ٨٤)

اما المخاطرة غير النظامية فهي حالات اللا تأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة او عوامل متعلقة بشركة معينة او قطاع معين ،حيث انها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي، و عادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطرة الاستثنائية او المخاطر اللاسوقية او المخاطر التي يمكن تجنبها وتأثير درجة المخاطرة غير النظامية لمنشأة معينة بالتغير في طبيعة او مكونات أصول هذه المنشأة او بدرجة استعمال الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها او بانتهاء عقود معينة او بحدوث تغير أساس في الإدارة ، لذا يمكن الحد من المخاطرة غير النظامية عن طريق التنوع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطرة المرتبطة بكل اصل على حدة. (الزبيدي، ٢٠١٤: ٢٣٧)

و تعني بيتا متغيرات المحاسبية التي تعبر عن التغير في متغير محاسبي معين نتيجة تغير الرقم القياسي له، و بالتالي فهي تمثل في هذا المفهوم مقياسا نسبيا يتحدد به مستوى اداء هذه الشركة، و كفاءة ادارتها، و مؤشرا معبرا عن اوضاعها و فرص نموها. (عباد، ٢٠٠٠: ١٠)

ترى الباحثة ان اهمية التنبؤ بالأرباح هي توفير معلومات عن الارباح المستقبلية، و التي تساعد

## المبحث الثاني

### نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

١-٢-٢ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

٢-٢-٢ نموذج التقييم المحاسبي

٣-٢-٢ نموذج التوزيعات النقدية

٤-٢-٢ نموذج خصم التدفقات النقدية

٥-٢-٢ نماذج أخرى



## المبحث الثاني

### نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

#### تمهيد

يمثل مفهوم تقييم الاسهم العادية هنا تقدير القيمة الحقيقية (Intrinsic Value) للسهم ، و هي تلك القيمة التي تبرزها حقائق اقتصادية و مالية ،تتمثل بقيمة الموجودات و الارباح و توزيعات الارباح المتوقعة و معدلات النمو بتلك الارباح ، و مقارنتها بسعر السهم السائد في السوق المالية ، لتحديد فيما اذا كان السهم مسعر تسعيراً مضمخماً (Overpriced) او مخفضاً (Underpriced) و اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة للاحتفاظ او شراء او بيع الاسهم.

و تعتبر عملية تقييم الاسهم العادية من التحديات التي تواجه المستثمر و ان عملية تقييم الاسهم العادية تعتمد على التدفقات النقدية المستقبلية (The future Cash Flow) التي يتوقع الحصول عليها مستقبلاً على الرغم ان تقدير التدفقات النقدية الخاصة بالأسهم اصعب من تقدير التدفقات النقدية الخاصة بالسندات.

يمكن القول بصفة عامة إن مكونات دالة تحديد السعر تتضمن عاملين، العامل الأول وهو التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في السهم و التي يمكن توقع التدفقات النقدية من خلال أمرين، وهما توقع التوزيعات في نهاية السنة أو من خلال التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها عند بيع سعر السهم، أما العامل الثاني فهو معدل العائد المتوقع أو المطلوب على الاستثمار في السهم.

و في هذا البحث سوف نتطرق الى ثلاثة من نماذج تسعير الاصول الرأسمالية ، و هي نموذج التقييم المحاسبي، و نموذج خصم التوزيعات النقدية ، و نموذج خصم التدفقات النقدية ، و نماذج اخرى تستخدم في تقييم الاسهم العادية ، قبل التطرق الى هذه المواضيع ستناول نموذج تسعير الاصول الرأسمالية.

## ٢-٢-١ نموذج تسعير الاصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

يمثل نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية احد الاسهامات المهمة التي جاءت بها نظرية المحفظة، وقدم من قبل (Sharp) عام ( ١٩٦٤ )، ويعد احد الطرائق التي ادخلت بموجبها المخاطرة في التحليل المالي و ان الصيغة الرياضية لهذا النموذج هي كالاتي:(دلول، ٢٠١٠: ٤٤-٤٥)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \{E(R_m)\} - R_f$$

حيث ان :

$E(R_i)$  : معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم

$R_f$  : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$\beta_i$  : معامل بيتا السهم

$\{E(R_m)\}$  : معدل العائد المتوقع على محفظة السوق

يعتمد النموذج في القياس على ثلاث خطوات أساسية: الخطوة الأولى، قياس العائد والخطر للسهم الواحد أي منفرداً، والخطوة الثانية قياس العائد والخطر للسوق ككل بوصفه محفظة كاملة، والخطوة الثالثة تختص ببناء المحافظ الاستثمارية على وفق معطيات نموذج تسعير الموجود الرأسمالي (الجميل، ٢٠٠٩: ٢٥٨-٢٥٩)

يتم احتساب عائد السهم، وفق المعادلة التالية :

$$R_t = \frac{p_t - p_{t-1} + C_t}{p_{t-1}}$$

حيث ان :

$R_t$  : معدل العائد للسهم

$p_t$  : سعر السهم

$C_t$  : توزيع الارباح النقدية

اما معدل العائد المتوقع فيتم على وفق المعادلتين و بشكل الاتي :

$$\bar{R} = \sum_{t=1}^n R_i \times pr_i$$

حيث ان :

$\bar{R}$ : معدل العائد المتوقع

$R_i$ : معدل العائد للسهم

$pr_i$ : احتمال الحدوث

ان السهم ينطوي على نوعين من المخاطرة ( نظامية وغير نظامية) و المهم من هذين النوعين من المخاطرة ،هي المخاطرة النظامية و طالما ان هناك اسهماً ذات مخاطرة نظامية مرتفعة ( $B < 1$ ) ،و بالتالي فان الاستثمار و شراء حصص في اسهم هذه الشركة ينطوي على مخاطرة عالية، و المنطق الاستثماري يرى ان المستثمر الذي يشتري هكذا اسهم يرغب (بطالب او يتوقع) ان يحصل على معدل عائد مرتفع بحيث يتم تعويضه عن تحمل المخاطر الاضافية مما لو استثمر امواله في اسهم ذات بيتا منخفضة، و هو ما يطلق معدل العائد المطلوب (RRR) او Required Rate Return وهي الفكرة الجوهرية لنموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM)(العلي، ٢٠١٠: ٣٢٣)

## ٢-٢-٢ نموذج التقييم المحاسبي Ohlson model

قدم هلسون (Ohlson) نمودجا عرف بنموذج التقييم المحاسبي "لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافا لنموذجي التقييم اللذين كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية ولا يسمح منهما بدراسة اثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلاً من ترحيل إلى قائمة الدخل. (النواجة، ٢٠١٤: ٧٧)

ويعتمد النموذج على الافتراضات الاتية :

١. ان القيمة السوقية للوحدة الاقتصادية تتحدد وفقاً للقيمة الحالية لتوزيعات الارباح

المتوقعة في المستقبل، و يعبر عن هذا النموذج بالعلاقة الاتية: (Cheng, 2014: 37)

(et, al

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} R_f^{-i} E_t(d_{t+i})$$

حيث ان :

$V_t$ : القيمة السوقية لحقوق الملكية الشركة في تاريخ t

$d_t$ : صافي التوزيعات المدفوعة في تاريخ t

$R_f$ : معدل الفائدة المضمون زائد واحد

$E_t$ : عامل القيمة المتوقع في تاريخ t

٢. ان مقسوم الارباح يخفض القيمة الدفترية لحق الملكية دون التأثير على الارباح الحالية و هو ما يسمى بالفائض الصافي clean surpluses وبموجب هذه العلاقة يتقرر توزيع جزء من الارباح والباقي يرحل الى حق الملكية (اما الاحتياطات او الارباح المحتجزة)، وكلاهما يمثل جزءاً من القيمة الدفترية لحق الملكية، ويعبر عن الفائض

الصافي بالعلاقة الاتية: (جبر، ٢٠١٢: ١٦٧) (Martin، 2002: 6)

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$$

$\frac{\delta x_t}{\delta d_t} = -1$   $\longrightarrow$  التوزيعات تخفض القيمة الدفترية لحق الملكية

$\frac{\delta x_t}{\delta d_t} = 0$   $\longrightarrow$  التوزيعات لا تؤثر على الارباح الحالية

حيث ان :

$b_t$  = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة المالية t

$b_{t-1}$  = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة السابقة t-١

$X_t$  = صافي الربح للفترة الحالية t

$d_t$  = التوزيعات المقرر او الموزعة عن الفترة الحالية t

٣. استخدام الربح الباقي residual income

استخدم Ohlsen و Feltham and Ohlsen مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي ، ومفهوم الربح الباقي يشير الى الزيادة في صافي الربح من الانشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه اذا تم استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشأة (ابو الخير ، ٢٠٠٦ : ٨)

و ان الربح الباقي عبارة عن الأرباح غير الاعتيادية مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة مضروبا في القيمة الدفترية في بداية الفترة وذلك وفق المعادلة الاتية : (2012:77،  
(Martinez, et, al

$$Xt^a = x_t - r_f * b_{t-1}$$

حيث ان :

$Xt^a$  = الربح الباقي في الفترة t

$x_t$  = الارباح غير الاعتيادية في الفترة t

$r_f$  = معدل العائد المطلوب

$b_{t-1}$  = القيمة الدفترية للسهم في الفترة t

يتم احتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا لنموذج التقييم المحاسبي من خلال المعادلة الاتية: (Pirie

&

Smith, 2005 : 6)

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

حيث ان :

$P_t$  = سعر السهم في بداية الفترة t

$b_t$  = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t

$x_t^a$  = تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t ( الربح الغير العادي)

$\alpha_1 \alpha_2 =$  معاملات النموذج

$V =$  المعلومات الأخرى

## ٢-٢-٣ نموذج التوزيعات النقدية The Dividend Discount Model

### Model

صمم نموذج خصم التوزيعات (DDM) لأول مرة من قبل Williams سنة ١٩٣٨، و يعتبر هذا النموذج اكثر النماذج استخداما في تقييم الاسهم العادية لان التوزيعات تعد الاساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم ، و يعد هذا النموذج تطبيقاً واضحاً لفكر الاساس (Fundamentalists) او ما يسمى بالتحليل الاساسي (Fundamental Analysis).

و الهدف الرئيس من هذا النموذج هو ايجاد قيمة السهم الحقيقية المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الارباح المستقبلية ، و التي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة عند معدل خصم معين او معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها. (عبيدات، ٢٠٠٨، ٥٩٠)

و يمكن حساب القيمة المستقبلية للاسهم العادية باستخدام نموذج خصم التوزيعات النقدية من خلال المعادلة الاتية : (Olweny، 2011، 128)

$$V_j = \frac{D_1}{(1 + K_1)1} + \frac{D_2}{(1 + K_2)2} + \frac{D_3}{(1 + K_3)3} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_n)n}$$

حيث ان :

$V_j$ : قيمة السهم العادي ز

$D_t$ : التوزيعات خلال الفترة t

K: معدل العائد المطلوب للسهم ز

اما قيمة الشركة وفق هذا النموذج تحسب من خلال المعادلة الاتية: (Francis, 2000:49-48)

et, a

$$V_F^{DIV} = \sum_{t=1}^T \frac{DIV}{(1+r_E)^t}$$

حيث ان :

$V_F^{DIV}$ : القيمة السوقية للشركة في تاريخ

F: تاريخ التقييم

$DIV$ : التوزيعات المتوقعة خلال سنة

$r_E$ : تكلفة راس المال

وهناك ثلاث حالات لنموذج (DDM) وعلى النحو الاتي:

١. نموذج خصم الارباح الموزعة ذات النمو الصفري

يفترض هذا النموذج ان الشركة تدفع ارباحاً نقدية ثابتة سنويا، و ان نسبة الارباح الموزعة ثابتة، و لا تتغير فمثلا قد تدفع الشركة ارباحا موزعة و بنسبة ١٢% و تكون هذه النسبة ثابتة اي ان النمو (Wealth) في نسبة الارباح الموزعة يساوي صفر، و يتم احتساب قيمة السهم حسب نموذج خصم الارباح الموزعة ذات النمو الصفري على النحو الاتي: (خصاونة، ٢٠١١، ١٦٤)

ان نموذج النمو الصفري يفترض بان سعر السهم يكون نظيرا الى الربح السنوي بمعدل العائد المطلوب، و ان اصحاب الاسهم يمكن ان يتوقعوا بان الارباح المستقبلية ستكون بدون تغيير و هناك لن تكون اي زيادة الاخرى في التوزيعات المدفوعة، و لكي يحسب قيمة السهم نستعمل

المعادلة التالية: (Karlsson & Josefsson, 2011:11)

$$V_0 = \frac{DPS}{k_e}$$

حيث ان :

$V_0$ : القيمة الحقيقية للسهم العادي

DPS: الأرباح الموزعة للسهم العادي

$k_e$ : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر وفق نموذج CAMP

٢. نموذج خصم الأرباح الموزعة ذات النمو الثابت

يفترض هذا النموذج أن التوزيعات النقدية (توزيعات الأرباح) المستقبلية لبعض الشركات من المتوقع ان تنمو بمعدل نمو ثابت و بالتالي فان المعادلة كما يأتي: (Ross, 2003: 277-276), et, al

$$\hat{P}_0 = D_0 (1+g)^t / (1+rs)$$

حيث أن:

$\hat{P}_0$ : سعر السهم السوقي الحالي

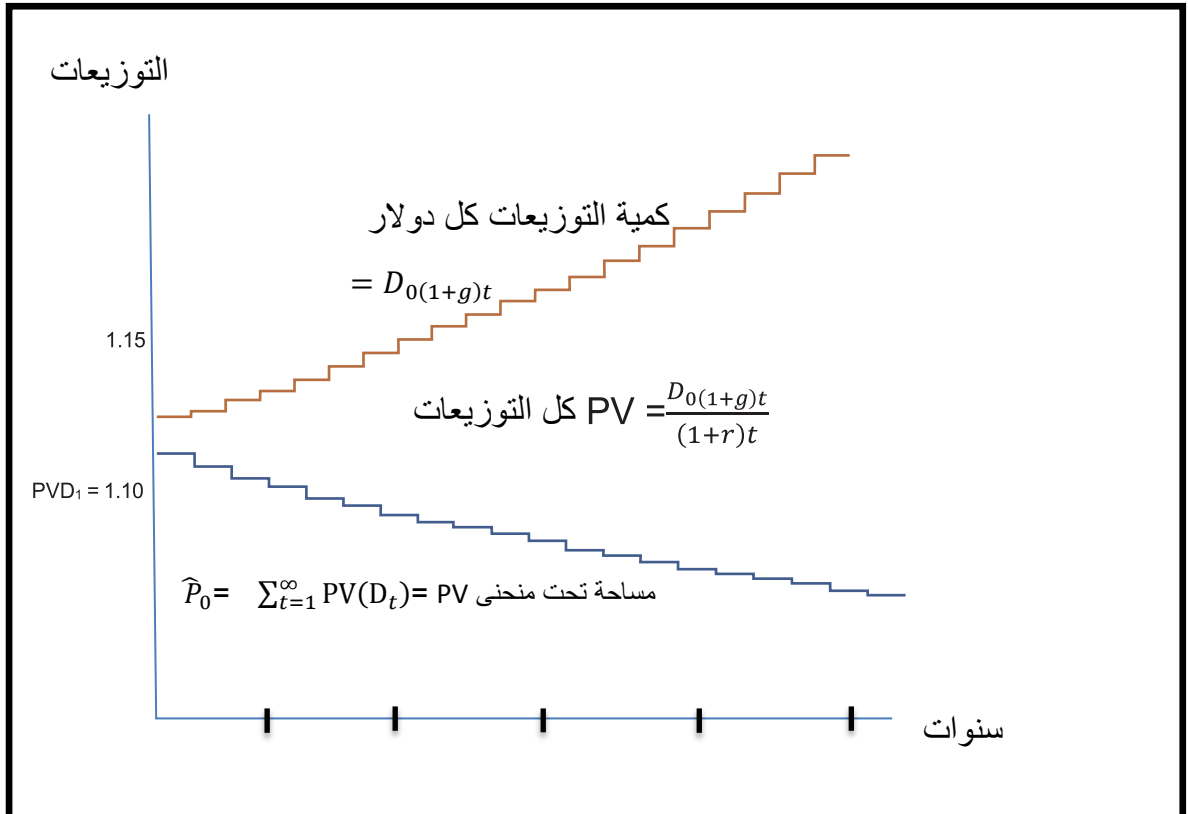
rs: معدل العائد المتوقع

$D_0$ : توزيعات الأرباح المتوقعة في فترة

G: معدل النمو المتوقع المتعلقة بتوزيعات الأرباح

شكل (٢)

نمو التوزيعات الثابت (Brigham & Daves, 2007:162)





شكل (2) يوضح القيمة الحالية للتوزيعات الأرباح حيث أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل (8%) لكن القيمة الحالية لكل الأرباح المستقبلية تأخذ في الانخفاض بسبب ( $r_s > g$ ) مثال على ذلك حيث أن ( $r_s = 13.4\%$  ،  $g = 8\%$  ،  $DO = 1.15$ )

$$1.242\$ = \$1.15(1.08) = D_0(1+g) = D_1$$

أما القيمة الحالية لهذه التوزيعات المخصومة بنسبة (13.4%)

$$PV(D_1) = \$1.242(1.134) = \$1.095$$

الأرباح المتوقعة في سنة الثانية تنمو إلى  $1.341 = \$1.242(1.08)$  لكن القيمة الحالية لهذه التوزيعات تنخفض إلى 1.043 وهكذا فإن الأرباح المتوقعة تنمو و لكن القيمة الحالية لكل الأرباح المستقبلية تأخذ في الانخفاض و ذلك لأن معدل نمو توزيعات الأرباح (8%) أقل من المعدل المستخدم لخصم الأرباح

وتسمى معادلة السابقة بنموذج النمو الثابت (Constant Growth Model) أو نموذج

Gordon نسبة إلى Myron J. Gordon مبتكر النموذج ، و يشترط لصلاحية هذا النموذج أن

يكون معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو المتوقع ، كما و يشترط ثبات معدل النمو في

المستقبل البعيد ، و يعتبر هذا النموذج صحيحاً فقط و قابلاً للتطبيق إذا كان معدل العائد المطلوب

أكبر من معدل النمو الثابت فقط أما إذا كان العكس (أو تساوى المعدلان) فلا يصح استخدام

نموذج النمو الثابت لأن ذلك سيؤدي إلى نتائج غير منطقية (خصاونة ، ٢٠١١ : ١٦٥) ، وهكذا

فإنه في ظل نموذج التوزيعات ذات معدل النمو الثابت فإنه يتوقع الآتي: (البراجنة ، ٢٠٠٩

(٣:

- أن تنمو التوزيعات إلى ما لا نهاية بمعدل نمو ثابت .

- أن يزداد سعر السهم بنفس نسبة النمو .

- عائد التوزيعات متوقع أن يكون ثابت .

- عائد الأرباح الرأسمالية المتوقع ثابت أيضاً ويساوي معدل النمو.

- إجمالي معدل العائد المتوقع يكون هو حاصل جمع كل من عائد التوزيعات وعائد الأرباح الرأسمالية

٣. نموذج خصم الأرباح الموزعة ذات نمو غير طبيعي

هناك العديد من الشركات التي لا تنطبق عليها الافتراض تلك التوزيعات التي تنمو بمعدل ثابت، ذلك أنها تمر بمراحل دورة الحياة نموذجياً و في السنوات الأولى يكون النمو أسرع بكثير من نمو الاقتصاد الكلي ثم يجارون نمو الاقتصاد و أخيراً نموهم إبطاً من معدل النمو الاقتصادي

( Brigham, Ehrhardt, 2011: 282-283 )

ومن الطبيعي أن يتغير مقدار الأرباح الموزعة عاماً بعد عام بسبب وجود فائض أو عجز في النقدية، مما يؤثر على سياسة توزيع الأرباح والطريقة المبسطة لتقييم الأسهم العادية في هذه الحالة، وهذا الموقف هو التوصل إلى متوسط الأرباح الموزعة للسنة الواحدة ورسمتها باستخدام معدل العائد المرغوب لكي يتيح تقدير القيمة الجارية للسهم، ومن الطبيعي أيضاً أن يزداد معدل العائد المطلوب إذا كان من المتوقع تقلب الأرباح الموزعة بدرجة كبيرة وبالتالي نقص القيمة المقدرة للسهم أي القيمة الحالية والعكس في حالة تقلبات كبيرة في الأرباح الموزعة لأن ذلك سيؤدي إلى نقص معدل العائد وبالتالي زيادة قيمة السهم العادي. (البراجنة، ٢٠٠٩:

(٤٤

و يحسب من خلال المعادلة الآتية: ( Brealey ,et, al, 2001:295)

$$\hat{P}_0 = \frac{DIV_1}{(1+r_s)1} + \frac{DIV_2}{(1+r_s)2} + \dots + \frac{DIV_H}{(1+r_s)H} + \frac{P_H}{(1+r_s)H}$$

حيث ان :

$\hat{P}_N$  : القيمة الحالية للتوزيعات خلال فترة النمو غير طبيعي

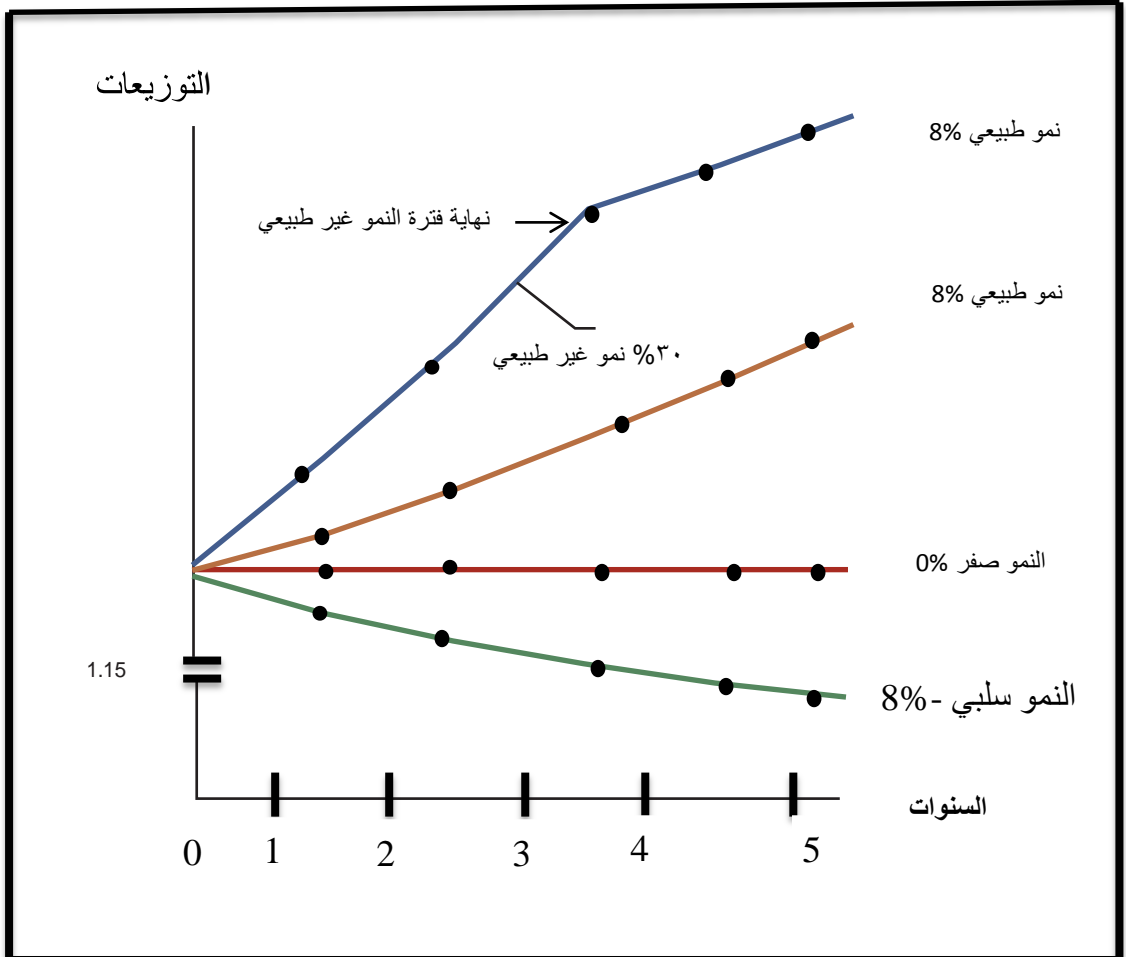
٣٥: معدل العائد المطلوب

N: سنوات النمو غير طبيعي

يوضح الشكل رقم (3) اشكال نمو توزيعات الارباح للشركات من بداية حياتها على حط الزمن حيث ان هناك بعض الشركات لا تتمتع بنمو في توزيعاتها النقدية و البعض الاخر يكون نمو توزيعاتها موجب بشكل ثابت و يعتبر هذا نموا طبيعيا و هناك بعض الشركات يكون نمو توزيعاتها سالب و بعض الشركات كما ذكر سابقا تنمو توزيعاتها النقدية نمو يتجاوز النمو الطبيعي في البداية و من ثم يصل في مرحلة الى الثبات. (الحلو، ٢٠١٠: ٤٣ )

شكل (٣)

نمو التوزيعات غير الطبيعي (Brigham & Ehrhardt, 2011: 282)



## ٢-٢-٤ نموذج خصم التدفقات النقدية The Discounted Cash

### Flow

ان نموذج خصم التدفقات يعتمد على مبدأ خصم التوزيعات الارباح المتوقعة للاستثمارات و الاوراق المالية، و بالرغم من بساطته الا انه يعتمد بشكل اساس على احد ابعاد القرار الاستثماري فقط، و هو العائد او التدفق النقدي المتوقع، و لا يتناول او يهتم بالبعد الاخر لأي قرار تمويلي او استثماري و هو المخاطرة (Risks) المرافقة للاستثمارات المالية، و ان قيمة السهم العائد وفق هذا النموذج هي مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة (توزيعات الارباح المتوقعة مضافاً اليها القيمة الحالية لسعر البيع المتوقع للسهم بالمستقبل. (العلي، ٢٠١٠: ٣٢٠-٣١٠)

و يرى هذا المدخل أن الثروة المتولدة من أي أصل تتمثل في التدفقات النقدية المتولدة عن هذا الأصل، أما من الناحية المحاسبية فيلجأ العديد من المحللين الماليين لإضافة التكاليف غير النقدية إلى ربحية السهم للوصول إلى التدفقات النقدية. (حياة، ٢٠١٥: ٧٧)

يمكن حساب قيمة الشركة ككل و حساب قيمة حقوق الملكية، وفقاً لهذا النموذج بنفس فكرة نموذج خصم التوزيعات النقدية السابق بفارق يتمثل في احلال التدفقات النقدية الحرة مكان توزيعات النقدية، و استبدال معدل العائد المطلوب كمعدل خصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل عن حساب قيمة المنشأة ككل. (النواجحة، ٢٠١٤: ٥٨)

ان تقييم التدفقات النقدية المخصومة واحده من الطرق الرئيسة لمدخل التقييم مشروع او شركة او الاصول التي تستعمل مفاهيم القيمة الزمنية للنقود، كل التدفقات المستقبلية تخمن و تخصم لإعطاء قيمتها الحالية، و ان مبلغ التدفقات النقدية المستقبلية كلاهما الواردات و النفقات، صافي القيمة الحالية مأخوذة كالقيمة او سعر التدفقات النقدية موضع السؤال سيقدم القيمة الحالية للشركة بالإضافة الى قيمة الشركة. (Karlsson & Josefsson، 2011:11)

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

حيث ان :

$CF_t$ : التدفقات النقدية في فترة t

r: معدل خصم التدفقات النقدية

و ان قيمة الشركة وفق نموذج التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية: (2002:17 Damodaran،

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{t \text{ Firm}_t}}{(1 + WACC)^t}$$

حيث ان :

$CF_{t \text{ Firm}_t}$ : التدفقات النقدية المتوقعة للشركة في فترة t

WACC: المعدل الموزون لتكلفة راس المال

كما أن هذا النموذج يركز على التحليل طويل الأجل للقيمة، وبالتالي لا يناسب النموذج الاستثمارات قصيرة الأجل، مما يحرم المستثمر من الفرص الاستثمارية قصيرة الأجل ويؤدي إلى ضياع الأرباح التي يمكن تحقيقها من تلك الفرص (McClure، 2007، 15)

كما يحتاج النموذج إلى تخمين متغيرات كثيرة لحساب قيمة الأسهم، كما انه من الصعب التنبؤ بالمتغيرات اللازمة مثل نمو الشركات، كساد، تتلاعب الشركات في دفاتر الحسابات (Remorov، 2010: 15)

ان من عيوب نموذج التدفقات النقدية انه في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (اي ان التدفقات الداخلة اقل من التدفقات الخارجة )، فان قيمة التدفقات النقدية الحرة او صافي التدفقات النقدية للشركة ستكون سالبة، و في هذه الحالة سيكون قيمة البسط في النموذج سالب مما سيؤدي الى ان يكون سعر السهم وفقا للنموذج يأخذ قيمة سالبة و هذا الشي غير منطقي.(النواجة، ٢٠١٤: ٦٢)

## ٢-٢-٥ نماذج اخرى

هناك عدد من النماذج الاخرى التي تعمل على تقدير اسعار الاسهم منها :

١. نموذج التأكد المتبادل

ومن النماذج المعروفة والمستخدمه في ميدان تقييم الاسهم العادية هو ( النموذج التأكد المتبادل) والذي قدمه كل من (Benzion & yagil) سنة ( ١٩٨٧ )، و اذا جرى تقييم سهم معين وفق النموذج المذكور سيمثل القيمة الحقيقية للسهم (السعر العادل) من وجهة نظر المستثمر، فاذا كان

السعر المتداول للسهم المعني (أي القيمة السوقية له) اكبر من سعره الحقيقي (العادل) فهذا يعني ان السهم مقيم بأعلى من قيمته الامر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع.

اما اذا كان السعر السائد في السوق (القيمة السوقية للسهم) اقل من قيمته الحقيقية فهذا يعني بان السهم مقيم في السوق باقل مما يجب الامر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء (الاستثمار) (دلول، ٢٠١٠، ٤٣)

ان هذا النموذج اشتق من نسبة (P ، S) التي تفترض ان المستثمر يدفع السعر للحصول على الارباح المتحققة للمنشأة كمقسوم نقدي، و يفترض هذا النموذج ان ربحية السهم الواحد مستقلة بمرور الزمن و في ظل التأكد التام تكون القيمة الحقيقية للسهم مساوية الى القيمة المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالٍ من المخاطرة، ان الانتقادات التي يمكن ان توجه الى هذا النموذج هي افتراض التوزيع الكامل للأرباح، و هذا الافتراض غير منطقي في الواقع العملي حيث ان عموم الشركات تحتجز جزءاً من هذه الارباح لأغراض قانونية و تمويل ذاتي (حسن، ٢٠٠٥: ٩٣)

قدم هذا النموذج لحساب القيمة الحقيقية للسهم وفق الصيغة الآتية

$$P = \frac{E}{r} (1 + r/1 + k)$$

حيث ان :

$P$ : القيمة الحقيقية للسهم العادي

$EPS$ : ربحية السهم الواحد

$r$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$K$ : معدل العائد المطلوب

## ٢. نموذج العوامل الثلاثة The Three – Factors Model

قدم هذا النموذج كل من Eugene F. Fama و Kenneth R, French سنة ١٩٩٢ حيث تم افتراض النموذج ان خط سوق المال (The Capital Market Line) يجب أن يحتوى على ثلاثة عوامل، أما العامل الاول فهو معامل بيتا للسهم و الذي يقيس خطر السوق للسهم، حيث أنه يفترض أن هناك علاقة طردية مهمة ما بين معامل بيتا والعائد المطلوب، أما العامل الثاني فهو حجم الشركة الذي يقاس بواسطة القيمة السوقية لحقوق الملكية، حيث يفترض أن الشركات

الصغيرة تمتلك خطراً أكبر من الشركات الكبيرة، لذا فإن الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب أكبر من عائد الشركات الكبيرة، أما العامل الثالث فهو القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية لحقوق الملكية.

حيث يفترض النموذج بأنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية للسهم، فإن المستثمر يكون متفائلاً حول مستقبل السهم، والعكس صحيح، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية فإن المستثمر يكون متشائماً حول مستقبل السهم، لذا فإن الشركات التي تمتلك معدلاً مرتفعاً لـ  $B/M$  يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك معدلاً منخفضاً لـ  $B/M$  و الصيغة الرياضية للنموذج. (الصعيدي، ٢٠١١: ٤١-٤٢)

$$R_i = R_f + B_1 (R_m - R_f) + B_2 (B/M_L - BM_S) + B_3 (S_S - S_L)$$

حيث ان :

$R_i$ : العائد المطلوب للسهم

$R_f$ : معدل العائد الخالي من الخطر

$R_m$ : عائد محفظة السوق

$B/M_L$ : عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدلاً منخفضاً للقيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية

$BM_S$ : عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدلاً منخفضاً للقيمة الدفترية / القيمة السوقية لحقوق الملكية

$S_S$ : عائد محفظة الشركات الكبيرة

$S_L$ : عائد محفظة الشركات الصغيرة

$B_1 B_2 B_3$ : معاملات بيتا للعوامل السابقة

٣. نموذج مضاعف الربحية

يعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم الى ربحيته (Price Earnings Ratio) او المضاعف (Multiplier) لذلك يتم احتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم المنشأة، حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقى على

ربحيته اما اذا كانت مضاعف الربحية بمعنى ان المستثمر مستعد لدفع سعر السهم اضعاف  
 ربحيته اما اذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقا، و تم ضربها بقيمة الارباح  
 المتوقعة على السهم في الفترة القادمة فانه يمكن الحصول على تقدير لما يجب ان تكون عليه  
 قيمة السهم الحقيقية (Intrinsic Value) في السوق المالي من خلال المعادلة الاتية:  
 (عامري، ٢٠٠٧: ١١٩)

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{(M)(En)}{(1 + K)^n}$$

حيث ان :

$M$ : مضاعف قيمة السهم في السوق الى ربحيته

$E$ : ربحية السهم العادي

#### ٤. نموذج تقييم الأرباح

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيته، حيث  
 تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة ، فان  
 تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة مع الفكرة التي قدمها المعارضون وهي أن  
 الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم ، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته  
 المستقبلية وليس توزيعاته، ونعرض فكرة Modigliani & Miller من خلال المعادلة الاتية  
 للتعبير عن نموذج تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح : (عبد الزهرة و اخرون ، ٢٠١٣:  
 ٢٠٠-٢٠١)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - It}{(1 + k)^t}$$

حيث ان :

$E_t$ : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة  $t$  من الاستثمارات الجديدة

$It$ : الارباح المحتفظ بها (المحتجزة ) في الفترة  $t$  لاستثمارات الوحدة المستقبلية



## ٥. نموذج والتر

سعى والتر في هذا النموذج إلى ان سياسة التوزيعات الارباح تؤثر على قيمة الشركة بشكل دائم تقريبا و ان نموذج والتر ركز على العلاقة بين العوامل المهمة الاتية:

• معدل العائد |

• تكلفة راس المال (k)

طبقا لنموذج والتر اذ كانت  $r > k$  فان الشركة قادرة على تحقيق الارباح، و بالتالي يستطيع حملة الاسهم ان يقوموا بإعادة الاستثمار اذ الارباح مدفوعة لهم اما اذ كانت  $r < k$  فان حملة الاسهم يمكن ان يكسبوا الارباح اعلى باستثمار في مكان اخر ، واذ الشركة لها فان المسألة غير مختلفة سواء كانت الارباح محتجزة او موزعة.

وان المعادلة الرياضية لتقدير قيمة السوقية للسهم هي : (Paramasivan&، 2008:107)  
(Subramanian

$$P = \frac{D + \frac{r}{K_e}(E - D)}{K_e}$$

حيث ان :

P : سعر السوقى للسهم العادى

r : معدل العائد المطلوب

E : ربحية السهم العادى

D : توزيعات الارباح للسهم العادى الواحد

$K_e$  : تكلفة راس مال

## ٦. نموذج ليرنر وكارلتون

يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين القيمة الحقيقية للسهم العادى والقيمة الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار فى صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم

العادي فإن القيمة الحقيقية تنخفض للمستوى أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي  
فإن القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الحقيقية  
عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار.

وبناءً على هذا النموذج ليس هناك ضرورة لأن تكون القيمة الحقيقية للسهم و القيمة الدفترية  
متماثلتين في بيئة دائمة التغير، بالإضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يدل على استراتيجية تخص  
سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للأسهم، بالإضافة إلى سعر السهم  
السوقي، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكي الأسهم في  
حالة اذ كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح ويمكن  
توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية. (المشهداني، ١٩٩٥ : ٤٦)

$$V = \frac{(1 - b)rBV}{r_s - rb}$$

حيث ان :

$V$ : القيمة الحقيقية للسهم

$b$ : نسبة احتجاز الارباح في المنشأة

$r$  : معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي

$(1 - b)$ : توزيعات الارباح النقدية للسهم العادي

$r_s$ : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب )

$rb$ : معدل نمو الارباح للسهم العادي و توزيعات الارباح للسهم

$BV$ : القيمة الدفترية

## ٧. نموذج فرص النمو

يستمد النموذج افتراضاته من طبيعة العلاقة بين الأرباح المحاسبية و الفرص الاستثمارية المتاحة، إذ ان الزيادة في الأرباح المستقبلية ترتبط بمدى توفر الفرص الاستثمارية المستقبلية، الفرص التي يكون لها صافي قيمة حالية موجبة تجعل من الزيادة في سعر السهم تعكس كافة الحقائق الاستثمارات المخططة .

و التي توفر معدل عائد المتوقع اكبر من معدل العائد المطلوب نتيجة زيادة المنافع المتحققة من تلك الاستثمارات في ضوء القيمة الحالية لفرص النمو، و في مثل هذه العلاقة يعد قرار المبادلة بين توزيع الأرباح و احتجازها يتحدد باتجاهات الادارة نحو الفرص الاستثمارية المتاحة امامها.

يتضح مما تقدم ان لهذا النموذج طريقة لتقدير القيمة الحقيقية للسهم عن طريق تقدير القيمة الحالية للأرباح المتوقعة من الفرص الاستثمارية بما فيها الأرباح المحتجزة التي يعاد استثمارها على وفق الصيغة الآتية : ( العامري، ٢٠١٣: ٥٢٠ )

$$P = \frac{EPS_1}{K} + PVGO$$

حيث ان :

$PVGO$ : القيمة الحالية لفرص النمو

فيما يتم احتساب القيمة الحالية لفرص النمو على وفق الصيغة الآتية :

$$PVGO = \frac{EPS_1}{k} \left[ \frac{g - k(b)}{k - g} \right]$$

حيث ان :

$g$ : معدل نمو الأرباح

$b$ : نسبة احتجاز الأرباح

## المبحث الثالث

### العوامل المؤثرة في تحديد اسعار

### الاسهم العادية

١-٣-٢ الاسهم العادية

٢-٣-٢ قيم الاسهم العادية

٣-٣-٢ مميزات الاسهم العادية

٤-٣-٢ عيوب الاسهم العادية

٥-٣-٢ انواع الاسهم العادية

٦-٣-٢ خصائص و حقوق الاسهم العادية

٧-٣-٢ الاتجاهات الحديثة في الاسهم العادية

٨-٣-٢ النسب التي تقيس سعر السهم العادي

٩-٣-٢ العوامل المؤثرة في اسعار الاسهم

## المبحث الثالث

### العوامل المؤثرة في اسعار الاسهم العادية

#### تمهيد

تعتبر الاسهم العادية من اهم مصادر التمويل الرئيسية التي تلجا اليه الشركات المساهمة للتمويل طويل الاجل، و يعتبر هذا المصدر اول مصدر تمويل في بداية حياة المنشأة و اهمها و يتم اصدارها اساسا في مرحلة تأسيس الشركة ، و هذه العملية لا تعتبر من العمليات الروتينية للشركة ، بل تعتبر من العمليات النادرة و التي من الممكن ان تحدث مرة واحدة خلال فترة حياة الشركة.

و تعتبر الاسهم العادية الاداة المالية المتداولة في اسواق راس المال، و تبرز اهمية دراستها باعتبارها تجمع بين الطرفين، الطرف الاول يتمثل في جهة الاصدار (الشركات، الهيئات، الحكومات) التي تهدف الى توفير الاموال اللازمة لنشاطها، اما الطرف الثاني فيتمثل في المستثمر الذي يريد توظيف مداخرته و الحصول على عوائد من حيازته للأوراق المالية.

و تعد اسعار الاسهم احد المؤشرات المهمة التي تعكس مدى كفاءة الادارة المالية في ادارة المنظمة واتخاذ القرارات المناسبة ، و تعد اسعار الاسهم وقيمتها في الاسواق من العناصر المؤثرة في قرارات الادارة المالية، و يتناول هذا المبحث مفهوم الاسهم العادية و العوامل المؤثرة في تحديد اسعار الاسهم.

## ٢-٣-١ الاسهم العادية Common Stocks

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية و تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، و عادة ما يكون منصوصاً عليها في عقد التأسيس، اما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الاسهم الممتازة مقسومة على عدد الاسهم العادية المصدرة، و اخيراً تتمثل القيمة السوقية في سعر السهم في السوق المالي و قد تكون هذه القيمة اكثر او اقل من القيمة الاسمية او القيمة الدفترية (هندي، ٢٠١٠: ٥٣٣)

تشكل الاسهم راس المال المكتتب ( او المضاف) من قبل المستثمرين و الذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة و بالتالي فان كلا من راس المال الفعلي للمساهم و راس المال المعلن فيه كلها مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للاسهم التي اقتناها المستثمرون. (الجرجاوي، ٢٠٠٨: ٥٠)

و يعرف السهم العادي بانه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة (و هي قيمة الوجه Par Values) تضمن حقوقاً و واجبات متساوية لمالكيها و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الاسواق الاولية (Primary Markets) و يسمح لها بالتداول في الاسواق الثانوية (Secondary Market) فتخضع قيمتها السوقية للتغيرات مستمرة، و التي تعود الى اسباب و تقييمات متباينة. (الحو، ٢٠١٠: ٣٤)

يعرف السهم بانه مستند يثبت حق صاحب الاسهم في ملكية جزء من راس مال الشركة، لذلك فهي تمثل الملكية الاصلية في المنشأة، و هي احد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الاجل في المنشأة خاصة راس المال الدائم، فالشركات تعتمد اعتماداً يكاد يكون تاماً على اصدار هذه الاسهم للحصول على راس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين. (بلجالية، ٢٠١٠: ١٠)

يمثل السهم العادي حصة في راس المال الشركة و حقاً متبقياً او حق فضلة (Residual Claim) على موجودات الشركة، تعتبر الاسهم العادية من اكثر انواع الاسهم شيوعاً يتم تداول الاسهم العادية في الاسواق الثانوية (خصاونة، ٢٠١١: ١٥٩)

و تعرف الاسهم العادية بانها " عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول صاحبها الحصول على الارباح بعد تسوية الالتزامات تجاه الاخرين ،كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في ادارة المنشأة " (عبد الحكيم وحسن ، ٢٠١٠ : ٥٥)

اما حملة الاسهم العادية هم المالكون الحقيقيون للشركة الذين لديهم سيطرة على ادارة الشركة ،و ان حملة الاسهم مؤهلون للحصول على توزيعات الارباح اذ حققت الشركة الارباح ،راس المال السهم العادي لا يمكن ان يعوض خلال فترة حياة الشركة (Paramasivan& Subramanian,2008:28)

إن الاستثمار في الأسهم يحقق عوائد للمستثمر تتمثل في:(شراب ، ٢٠٠٦ : ٣٢-٣٣)

١. الأرباح الموزعة حيث إن مالك السهم له الحق في الأرباح التي توزعها الشركة، ويعبر عنها كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم في حالة تحقيقها أرباح، وإذا لم تحقق الشركة أرباح أو تم تحقيق أرباح ولكن يوجد قرار من الإدارة باحتجاز هذه الأرباح بغرض تحسين الوضع المالي للشركة أو مشروعات التوسع في الشركة فليس للمستثمر الحق بالمطالبة بأرباح من الناحية القانونية.

٢. الأرباح الرأسمالية وهي الناتجة عن ارتفاع سعر أسهم الشركة في السوق، فالمستثمر يأمل أن يبيع السهم في المستقبل عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به، وعندها يحقق ربحاً رأسمالياً.

الاسهم العادية هي التي يتوقع ان تزيد التدفقات النقدية المستقبلية ، ويتم ايجاد قيم الأسهم العادية بنفس الطريقة التي يتم فيها ايجاد قيم الأصول المالية الأخرى، وكما هي القيمة الحالية لجدول التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة ،التدفقات النقدية المتوقعة تتكون من عنصرين: (١) الأرباح المتوقعة في كل عام، و(٢) سعر الاستثمار التي يتوقع الحصول عندما يبيع الأسهم.

## ٢-٣-٢ قيم الاسهم العادية Values Common Stocks

تتضمن قيم الاسهم العادية اربعة قيم رئيسة وهي كالاتي :

## ١. القيمة الاسمية ( Par Values )

القيمة الاسمية لسهم العادي هي القيمة المدونة على قسيمة السهم و هي سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم عند اصداره اول مرة و لا ترتبط بسعر السهم في السوق،

و هي قيمة نظرية لتغطية رأس المال المدفوع و منصوص عليها في عقد التأسيس لكل وحدة اقتصادية. (يونس، ٢٠١١: ٣١)

و تمثل القيمة الاسمية (Par Values) للاسهم العادية في القيمة المثبتة على قسيمة السهم التي يتم على اساسها تسجيل راس المال المدفوع، و عادة ما ينص عليها في عقد التأسيس للشركة، و تكون القيمة الاسمية ذات اهمية اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين بوجه خاص، و ينبغي للمنشأة ان لا تقوم بإصدار اسهم جديدة بقيمة باقل من القيمة الاسمية، و نتيجة لذلك فان القيمة الاسمية لأغلب الاسهم العادية توضع بأرقام منخفضة نوعا ما مقارنة مع قيمتها السوقية. (العامري، ٢٠١٣: ٥١٠)

## ٢. القيمة الدفترية Book Value

القيمة الدفترية لسهم العادي " فتتمثل في حقوق الملكية التي تتضمن القيمة الاسمية للاسهم المكتتب فيها، و علاوة الاصدار ان وجدت، اضافة الى الاحتياطات و الارباح المحتجزة مقسومة على عدد الاسهم العادية المصدرة ". (دلول، ٢٠١٠: ٤٢)

و تحدد القيمة الدفترية (Book Value) استنادا الى السجلات المحاسبية للمنشأة، و يمكن حسابها بسهولة عن طريق قسمة حقوق المساهمين (حق الملكية الـ Equity) على عدد الاسهم العادية المصدرة، و تتغير هذه القيمة باستمرار لاعتمادها على ربحية الشركة عامة، و على الارباح المحتجزة خاصة اذ تعجز عن نصيب ذلك السهم من قيمة راس المال المدفوع و علاوات الاصدار الناتجة عن اصدارات جديدة لاسهم عادية بسعر يفوق القيمة الاسمية للسهم و الاحتياطات و الارباح المحتجزة. (العامري، ٢٠١٣: ٥١٠)

## ٣. القيمة السوقية Market Value

تعد القيمة السوقية للسهم من المعايير و المؤشرات التي تستخدم للتعبير عن قيمة الشركة، و يعتبر هدف تعظيم قيمة الشركة من الاهداف الاساسية للإدارة المالية، و القيمة السوقية للسهم كثيرة التذبذب، اذ تتغير تبعا للوضع المالي للمنشأة و الظروف



الاقتصادية عامة و حجم العرض و الطلب على ذلك السهم بشكل خاص، و يعكس الارتفاع في القيمة السوقية للاسهم حركة رواج و نمو في الاقتصاد، و بالعكس في حالة الانخفاض في قيمتها، يفسر على انه مؤشر سلبي و يعكس حركة ركود اقتصادي، و من هنا يمكن النظر للقيمة السوقية لسهم العادي على انها "معيار للأداء و مقياس من وجهة نظر المالكين، و يمكن تقدير قيمة الشركة على اساس السعر السوقي لأسهمها.

و ان تعظيم هذه القيمة ليس من اليسر تحققه، بل انها من الاهتمامات الاساسية لإدارة الشركة و الادارة المالية تحديداً، و ينظر المستثمر في السوق المالي الى هذه القيمة على انها مؤشر لنجاح او فشل الشركة. (حسن، ٢٠٠٥: ٩٤)

وهي قيمة تداول السهم في سوق الاوراق المالية، وهي تتحرك صعودا او هبوطا حسب عوامل الطلب و العرض على هذا السهم، و تلعب الظروف الاقتصادية و نتائج اعمال الشركة، بالإضافة الى المضاربات دورا رئيسا في التأثير على سعر السهم. (خصاونة، ٢٠١١: ١٥٩)

#### ٤. القيمة الحقيقية

وتعرف القيمة الحقيقية بأنها "القيمة العادلة او المعقولة او القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات و الارباح و ربحية السهم الواحد و توزيعات الارباح، و افاق النمو المستقبلية و تحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية - توزيعات الارباح و العوائد او الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ و تقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم العادية".

ويتغير حساب هذه القيمة تبعا للتغير في الحقائق و تغير ظروف الاقتصاد الوطني المستقبلية، و نمو القطاع الذي تنتمي اليه الشركة، و عادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته في السوق في حالة توفر معلومات اساسية و جديدة عن الشركة، و لجميع المستثمرين في سوق راس مال يتسم بالكفاءة و من الممكن ان تختلف قيمة السهم في السوق عن القيمة الحقيقية للسهم بسبب المضاربة و التلاعب في اسعار الاسهم في السوق و عدم توفر المعلومات عن اداء الشركة او التكلفة العالية للحصول على المعلومات او الافصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة و التحليل الخاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين. (المشهداني، ١٩٩٥: ١٤ - ١٥)

و تتمثل مبررات استخدام القيمة الحقيقية لتقييم الموجودات في أهم الخصائص المتعلقة بمفهوم القيمة الحقيقية الآتية. (جبر، ٢٠١٢: ١٦٨)

- المبلغ الذي يمكن به بيع أو شراء الموجود بين طرفين لهما الرغبة في إتمام العملية في سوق محايد دون تدخل من أحد.

- في حالة وجود سوق نشط يمكن الاعتماد على أسعار السوق لتحديد القيمة الحقيقية.

- في حالة عدم وجود سوق نشط يمكن الاعتماد على تقديرات التدفقات النقدية المستقبلية للموجود مع خصمها بمعدل مناسب للوصول للقيمة الحقيقية.

- يمكن تحديد القيمة الحقيقية للموجود على أساس القيمة الحالية للعائد المتوقع على الموجود .

## ٥. القيمة التصفية Liquidation Value

القيمة التصفية هي قيمة السهم الخاص بالوحدة الاقتصادية عند الشروع في تصفيتها، وتساوي القيمة السوقية لموجوداتها مطروحا منها ديونها وقسمة النتيجة على عدد الأسهم. (يونس، ٢٠١١: ٣١)

وهي المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم العادي نتيجة تصفية المنشأة و بيع اصولها لكن بعد استبعاد الالتزامات المترتبة عليها، و ان المبلغ المتبقي وراء عملية التصفية يقسم على عدد الاسهم العادية .

قيمة التصفية للسهم هي القيمة الفعلية للسهم العادي و المتوقع استلامها في حال بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية و تسديد الالتزامات و بما فيها الأسهم الممتازة، و ما يتبقى يتم قسمته على الأسهم العادية و هذا القيمة هي الاكثر واقعية من القيمة الدفترية لأنها مستند الى القيمة السوقية لأصول الشركة. (Gitman and Zutter, 2012:287)

و يعاب عليها انها تهمل ارباح المنشأة المرتفعة،بالإضافة الى انه من الصعب تقدير القيمة التصفية للمنشأة بشكل ناجح بشكل عام لا تعتبر هذه القيمة اسلوباً جيداً لتقييم الاستثمار (Investment Value) الحقيقي للشركة. (Khan &Jain،2004: 49)

## ٢-٣-٣ مميزات الاسهم العادية

يمكن تلخيص مزايا التمويل بإصدار الاسهم العادية بما يلي:

١. ليس للسهم العادي اجل محدد للتسديد و لا يلزم المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.
٢. زيادة الاعتماد على الاسهم العادية يدني نسبة حجم الاموال من القروض ضمن الاموال الدائمة وهذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بمزيد من القروض (الحساوي، ٢٠١٤: ٧٣).
٣. انها تمنح مقسوم ارباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للأرباح من قبل الشركة، أي ان الشركة تدفع مقسوماً نقدياً كأرباح الى المستثمر، بمعنى اخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول على مقسوم ارباح.
٤. بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي امكان تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الاسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل متاحة للحقوق المساهمين. (حسن و عبد الحكيم، ٢٠١٠: ٥٦)

## ٢-٣-٤ عيوب الاسهم العادية

ان من عيوب التمويل بإصدار الاسهم العادية هي الاتي:

١. ارتفاع التكلفة التي تتحملها المنشأة و يرجع ذلك الى سببين رئيسيين : اولهما ان العائد الذي يطلبه حملة الاسهم عادة ما يكون مرتفعاً نظراً للمخاطر التي تتعرض لها الاموال المستثمرة. ثانيهما ان توزيعات الاسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة و من ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية.
٢. اصدار اسهم جديدة يحتمل ان يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني اكبر للأصوات في الجمعية العمومية، و قد يكون في هذا اضعاف لمركز الملاك القدامى، غير ان هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الاولوية في شراء الاصدارات الجديدة من الاسهم العادية. (هندي، ٢٠١٠: ٥٣٤،

٣. اتساع حجم الاموال من الاسهم العادية و تزايد المساهمين و بما يحق لهم المشاركة في مجلس الادارة يحد من حرية استقلالية القرار الاداري خاصة في امور قد تكون الادارة هي ادرى من غيرها بها. (الحسناوي، ٢٠١٤: ٧٤)

## ٢-٣-٥ انواع الاسهم العادية Common Stocks Types

تقسم الاسهم العادية بموجب مؤشرات و معايير تبعا لأدائها و لسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية على ما يأتي:

### ١. الاسهم المدافعة (Defensive Stocks)

الاسهم المدافعة هي الاسهم التي يتوقع بقاء اسعارها مستقرة ومأمونة متزايدة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الاعمال، او خلال التقلبات الحادة لأسواق المال، بمعنى انها تبقى غير متأثرة نسبياً بمدة الانكماش في دورات الاعمال، ولهذا توصف بانها مقاومة للركود ويعد هذا النوع من الاسهم جذاباً للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وامن . وهناك مفهومان مترابطان ومتقاربان للسهم المدافع : اولهما ان معدل عائد السهم المدافع لا يتوقع انخفاضه خلال الانخفاض الكلي للسوق، او انه لن ينخفض كما ينخفض السوق ككل . وثانيهما انه وفقا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية فان المخاطرة النظامية لهذا السهم مقاسة بمعامل (بيتا) تكون منخفضة. (حافظ، ٢٠١١: ١٩٧)

### ٢. الاسهم الدورية (Cyclical-Stocks)

الاسهم التي يرتبط مستوى ارباحها وأسعارها تماما مع الحالة الاقتصادية العامة تدعى بالأسهم الدورية، اي انها اسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغيير الاقتصاد وأسعارها تتقلب مباشرة ،وبدرجة اكبر من معظم الأسهم بتحريك الاقتصاد بين الازدهار والتدهور، وعندما تكون الظروف الاقتصادية جيدة تكون ارباح هذه الشركات عالية وترتفع اسعار اسهمها وتدهور الظروف الاقتصادية تتدنى مبيعات المنظمة الدورية بحدة وتتناقص ارباحا كثيرا. (حافظ، ٢٠١١: ١٩٧)

### ٣. الاسهم المضاربة (Speculative Stocks)

وهي الاسهم التي يتأمل المستثمر ان تزداد اسعارها مستقبلا وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة، فان المستثمرين في هذه الاسهم يراهنون

على ان ما قد يستجد من معلومات ووسائل انتاج سوف يؤثر ايجابا في زيادة اسعار اسهم الشركة، وتميل هذه الاسهم الى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة. (عبد الزهرة و اخرون، ٢٠١٣: ١٩٣)

#### ٤. الاسهم الناجحة (Blue-Chip Stocks)

تعود هذه الاسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي انها اسهم اصدرتها شركات قائدة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وبفاعلية ادائها وتقديمها لمنتجات مختلفة وذات جودة عالية. (عبد الحكيم وحسن، ٢٠١٠: ٥٦)

#### ٥. اسهم الدخل (Income Stocks)

وهي الاسهم التي تعطي دخلا مستقرا، اي ان توزيع الارباح بشكل دفعات اعلى من متوسط عائد الاستثمار يكون بصفة مستمرة و مستقرة، و يصدر عموما هذا النوع من الاسهم لشركات في الاعمال التجارية المستقرة التي لا تكون بحاجة لإعادة الاستثمار من خلال نسبة مئوية كبيرة من الارباح كل سنة. (Lerner، 2008: 65)

#### ٦. اسهم النمو Growth Stocks

يعرف سهم النمو بانه السهم ذو معدل العائد المتوقع (المعدل بالمخاطرة) العالي و كلما تزايدت فرص نمو الشركة في فترة معينة، كلما كان العائد المعدل بالمخاطرة و الذي يحققه سهمها في فترة لاحقة ادنى، و ان الشائع هو ان اسهم النمو هي اسهم لشركات النمو، و ان هذا الاعتقاد خاطئ بالرغم من شيوعه تأتي مما سمي بالانحياز المعياري المعرفي (Cognitive Basis) وهو المسؤول عن ذلك التعريف الخاطئ، و لا يشترط ان تكون اسهم النمو اسهماً لشركات النمو. (العامري، ٢٠١٣: ٥١٠)

### ٢-٣-٦ خصائص و حقوق الاسهم العادية

ان للاسهم العادية خصائص و حقوقاً تمنحها الشركة للمستثمر و هي :

#### ١. حق التصويت (Voting Right)

و بعض الكتاب يشير اليه بحق السيطرة على الشركة (Control of The Firm) فالأسهم العادية تعتبر اوراق ملكية و تمثل حصة حاملها في ملكية الشركة، و تعطيه الحق في صوت واحد عن كل سهم يمتلكه عند التصويت، على اي قضية هامة للشركة

خلال الاجتماع السنوي للشركة، من أهمها انتخاب مجلس الإدارة الذي يسيطر على إدارة الشركة. (الطو، ٢٠١٠: ٣٦)

حملة الاسهم العادية هم المالكون الحقيقيون للشركة لذلك عندهم قوة للسيطرة على إدارة الشركة، و هم لهم قوة لاتخاذ اي قرار بخصوص الاعمال التشغيلية. (Paramasivan& Subramanian، 2008:29).

## ٢. حق في الارباح عند توزيعها

كل سنة يجتمع مجلس ادارة الشركة لتقرير كمية ارباح الشركة المساهمة الموزعة الى حملة الاسهم المعروفة بتوزيعات الارباح من غير الاعتماد على ربحية الشركة الحالية، وان هذه الاجتماعات لا تتم اذا لم تحقق الشركة اي ارباح حالية، او اذ قرر مجلس دفع الارباح في الاعمال. (Lerner، 2008: 65)

يمتلك حملة الاسهم العادية الحق في الحصول على الارباح بعد دفع النسبة الثابتة من التوزيعات الى المساهم الممتاز، الارباح الموزعة الى حملة الاسهم العادية مساوية الى صافي الربح بعد الضريبة (حملة الفضلة). (Paramasivan& Subramanian، 2008:29)

## ٣. حق الاشتراك في الموجودات في حالة التصفية

في حالة تصفية الشركة يمتلك حملة السهم العادية الحق في الاشتراك في اصول الشركة بعد تسديد كل الديون المستحقة على الشركة من قروض و سندات و غيرها فيصبح من حق المساهم اخذ نصيبه من الفائض. (Lerner، 2008:65)

## ٤. التمويل الدائم

تأتي الاسهم العادية بأموال دائمة للمشروع و التي يمكن ان تستخدمها الشركة للمدى البعيد و ليس لها تاريخ استحقاق .

## ٥. ملاك الشركة

تمثل الاسهم العادية شهادة ملكية حملتها هم ملاك للشركة المساهمة و كمالك اعطوا الحقوق الجماعية و الفردية الاتية :

- الحق في الاشتراك عند توزيع الارباح.
- الحق في حضور الهيئة العامة .
- الحق في التصويت على القرارات و يوجد نوعان منها :
  - اسهم لها حق في التصويت.
  - اسهم ليس لها حق في التصويت.

## ٦. ليس لها تكلفة ثابتة

ليس للاسهم العادية دخل ثابت فحاملو الاسهم هم ملاك فائض دخل الشركة بعد دفع فوائد والقروض للدائنين، و بعد توزيع الارباح على الاسهم الممتازة، و من حق الادارة استثمار الارباح دون توزيع على حملة الاسهم العادية، و ليس لحملة الاسهم العادية الاعتراض على ذلك، و لا ترهن اصول الشركة لحملة الاسهم العادية. (الحسناوي، ٢٠١٤: ١٠٤-١٠٥)

## ٧. حق الاولوية في الاكتتاب

وهذا الحق يعطي الاولوية لحملة الاسهم في الاكتتاب، و شراء الاسهم العادية الجديدة التي قد تصدرها الشركة المساهمة، و ايضا اي نوع اخر من الاوراق المالية التي يمكن تحويلها في المستقبل الى الاسهم و كمية الاسهم الجديدة التي يمكن لحامل الاسهم الاكتتاب فيها تتحدد بعدد الاسهم التي يمتلكها بالفعل بالنسبة للعدد الكلي للاسهم القائمة بالفعل، و هذا الحق عظيم الهمية لحملة الاسهم العادية من ناحيتين:

- المحافظة على مركزهم النسبي في التصويت .
- المحافظة على نصيبهم في الاحتياطات و الارباح غير الموزعة في حالة بيع الاسهم الجديدة بسعر اقل من القيمة السوقية الجارية.

## ٨. حق نقل ملكية الاسهم

لا تعد الشركة المساهمة حملة اسهمها بارجاع اموالهم اليهم في تاريخ معين لان هذه الاموال المدفوعة تمثل ملكية المشروع و ستبقى بصفة دائمة مع الشركة، و بالتالي لو اراد احد حملة الاسهم التخلص من ملكيته فلا يمكنه ارجاع الاسهم للشركة بل يجب عليه ان يعثر على مشتري لهذه الاوراق المالية، و هذه النتيجة تؤدي الى وجوب حصول المساهم، على حق نقل ملكية ما بحوزته من الاسهم بدون اذن من الشركة (www.BOOKS 4ALL.NET).

## ٢-٣-٧ الاتجاهات الحديثة في الاسهم العادية

ظهرت في السنوات الاخيرة انواعاً جديدة من الاسهم العادية للأقسام الانتاجية و الاسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة و الاسهم العادية المضمونة القيمة.

### ١. الاسهم العادية للأقسام الانتاجية

الاصل ان يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الاسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل غير ان شركة جنرال موتورز خرجت

على اسواق راس المال في الثمانيات بمجموعتين اضافيتين من الاسهم العادية فالى جانب الاسهم العادية للشركة ككل اصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الاسهم اطلق عليها فئة "اي" (E Class) و ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم انتاج انظمة المعلومات الالكترونية و مجموعة اخرى اطلق عليها الفئة " اتش" (H Class) فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم انتاج اجزاء الطائرات. (هندي، ٢٠١٠، ٥٣٨ :)

تحويل الاسهم العادية للاقسام الانتاجية لحامله امتلاك قسم معين من أقسام الشركة ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، دون النظر للمركز المالي لبقية الأقسام في الشركة ونجاح القسم يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة. (شراب، ٢٠٠٦، ٣٤ :)

## ٢. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

في حالة الأسهم العادية فإن العائد الذي يحصل عليه حملة هذه الأسهم على شكل توزيعات لا يعتبر من ضمن مصروفات الشركة التي تخصم من الأرباح قبل فرض الضريبة، أما بالنسبة للأسهم العادية (ذات التوزيعات المخصصة) فقد درجت بعض الحكومات على إعفاء الأسهم التي يتم توزيعها على العاملين في الشركات من الضريبة من خلال السماح بخصمها من الإيرادات الخاضعة للضريبة. (النواحة، ٢٠١٤، ٤٨ :)

## ٣. الأسهم العادية المضمونة

تعطي لحاملها الحق في مطالبة الوحدة الاقتصادية بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة وفي هذه الحالة فإنه :

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة الاسمية للسهم .

- مخاطر التعرض للخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة الاسمية للسهم أقل من المستوى المحدد للتعويض ويكون التعويض إما عن طريق إصدار أسهم عادية أو دفع التعويض في صورة نقدية أو إصدار أسهم ممتازة. (يونس، ٢٠١١، ٣٤ :)



## ٢-٣-٨ النسب التي تقيس قيمة السهم العادي

تخدم هذه النسب محلي الاسهم في اداء مهامهم لدى تقييم اداء الشركات كما تخدم المستثمرين الحاليين و المحتملين الذي يتعاملون في اسواق راس المال في التصرف على اتجاهات الاسعار السوقية للاسهم. (الطويل، ٢٠٠٨: ٣٨)

تهتم هذه النسب بتوضيح علاقة سعر السهم مع الارباح والتدفقات النقدية والقيمة الدفترية للسهم، وكذلك تعطي صورة للمستثمرين عن وضع الشركة، ويتم استخدام هذه النسب من قبل ادارة الشركة في تحليل القيمة السوقية لأسهمها. (سمور، ٢٠١٤: ٥٨)

### ١. نسبة سعر السهم إلى عائد السهم

ان سعر السهم يعتبر مؤشر قوي مالي يعكس القيمة الحالية للشركة ، و ان نسبة سعر السهم الى عائد السهم تعتبر هذه النسبة من أهم المؤشرات المالية وأكثرها استخداما في تقييم سعر السوق فكلما انخفض سعر السهم للعائد ، كلما كان حافز لشراء الاسهم من قبل المستثمرين املا في تحقيق الارباح نتيجة ارتفاع سعر السهم مستقبلا (Vomacka،2008:74).

يستعمل المحللون عدد من النسب لقياس القيمة السوقية للشركة وان نسبة سعر السهم الى عائد السهم هي النسبة الأكثر شيوعا في تقييم قيمة السهم نسبة الى الارباح الموزعة الى حملة الاسهم ، و التي تحسب من خلال المعادلة الآتية:  
(Demarzo&Berk،2014:41)

$$\text{نسبة سعر السهم إلى عائد السهم} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{عائد السهم}}$$

### ٢. ربحية السهم العادي Earnings Per Share

ربحية لكل سهم تعتبر نسبة رئيسة من قبل مستثمري سوق الاسهم المالية ، و التي يمكن تحسب من خلال المعادلة الآتية: (Head& Watson،2007:52)

$$\text{عائد السهم العادي} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة-توزيعات الاسهم الممتازة}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

### ٣. مقسوم ارباح السهم

مجموع التوزيعات المدفوعة قد تتغير من سنة الى اخرى، و ان حملة الاسهم يتوقعون بان توزيعات لكل سهم سوف لن تنخفض، و تحسب من خلال المعادلة

الاتي: (Head& Watson،2007:52)

$$\text{عائد التوزيع} = \frac{\text{التوزيعات الكلية المدفوعة الى حملة الاسهم العادية}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

### ٤. القيمة السوقية إلى القيمة الاسمية للسهم Market To Book Value

ان القيمة الدفترية لكل سهم هي مجموع حقوق الملكية مقسمة على عدد الاسهم لان القيمة الدفترية لكل سهم هي عدد محاسبي يعكس الكلفة التاريخية للسهم، و التي تقارن مع سعر السوق اي الاستثمارات الشركة الى كلفتها، و اذ كانت النسبة اقل من 1 هذا يعني ان الشركة لم تنجح في خلق قيمة لحملة الاسهم. ( Ross, et, al،2010:64 )

بعض المستثمرين يبحث عن سهم يكون سعره السوقى اقل من قيمته الدفترية، بمعنى انه مسعر باقل من قيمته في السوق اما اذا كانت القيمة السوقية اكبر من القيمة الدفترية فتشير الى ان السهم مقيم بأعلى من قيمته في السوق. (Farber, 2008: 122)

تحسب هذه النسبة من خلال تقسيم القيمة السوقية على القيمة الدفترية للسهم، و ليس هناك صلة مباشرة بين القيمة الدفترية و سعر السوق، لكن هناك صلة اقتصادية بين القيمة الدفترية و القيمة السوقية و تحسب من خلال المعادلة الاتية: (2005:545)

( Quiry, et ,al

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

### ٥. نسبة سعر السهم إلى التدفقات النقدية Price/Cash Flow Ratio

في بعض الصناعات سعر السهم يرتبط مباشرة بالتدفقات النقدية بدلا من صافي الدخل لذلك المستثمرون في اغلب الاحيان، ينظرون الى نسبة سعر السهم الى

التدفقات النقدية و التي تحسب من خلال المعادلة الآتية: (116:2007،  
(Brigham& Houston

$$\frac{\text{سعر السهم}}{\text{التدفق النقدي لكل سهم}} = \text{نسبة سعر السهم الى التدفقات النقدية}$$

## ٦. نسبة المدفوع من التوزيعات The dividend payout ratio

تقيس نسبة المدفوع من الأرباح نسبة الأرباح التي تدفع كتوزيعات لحملة الاسهم، و ان الشركة التي تدفع اكثر من ارباحها اليوم تدفع اقل في المستقبل تحسب من خلال المعادلة الآتية: (Welch، 2009:530)

$$\frac{\text{التوزيعات}}{\text{صافي الدخل}} = \text{نسبة المدفوع من الأرباح}$$

## ٢-٣-٩ العوامل المؤثرة في اسعار الاسهم

يحتل موضوع العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم بشكل عام مكانة هامة في أدبيات الإدارة والأسواق المالية، فهو يمثل مجالاً واسعاً للدراسات التطبيقية في هذا المجال، وهناك العديد من الدراسات والكتابات حول هذا الموضوع، فمنها ما ركز على دراسة تلك لعوامل منفردة ومنها ما ركز عليها مجتمعة وبنسب متفاوتة، كما أن معظم القرارات التي تتخذها الشركات المساهمة تستند إلى العوامل التي تؤثر على أسعار أسهمها، لذلك لا بد من معرفة أهم العوامل التي تؤثر في أسعار أسهم هذه الشركات. (الظاهر و الفقهاء، ٢٠١١: ٨)

## ١. القيمة الدفترية للسهم (Book value)

هي عبارة عن قيمة السهم في السجلات المحاسبية للشركة وهي تساوي موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت ومقسومة على الأسهم المصدرة، لذلك فإن القيمة الدفترية للسهم تعتبر مقياساً لما أضافته الشركة من أموال على القيمة الاسمية للسهم الذي أصدر بها، فكلما ارتفعت القيمة الدفترية للسهم يعتبر ذلك مشجعاً على الاستثمار في أسهم الشركة، لأن ذلك يعني أن الشركة قد حققت أرباحاً في الماضي استطاعت من خلالها تكوين احتياطات ومخصصات واحتجاز جزء منها بحيث عزز من قيمة حقوق المساهمين، أما إذا انخفضت القيمة الدفترية عن القيمة الاسمية فهذا دليل على أن الشركة قد حققت خسائر استهلكت جزءاً من رأسمالها. (الكيلاني، ٢٠٠٧: ١٠)

## ٢. الموقف المالي للشركة ومدى قوته

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل في القوائم المالية المقارنة، وقائمة الموارد والاستخدامات، والنسب المالية، والنموذج التشخيصي لتحليل الربحية، ثم تحليل المخاطر. ويجب الانتباه إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالي ينبغي أن تؤخذ بحذر، لأسباب كثيرة من أهمها: تباين الإجراءات المحاسبية التي يمكن إتباعها عند إعداد القوائم المالية التي تمثل الأساس لهذا التحليل، وان البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه. (هندي، ١٩٩٩) ولكن يختلف معه (الدبعي وابو نصار، ٢٠٠١، ص ٥٤)

حيث يريا ان اهمية القوائم المالية تنبع من انها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية افضل، فلقد اثبت الباحثون ان الارقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي

سواء كانت ارقاماً ارباح (الربح قبل الضرائب، والربح بعد الضرائب، والربح الموزع، والربح المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا ارقام الأرباح (مثلاً: هيكل التمويل، ونسب السيولة، معدلات دوران البضاعة، والمدينون، وأوراق القبض) (رامي ٢٠١٠: ٦٤)

## ٣. الأرباح المحققة

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح. (شراب، ٢٠٠٦: ٦٠)

#### ٤. مقسوم ارباح السهم الواحد

يعد مقسوم الارباح للسهم الواحد محور الاهتمام لمعظم المستثمرين ،ويرتبط مقسوم الارباح المتوقع بالأرباح المستقبلية المتوقعة، ونسبة التوزيع وسياسة مقسوم الارباح التي تعتمدها الادارة لتعظيم المنافع لحملة الاسهم والمنظمة. (حافظ، ٢٠١١: ١٩٧)

#### ٥. اسعار الفائدة السوقية

بالرغم من عدم وجود علاقة مباشرة و صريحة بين اسعار الفائدة السوقية و اسعار الاسهم كما هو موجود في العلاقة بين سعر السند و اسعار الفائدة السوقية، الا ان انخفاض اسعار الفائدة السوقية يؤدي الى اسعار الاسهم ،حيث ترتفع كلفة التمويل بالنسبة للمستثمرين الراغبين بالاستثمار في الاسهم ، و بالتالي يقل الطلب على الاسهم و تنخفض اسعار الاسهم هذا من جهة، اما من جهة اخرى ارتفاع اسعار الفائدة السوقية يشجع بعض المستثمرين على بيع اسهمهم و استثمار عوائدها للحصول على الفوائد البنكية و بالتالي تزداد الكمية المعروضة، و بما يؤدي الى انخفاض اسعار الاسهم. (خصاونة، ٢٠١١: ١٧١)

#### ٦. الشائعات في الأسواق المالية

تبدو هذه الظاهرة جلية للعيان بكثرة في الأسواق المالية للدول النامية حيث ذبوع ما يعرف باحتكار المعلومات، وذلك في ظل غياب القوانين والأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من جانب، وضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من جانب آخر، وكذلك عدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، بالإضافة إلى كثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية. (الجرجاوي، ٢٠٠٨: ٥٣)

#### ٧. الأوضاع الاقتصادية العامة للبلد

للحالة الاقتصادية العامة في البلد والتي تمثلها حالة النشاطات الاقتصادية والتي يؤشرها الناتج والدخل القومي دور في تحديد اسعار الاسهم ، حيث أن التوسع والانتعاش الاقتصادي الذي يصاحب النمو في الاقتصاد يؤدي إلى زيادة الطلب على السهم ويزداد سعره في السوق نتيجة لذلك، في حين أن الركود والانكماش الاقتصادي

يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية والذي بدوره يقود إلى انخفاض الطلب على السهم، وبالتالي ينخفض سعره في السوق (الجرجاوي، ٢٠٠٨: ٥٣)

#### ٨. المخاطرة المنتظمة (Systematic risk)

المخاطرة هي عنصر مهم يؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمرين عند التخطيط للاستثمار و التذبذب في عائدات الأسهم والتذبذب في أسعارها يؤثر على قرار الشراء أو البيع، فالمخاطرة تعني بشكل عام احتمالية الخسارة الناتجة عن الاستثمار. والمخاطرة المنتظمة هي التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء أي هي المخاطرة العامة والشاملة التي تؤثر على الأسهم بشكل عام حيث لا يمكن تفاديها بل يمكن حسابها والتنبؤ بها والتحوط منها، وتقاس بواسطة معامل الانحدار بين عائدات السوق المالي ككل وعائدات الأسهم لفترة زمنية لا تقل عن (٥) سنوات (الكيلاني، ٢٠٠٧: ١١)

#### ٩. التسعير الحدي

تختلف الأسهم عن باقي الادوات المالية التي يتم تسعيرها خاصة فيما يتعلق بمقدار العرض الكلي للأسهم فالمعروف أن عدد الأسهم التي أصدرتها الشركات يتسم بالثبات النسبي نظراً لأن الزيادة في هذا المعروض من جانب الشركات المصدرة تتم على فترات متباعدة وبكميات محدودة وعندما كانت تلك الأسهم التي يتم الاحتفاظ بها عند المستثمرين فإن سعر السهم بالسوق يمكن النظر إليه باعتباره أقل سعر يمكن أن يصل إليه السهم لإقناع أحد المستثمرين بالاستمرار في الاحتفاظ به دون أن يقوم بعرضه للبيع في سوق الأوراق المالية ويعرف المستثمر الذي يحتفظ باخر سهم من تلك الأسهم بالمالك الحدي أي آخر مالك من ملاك الأسهم يحرص على الاستمرار في امتلاك السهم دون أن يقوم بعرضه للبيع بالسوق المالية. (البراجنة، ٢٠٠٩: ٤١)

## ١٠ . توقعات المستثمرين و المحللين الماليين حول مستقبل الشركة

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي ان يكون عليها سعر السهم يجب على المستثمرين و المحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم ، وذلك بان يمهد لذلك باجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيس لمعدل نمو ربحية السهم كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيد لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل و ببلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم اي ان تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي اليه التحليل الاساس و هي ايضا حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري (رامي ، ٢٠١٠ : ٦٤).

## **الفصل الثالث**

### **الجانب العملي**

**المبحث الاول - نبذ تعريفية عن الشركات عينة البحث**

**المبحث الثاني : تطبيق النماذج الثلاثة في الشركات عينة البحث**

**المبحث الثالث : مقارنة نتائج النماذج الثلاثة مع القيمة السوقية  
الفعلية**



## المبحث الاول

### نبذ تعريفية عن الشركات عينة البحث

#### تمهيد

تأسست هيئة العراق للأوراق المالية بموجب القانون رقم(74) الصادر في (18) نيسان لسنة 2004 و التراخيص الصادر من هيئة الاوراق المالية للشركات للممارسة عملها في البورصة في نفس العام للقدرة على مزاولة نشاطها الذي مر بمرحلتين، الاولى مرحلة التداول اليدوي منذ 24\6\2004 لغاية 16\4\2009 ، الثانية مرحلة التداول الالكتروني منذ 19\4\2009 التي تعد اكبر عملية تطوير تقني يحدث على اليات التداول في تاريخ البورصة العراقية .

تعد هيئة العراق للأوراق المالية هيئة حكومية مستقلة، و ان من اهم اهدافها المساهمة بتحقيق التنمية الاقتصادية المستقرة و المستدامة في العراق من خلال تقوية البنية الاستثمارية و تشجيع عملية تكوين راس المال بما تمارسه من منح التراخيص و مراقبة المشاركين في اسواق راس المال ،و الهدف ان تتسم بالشفافية و الافصاح و الكفاءة و العدالة بين المتعاملين وذلك لحماية المتعاملين في اسواق المال من الاحتيال و الغش و الخداع و استعمال اساليب الاستغلال عند طرح او تداول الاوراق المالية اضافة الى السعي لخفض المخاطر التي تتعرض الاوراق المالية في السوق و في هذا المبحث سوف نتطرق الى نبذ تعريفية للشركات عينة البحث.

#### ١. مصرف الاستثمار العراقي

نشأت المصارف الاهلية الخاصة في ظروف غير مستقرة بشكل كبير نسبياً، كما انها لم يمض على تأسيسها سوى عقدين مرتت بمراحل عديدة من الازمات و الاخفاقات و خاصة التي اصعبها و اخرجها هي مرحلة التهميش و ازمة الثقة و التي لازالت دون معالجة تذكر او رغبة في ايجاد حلول لها، اسس المصرف في وقت عصيب و صعب رافقه هو و غيره من المصارف كثير من التعقيدات، و ان مصرف الاستثمار العراقي أحد اهم المصارف التجارية الرائدة في العراق، تأسس المصرف 07\07\1993 براس المال (100) مليون دينار ، و ان تاريخ الادراج المصرف في سوق العراق للأوراق 07\07\2004 براس مال قدره (7500) مليون دينار، وله قاعدة واسعه من الزبائن في كافة انحاء العراق الذين يتعاقدون معه من خلال شبكة فروعه المنتشرة في كافة انحاء العراق، وهي (18) فرعاً تمارس مختلف النشاطات المصرفية.

ومن أهم الاسباب الرئيسية لنجاح المصرف هي الرؤية الحكيمة والمستوى العالي من الالتزام والاهتمام الكبير بالزبائن، و زاد المصرف راس ماله خلال سنة 2011 بمقدار 24980مليار ليصبح 100مليار دينار موزعاً على(8817) مساهماً، و في سنة 2013 زاد راس مال بمقدار(55) مليون ليصبح (155) مليار دينار موزع (8078) على مساهم ،اما في سنة 2014 فقد زاد راس مال المصرف بمقدار (95) مليار دينار ليصبح (250) مليار دينار، و ان المصرف قام بتوزيع الارباح في سنة 2014 بنسبة 10.16% .

و بالتأكيد ان هامش الربح هو احد المعايير التي على ضوءه تقاس متانة المصرف، و ليس كلها في سنة 2011 (11678862)، و قد انخفض صافي الربح في سنة 2012 بنسبة (72%) ليصبح (3416950)، و في سنة 2013 زاد صافي الربح ليصبح (31539943)، و في سنة 2014 زاد صافي الدخل بنسبة (10.5%) ليصبح (34841656)، و يوضح الجدول رقم (3)البيانات الخاصة بمصرف الاستثمار العراقي و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج الثلاثة خلال فترة البحث .

### الجدول (3)

البيانات الخاصة بمصرف الاستثمار العراقي خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	1000000000	1000000000	15500000000	25000000000
2	الاحتياطيات	17107674	18557667	31356658	33749256
3	مجموع حقوق المساهمين	17107674	131356659	186356658	283749256
4	صافي الربح	11678862	3416950	31539943	34841656

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

والجدول رقم (4) يوضح معدل العائد المطلوب ومعامل بيتا للمصرف الاستثمار العراقي خلال الفترة (2011-2014)، و الذي يحسب من خلال معادلة سيتم ذكرها في المبحث الثاني للجانب العملي

#### الجدول (4)

معدل العائد المطلوب ومعامل بيتا للمصرف الاستثمار العراقي خلال الفترة (2011-2014)

مصرف الاستثمار العراقي					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.099	0.1	0.001	-0.23	-0.00023
2012	0.014	0.1	-0.086	0.23	-0.01978
2013	0.173	0.1	0.073	0.37	0.02701
2014	0.12	0.1	0.02	-0.39	-0.0078
المجموع					
0.0008					
0.103785	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
0.008	معامل الارتباط				
0.002	معامل بيتا				
0.051	معدل العائد المطلوب				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### ٢. مصرف بابل

تم تأسيس مصرف بابل (شركة مساهمه خاصة ) براس مال قدره (500) مليون دينار بتاريخ 06\04\1999، و تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 08\07\2004 براس مال قدره (6300) مليون دينار.

خلال سنة 2004 تم زيادة راس المال مرتين الاولى بنسبة 250% ليصبح راس المال (6.300) مليار دينار ،و تمت كافة الاجراءات بتاريخ 31\05\2004، ثم زيد راس المال بنسبة 59% ليصبح راس مال المصرف (10) مليار دينار ،و استكملت إجراءات الزيادة بداية عام 2005 ،و في 28\04\2005 تم زيادة راس المال الى (30) مليار دينار ،و في 29\06\2009 تم زيادة راس المال الى (50) مليار دينار ،و في 08\2011\3 تم زيادة راس المال ليصبح (100) مليار دينار ،و في سنة 2013 تم زيادة راس مال بمقدار (50) مليار دينار ليصبح (150) مليار دينار ،اما في 2014 فقد تم زيادة راس مال بمقدار (28859) مليون دينار ليصبح (178859) مليون دينار ،اما صافي الربح في سنة 2011 فقد زاد عن 2010 بنسبة

16% ليصبح (5.799) مليون دينار، اما في عام 2012 فان صافي الربح (5.877) مليون دينار فقد زاد عن سنة السابقة بنسبة 1% اما في سنة 2013 فقد انخفض صافي الربح عن سنة السابقة بنسبة 17% ليصبح (4901) مليون دينار، اما في سنة 2014 فقد زاد صافي ربح عن السنة السابقة بنسبة ليصبح (17%) (5744) مليون دينار، و ان عدد المساهمين في مصرف بابل خلال سنة 2013 (1635) مساهماً، اما في سنة 2014 فكان عدد المساهمين (1698) مساهم، و يوضح الجدول رقم (5) البيانات الخاصة بمصرف بابل و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014).

#### الجدول (5)

البيانات الخاصة بمصرف بابل خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	100000000	100000000	15000000000	17885900000
2	الاحتياطيات	69457248	119694495	1093224824	1128538688
3	مجموع حقوق المساهمين	10694572	111969449	16093224824	1901446602
4	صافي الربح	57992171	587704527	4901084536	5744344890

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### الجدول (6)

معدل العائد المطلوب و معامل بيتا مصرف بابل خلال الفترة (2011-2014):

سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.048	0.04	0.008	-0.23	-0.00184
2012	0.05	0.04	0.01	0.23	0.0023
2013	0.024	0.04	-0.016	0.37	-0.00592
2014	0.27	0.04	0.23	-0.39	-0.0897

-0.09516	المجموع
0.145299	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة
-0.655	معامل الارتباط
-0.24	معامل بيتا
0.08	معدل العائد المطلوب

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ٣. شركة الامين للتأمين

اسست شركة الامين للتأمين سنة (2000) براس مال (150) مليون دينار( زيد عدة مرات حتى اصبح حاليا ملياري دينار مدفوع بالكامل ) ، و زاولت الشركة اعمالها منذ سنة (2001) ساعية الى تحقيق اهدافها في توفير افضل الاغطية التأمينية واكثرها ملاءمة و فائدة لحماية الاقتصاد الوطني و افراد المجتمع و كذلك استثمار الاموال المتجمعة لديها افضل استثمار متاح، و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \ 08 \ 03 براس مال قدره (150) مليون دينار، و تمت زيادة راس المال شركة الامين في سنة 2011 بمقدار مليار دينار ليصبح (2)مليار دينار ،اما في سنة 2014 فقد زاد راس مال بمقدار مليار دينار ليصبح (3)مليار دينار.

حققت الشركة في سنة 2011 صافي ربح مقداره (163773465) دينار ،اما في سنة 2012 فقد زاد صافي الربح بنسبة (95%) ليصبح (319297668) دينار ، و في سنة 2014 فقد انخفض الربح عن سنة السابقة بنسبة (35%) ليصبح (501092238) دينار، و يوضح الجدول رقم (7) البيانات الخاصة بشركة الامين للتأمين و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2014-2011)

### الجدول (7)

البيانات الخاصة بشركة الامين للتأمين خلال الفترة (2014-2011)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	20000000	200000000	2000000000	3000000000
2	الاحتياطيات	22552314	677438234	1541340595	902168083
3	مجموع حقوق المساهمين	22255231	267743823	3541340595	3902168083

501092238	775820851	319297668	16377346 5	صافي الربح	4
-----------	-----------	-----------	---------------	------------	---

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### الجدول (8)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا شركة الامين للتأمين خلال الفترة (2011-2014):

شركة الامين للتأمين					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.067	0.083	-0.016	-0.23	0.00368
2012	0.13	0.083	0.047	0.23	0.01081
2013	0.06	0.083	-0.023	0.37	-0.00851
2014	0.075	0.083	-0.008	-0.39	0.00312
المجموع					
0.0091					
0.083657	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
0.109	معامل الارتباط				
0.023	معامل بيتا				
0.062	معدل العائد المطلوب				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ٤. شركة دار السلام للتأمين

تأسست شركة دار السلام للتأمين (شركة مساهمة خاصة) في 11\6\2000، و باشرت الشركة اعمالها كأول شركة اهلية تمارس كافة انواع التأمين بتاريخ 10\10\2000 بعد استحصال كافة الموافقات كان راس مال الشركة (300) مليون دينار قيمة السهم واحد دينار موزعاً على (624) مساهماً، و اصبح (600) مليون دينار اعتباراً من 1\8\2004 و موزعاً على (560) مساهماً ثم زيادة راس مال الشركة للمرة الرابعة عن طريق الرسملة ليصبح (1440) مليون دينار موزعة على (493) ثم زيادة رأسمالها الى (2) مليار دينار موزعة على (536) مساهماً ثم زيادة راس مال الشركة الى (2200) مليون دينار عن طريق الرسملة موزعة على (499) و اخيراً تم زيادة راس مال الشركة في سنة 2011 الى (2420) مليون دينار عن طريق، الرسملة موزعة على (488) مساهماً، و الشركة عازمة على زيادة راس المال الى (2900) مليون دينار اي بنسبة زيادة تقارب (20%) في سنة 2013 موزعاً على (475) مساهماً اما في

سنة 2014 فقد زاد راس مال الشركة ليصبح (3190) مليون دينار موزعاً على (678) مساهماً و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \ 08 \ 14 براس مال قدره (600) مليون دينار.

تدار الشركة من اعضاء مجلس الادارة و يتألف من سبعة اعضاء و حققت الشركة صافي ربح في سنة 2011 مقداره (262866985) دينار اما في سنة 2012 كان صافي الربح (280113658) دينار بنسبة زيادة (6.6%) ، و في سنة 2013 كان صافي الربح (362986020) دينار بنسبة زيادة (29%) اما في سنة 2014 فان صافي الربح زاد بنسبة (76%) ليصبح (390570899) دينار ، و يوضح الجدول رقم (9) البيانات الخاصة بالشركة دار السلام للتأمين و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2014-2011)

#### الجدول (9)

البيانات الخاصة بشركة دار السلام للتأمين خلال الفترة (2014-2011)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	2420000000	2420000000	29000000000	31900000000
2	الاحتياطيات (عاممة و الارباح غير موزعة)	518527407	973623429	837729117	880707057
3	الاحتياطيات الفنية	437993000	460987000	443976000	297235000
4	مجموع حقوق المساهمين	222523144	2677438234	3541340595	3902168083
5	صافي الربح	262866985	280113658	362986020	390570899

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### الجدول(10)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة دار السلام للتأمين خلال الفترة (2011-2014)

شركة دار السلام للتأمين				
سنة	عائد على	متوسط العائد على	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط
3-4				

	العائد محفظة السوق (4)		السهم (2)	السهم (1)	
0.00069	-0.23	-0.003	0.103	0.1	<b>2011</b>
-0.00069	0.23	-0.003	0.103	0.1	<b>2012</b>
0.00259	0.37	0.007	0.103	0.11	<b>2013</b>
-0.00117	-0.39	0.003	0.103	0.1	<b>2014</b>
0.00142	<b>المجموع</b>				
0.005661	<b>ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة</b>				
0.251	<b>معامل الارتباط</b>				
0.004	<b>معامل بيتا</b>				
0.052	<b>معدل العائد المطلوب</b>				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### ٥. شركة الزوراء للاستثمار المالي

تأسست الشركة في 10\2\2000، و تهدف الشركة الى المساهمة في التنمية الاستثمارية للقطر من خلال توجيه المدخرات نحو الاستثمار ،و براس مال مقداره (100) مليون دينار و زيد خلال الفترة (2002-2005) ليصبح (1) مليار دينار اما في سنة 2012 فقد زاد راس مال بمقدار (150) مليون دينار ليصبح (1150) مليون دينار وان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2006 \ 01\ 09 براس مال قدره (1) مليار دينار.

حققت الشركة في سنة 2011 ربحاً مقداره (97738243) اما في سنة 2012 فقد انخفض صافي الربح بنسبة (91%) ليصبح (8488596) اما في سنة 2013 فقد زاد صافي ربح الشركة بنسبة (74%) عن سنة السابقة ليصبح (33256201) ، و في سنة 2014 انخفض الربح بنسبة (43%) ليصبح (19112675) دينار، و يوضح الجدول رقم (11) البيانات الخاصة بشركة الزوراء للاستثمار المالي و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2014-2011)

#### الجدول (11)

البيانات الخاصة بشركة الزوراء للاستثمار المالي خلال الفترة (2014-2011)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
<b>1</b>	راس المال الاسمي و المدفوع	10000000	115000000	1150000000	1150000000
<b>2</b>	الاحتياطيات	26792273	125186333	153453534	16308920



			7		
19112675	130345353	127518633	12679227	مجموع حقوق المساهمين	3
		3	37		
19112675	33256201	8488596	97738243	صافي الربح	4

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### الجدول (12)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الزوراء للاستثمار المالي خلال الفترة (2011-2014)

شركة الزوراء للاستثمار المالي					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.089	0.03	0.059	-0.23	-0.01357
2012	0.006	0.03	-0.024	0.23	-0.00552
2013	0.024	0.03	-0.006	0.37	-0.00222
2014	0.014	0.03	-0.016	-0.39	0.00624
					-0.01507
					0.041514
					-0.36
					-0.06
					0.018

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ٦. شركة الوئام للاستثمار المالي

تأسست شركة الوئام للاستثمار المالي في 25\5\2000، و تهدف الشركة الى المساهمة في التنمية الاقتصادية و تنشيط فعاليات الشركة بتوجيه المدخرات نحو الاستثمار و ممارسة نشاط الاستثمار لحسابها او لحساب الغير، و براس مال قدره (100) مليون دينار تمت زيادته عدة مرات كان اخرها خلال سنة 2011 ليصبح (2) مليار دينار بعد ان كان مليار و خمسمائة مليون دينار و ان الزيادة كانت بنسبة (29.333%) و مال يعادل (440) مليون دينار استنادا الى المادة (55) اولا، و نسبة (4%) بما يعادل (60) مليون استنادا الى المادة (55) ثانيا و ان تاريخ

الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \ 10 \ 24 براس مال قدره (200) مليون دينار و ان الشركة قامت بتوزيع ارباح في سنة 2013 بنسبة 9%.

حققت الشركة في سنة 2011 صافي الربح مقداره (177780585) دينار، و في سنة 2012 حققت الشركة صافي ربح مقداره (41967950) دينار زاد عن سنه السابقة بنسبة (76.4%) اما في سنة 2013 فقد زاد ربح بنسبة (218%) ليصبح (113433060)، و في سنة 2014 حققت الشركة عجزاً مقداره (355223259)، و يوضح الجدول رقم (13) البيانات الخاصة بشركة الونام للاستثمار المالي و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2014-2011)

### الجدول (13)

البيانات الخاصة بشركة الونام للاستثمار المالي خلال الفترة (2014-2011)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	200000000	200000000	2000000000	2000000000
2	الاحتياطيات	23215399	267826750	170752370	184244851
3	مجموع حقوق المساهمين	22255231	226782675	1829247630	2184244851
4	صافي الربح	17778058	41967950	113433060	355223259

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### الجدول (14)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الونام للاستثمار المالي خلال الفترة (2011-2014):

سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.075	0.05	0.025	-0.23	-0.00575
2012	0.018	0.05	-0.032	0.23	-0.00736
2013	0.048	0.05	-0.002	0.37	-0.00074

-0.0195	-0.39	0.05	0.05	0	2014
-0.03335	المجموع				
0.025789	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
-1.29	معامل الارتباط				
-0.08	معامل بيتا				
0.008	معدل العائد المطلوب				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### ٧. شركة العراقية للنقل البري

تأسست الشركة العراقية للنقل البري (مساهمة مختلطة) في تاريخ 27\2\1988 و تتركز اهداف الشركة في تشجيع استثمار راس المال الوطني المختلط في مجال النقل البري ضمانا لمساهمة هذا القطاع في تحقيق خطط و برامج التنمية و كذلك في العمل على انماء النقل الداخلي و الدولي على الوجه الكفوء باعتباره جانبا جوهريا من جوانب الاقتصاد الوطني براس مال قدره (24) مليون دينار زيد راس المال عدة مرات حتى اصبح راس المال في سنة 2011 (10) مليار دينار

و في سنة 2013 زيد راس المال بمقدار (4) مليار دينار ليصبح (14) مليار دينار و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004\09\04 براس مال قدره (1) مليار دينار و ان الشركة قامت بتوزيع الارباح في سنة 2014 بنسبة 10% ، وفي سنة 2011 كان صافي الربح (2557200043) ، و في سنة 2012 انخفض صافي الربح بنسبة (32%) عن السنة السابقة ليصبح (1734958279) اما في سنة 2013 و 2014 فقد حققت الشركة صافي عجز مقداره (1609377964،1257056091) على التوالي، و يوضح الجدول رقم (15) البيانات الخاصة بشركة العراقية للنقل البري و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014).

#### الجدول (15)

البيانات الخاصة بشركة العراقية للنقل البري خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و	10000000	100000000	14000000000	14000000000
		000	00	0	00

				المدفوع	
4733464453	6004438887	100885105	85549097	الاحتياطيات	2
		64	94		
2546261101	2546261101	200476110	20047611	تخصيصات	
		1	01		
2866434055	1257056091	000	000	العجز المتراكم	
1841329149	21293643897	220932716	20559670	مجموع حقوق المساهمين	3
9		65	895		
1609377964	1257056091	173495827	25572000	صافي الربح	4
		9	43		

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

### الجدول (16)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا العراقية للنقل البري خلال الفترة (2011-2014):

شركة العراقية للنقل البري					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.22	0.19	0.03	-0.23	-0.0069
2012	0.15	0.19	-0.04	0.23	-0.0092
2013	0	0.19	-0.19	0.37	-0.0703
2014	0	0.19	-0.19	-0.39	0.0741
					-0.0123
					0.03145
					-0.39
					-0.03
					0.034

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ٨. شركة المعمورة للاستثمارات العقارية

تأسست شركة المعمورة للاستثمارات العقارية بتاريخ 19\1\1993، و ان الهدف الرئيسي من تأسيس الشركة هو تعزيز دور القطاع الخاص و مساهمته في قطاع التشييد و الاعمار في العراق عن طريق شراء الاراضي و العقارات لغرض انشاء الدور و العمارات السكنية و التجارية و الصناعية و السياحية في المناطق المعدة لها و من ثم تأجيرها او بيعها.

و تأسست براس مال مقداره (75) مليون دينار و بسبب الظروف الاقتصادية المستجدة في العراق و توسع اعمال الشركة فقد اصبح راس المال لا يكفي لتنفيذ خطط و برامج الشركة الطموحة و تنفيذ نشاطها مما دعت الحاجة الى زيادة راس مال الشركة لأكثر من مرة حتى بلغ (11726550000) دينار ، و في سنة 2013 زيد راس المال بمقدار (3283450000) ليصبح (15010) مليون دينار اما في سنة 2014 فقد ازداد راس مال الشركة بمقدار (1501) مليون دينار ليصبح (16511) مليون دينار و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \ 06 \ 15 براس مال قدره (2700) مليون دينار.

حققت الشركة في سنة 2011 صافي ربح مقداره (481140776) دينار و في سنة 2012 انخفض صافي الربح بنسبة (13%) عن سنة السابقة ليصبح (419116936) دينار اما في سنة 2013 فقد انخفض صافي الربح عن سنة السابقة بنسبة (47%) ليصبح (222859187) دينار اما في سنة 2014 فقد ازداد صافي الربح ليصبح (949927426) دينار ، و يوضح الجدول رقم (17) البيانات الخاصة بالشركة المعمورة للاستثمارات العقارية و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

### الجدول (17)

البيانات الخاصة بالشركة المعمورة للاستثمارات العقارية خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	1172655000	1172655000	1501000000	16511000000
2	الاحتياطيات	1646522446	2065639382	1095233541	2046596617
	تخصيصات	2004761101	2004761101	000	000
	العجز المتراكم	74524859	76040524	16105233541	2046596617
3	مجموع المطلوبات الثابتة	13298547587	13716148858	21293643897	18413291499
4	صافي الربح	481140776	419116936	222859187	949927426

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

الجدول (18)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا شركة المعمورة للاستثمارات العقارية خلال الفترة (2014-2011)

شركة المعمورة للاستثمارات العقارية					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.041	0.04	0.001	-0.23	-0.0023
2012	0.036	0.04	-0.004	0.23	-0.00092
2013	0.015	0.04	-0.025	0.37	-0.00925
2014	0.058	0.04	0.018	-0.39	-0.00702
<b>المجموع</b>					
	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
	معامل الارتباط				
	معامل بيتا				
	معدل العائد المطلوب				
					0.024

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

٩. شركة فنادق كربلاء

اسست الشركة في 28\6\1953 لإنتاج بعض المنسوجات ثم استقرت على انتاج (اليشماغ) فكانت اول شركة وطنية تنتج هذه المادة ، و قد بدأت الشركة نشاطها باستخدام (21) نولا و ازداد عدد الانوال حتى بلغ (120) نولا غير ان العدد الذي استقر عليه الانتاج خلال العقدين الماضيين ، و حتى عام 2005 كان يتراوح ما بين (60-72) نولا حيث توقف الانتاج نهائيا ابتداء من 1\1\2006 تمهيدا لتحويل نشاط الشركة الى النشاط الفندقي و السياحي ، و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 09\04\2004 براس مال قدره (1) مليار دينار.

بلغ راس مال الشركة عند التأسيس (5000) دينار، و قد تطور حتى بلغ (1620000000) دينار في عام 2007 و بلغ عدد المساهمين في سنة 2011 (1961) مساهما في 16\12\2012 قررت الهيئة زيادة راس المال بنسبة (208.642) وفق المادة (55) اولا من قانون الشركات النافذ بحيث اصبح راس المال (5) مليار دينار موزعاً على (2125) مساهماً و ان عدد المساهمين لغاية 15\4\2014 (2877) مساهماً ، و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 07\25\2004 براس مال قدره (180) مليون دينار، وحققت الشركة في سنة

2011 صافي خسارة مقداره (3553413) دينار اما في سنة 2012 حققت الشركة ايضا صافي خسارة مقداره (46816978) دينار، و في سنة 2013 حققت الشركة صافي ربح مقداره (198514613) دينار اما في سنة 2014 فقد انخفض صافي الربح عن سنة الماضية بنسبة (21%) ليصبح (156791667) دينار، و يوضح الجدول رقم (19) البيانات الخاصة بشركة فنادق كربلاء و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

### الجدول (19)

البيانات الخاصة بشركة فنادق كربلاء خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	1620000000	1620000000	5000000000	5000000000
2	الاحتياطيات	517451776	641951776	666133076	767767744
	العجز المتراكم	164849208	211666186	37221469	000
3	مجموع حقوق المساهمين	196812867	2050285590	5628911607	5767767744
4	صافي الربح	3553413	46816978	(198514613)	(156791667)

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### الجدول (20)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة فنادق كربلاء خلال الفترة (2011-2014):

شركة فنادق كربلاء					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0	0.049	-0.049	-0.23	0.01127
2012	0	0.049	-0.049	0.23	0.01127
2013	0.11	0.049	0.061	0.37	0.02257
2014	0.086	0.049	0.037	-0.39	-0.01443
	المجموع				
	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
	معامل الارتباط				
	معامل بيتا				
	معدل العائد المطلوب				
	0.00814				0.044659
					0.18
					0.02
					0.056

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

## ١٠. فندق بابل

تأسست شركة فندق بابل (مساهمة مختلطة) في 25\10\1995، وتهدف الشركة الى تشجيع استثمار مدخرات المواطنين و مساهمتهم مع القطاع العام في المجال السياحي لتطوير السياحة و الفنادق بما يسهم في بناء اقتصاد عراقي متنوع و براس مال مقداره (45) مليون دينار زيد راس مال عدة مرات حتى اصبح حاليا (1350) مليون دينار، و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \ 09\ 04 براس مال قدره (300) مليون دينار.

حققت الشركة صافي ربح مقداره (38632511) دينار بعد ما حققت في سنة السابقة صافي خساره، و في سنة 2012 انخفض صافي الربح عن سنة السابقة بنسبة (70%) ليصبح (11643519) دينار اما في سنة 2013 انخفض صافي الربح بنسبة (55%) ليصبح (5253425) دينار، و في سنة 2014 زاد صافي الربح بنسبة (65%) ليصبح (8671852) دينار، و يوضح الجدول رقم (21) البيانات الخاصة بفندق بابل و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

### الجدول (21)

البيانات الخاصة بالفندق بابل خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	1350000000	1350000000	1350000000	1350000000
2	الاحتياطيات	1010852226	1004736582	1001799075	1015425237
3	العجز المتراكم	2217097992	2187434305	2178183222	2173192468
3	مجموع حقوق المساهمين	1048960640	167302277	173615853	192232769
4	صافي الربح	38632511	11643519	5253425	8671852

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### الجدول (22)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة فندق بابل خلال الفترة (2011-2014)

فندق بابل					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.023	0.01	0.013	-0.23	-0.00299



-0.00069	0.23	-0.003	0.01	0.007	<b>2012</b>
-0.00222	0.37	-0.006	0.01	0.004	<b>2013</b>
0.00156	-0.39	-0.004	0.01	0.006	<b>2014</b>
-0.00434	<b>المجموع</b>				
0.009435	<b>ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة</b>				
0.46	<b>معامل الارتباط</b>				
0.011	<b>معامل بيتا</b>				
0.044	<b>معدل العائد المطلوب</b>				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ١١. شركة الخياطة الحديثة

تأسست شركة الخياطة الحديثة (مساهمه خاصة) في 12\9\1988، و تهدف الشركة الى تشجيع استثمار مدخرات المواطنين و مساهمتهم جنبا الى جنب مع القطاعين العام و المختلط في حقل التنمية في مجال خياطة و تجارة الالبسة النمطية و المدنية بمختلف انواعها و اشكالها و اصنافها معتمدة على اساليب التقنية الحديثة، و ممارسة الاعمال التجارية من نقل و تأمين و تسويق منتجات الشركة و ما تستورده من الخارج او تقنيه من الاسواق المحلية، و كذلك تصدير منتجاتها و منتجات غيرها الى الخارج وفقا للقوانين براس مال قدره (6) مليون دينار زيد عدة مرات حتى اصبح في سنة 2010 (900) مليون دينار و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004\07\08 براس مال قدره (900) مليون دينار، وحققت الشركة صافي ربح مقابل خسارة سنة السابقة مقداره (10175037) و في سنة 2012 انخفض صافي الربح بنسبة (70%) ليصبح (3011630). و في سنة 2013 زاد صافي الربح ليصبح (3011630) .

اما في سنة 2014 فقد زاد صافي الربح بنسبة (20%) عن سنة السابقة ليصبح (138799055) دينار، و يوضح الجدول رقم (23) البيانات الخاصة بالشركة الخياطة الحديثة و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

### الجدول (23)

البيانات الخاصة بالشركة الخياطة الحديثة خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
<b>1</b>	راس المال الاسمي و المدفوع	900000000	900000000	900000000	900000000

135222492	14437527	101724979	107351566	الاحتياطيات	2
1035222492	914437527	914437527	792648434	مجموع حقوق المساهمين	3
138799055	116035168	3011630	10175037	صافي الربح	4

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### الجدول(24)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الخياطة الحديثة خلال الفترة (2011-2014):

شركة الخياطة الحديثة					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.011	0.07	-0.059	-0.23	0.01357
2012	0.003	0.07	-0.067	0.23	-0.01541
2013	0.123	0.07	0.053	0.37	0.01961
2014	0.15	0.07	0.08	-0.39	-0.0312
					-0.01343
					0.082399
					0.163-
					-0.034
					0.032

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### ١٢. شركة العراقية للسجاد و المفروشات

تأسست شركة العراقية للسجاد و المفروشات (مساهمة خاصة) في تاريخ 10\5\1989 براس مال مقداره (5) مليون دينار بهدف سد احتياجات البلد من المفروشات الارضية و السجاد النافذ و الجواريب مختلفة الانواع بالإضافة الى تصنيع الفلاتر و المرشحات الميكانيكية الى دوائر الدولة القطاع الصناعي، و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \ 25\ 07براس مال قدره (500) مليون دينار.

حصلت زيادات على راس مال الشركة خلال السنوات السابقة. و ذلك عن طريق رسملة الاحتياطي التوسعات و الفائض المتراكم حتى اصبح راس المال في 2004 (500) مليون دينار و ان الشركة قامت بتوزيع الارباح خلال الفترة البحث بنسبة (25%).

حققت الشركة صافي ربح مقداره (183227691) دينار و الذي يزيد عن سنة السابقة بنسبة (13%) و في سنة 2012 زاد صافي الربح عن سنة السابقة بنسبة (6%) ليصبح (194718628) دينار، و في سنة 2013 زاد صافي الربح عن سنة السابقة بنسبة (2%) ليصبح (198931304) دينار، و في سنة 2014 اظهرت نتائج الشركة تحقيق ربح مقداره (191019402) دينار و الذي انخفض عن ربح السنة السابقة بنسبة (4%) وتقوم الشركة بتوزيع ارباح بنسبة (25%) من راس المال الشركة خلال مدة البحث، و يوضح الجدول رقم (25) البيانات الخاصة بالشركة العراقية للسجاد و المفروشات و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

#### الجدول (25)

البيانات الخاصة بالشركة العراقية للسجاد و المفروشات خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	500000000	500000000	500000000	500000000
2	الاحتياطيات	138493712 4	1434290114	1505728484	135222492
3	مجموع حقوق المساهمين	188493712 4	1934290114	2005728484	1035222492
4	صافي الربح	183227691	194718628	198931304	191019402

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### الجدول (26)

معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة العراقية للسجاد و المفروشات خلال الفترة (2011-2014)

شركة العراقية للسجاد و المفروشات					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.34	0.35	-0.01	-0.23	0.0023
2012	0.36	0.35	0.01	0.23	0.0023
2013	0.37	0.35	0.02	0.37	0.0074
2014	0.34	0.35	.0.01	-0.39	-0.0039
					0.0081
					المجموع

0.016354	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة
0.5	معامل الارتباط
0.021	معامل بيتا
0.061	معدل العائد المطلوب

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ١٣. الشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية

تأسست الشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية (مساهمة مختلطة) في عام 1984 براس مال قدره (12) مليون دينار، و من اهم اهداف الشركة هو دعم القطاع الزراعي بتوفير المواد الغذائية عن طريق الانتاج و التسويق و زيد راس المال الشركة حتى اصبح حالياً (360) مليون دينار من خلال زيادة التي قامت الشركة في عام 2004.

في سنة 2011 حققت الشركة صافي ربح مقداره (219659980) دينار اما في سنة 2012 فقد زاد صافي الربح عن سنة السابقة بنسبة (62%) ليصبح (305105841) دينار، و في سنة 2013 زاد صافي الربح مقابل صافي ربح السنة السابقة بنسبة (11%) ليصبح مقداره (122268579) دينار اما في سنة 2014 فقد حققت الشركة صافي ربح مقداره (198380397) دينار، والذي زاد عن السنة السابقة بنسبة (39%) و ان الشركة قامت بتوزيع الارباح خلال مدة البحث على النحو الاتي (16%، 20%، 40%، 50%) على التوالي، و يوضح الجدول رقم (27) البيانات الخاصة بالشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

### الجدول (27)

البيانات الخاصة بالشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية  
خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	360000000	360000000	360000000	360000000
2	الاحتياطيات	71752882	802103660	879383043	224799779
3	العجز المتراكم	36517739	16679699	000	000
4	مجموع حقوق المساهمين	10410110	1145423961	123938304	260799779
5	صافي الربح	21965998	305105841	122268579	198380397

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

الجدول(28)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة العراقية للإنتاج وتوزيع المنتجات الزراعية خلال الفترة (2011-2014)

شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.29	0.5	-0.21	-0.23	0.0483
2012	0.47	0.5	-0.03	0.23	-0.0069
2013	0.52	0.5	0.02	0.37	0.0074
2014	0.72	0.5	0.22	-0.39	-0.0858
المجموع					
-0.0557					
0.192474	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
-0.19	معامل الارتباط				
-0.093	معامل بيتا				
0.001	معدل العائد المطلوب				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

١٤ . شركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك

تأسست شركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك في 1994\8\9، و براس مال قدره (236) مليون دينار و ذلك بغرض خدمة و تطوير القطاع الزراعي باستغلالها للأراضي غير الصالحة للزراعة، و ذلك كمسطحات مائية لتربية الاسماك لما لهذه اللحوم البيضاء من اهمية في تحقيق الامن الغذائي و خلال مسيرة الشركة تم زيادة راس المال ليصبح (300) مليون دينار، و ان تاريخ الادراج في سوق العراق للأوراق المالية 2004 \08\03 براس مال قدره (236) مليون دينار و ان الشركة قامت بتوزيع ارباح خلال فترة البحث و بنسب (30%، 25%، 25%، 20%) على التوالي.

حققت الشركة صافي ربح مقداره (290984488)، و يمثل نسبة نمو مقدارها (64%) و في سنة 2012 انخفض صافي الربح عن سنه السابقة بنسبة (51%) ليصبح مقداره (141493660) دينار، و في سنة 2013 صافي الربح البالغ (182134569) ازداد عن صافي ربح السنة السابقة و يمثل نسبة زيادة مقدارها (28%)، و في سنة 2014 فقد انخفض صافي الربح عن السنه السابقة بنسبة (31%) ليصبح مقداره (126399635)، و يوضح الجدول رقم (29) البيانات الخاصة بالشركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك، و التي تحتاج اليها الباحثة في تطبيق النماذج خلال الفترة (2011-2014)

الجدول (29)

البيانات الخاصة بالشركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الحساب	2011	2012	2013	2014
1	راس المال الاسمي و المدفوع	300000000	300000000	300000000	300000000
2	الاحتياطيات	10962270	1107947374	116026492	118679732
4	مجموع المطلوبات الثابتة	13962270	1407947374	146026492	260799779
5	صافي الربح	29098448	141493660	182134569	126399635

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

الجدول(30)

يبين معدل العائد المطلوب و معامل بيتا للشركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك خلال الفترة (2011-2014)

شركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك					
سنة	عائد على السهم (1)	متوسط العائد على السهم (2)	1-2=3	الفرق بين عائد و متوسط العائد محفظة السوق (4)	3-4
2011	0.82	0.54	0.28	-0.23	-0.0644
2012	0.39	0.54	-0.15	0.23	-0.0345
2013	0.52	0.54	-0.02	0.37	-0.0074
2014	0.41	0.54	-0.13	-0.39	0.0507
	المجموع				
	ضرب الانحراف المعياري للعائد في الانحراف المعياري للمحفظة				
	معامل الارتباط				
	معامل بيتا				
	معدل العائد المطلوب				

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد بيانات سوق العراق للأوراق المالية

## المبحث الثاني

### تطبيق النماذج الثلاثة في الشركات عينة البحث

#### تمهيد

يتناول هذا المبحث تقييم الاسهم العادية لما تحظى به الاسهم العادية من اهتمام كبير في الادبيات المالية بشكل عام، و قرارات الاستثمار بشكل خاص من خلال التعرف على القيم المستقبلية لها وفق النماذج الثلاثة.

ان الهدف الرئيس من تقييم الاسهم العادية هو تحديد ما اذا سعر السهم في السوق فيما اذ كان مقيما بأكثر او اقل مما يجب، و بالتالي مساعدة المستثمرين الحاليين و المتوقعين و المحليين الماليين، و الجهات الحكومية الاخرى على اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة، و ان استخدام النماذج الثلاثة في التنبؤ بقيمة السهم سوف تساعد المستثمر على اتخاذ قرار استثماري رشيد يتعلق ببيع او شراء او الاحتفاظ بالأسهم، و هذا المبحث يتناول تطبيق نموذج التقييم المحاسبي و نموذج التوزيعات النقدية و نموذج التدفقات النقدية في التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم للشركات عينة البحث.

#### اولا- نموذج التقييم المحاسبي

ان القيمة الحالية للاسهم العادية وفق نموذج التقييم المحاسبي تحسب من خلال المعادلة الاتية :

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

حيث ان :

$$P_t = \text{سعر السهم في بداية الفترة } t$$

$$b_t = \text{القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة } t$$

$$x_t^a = \text{تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة } t \text{ ( الربح الغير العادي)}$$

$$\alpha_1 \alpha_2 = \text{معاملات النموذج ويتم حساب من خلال نموذج الانحدار}$$

$V =$  المعلومات الأخرى و هي تمثل المعلومات المتاحة عن السهم في تاريخ التقييم و هي

تساوى صفر وفقا لفرضيات نموذج التقييم المحاسبي

متغيرات نموذج التقييم المحاسبي

### ١. القيمة الدفترية للسهم

القيمة الدفترية للسهم هي عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الشركة، و التي ليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق، و التي يمكن حسابها من خلال افتراضات نموذج التقييم المحاسبي و الذي سبق ذكره من خلال المعادلة الآتية:

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$$

حيث ان :

$b_t$  = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة المالية t

$b_{t-1}$  = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة السابقة t-1

$X_t$  = صافي الربح للفترة الحالية t

$d_t$  = التوزيعات المقرر او الموزعة عن الفترة الحالية t

الا ان غالبية الدراسات السابقة ( ابو الخير 2006، حافظ 2011، جبر 2012، النواجحة 2014) تحسب القيمة الدفترية للسهم  $b_t$  من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الاسهم في نهاية الفترة المالية.

الجدول رقم (31) يوضح القيمة الدفترية للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة (2011-2014) و من يتبين ان اعلى قيمة دفترية للسهم خلال (2011، 2012، 2013) بلغت (4.654، 4.693، 4.868) دينار على التوالي في شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك التي بدأت بالارتفاع خلال مدة البحث مقارنة بمتوسطها البالغ (4.793)، فيما تمثل ادنى قيمة خلال 2011 قد ظهرت في مصرف بابل و التي بلغت (1.069) دينار اما في سنة 2012 فان ادنى قيمة قد ظهرت في شركة الزوراء للاستثمار المالي بمقدار (1.109) دينار، و في سنة 2013 فان ادنى قيمة دفترية للسهم قد ظهرت في شركة الخياطة الحديثة حيث بلغت (1.016) دينار اما في سنة 2014 فان اعلى قيمة للسهم قد ظهرت في شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية بمقدار (7.244) دينار، و ادنى قد ظهرت ايضا في مصرف بابل التي بدأت بالارتفاع ثم انخفضت الى (1.063) دينار.



الجدول (31)

القيمة الدفترية للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014	متوسط
1	مصرف الاستثمار العراقي	1.171	1.186	1.202	1.135	1.174
2	مصرف بابل	1.069	1.120	1.073	1.063	1.081
3	شركة العراقية للنقل البري	2.056	2.209	1.521	1.315	1.775
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	1.134	1.170	1.073	1.124	1.125
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	1.268	1.109	1.133	1.142	1.163
6	شركة الوثام للاستثمار المالي	1.116	1.134	1.092	1.915	1.314
7	شركة دار السلام للتأمين	1.337	1.586	1.448	1.410	1.445
8	شركة الامين للتأمين	1.113	1.339	1.771	1.301	1.381
9	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	2.892	3.182	3.443	7.244	4.190
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	3.77	3.867	4.011	4.119	3.942
11	شركة الخياطة الحديثة	1.881	1.887	1.016	1.150	1.484
12	شركة فنادق كربلاء	1.218	1.267	1.226	1.154	1.216
13	فندق بابل	1.106	1.124	1.129	1.142	1.125
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	4.654	4.693	4.868	4.956	4.793

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

٢. الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد

مفهوم الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد (الربح الباقي) يشير الى الزيادة في صافي الربح من الانشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه اذا تم استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشأة.

و ان افتراضات نموذج التقييم المحاسبي تقوم على ان الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد عبارة عن الأرباح غير الاعتيادية مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة مضروبا في القيمة الدفترية في بداية الفترة و الذي سبق ذكره وذلك وفق المعادلة الآتية :

$$Xt^a = x_t - r_f * b_{t-1}$$

حيث ان :

$Xt^a$  = الربح الباقي في الفترة t

$x_t$  = الارباح غير الاعتيادية في الفترة t

$$r_f = \text{معدل العائد المطلوب}$$

$$b_{t-1} = \text{القيمة الدفترية للسهم في الفترة } t$$

الا ان غالبية الدراسات السابقة ( ابو الخير 2006، دلول 2010، جبر 2012، النواحة 2014) تحسب الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد  $Xt^a$  من خلال قسمة ربحية السهم في نهاية السنة المالية على عدد الاسهم، و الجدول رقم (32) يوضح الربح الباقي للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة (2011-2014)، و الذي يمثل ربحية للسهم العادي، ومنه يتبين ان اعلى قيمة الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد قد ظهرت في شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك بقيمة (0.618) دينار للسهم الواحد.

فيما تمثل ادنى قيمة الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد قد ظهرت في شركة فنادق كربلاء بقيمة (0.01) دينار للسهم الواحد، اما في شركة الوئام للاستثمار المالي فقد ظهر متوسطها سالب بقيمة (0.003) دينار و هذه القيمة تشير الى تحقيق الشركة لخسارة، و هذا ما عكسه الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد في سنة 2014 بقيمة (-0.178).

### الجدول (32)

الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد لعينة البحث للفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014	متوسط
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.117	0.034	0.203	0.139	0.123
2	مصرف بابل	0.058	0.059	0.033	0.032	0.046
3	شركة العراقية للنقل البري	0.256	0.173	0.09	0.115	0.159
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	0.325	0.088	-0.131	-0.16	0.031
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	0.098	0.008	0.030	0.017	0.038
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	0.089	0.021	0.057	-0.178	-0.003
7	شركة الامين للتأمين	0.082	0.160	0.388	0.167	0.199
8	شركة دار السلام للتأمين	0.109	0.116	0.135	0.114	0.119
9	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	0.340	0.551	0.610	0.848	0.587
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	0.366	0.389	0.398	0.382	0.384
11	شركة الخياطة الحديثة	0.01	0.003	0.129	0.154	0.072
12	شركة فنادق كربلاء	-0.002	-0.029	0.04	0.031	0.01
13	فندق بابل	0.024	0.009	0.004	0.006	0.011

0.618	0.421	0.607	0.472	0.970	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	14
-------	-------	-------	-------	-------	--	----

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ٣. المعلومات الاخرى ( V )

يعتمد النموذج على المعلومات التي لا تعبر عنها الارقام المحاسبية المتاحة، و ان المعلومات الاخرى تمثل مؤشرات عن جوانب اقتصادية معينة ترتبط بالشركة او الصناعة او الاقتصاد ككل و تؤثر في مستوى الارباح المستقبلية، و ان التعامل مع هذه المعلومات يعتبر مشكلة كبيرة تواجه الباحثين و بصفة عامة فان قياس اثر المعلومات يتطلب الاتي :

- تحديد المعلومات الاخرى.
  - تحديد اثر هذه المعلومات على الارباح.
  - ربط اثر المعلومات الاخرى في شكل سلسلة زمنية للتنبؤ بتأثيرها على القيمة السوقية للاسهم .
- و هناك عدة طرق للتعامل مع هذه المعلومات منها:

- اهمال المعلومات الاخرى : حيث ان بعض الدراسات (ابو الخير،2006،النواجحة ) 2014اتبعت هذا الاسلوب في التعامل مع المعلومات الاخرى ، و ان اهمال هذه المعلومات يرتبط باثر هذه المعلومات على قيمة الاسهم، و هذا ما تعتمد عليه الباحثة لعدم وجود معلومات الاخرى عن الشركة تسهم في تحديد القيمة السوقية للسهم.
- تقدير اثر معين من خلال عوامل اقتصادية ترتبط بالشركة و ربطها في سياق سلسلة زمنية متصلة.
- استخدام تقديرات المحللين حيث يفترض انها تأخذ في الاعتبار كافة المعلومات المتاحة، و بالتالي فان الفرق بين تقديرات المحللين و القيمة المتوقعة للأرباح من الانحدار الذاتي لها تقيس اثر المعلومات الاخرى هذا هو الاسلوب الذي اتبعه معظم الباحثين (ابو الخير، ٢٠٠٦: ١٨-١٩)

#### ٤. معاملات نموذج $(\alpha_1, \alpha_2)$

يتم حساب معاملات نموذج التقييم المحاسبي من خلال معادلة الانحدار البسيط التي يكون فيها العائد غير العادي متغيراً مستقلاً و سعر السهم متغيراً تابعاً و ذلك من خلال الاعتماد على بيانات السنوية للشركات ضمن عينة البحث:

#### الجدول (33)

معاملات نموذج التقييم المحاسبي لعينة البحث للفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.59	-7	0.64	0.76
2	مصرف بابل	-3	-5	-9	-11
3	شركة العراقية للنقل البري	49	18	44	7
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	31	24	-21	-19
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	-2	5	5	50
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	9	0.4	8	-3
7	شركة الامين للتأمين	3	-0.7	-1.9	4
8	شركة دار السلام للتأمين	28	15	5	7
9	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	5	40	21	6
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	3	3	1.5	0.08
11	شركة الخياطة الحديثة	-114	-382	18	11
12	شركة فنادق كربلاء	-2291	-120	32	5
13	فندق بابل	196	3653	6593	6400
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	16	4	10	20

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي

الجدول رقم (34) يوضح قيمة السهم للشركات ضمن عينة البحث وفق نموذج التقييم المحاسبي خلال مدة البحث، و منه يتبين ان اعلى قيمة للسهم وفق النموذج التقييم المحاسبي قد ظهرت في فندق بابل بقيمة (26.714) دينار، و اما ادنى قيمة فقد ظهرت في مصرف بابل حيث ظهرت قيمة السهم (0.802) دينار ان قيمة السهم للشركات ضمن عينة البحث وفق نموذج التقييم المحاسبي خلال مدة البحث و كما الجدول الاتي :

#### الجدول (34)

قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014	متوسط
1	مصرف الاستثمار العراقي	1.240	1.948	1.332	1.24	1.128
2	مصرف بابل	0.895	0.825	0.776	0.711	0.802
3	شركة العراقية للنقل البري	14.6	5.323	5.481	2.12	6.881
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	11.209	3.282	3.824	4.164	5.620
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	1.072	1.149	1.283	1.992	1.374
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	1.917	1.142	1.548	2.449	1.764
7	شركة الامين للتأمين	1.359	1.227	1.034	1.969	1.397
8	شركة دار السلام للتأمين	4.168	3.326	2.123	2.208	2.208
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	4.592	25.222	16.253	12.332	14.5100
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.868	5.034	4.608	4.150	4.664
11	شركة الخياطة الحديثة	0.741	0.741	3.338	2.844	1.916
12	شركة فنادق كربلاء	5.8	4.744	2.506	1.309	3.590
13	فندق بابل	37.81	38.25	44.501	39.542	40.023
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	20.174	6.581	10.938	13.376	12.767

تم إعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

ثانيا- نموذج التوزيعات النقدية

يمكن حساب القيمة الحالية للاسهم العادية باستخدام نموذج خصم التوزيعات النقدية من خلال المعادلة الآتية :

$$V_j = \frac{D_1}{(1 + K_1)1} + \frac{D_2}{(1 + K_2)2} + \frac{D_3}{(1 + K_3)3} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_n)n}$$

$$V_j = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K)t}$$

حيث ان :

$V_j$ : قيمة السهم العادي

$D_t$ : توزيعات الارباح خلال الفترة t

K: معدل العائد المطلوب للسهم

متغيرات نموذج التوزيعات النقدية

### ١. توزيعات الارباح

يوضح الجدول رقم (35) نسبة توزيع الارباح لبعض الشركات التي قامت بالتوزيع خلال الفترة (2011-2014)، و منه يتبين ان شركة العراقية للسجاد و المفروشات استقرت على نسبة (25%) لتوزيع الارباح خلال فترة البحث اما شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك و شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية فقد كانت نسبة توزيع تتفاوت بين الصعود و الهبوط، و ان مصرف الاستثمار العراقي و شركة الونام للاستثمار المالي و شركة العراقية للنقل البري و قامت كل منها بتوزيع ارباح مرة واحدة خلال مدة البحث و بنسب (10.16%، 9%، 10%) على التوالي.

### الجدول (35)

نسبة توزيع الارباح لبعض الشركات التي قامت بتوزيع خلال الفترة (2011-2014)

اسم الشركة	2011	2012	2013	2014
شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	16%	20%	40%	50%
شركة العراقية للسجاد و المفروشات	25%	25%	25%	25%
شركة العراقية للنقل البري				10%
شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	30%	25%	25%	20%
شركة الونام للاستثمار المالي			9%	
مصرف الاستثمار العراقي				10.16%

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

و الجدول رقم (36) يبين توزيع الارباح للشركات التي قامت بتوزيع ارباح خلال الفترة (2011-2014)، اما الشركات التي لم تقم بتوزيع الارباح فقدت اعتبارت الباحثة الفائض المتراكم بوصفه ارباحاً معدة للتوزيع توزيعات ارباح وكما في الجدول الاتي .

الجدول (36)  
توزيع الارباح لعينة البحث للفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014
1	مصرف الاستثمار العراقي	942252	1 313870	25462152	23818890
2	مصرف بابل	4591947696	4772538429	3376086537	4610503939
3	شركة العراقية للنقل البري	2064939035	1400978811	000	1400000000
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	457083737	398161089	189871150	902431055
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	84961580	6941666	26853841	15433392
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	26667087	33889120	180000000	000
7	شركة الامين للتأمين	130792158	254836235	622912837	403705362
8	شركة دار السلام للتأمين	238968391	240188150	291485621	315828009
9	شركة العراقية المنتجات الزراعية	57600000	72000713	144000000	180000003
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	95000000	40000000	33310413	88581647
11	شركة الخياطة الحديثة	9666285	2283183	105342385	111771477
12	شركة فنادق كربلاء	000	000	174444717	131913330
13	فندق بابل	29663687	9251083	4990754	8177562
14	شركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك	69170671	75000000	17239000	75000000

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

## ٢. معدل العائد المطلوب

يمثل معدل العائد المطلوب ادنى معدل عائد يطلبه المستثمر ليعوضه عن المخاطرة المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا الاستثمار ، و مقابل تضحيته بأمواله ، و يحسب وفقا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية .

والذي يتطلب لاحتسابه تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة والمعبر عنه بمعدل الفائدة على ودائع التوفير في المصارف العراقية او السندات الحكومية، و ان معدل العائد المطلوب (K)

يحسب من خلال المعادلة الاتية: (جبر، ٢٠١٢: ١٧١)

$$K = R_f + \beta_i \{ E(R_m) - R_f \}$$

حيث ان :

K: معدل العائد المطلوب على السهم

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة و يمثل العائد على السندات الحكومية او العائد على ودائع التوفير و هو 5% حسب تقارير البنك المركزي

$\beta_i$ : معامل بيتا السهم (i)

$\{E(R_m)\}$ : معدل العائد المتوقع على محفظة السوق(عائد السوق)

$\{E(R_m)\} - R_f$ : علاوة مخاطر السوق

معامل بيتا ( $\beta_i$ )

وان معامل بيتا ( $\beta_i$ ) وهو مؤشر لمدى استجابة عائد سهم معين للتغيرات الحاصلة في عائد محفظة السوق، ويستخدم لقياس المخاطرة النظامية، و ان قياس معامل بيتا يعتمد على قياس كل من عائد السهم و عائد محفظة السوق و التي تحسب من خلال المعادلة الاتية: (حسن و عبد

الحكيم، ٢٠١٢: ٦٢)

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

حيث ان :

$P_{im}$ : الارتباط بين العائد على محفظة السوق والعائد على السهم

$\sigma_i$ : الانحراف المعياري لعائد السهم

$\sigma_m$ : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق

$\sigma_m^2$ : تباين عائد محفظة السوق

يمكن تقسيم قيم الاسهم العادية حسب نتائج معامل بيتا على ثلاثة انواع رئيسة و هي كما ياتي :

(عبد الحكيم و حسن، 2010: 62)



١. **المرتفعة :-** و هي الاسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها اكبر من الواحد (بيتا < 1)، و هذا يعني ان مخاطرتها اعلى من معدل مخاطرة السوق ،كما ان اداء السوق يكون جيد عندما يكون السوق في حالة الانتعاش.
  ٢. **المعتدلة :-** و هي الاسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها مساوية للواحد (بيتا = 1)، و هذا يعني ان مخاطرتها تكون متجانسة و متماثلة مع معدل مخاطرة السوق.
  ٣. **المنخفضة :-** و هي الاسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها اصغر من الواحد (بيتا > 1)، و هذا يعني ان مخاطرتها اقل من معدل مخاطرة السوق ،كما ان اداء السوق لا يكون جيد عندما يكون السوق في حالة الانتعاش.
- و لاحتساب معامل بيتا للسهم نقوم باحتساب الاتي :

١. العائد على السهم : يحسب من خلال المعادلة الاتية :

$$\text{العائد على السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

يمثل العائد على السهم مؤشرا ماليا مهما، حيث يعكس شكل الأداء الذي مارسته ادارة المنشأة في تعظيم مركز قوتها في السوق، وزيادة معدل العائد على السهم تعطي للإدارة دورا مهما أمام المستثمرين وحملة الأسهم وتكون المنشأة تتمتع بمركز قوة داخل السوق المالي.

بينما انخفاض العائد على السهم يشير الى تدهور الأداء للشركة، و انها في حالة من حالات الضعف والتي تنعكس على حالها في السوق المالي و الجدول رقم (37) يوضح العائد على السهم لعينة البحث للفترة (2011-2014)

الجدول (37)

العائد على السهم لعينة البحث للفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014	المتوسط	الانحراف المعياري
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.099	0.014	0.173	0.12	0.10	0.165
2	مصرف بابل	0.048	0.050	0.024	0.027	0.04	0.231
3	شركة العراقية للنقل البري	0.22	0.15	0.000	0.000	0.19	0.05
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	0.041	0.036	0.015	0.058	0.04	0.033
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	0.089	0.006	0.024	0.014	0.03	0.066

0.041	0.05	000	0.048	0.018	0.075	شركة الوئام للاستثمار المالي	6
0.133	0.083	0.075	0.060	0.13	0.067	شركة الامين للتأمين	7
0.009	0.103	0.10	0.11	0.10	0.10	شركة دار السلام للتأمين	8
0.306	0.5	0.72	0.52	0.47	0.29	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	9
0.026	0.35	0.34	0.37	0.36	0.34	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	10
0.131	0.07	0.15	0.123	0.003	0.011	شركة الخياطة الحديثة	11
0.071	0.049	0.086	0.11	000	000	شركة فنادق كربلاء	12
0.015	0.01	0.006	0.004	0.007	0.023	فندق بابل	13
0.337	0.54	0.41	0.52	0.39	0.82	شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك	14

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

## ٢. الانحراف المعياري لعائد على السهم

الانحراف المعياري هو احد مقاييس التشتت و هو الجذر التربيعي للتباين ، و هو مجموع مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي والانحراف المعياري يستخدم لقياس المخاطر الكلية التي تتكون من المخاطر النظامية و المخاطر اللانظامية و يحسب وفق الصيغة الاتية :

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

حيث ان :

$\sigma_m$ : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق

$R_i$ : العائد على السهم

$\bar{R}$ : متوسط العائد على السهم

$n$ : عدد المشاهدات

## ٣. معدل عائد محفظة السوق

ان معدل عائد محفظة السوق و محفظة السوق هي كل الاوراق المالية المتداولة فيه، و لذلك فأنها مفهوم نظري يقوم على اساس ان كل الاوراق المالية يفترض انها تكون في محفظة واحدة و تكون حصة كل ورقة فيها بمقدار يتناسب مع قيمتها السوقية ، ومعدل العائد على محفظة السوق يحسب من خلال المعادلة الاتية : (كبوط ، ٢٠٠٩ : ٨)

$$\text{معدل عائد محفظة السوق} = \frac{\text{مؤشر البورصة الحالية} - \text{مؤشر البورصة السابقة}}{\text{مؤشر البورصة السابقة}}$$

### الجدول (38)

معدل عائد محفظة السوق و متوسطة و انحرافه المعياري

الانحراف المعياري	التباين	متوسط	2014	2013	2012	2011	سنة
0.629	0.395	0.58	0.19	0.95	0.81	0.35	عائد محفظة السوق

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

نلاحظ من الجدول ان معدل عائد محفظة السوق كان متذبذبا بين الصعود و النزول خلال فترة الدراسة حيث ان اعلى معدل لمحفظة السوق كان في سنة 2013 بنسبة (0.95) ، و ادنى معدل كان في سنة 2014 بنسبة (0.19).

#### ٤. الارتباط بين العائد على محفظة السوق والعائد على السهم

ان مدى معامل ارتباط السهم ما بين + 1 و -1 فاذا كان معامل ارتباط السهم +1 فهذا يعني ان عائد السهم و عائد السوق يتحركان بنفس الوتيرة، و بنفس الاتجاه صعودا و هبوطا و يكون الارتباط بينها قويا ( الحلو، 2010:47).

و ان معامل الارتباط بين العائد على محفظة السوق والعائد على السهم للشركات عينة البحث، و الذي تم ذكره في المبحث الاول لجانب العملي يحسب من خلال المعادلة الآتية:

$$P_{im} = \frac{(R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{(\sigma_i \sigma_m)}$$

حيث ان :

$R_i$ : معدل العائد على السهم

$\bar{R}$ : متوسط العائد على السهم

$y$ : معدل عائد محفظة السوق

$\bar{y}$ : متوسط معدل عائد محفظة السوق

$\sigma_m$ : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق

$\sigma_i$ : الانحراف المعياري لعائد على السهم

## قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية

تبين من الجدول رقم (39) ان اعلى قيمة للسهم وفق نموذج التوزيعات النقدية قد ظهرت في فندق بابل حيث بلغت (32.966) دينار، اما ادنى قيمة للسهم فقد ظهرت في شركة مصرف الاستثمار العراقي بقيمة (0.317) دينار، و ان قيمة السهم للشركات ضمن عينة البحث وفق نموذج التوزيعات النقدية خلال الفترة (2011-2014) موضحة في الجدول التالي.

### الجدول (39)

قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.317
2	مصرف بابل	1.307
3	شركة العراقية للنقل البري	1.071
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	3.017
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	3.271
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	2.444
7	شركة الامين للتأمين	2.76
8	شركة دار السلام للتأمين	2.823
9	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	2.401
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.293
11	شركة الخياطة الحديثة	2.959
12	شركة فنادق كربلاء	2.979
13	فندق بابل	32.966
14	شركة الشرق الاوسط للإنتاج و تسويق الاسماك	11.946

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق لأوراق المالية

### ثالثاً- نموذج خصم التدفقات النقدية

ان قيمة الحالية للاسهم العادية وفق نموذج التدفقات النقدية يحسب من خلال المعادلة الآتية:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

حيث ان :

$CF_t$ : التدفقات النقدية في فترة  $t$  (الفرق بين التدفقات الداخلة و الخارجة)

$r$ : معدل خصم التدفقات النقدية

### متغيرات نموذج خصم التدفقات النقدية

#### ١. التدفقات النقدية $CF_t$ :

تمثل التدفقات النقدية  $CF_t$  الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة، فالتدفقات النقدية الداخلة وهي تشمل المبالغ المحصلة كإيرادات من المشروع أثناء تشغيله مطروحا منها تكاليف التشغيل النقدية التي تدفع في الفترة التي حصل فيها الإيراد، وهي تحسب لكل سنة من سنوات العمر الاقتصادي للمشروع على حده.

اما التدفقات النقدية الخارجة فهي تشمل كافة المبالغ التي تنفق منذ لحظة ظهور فكرة المشروع حتى إتمام المشروع وتجربة تشغيله وبدء الحصول على إيراداته من المشروع ، وبمعنى آخر هي تتمثل في الإنفاق المبدئي اللازم لإنشاء المشروع والذي يسبق فترة ظهور إيرادات المشروع .

يوضح الجدول رقم (40) الفرق بين التدفقات الداخلة و الخارجة للشركات عينة البحث خلال الفترة (2011-2014)، و منه يتبين ان صافي التدفقات النقدية موجب لان التدفقات النقدية الداخلة اكبر من التدفقات النقدية الخارجة خلال فترة البحث قد ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الوئام للاستثمار المالي ، شركة الامين للتأمين ، شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات).

فيما كان فرق صافي التدفقات النقدية سالباً، لان التدفقات الداخلة اقل من التدفقات الخارجة في سنة 2011، قد ظهر في (شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، شركة الخياطة الحديثة) اما في سنة 2012 فقد ظهر (شركة العراقية للنقل البري ،شركة دار السلام للتأمين)، و في سنة 2013 و 2014 قد ظهر في (مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري ، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية ، شركة فنادق كربلاء ، شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك)، اما في شركة الخياطة الحديثة فقد ظهر الفرق سالباً في سنة 2014 بقيمة (57856521)

**الجدول (40)**  
**التدفقات النقدية لعينة البحث للفترة (2011-2014)**

ت	اسم الشركات	2011	2012	2013	2014
1	مصرف الاستثمار العراقي	6369345	3017720	72620826	123981249
2	مصرف بابل	7437122183	67194846815	-	-30666815424
3	شركة العراقية للنقل البري	3734880471	-4658436527	-1538189994	-2072281661
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	-2411551936	1005982579	-35044505	-2265861324
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	3094	543552	4063652	131168089
6	شركة الثوام للاستثمار المالي	294204451	4358362830	336951168	430556643
7	شركة الامين للتأمين	1567934900	406071083	857413850	1310177338
8	شركة دار السلام للتأمين	8366348	-7302060	15021874	135401221
9	شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية	17523369	141281821	160623556	1050556733
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	17522369	45107492700	84952674	466212566
11	شركة الخياطة الحديثة	-29236600	150626873	64081466	-57856521
12	شركة فنادق كربلاء	1720339	2143517	-70833	-12123006
13	فندق بابل	5097862	67383515	164898822	-8572602
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	306800932	217760205	-4702465	-152507754

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

## ٢. معدل خصم التدفقات النقدية

معدل خصم التدفقات النقدية هو معدل العائد المطلوب الذي يحسب من خلال معادلة نموذج تسعير الاصول الراسمالية المذكورة اعلاه

## قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية

يوضح الجدول (40) قيمة السهم للشركات عينة البحث وفق نموذج التدفقات النقدية خلال الفترة (2011-2014) و منه يتبين ان اعلى قيمة للسهم وفق نموذج التدفقات النقدية في فندق بابل بقيمة (30.796) دينار، و فيما تمثل ادنى قيمة للسهم وفق نموذج التدفقات النقدية في شركة الزوراء للاستثمار المالي بقيمة (0.375) دينار.

ان من عيوب نموذج التدفقات النقدية انه في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (اي ان التدفقات النقدية الداخلة اقل من التدفقات النقدية الخارجة ) ، و بالتالي فان صافي التدفقات النقدية للشركة

ستكون سالبة ، مما يؤدي الى ان يكون سعر السهم للشركة وفقا للنموذج يأخذ قيمة سالبة و هذا الشئ غير منطقي .

و هذا يظهر في (مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية) حيث بلغت قيمة السهم السالبة في كل منها (0.239،-0.063،-1.905) بسبب كون الفرق بين التدفقات الداخلة و الخارجة سالباً، و هذ ما انعكس على قيمة السهم في كل منها و هذا يتفق مع دراسة (النواحة ،2014).

#### الجدول (41)

قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية خلال الفترة (2011-2014)

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.609
2	مصرف بابل	-0.239
3	شركة العراقية للنقل البري	-0.063
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	-1.905
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	0.375
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	3.583
7	شركة الامين للتأمين	1.795
8	شركة دار السلام للتأمين	1.09
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	3.802
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	1.838
11	شركة الخياطة الحديثة	1.138
12	شركة فنادق كربلاء	0.877
13	فندق بابل	30.796
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	9.197

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

## المبحث الثالث

### مقارنة نتائج النماذج الثلاثة مع القيمة السوقية الفعلية

#### تمهيد

يهدف المبحث الى التطرق الى مقارنة قيمة السهم وفق النماذج الثلاثة (نموذج التقييم المحاسبي ، نموذج التوزيعات النقدية ، نموذج التدفقات النقدية) مع متوسط القيمة السوقية للاسهم للتعرف على التذبذب الحاصل بين متوسط القيمة السوقية للاسهم و قيمة الاسهم وفق النماذج الثلاثة.

فاذا كانت القيمة السهم وفق النماذج الثلاثة اقل من متوسط القيمة السوقية ،فيكون تسعير السهم بأكثر مما يجب و لابد للمستثمر الذي يحمل السهم ان يبيعه تجنباً للخسارة في حين اذا كانت قيمة السهم وفق النماذج اكبر من متوسط القيمة السوقية فيكون السهم قد سعر باقل مما يجب و هذا يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شرائه للسهم.

و من ثم قياس نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق النماذج الثلاثة ، و من ثم التطرق الى النموذج الملائم او القابل للتطبيق في كل شركة من شركات عينة البحث ، و هذا من شأنه تحفيز الشركات على قياس اسعار اسهمها باستخدام النماذج الثلاثة مما يؤدي الى تحسين و ارتفاع اسعار اسهمها.

#### اولا- مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التقييم المحاسبي مع متوسط القيمة السوقية للاسهم

يوضح الجدول رقم (42) نتائج قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي ، و مقارنة تلك القيمة مع متوسط القيمة السوقية من اجل تحديد نتائج التقييم فيما اذ كان سعر السهم في السوق مقيماً بقيمة اعلى او اقل مما يجب.

و منه يتبين ان التسعير كان مضخماً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم اعلى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي ، و الذي ظهر في (شركة الامين للتأمين ،شركة دار السلام للتأمين ،شركة الخياطة الحديثة ،فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك).

حيث ظهر متوسط القيمة السوقية للسهم في كل منها (1.618، 2.37، 2.653، 46.625 ، 15.438) ديناراً أعلى التوالي ، بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي في كل منها (1.397، 2.208، 1.916، 40.023، 12.767) ديناراً على التوالي.



فيما كان التسعير مخفضاً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم ادنى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي، و الذي ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي ، مصرف بابل ، شركة العراقية للنقل البري ، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الوثام للاستثمار المالي ، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات ، شركة فنادق كربلاء)

حيث بلغ متوسط القيمة السوقية في كل منها (0.983، 0.67، 3.63، 4.052، 1.715، 1.285، 10.225، 4.5، 2.538) ديناراً على التوالي فيما بلغ متوسط القيمة وفق نموذج التقييم المحاسبي في كل منها(1.128، 0.802، 6.881، 5.620، 1.764، 1.374، 14.5100 ، 3.590، 4.664) ديناراً على التوالي

#### الجدول (42)

مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التقييم المحاسبي مع متوسط القيمة السوقية للاسهم

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين القيمتين	نتائج التقييم للشركات عينة البحث
1	مصرف الاستثمار العراقي	1.128	0.983	-0.191	اقل مما يجب
2	مصرف بابل	0.802	0.67	-0.132	اقل مما يجب
3	شركة العراقية للنقل البري	6.881	3.63	-2.251	اقل مما يجب
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	5.620	4.052	-1.568	اقل مما يجب
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	1.374	1.285	-0.089	اقل مما يجب
6	شركة الوثام للاستثمار المالي	1.764	1.715	-0.401	اقل مما يجب
7	شركة الامين للتأمين	1.397	1.618	0.146	اعلى مما يجب
8	شركة دار السلام للتأمين	2.208	2.37	-0.162	اعلى مما يجب
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	14.5100	10.225	-4.285	اقل مما يجب
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.664	4.5	0.164	اقل مما يجب
11	شركة الخياطة الحديثة	1.916	2.653	1.169	اعلى مما يجب
12	شركة فنادق كربلاء	3.590	2.538	-1.052	اقل مما يجب
13	فندق بابل	40.023	46.625	6.602	اعلى مما يجب
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الأسماك	12.767	15.438	2.671	اعلى مما يجب

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

## ثانياً - قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للسهم

يوضح الجدول رقم (43) نتائج قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية و مقارنة تلك القيمة مع متوسط القيمة السوقية من اجل تحديد نتائج التقييم فيما اذا كان سعر السهم في السوق مقيماً بقيمة اعلى او اقل مما يجب

و منه يتبين ان التسعير كان مضخماً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم اعلى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية، و الذي ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك) حيث بلغ متوسط القيمة السوقية في كل منها (3.63، 0.983، 4.052، 10.225، 4.5، 46.625، 15.438) ديناراً على التوالي فيما بلغ متوسط القيمة وفق نموذج التوزيعات النقدية في كل منها (0.317، 2.65، 3.017، 2.401، 4.293، 32.966، 11.946) ديناراً على التوالي

فيما كان التسعير مخفضاً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم ادنى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات، و الذي ظهر في (مصرف بابل، شركة الزوراء للاستثمار المالي، شركة الوئام للاستثمار المالي، شركة الامين للتأمين، شركة دار السلام للتأمين، شركة الخياطة الحديثة، شركة فنادق كربلاء).

حيث ظهر متوسط القيمة السوقية للسهم في كل منها (0.67، 1.285، 1.715، 1.618، 2.37، 2.653، 2.538) ديناراً على التوالي، بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية في كل منها (1.307، 3.217، 2.444، 2.76، 2.823، 2.959، 2.979) ديناراً على التوالي

### الجدول (43)

مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التوزيعات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للاسهم

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين قيمتين	نتائج التقييم للشركات عينة البحث
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.317	0.983	-0.666	اعلى مما يجب
2	مصرف بابل	1.307	0.67	-1.98	اقل مما يجب
3	شركة العراقية للنقل البري	1.071	3.63	-2.559	اعلى مما يجب
4	شركة المعمورة للاستثمارات	3.017	4.052	1.035	اعلى مما يجب

العقارية					
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	3.271	1.285	-1.986	اقل مما يجب
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	2.444	1.715	-0.729	اقل مما يجب
7	شركة الامين للتأمين	2.76	1.618	-1.142	اقل مما يجب
8	شركة دار السلام للتأمين	2.823	2.37	-0.453	اقل مما يجب
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	2.401	10.225	7.824	اعلى مما يجب
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.293	4.5	0.207	اعلى مما يجب
11	شركة الخياطة الحديثة	2.959	2.653	-0.306	اقل مما يجب
12	شركة فنادق كربلاء	2.979	2.538	-0.421	اقل مما يجب
13	فندق بابل	32.966	46.625	13.659	اعلى مما يجب
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	11.946	15.438	3.492	اعلى مما يجب

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### ثالثاً- مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التدفقات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للاسهم

يوضح الجدول رقم (44) نتائج قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية، و مقارنة تلك القيمة مع متوسط القيمة السوقية من اجل تحديد نتائج التقييم فيما اذ كان سعر السهم في السوق مقيماً بقيمة اعلى او اقل مما يجب.

و منه يتبين ان التسعير كان مضخماً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم اعلى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية، و الذي ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي، شركة الزوراء للاستثمار المالي، شركة دار السلام للتأمين، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات، شركة الخياطة الحديثة، شركة فنادق كربلاء، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك).

حيث بلغ متوسط القيمة السوقية في كل منها (1.715، 0.983، 3.63، 46.625، 4.5، 2.653، 4.5، 10.225، 15.438، 4.5) ديناراً على التوالي، فيما بلغ متوسط القيمة وفق نموذج التدفقات النقدية في كل منها (0.609، 0.375، 1.09، 3.802، 1.838، 1.138، 0.877، 30.796، 9.197) ديناراً على التوالي.

فيما كان التسعير مخفضاً أي أن متوسط القيمة السوقية للسهم أدنى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية، والذي ظهر في (شركة الوئام للاستثمار المالي، شركة الامين للتأمين) حيث ظهرت متوسط القيمة السوقية للسهم في الشركة (1.618، 1.715) ديناراً على التوالي بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية في الشركة (1.423، 3.583) ديناراً على التوالي.

بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية سالبة في كل من (مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية)، حيث بلغ متوسط القيمة السوقية في كل منها (0.67، 1.177، 4.052) ديناراً على التوالي، بينما قيمة السهم السالبة وفق نموذج التدفقات النقدية (-0.239، -1.071، -1.905) ديناراً على التوالي.

#### الجدول (44)

مقارنة نتائج تقييم الاسهم وفق نموذج التدفقات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للاسهم

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين القيمتين	نتائج التقييم للشركات عينة البحث
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.609	0.983	0.374	اعلى مما يجب
2	مصرف بابل	-0.239	0.67	0.909	اعلى مما يجب
3	شركة العراقية للنقل البري	-0.063	3.63	3.693	اعلى مما يجب
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	-1.905	4.052	5.957	اعلى مما يجب
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	0.375	1.285	0.91	اعلى مما يجب
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	3.583	1.715	-1.868	اقل مما يجب
7	شركة الامين للتأمين	1.795	1.618	-0.177	اقل مما يجب
8	شركة دار السلام للتأمين	1.09	2.37	2.28	اعلى مما يجب
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	3.802	10.225	6.423	اعلى مما يجب
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	1.838	4.5	2.662	اعلى مما يجب
11	شركة الخياطة الحديثة	1.138	2.653	1.515	اعلى مما يجب
12	شركة فنادق كربلاء	0.877	2.538	1.161	اعلى مما يجب
13	فندق بابل	30.796	46.625	15.829	اعلى مما يجب
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	9.197	15.438	6.241	اعلى مما يجب

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### رابعاً- قياس نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التقييم المحاسبي

يوضح الجدول رقم (45) نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التقييم المحاسبي ، و منه يتبين ان نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات فكانت في كل منها (19%، 21%، 62%، 37%، 7%، 23%، 9%، 42%، 4%، 44%، -41%، 14%، 17%).

وان اعلى نسبة انحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التقييم المحاسبي ، قد ظهرت في شركة العراقية للنقل البري بنسبة (62%) ، بينما ظهرت ادنى نسبة للانحراف في شركة العراقية للسجاد و المفروشات بنسبة (4%).

و من الجدول نلاحظ ان نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التقييم المحاسبي قد ظهرت سالبة في (مصرف الاستثمار العراقي، مصرف بابل، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الامين للتأمين، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات، شركة فنادق كربلاء) .

حيث ظهرت نسبة الانحراف في كل منها (-0.19، -0.21، -0.07، -0.09، -0.42، -0.04، 0.41-) ، يرجع ذلك الى كون قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي اكبر من متوسط القيمة السوقية

في حين كانت نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة وفق نموذج التقييم المحاسبي مرتفعة في كل من (شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية شركة الخياطة الحديثة، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك) ، حيث بلغت النسبة في كل منها (0.62، 0.37، 0.44) ، يرجع السبب الى ان متوسط القيمة السوقية للسهم اكبر من قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي ، فيما ظهرت نسبة الانحراف منخفضة في كل من (شركة الوثام للاستثمار المالي، شركة دار السلام للتأمين ، فندق بابل ، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك) ، حيث ظهرت نسبة الانحراف في كل منها (0.23، 0.07، 0.14، 0.17).

#### الجدول (45)

نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التقييم المحاسبي

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي	متوسط القيمة السوقية	نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات
1	مصرف الاستثمار العراقي	1.128	0.983	-0.19
2	مصرف بابل	0.802	0.67	-0.21
3	شركة العراقية للنقل البري	6.881	3.63	0.62

4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	5.620	4.052	0.37
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	1.374	1.285	-0.07
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	1.764	1.715	0.23
7	شركة الامين للتأمين	1.397	1.618	-0.09
8	شركة دار السلام للتأمين	2.208	2.37	0.07
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	14.5100	10.225	-0.42
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.664	4.5	-0.04
11	شركة الخياطة الحديثة	1.916	2.653	0.44
12	شركة فنادق كربلاء	3.590	2.538	-0.41
13	فندق بابل	40.023	46.625	0.14
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	12.767	15.438	0.17

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

#### خامسا - قياس نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التوزيعات النقدية

يوضح الجدول رقم (46) نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التوزيعات النقدية، ومنه يتبين ان نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات فكانت في كل منها (77%، 5%، 12%، 17%، 29%، 23%، 77%، 5%، 12%، 17%، 29%، 23%).

وان اعلى نسبة انحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التوزيعات النقدية، قد ظهرت في كل من شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية بنسبة (77%)، بينما ظهرت ادنى نسبة للانحراف في شركة العراقية للسجاد و المفروشات بنسبة (5%).

و من الجدول نلاحظ ان نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات نموذج التوزيعات النقدية قد ظهرت سالبة في (مصرف بابل ، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الوئام للاستثمار المالي، شركة الامين للتأمين، شركة دار السلام للتأمين ، شركة الخياطة الحديثة ، شركة فنادق كربلاء) ، حيث ظهرت نسبة الانحراف في كل منها (-0.49، -، -0.55، -0.43، -0.71، -0.19، -0.12، -0.17) ، و يرجع ذلك الى كون قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية اكبر من متوسط القيمة السوقية.

في حين كانت نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة وفق نموذج التوزيعات النقدية مرتفعة في كل من (مصرف الاستثمار العراقي ، شركة العراقية للنقل البري ، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، فندق بابل ، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق

الاسماك) حيث بلغت النسبة في كل منها (0.77،0.70،0.66) و يرجع السبب الى ان متوسط القيمة السوقية للسهم اكبر من قيمة السهم نموذج التوزيعات النقدية.

فيما ظهرت نسبة الانحراف منخفضة في كل من (شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك) حيث ظهرت نسبة الانحراف (0.23،0.29، 0.05،0.26).

#### الجدول (46)

نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التوزيعات النقدية

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية	متوسط القيمة السوقية	نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.317	0.983	0.66
2	مصرف بابل	1.307	0.67	-0.49
3	شركة العراقية للنقل البري	1.071	3.63	0.70
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	3.017	4.052	0.26
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	3.271	1.285	-0.55
6	شركة الوئام للاستثمار المالي	2.444	1.715	-0.43
7	شركة الامين للتامين	2.76	1.618	-0.71
8	شركة دار السلام للتامين	2.823	2.37	-0.19
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	2.401	10.225	0.77
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.293	4.5	0.05
11	شركة الخياطة الحديثة	2.959	2.653	-0.12
12	شركة فنادق كربلاء	2.979	2.538	-0.17
13	فندق بابل	32.966	46.625	0.29
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	11.946	15.438	0.23

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

سادسا- قياس نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التدفقات النقدية

يوضح الجدول رقم (47) نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التدفقات النقدية، ومنه يتبين ان نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات فكانت في كل منها (38%،64%،87%،53%،71%،89%،11%،54%،63%،59%،57%،65%،34%،40%)، وان اعلى نسبة انحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التدفقات النقدية، قد ظهرت في شركة الوئام للاستثمار المالي بنسبة (89%) بينما ظهرت ادنى نسبة للانحراف في شركة الامين للتأمين بنسبة (11%).

و من الجدول نلاحظ ان نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التدفقات النقدية قد ظهرت سالبة في (شركة الوئام للاستثمار المالي، شركة الامين للتأمين) حيث ظهرت نسبة الانحراف في كل منها (-0.11،-0.89) يرجع ذلك الى كون قيمة السهم نموذج التدفقات النقدية اكبر من متوسط القيمة السوقية.

في حين كانت نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة وفق نموذج التدفقات النقدية مرتفعة في كل من (مصرف الاستثمار العراقي، مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، شركة الزوراء للاستثمار المالي، شركة دار السلام للتأمين، شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة الخياطة الحديثة، شركة العراقية للسجاد و المفروشات، شركة الخياطة الحديثة، شركة فنادق كربلاء، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك)، حيث بلغت النسبة في كل منها (0.64،0.38،0.87،0.53،0.71،0.54،0.63،0.59،0.57،0.65،0.34،0.40)، ويرجع السبب الى ان متوسط القيمة السوقية للسهم اكبر من قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية.

الجدول (47)

نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات وفق نموذج التدفقات النقدية

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية	متوسط القيمة السوقية	نسبة الانحراف عن متوسط القيمة السوقية المعلنة من قبل الشركات
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.609	0.983	0.38
2	مصرف بابل	-0.239	0.67	0.64
3	شركة العراقية للنقل البري	-0.463	3.63	0.87
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	-1.905	4.052	0.53
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	0.375	1.285	0.71



6	شركة الوئام للاستثمار المالي	3.583	1.715	-0.89
7	شركة الامين للتأمين	1.795	1.618	-0.11
8	شركة دار السلام للتأمين	1.09	2.37	0.54
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	3.802	10.225	0.63
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	1.838	4.5	0.59
11	شركة الخياطة الحديثة	1.138	2.653	0.57
12	شركة فنادق كربلاء	0.877	2.538	0.65
13	فندق بابل	30.796	46.625	0.34
14	شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك	9.197	15.438	0.40

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

### سابعا - النموذج الملائم للشركات عينة البحث

ان نموذج التقييم المحاسبي قابل للتطبيق في كل من (مصرف الاستثمار العراقي ،مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري ، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الوئام للاستثمار المالي، شركة دار السلام للتأمين ، شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية ،شركة العراقية للسجاد و المفروشات ، شركة فنادق كربلاء ، فندق بابل ،شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك) ،اما نموذج التوزيعات النقدية فانه قابل للتطبيق في كل من (شركة المعمورة للاستثمارات العقارية ، شركة الخياطة الحديثة) ، و ان نموذج التدفقات النقدية قابل للتطبيق في كل من (شركة الامين للتأمين).

و ترى الباحثة ان نموذج التقييم المحاسبي قابل للتطبيق في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لان النموذج يعتمد على عاملين يؤثران على اسعار الاسهم و هما القيمة الدفترية للسهم و الفائض الربح قابل للتوزيع بالإضافة الى المعلومات الاخرى عن الشركة في حالة توفرها مثل (الاستقرار السياسي للبلد ، مؤشرات اقتصادية ترتبط بالشركة او بالصناعة او الاقتصاد ككل، معلومات عن الارباح المستقبلية عن الشركة) و ان القيم المستخرجة وفق النموذج قريبة من متوسط القيمة السوقية للاسهم بنسبة %79 ككل او بنسبة %86 كل نموذج على

حده

اما نموذج التوزيعات النقدية فانه غير قابل للتطبيق في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لان النموذج يعتمد على توزيعات الارباح فقط تؤثر على اسعار السهم ، و ان الشركات المدرجة في سوق العراق لا تقوم بتوزيع الارباح باستمرار ، و بالتالي فان النموذج

غير ملائم في هذه الشركات او تكون نتائج ليست قريبة من القيمة السوقية للسهم بنسبة 14% ككل او 43% على حده.

و ان نموذج التدفقات النقدية ايضا غير قابل في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لان النموذج يقوم على ان فقط صافي التدفقات النقدية يؤثر على سعر السهم و عندما تكون صافي التدفقات النقدية سالبة بسبب كون التدفقات الداخلة اقل من التدفقات الخارجة، و هذا سوف ينعكس على قيمة السهم فتصبح سالبة، و هذا الشي غير منطقي بنسبة 7% ككل او 29% على حده

### ثامنا - اختبار فرضيات البحث

يتمثل اختبار فرضيات البحث باختبار فرضية الرئيسة و الفرعية، فأظهرت نتائج البحث امكانية تطبيق فرضية البحث الرئيسة المتمثلة في (يؤدي استخدام نماذج تسعير الاصول الرأسمالية الى قياس الارباح المستقبلية وصولا الى القيمة السوقية للسهم)، من خلال تطبيق النماذج الثلاثة في الشركات عينة البحث و مقارنة قيمة السهم وفق النماذج الثلاثة مع متوسط القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث.

اما اختبار الفرضية الفرعية فيتمثل بالاتي :

الفرضية الأولى: ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية لاسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع القياس و التنبؤ بالقيمة السوقية لاسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

و ان اختبار الفرضيتين الفرعتين من خلال مقارنة نسبة الانحراف بين قيمة السهم وفق النماذج الثلاثة مع متوسط القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث و الجدول رقم (48) يوضح اختبار الفرضية الفرعية.

الجدول (48)

اختبار الفرضية الفرعية

ت	اسم الشركات	النموذج	قيمة السهم وفوق النموذج	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين القيمتين	نسبة الانحراف
1	مصرف الاستثمار العراقي	المحاسبي	1.128	0.983	-0.191	-19%
		توزيعات	0.317	0.983	-0.666	66%
		التدفقات	0.609	0.983	0.374	38%
2	مصرف بابل	المحاسبي	0.802	0.67	-0.132	-21%
		توزيعات	1.307	0.67	-1.98	-49%
		التدفقات	-0.239	0.67	0.909	64%
3	شركة العراقية للنقل البري	المحاسبي	6.881	3.63	-2.251	62%
		توزيعات	1.071	3.63	-2.559	70%
		التدفقات	-0.463	3.63	3.693	87%
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	المحاسبي	5.620	4.052	-1.568	37%
		توزيعات	3.017	4.052	1.035	26%
		التدفقات	-1.905	4.052	5.957	53%
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	المحاسبي	1.374	1.285	-0.089	-7%
		توزيعات	3.271	1.285	-1.986	-55%
		التدفقات	0.375	1.285	0.91	71%
6	شركة الوثام للاستثمار المالي	المحاسبي	1.764	1.715	-0.401	23%
		توزيعات	2.444	1.715	-0.729	-43%
		التدفقات	3.583	1.715	-1.868	-89%
7	شركة الامين للتامين	المحاسبي	1.397	1.618	0.146	-9%
		توزيعات	2.76	1.618	-1.142	-71%
		التدفقات	1.795	1.618	-0.177	-11%

7%	-0.162	2.37	2.208	المحاسبي	شركة دار السلام للتأمين	<b>8</b>
-19%	-0.453	2.37	2.823	توزيعات		
54%	2.28	2.37	1.09	التدفقات		
-42%	-4.285	10.225	14.5100	المحاسبي	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	<b>9</b>
77%	7.824	10.225	2.401	توزيعات		
63%	6.423	10.225	3.802	التدفقات		
-4%	0.164	4.5	4.664	المحاسبي	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	<b>10</b>
5%	0.207	4.5	4.293	توزيعات		
59%	2.662	4.5	1.838	التدفقات		
44%	1.169	2.653	1.916	المحاسبي	شركة الخياطة الحديثة	<b>11</b>
-12%	-0.306	2.653	2.959	توزيعات		
57%	1.515	2.653	1.138	التدفقات		
-41%	-1.052	2.538	3.590	المحاسبي	شركة فنادق كربلاء	<b>12</b>
-17%	-0.421	2.538	2.979	توزيعات		
65%	1.161	2.538	0.877	التدفقات		
14%	6.602	46.625	40.023	المحاسبي	فندق بابل	<b>13</b>
29%	13.659	46.625	32.966	توزيعات		
34%	15.829	46.625	30.796	التدفقات		
17%	2.671	15.438	12.767	المحاسبي	شركة الشرق الايوسط لإنتاج و تسويق الاسماك	<b>14</b>
23%	3.492	15.438	11.946	توزيعات		
40%	6.241	15.438	9.197	التدفق		

تم اعداد الجدول من قبل الباحثة بالاعتماد ببيانات سوق العراق للأوراق المالية

من الجدول رقم (47) يتبين ان نسبة الانحراف وفق نموذج التقييم المحاسبي هي نسبة قليلة مقارنة مع نسبة الانحراف التي ظهرت وفق نموذج التدفقات النقدية و هي نسبة عالية ،و هذا الامر يشير الى ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع التنبؤ و قياس اسعار اسهم شركات عينة البحث بشكل افضل من نموذج التدفقات النقدية و هذا يرجع الى كون اسعار الاسهم تأثر بالقيمة الدفترية و فائض الربح القابل للتوزيع و معلومات الاخرى عن الشركة التي يرتكز عليه نموذج التقييم المحاسبي خلافا لنموذج التدفقات النقدية التي يرتكز فقط على التدفقات النقدية و هنا تثبت صحة الفرضية الفرعية الاولى ( ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)

فيما نلاحظ ان نسبة الانحراف وفق نموذج التقييم المحاسبي هي نسبة ايضا قليلة مقارنة مع نسبة الانحراف وفق نموذج التوزيعات النقدية و هي نسبة عالية و يرجع ذلك الى ان قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة يعتمد على المعلومات المحاسبية المتعلقة بالقيمة الدفترية و ربحية الشركات التي يرتكز عليها نموذج التقييم المحاسبي خلافا لنموذج التوزيعات النقدية الذي يعتمد على التوزيعات النقدية و ان الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لا تقوم بتوزيع الارباح باستمرار ، الامر الذي يشير الى ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع التنبؤ و قياس الاسهم بشكل افضل من نموذج التوزيعات النقدية و هذا يثبت صحة الفرضية الفرعية القائلة ( ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)

## الفصل الرابع

### الاستنتاجات و التوصيات

المبحث الاول- الاستنتاجات

المبحث الثاني- التوصيات

## الفصل الرابع الاستنتاجات والتوصيات

### المبحث الاول – الاستنتاجات

١. يعتبر التنبؤ المالي أداة هامة تساعد متخذي القرارات الاقتصادية في اتخاذ قراراتهم التمويلية أو الاستثمارية بشكل رشيد، و توفير فرصة للتعرف على ما سيكون عليه المركز المالي وربحية المؤسسة في المستقبل.
٢. ان استخدام مفهوم التنبؤ بالأرباح يعتبر حجر اساس في قياس قيمة السهم لان القيمة النظرية لأسهم الشركة هي القيمة المتوقعة لأرباحها المستقبلية، وعليه فان الزيادة في هذه الأرباح تمثل انعكاسا لزيادة قيمة اسهم الشركة، بينما يدل التراجع في الأرباح على تراجع هذه القيمة.
٣. عدم تطبيق النماذج الثلاثة (نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية ) من قبل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم ،لعدم الاشارة اليه في تقاريرها الصادرة والمصادق عليها.
٤. ان استخدام النماذج الثلاثة في قياس القيمة السوقية للاسهم سوف يساعد المستثمرين الحاليين و المرتقبين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.
٥. اثبت نتائج البحث صحة فرضيته الرئيسية المتعلقة بان تطبيق النماذج الثلاثة (نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية ) في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية سوف يؤدي الى قياس و التنبؤ بقيمة السهم.
٦. اظهر نموذج التقييم المحاسبي قدرة في التنبؤ بقيمة السهم افضل من نموذج التوزيعات النقدية حيث بلغت قدرة النموذجين (79%) و (14%) على التوالي، و كما تبين ان نموذج التقييم المحاسبي افضل من نموذج التدفقات النقدية حيث بلغت قدرة النموذجين (79%) و(7%).
٧. ان معدل العائد المطلوب لبعض الشركات اقل من المعدل الخالي من المخاطرة بسبب انخفاض اسعار اسهمها، وهذا بدوره لا يعد حافزاً نحو الاستثمار في تلك الشركات .
٨. ان معامل بيتا اسهم الشركات عينة البحث كانت اقل من واحد، وهذا يعني ان مخاطرتها اقل من مخاطر محفظة السوق، و تصنف ضمن الاسهم المنخفضة.

٩. ان نموذج التوزيعات النقدية لا يعكس بالضرورة قيمة اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولا سيما الشركات التي لا تقوم بتوزيع ارباح نقدية، كما ان سعر السهم لا يتوقف على عامل واحد فقط وهو التوزيعات النقدية، و انما هناك عدة عوامل تؤثر على اسعار الاسهم مثل القيمة الدفترية للسهم و اسعار الفائدة السوقية و الأوضاع الاقتصادية العامة للبلد مما يعني عدم ملائمة هذا النموذج في قياس و التنبؤ بقيمة الاسهم في تلك الشركات.

١٠. تم اهمال المعلومات الاخرى التي تعتبر احدى متغيرات نموذج التقييم المحاسبي و بالتالي لم تطبق ديناميكية المعلومات ،كما قدمها النموذج المحاسبي فاذا توفرت معلومات اخرى عن الشركة ،فان ذلك يساعد في تقدير افضل لقيمة السهم مقارنة في حالة اهمالها، ويرجع ذلك الى عدم وجود تنبؤات منتظمة للمحللين عن اداء الشركات لعدد من السنوات القادمة.

١١. ان نموذج التدفقات النقدية لا يعكس قيمة السهم لان صافي التدفقات النقدية للشركة في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية ستكون سالبة، و في هذه الحالة سيكون سعر السهم سالباً و هذا الشيء غير منطقي و هذا يظهر في(مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية) حيث بلغت قيمة السهم وفقا للنموذج في كل منها (-0.239،-1.071،-0.239-)، مما يعني عدم ملائمة هذا النموذج في قياس و التنبؤ بقيمة الاسهم في تلك الشركات.

١٢. ان نموذج التقييم المحاسبي قابل للتطبيق في كل من (مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري ، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الونام للاستثمار المالي، شركة الامين للتأمين ، شركة العراقية للسجاد و المفروشات ، شركة الشرق الاوسط لإنتاج و تسويق الاسماك) ،حيث ظهرت قيمة السهم وفق النموذج قريبة من متوسط القيمة السوقية مما يعني ان النموذج قابل للتطبيق في تلك الشركات.

١٣. ان نموذج التوزيعات النقدية قابل للتطبيق في كل من (شركة المعمورة للاستثمارات العقارية ،شركة دار السلام للتأمين ، شركة الخياطة الحديثة ، شركة فنادق كربلاء ، فندق بابل) ،حيث ظهرت قيمة السهم وفق النموذج قريبة من متوسط القيمة السوقية مما يعني ان النموذج قابل للتطبيق في تلك الشركات.

١٤. ان نموذج التدفقات النقدية قابل للتطبيق في كل من (مصرف الاستثمار العراقي، شركة العراقية لإنتاج و تسويق المنتجات الزراعية) ،حيث ظهرت قيمة السهم وفق



النموذج قريبة من متوسط القيمة السوقية مما يعني ان النموذج قابل للتطبيق في تلك الشركات.

## المبحث الثاني – التوصيات

١. ضرورة الاهتمام بالتنبؤ المالي من قبل الشركات لان التنبؤ المالي اداة هامة تساعد الشركة في التنبؤ بالأرباح المستقبلية و الاحتياجات المالية للشركة ، و ادراج ذلك في التقارير السنوية للشركات.
٢. ضرورة أهمية ان تحتوي التقارير السنوية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على معلومات تتعلق بتوقعات الارباح المستقبلية ، و ذلك لمساعدة المستثمرين في عملية التنبؤ و اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.
٣. ضرورة قيام الشركات في اختبار النماذج الثلاثة ، و اختيار الانسب منها من حيث ملائمة النموذج لطبيعة وظروف الشركة.
٤. استخدام نموذج التقييم المحاسبي في سوق العراق للأوراق المالية لأنه اكثر النماذج قدرة على قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم.
٥. ضرورة قيام الشركات بإعادة النظر في مستوى مخاطرتها في ظل انخفاض معدل العائد المطلوب بهدف تحسين مستوى العائد على استثماراتها.
٦. يمكن للمستثمرين الذين لا يرغبون بتحمل درجات مرتفعة من المخاطر الى استثمار اموالهم في اسهم الشركات عينة البحث ، و ذلك لان معامل بيتا هو مقياس لمخاطر الشركة المرتبطة بمخاطر السوق عامة ، و عندما يكون معامل بيتا الاسهم اقل من (1) فهذه يعني ان مخاطر الشركة منخفضة مقارنة مع مخاطر السوق.
٧. ضرورة قيام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، والتي لا تقوم بتوزيع الارباح بتبني سياسة توزيع الارباح و العمل على زيادة نسبة التوزيع لان اول ما ينظر المستثمر عند استثماره في اسهم شركة معينة هي العوائد التي تحققها هذه الشركة، و التي تعود عليه بالنفع كذلك السياسة التي تتبعها هذه الشركة من حيث نسبة توزيع الارباح و كذلك طريقة تصرف الشركة بهذه العوائد ضرورة اعتماد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على عمليات التحليل المالي في التنبؤ بتوزيعات الارباح السنوية في ضوء المعلومات المتاحة للشركة .
٨. قيام الشركات بعمل تنبؤات منتظمة عن اداء الشركات للسنوات القادمة، والذي من شأنه توفير معلومات الاخرى عن الشركة تساعد في قياس و التنبؤ بقيمة السهم .

# المصادر

## المصادر

اولا - المصادر العربية

ا- القران الكريم

ب- الوثائق

١. تقارير البنك المركزي العراقي السنوية للفترة (٢٠١١-٢٠١٤)
٢. تقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (٢٠١١-٢٠١٤)
٣. تقارير السنوية للشركات عينة البحث للفترة (٢٠١١-٢٠١٤)
٤. دليل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١١، ج - الكتب:
  ١. الحسنوي، سالم صلال "اساسيات الادارة المالية" دار الكتب و الوثائق، بغداد، الطبعة الاولى، ٢٠١٤
  ٢. حنفي، عبد الغفار "الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات" مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، الاسكندرية، الطبعة الاولى، ٢٠٠٦
  ٣. الحياي، وليد ناجي "التحليل المالي" منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، ٢٠٠٧
  ٤. حسانة، محمد قاسم "اساسيات الادارة المالية" دار الفكر، الطبعة الاولى، ٢٠١١،
  ٥. الشيخ، فهمي مصطفى "التحليل المالي" الطبعة الاولى، ٢٠٠٨، متاح من خلال الموقع [sme@palnet.com](mailto:sme@palnet.com)
  ٦. العامري، محمد علي "الادارة المالية الحديثة" دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، ٢٠١٣،
  ٧. العامري "الادارة المالية" الطبعه الاولى، دار المنهاج للنشر و التوزيع، عمان، ٢٠٠٧
  ٨. العلي، اسعد حميد "الادارة المالية الاسس العلمية و التطبيقية" دار وائل للنشر "الطبعة الاولى، ٢٠١٠،
  ٩. كجة جي، صباح اسطيفان " الجدوى الاقتصادية لمشاريع التنمية" متاح على الموقع التالي : [sabahkachachi.googlepages.com](http://sabahkachachi.googlepages.com)
  ١٠. هندي، منير ابراهيم " الادارة المالية :مدخل تحليلي معاصر" الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ٢٠١٠،

## ح - الرسائل و الاطاريح الجامعية

١. أبو زعيتر، باسل جبر حسن" العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية العاملة في فلسطين" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اسلامية، غزة، ٢٠٠٦
٢. البراجنة ، أمجد إبراهيم "اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠٠٩
٣. بلجبلية، سمية "اثر التضخم على عوائد الأسهم" جامعة منتوري، الجزائر، ٢٠٠٩
٤. بن مالك، عمار " المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء" جامعة منتوري، الجزائر، ٢٠١٠
٥. الجرجاوي، حليلة خليل" دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠٠٨
٦. الحلو، محمد نعيم "دور المعلومات المحاسبية في تحقيق عوائد غير عادية" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٠
٧. داوود، عبد اللطيف عيادة سالم " العوامل المؤثرة على سيولة في سوق فلسطين للأوراق المالية" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠٠٦
٨. دربال، امينة "محاولة التنبؤ بمؤشرات الاسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية " اطروحة في العلوم الاقتصادية، جامعة ابي بكر بلقايد، الجزائر، ٢٠١٤
٩. رامي، محمد " مدى تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة على السعر السوقي للسهم" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٠
١٠. زيد، حياة " دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين) " جامعة محمد خيضر - بسكرة ، الجزائر، ٢٠١٥
١١. سمور، أحمد سليم " دور تطبيق نظام الإنتاج في الوقت المحدد (Just In Time) في تعزيز الأداء المالي للشركات الصناعية الفلسطينية " جامعة الأزهر غزة ، ٢٠١٤
١٢. شراب، صباح "اثر الإعلان عن توزيع الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" الجامعة الإسلامية، غزة، ٢٠٠٦
١٣. الشيخ، عبد الرزاق حسن "دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سعر السهم" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٢
١٤. الصعيدي، اسماعيل جميل "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي" جامعة الازهر - غزة، ٢٠١١

١٥. طلبة، اميرة " اثر الافصاح المالي و المحاسبي عن القيمة السوقية للسهم" جامعة منتوري، جزائر، ٢٠٠٩
١٦. عباد، منير محمود "العلاقة بين المخاطر و دقة التنبؤ بالأرباح" ملخص رسالة ماجستير، جامعة الاردنية، الاردن، ٢٠٠٠
١٧. عبد الرزاق، أسماء محمد " تحليل الأرباح التفاضلي باستخدام نظرية القيود ودورها في اتخاذ القرارات" رسالة مقدمة الى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد، بغداد، ٢٠٠٨
١٨. علوان، معاذ محمد شعبان " استخدام نسب السيولة ومقاييس التدفقات النقدية للتنبؤ بالربحية" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٥
١٩. عبيدات، سامر فخري "استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية" جامعة ال البيت، الاردن، ٢٠٠٨، الطويل، عمار كرم "مدى اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر: دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الوطنية في قطاع غزة" جامعة الاسلامية، غزة، ٢٠٠٨،
٢٠. الغصين، هلا بسام عبد الله " استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثر الشركات" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠٠٤
٢١. لقوقي، فاتح " جودة نماذج السلاسل الزمنية الموسمية المختلطة SARIMA في التنبؤ بالمبيعات" رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، ٢٠١٤،
٢٢. محاددي، سايح، بلعيد، عبد القهار "استخدام اسلوب النسب المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية" كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، ٢٠١٢،
٢٣. المرزاق، عبدالله " مدى تأثير المعلومات المحاسبية و غير المحاسبية على القيمة السوقية للاسهم" جامعة الملك عبد العزيز، ٢٠٠٦
٢٤. المشهداني، عبدالرحمن حمود، تحليل وتقويم الاستثمار بالاسهم العادية، رسالة ماجستير، مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ١٩٩٥
٢٥. المصري، محمود "تحليل سلوك اسعار الاسهم و اثرها على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية" جامعة الاسلامية، غزة، ٢٠١١
٢٦. المهدي، غدير محمود " استخدام مؤشرات تقييم الاداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للاسهم" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٤
٢٧. النواحة، فؤاد عبد الحميد "قدرة نماذج تسعير الأصل الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٤

٢٨. نصر، خالد جمال " أثر الإعلان عن توزيع الأرباح و ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية" جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الاردن، ٢٠١٥
٢٩. الهباش، محمد يوسف" استخدام مقاييس التدفق النقدي والعائد المحاسبي للتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية " جامعة اسلامية، غزة، ٢٠٠٦
٣٠. يونس، خالد عبد الرحمن "أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم "" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١١

#### خ - الدوريات و المقالات

١. ابو الخير، مدثر طه " ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير اسعار الاسهم في سوق الناشئة : دراسة ميدانية" ، ٢٠٠٦
٢. الامين، بدر الدين ابراهيم "اثر المؤشرات الاقتصادية على كفاءة التنبؤ بالربح" البحوث المحاسبية، المجلد الرابع، العدد الاول، ٢٠٠٠، ص٦٦-٣٥
٣. البياتي، غازي عبد العزيز "قيمة المعلومات المحاسبية التنبؤية و دورها في الرقابة مع التركيز على الرقابة القبلية (السابقة)" مجلة التكريت للعلوم الادارية و الاقتصادية، المجلد ٣، العدد ٧، ٢٠٠٧
٤. بابكر، بابكر إبراهيم، الصديق، الزين عبدالله " الاستحقاقات المحاسبية وعلاقتها بالأرباح المستقبلية" مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ١٦، العدد ٢٠١٥، ص٩٢-١٠٦
٥. جبر، شذى عبد الحسين "اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم - دراسة تطبيقية "مجلة الادارة و الاقتصاد، السنة ٣٥، العدد ٩١، ص:١٦١-١٨٣
٦. الجميل، سرمد كوكب" تطبيق نموذج تسعير الموجود الراسمالي في سوق العراق للأوراق المالية " تنمية الرافدين، المجلد ٣١، عدد٢٠٠٩، ٩٤، ص:٢٥٣-٢٧٠
٧. الجيزان، اسامة بن فهد "اثر الافصاح عن التنبؤات المالية في قرارات الاستثمار في الاوراق المالية مع دراسة تطبيقية "دورية الادارة العامة، المجلد ٤٧، العدد ٣، ٢٠٠٧،

٨. حافظ، عبد الناصر " استخدام أسعار الأسهم العادية في قياس كفاءة الإدارة المالية في عينة من الشركات العراقية" مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد ٦، العدد ١١، ٢٠١١، ص ١٧، ١٩١-٢١١
٩. حسن، عبد الله كاظم "استخدام نموذج ( Benzion & Yagil ) في تقييم الاسهم" مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ٧، عدد ١، ٢٠٠٥، ص: ٩١-١٠٩
١٠. الحسنواوي، سالم صلال، الجاسمي، باسم عباس " دور الافصاح عن المعلومات في التنبؤ بالقيمة السوقية لاسهم الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية " مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ١١، عدد ١، ٢٠٠٩، ص: ٤٢- ٥٧
١١. الخماط، صلاح " التنبؤ بسلوك أسعار أسهم قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام بعض مؤشرات التحليل الفني" مجلة القادسية لعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ١٦، العدد ٣، ٢٠١٤، ص ٥٨-٧٤
١٢. دلول، عماد عبد الحسين "تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفؤة باستخدام (نموذج التاكيد المعادل): دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة الادارة والاقتصاد، العدد ٨١، ص: ٣٨-٥١
١٣. رمو، وحيد محمود، الوتار، سيف عبد الرزاق محمد "استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية" تنمية الرافدين، العدد ١٠٠، مجلد ٣٢، ٢٠١٠، ص ٩-٢٩
١٤. الزبيدي، فراس خضير " العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم" مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ١٦، عدد ٢، ٢٠١٤
١٥. زلوم، نضال عمر "نموذج مقترح لقياس استخدام المعلومات المحاسبية للتنبؤ باستمرارية الأرباح كأداة لجودتها" المجلة الاردنية في ادارة الاعمال، المجلد ١١، العدد ٣، ٢٠١٥، ص ٦٢١-٦٤٠
١٦. الظاهر، مفيد عبد الله، الفقهاء، سام عبد القادر "العوامل المؤثرة في اسعار اسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" مؤته للبحوث و الدراسات، مجلد ٢٦، العدد ٧، ٢٠١١
١٧. عبد الحكيم، هشام طلعت، حسن، انوار مصطفى "تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية " مجلة الادارة والاقتصاد، العدد ٢١، ٢٠١٠، ص: ٥٢-٦٧

١٨. كبوط، عبد الرزاق "محاضرة في مقياس النظرية المالية" أقيمت على  
طلبة السنة الثالثة مالية، ليسانس - النظام الكلاسيكي، ٢٠١٠.
١٩. كرار، سليم عبد الزهرة، طلب، حسنين راغب، عوجه، حسنين كاظم  
"قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية  
:دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق  
العراق للأوراق المالية" مجلة الغري، المجلد ٩، العدد ٢٩  
٢٠١٣، ص ١٨٩-٢١٨
٢٠. الكيلاني، قيس اديب "التنبؤ بالقيم السوقية للاسهم :دراسة لعينة من  
الاسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية " جامعة العلوم  
التطبيقية الخاصة، عمان، يونيو ٢٠٠٧، ص ٩٥ - ١٢٨
٢١. المتني، حسان "التنبؤ وتطبيقاته في الإدارة والأعمال" ٢٠٠٩، كلية  
الاقتصاد - جامعة دمشق
٢٢. محمد، نور حازم " قياس المخاطر و التنبؤ بمؤشرات سوق العراق  
للأوراق المالية باستخدام منهجية بوكس جينكينز " مجلة واسط للعلوم  
الإنسانية، المجلد ١١، العدد ٣٠، ٢٠١٥، ص ٦٩-١٠٩
٢٣. محمود، حسن توفيق " التنبؤ بربحية السهم العادي (EPS) من خلال  
الأرباح والتدفقات النقدية للشركات الصناعية "مجلة الزرقاء للبحوث  
والدراسات، المجلد الثامن، العدد الثاني، ٢٠٠٦، ص ٢٣١-٢٤٣
٢٤. مصطفى، عبد اللطيف، مراد، عبد القادر " أثر استراتيجية البحث  
والتطوير على ربحية المؤسسة الاقتصادية " مجلة أداء المؤسسات  
الجزائرية - العدد ٤، ٢٠١٣، ص ٢٧-٤٤
٢٥. يوسف، علي " أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات  
الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية: دراسة  
تطبيقية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد ٢٨  
- العدد الثاني-٢٠١٢، ص ٢٢٣-٢٥٤

ثانيا - المصادر الاجنبية

#### A. Books

1. Berk، Jonathan، DeMarzo، Peter،Harford، Jarrad  
"Fundamentals of corporate finance"2nd ed،Prentice  
Hall،2012
2. Bragg ، Steven ،Burton ، James "Accounting and Finance  
for Your Small Business" Second Edition ،John Wiley  
&Sons,Inc ،2006



3. Brigham ,Eugene F. , Houston ,Joel F. " Fundamentals of Financial Management" Eleventh Edition, Thomson South-Western,2007
4. Brigham ,Eugene F. , Daves ,Phillip R. " Intermediate Financial Management" Ninth Edition, Thomson South-Western,2007
5. Damodaran ,Aswath "investment valuation" preliminary second version,www.damodaran. Com. 2002
6. Ehrhardt, Michael C,Brigha ,Meugene F "Financial Management: Theory and Practice" Thirteenth Edition, Library of Congress Control, 2011
7. Faerber, Esme "All About Stock" McGraw Hill, 3ed Edition, USA,2008
8. Griffin, Ricky W., (2002), "Management", 7th ed, Houghton Mifflin Company, U.S.A.
9. Garrison, Ray H. and others, "Managerial Accounting", McGraw-Hill, USA,2006
- 10.Gitman, Lawrence. , Zutter, Chad. " Principles of Managerial Finance" Thirteenth Edition, USA: Prentice Hall,2012
- 11.Khan , M Y , Jain, P K, Financial Management, 4th Edition, Tata McGraw-Hill Publishing Company limited, NEW DELHI, 2004
- 12.Kothari ,SP "Financial Statement Analysis" Massachusetts Institute of Technology ,2004
- 13.Lerner,Joel "Financial Planning for the Utterly Confused" Sixth Edition,McGraw-Hill ,2008

14. Nugus, Sue, 1997, "Financial planning using spread sheets: forecasting, planning and budgets techniques", Kogan Page Press Ltd., 1st Ed
15. Myers, Stewart C., Brealey, Richard A., Marcus, Alan J. "Fundamentals of Corporate Finance" Third Edition, The McGraw-Hill Companies, 2001
16. Paramasivan, D., Subramanian, T. "Financial Management" 2008
17. Quiry, Pascal, Dallochio, Maurizio, Le Fur, Yann, Salvi, Antonio "Corporate Finance :Theory and Practice" John Wiley & Sons Ltd, 2005
18. Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, Jordan, D., Bradford "Fundamentals of corporate Finance" 5th ed., McGraw-Hill Book company, 2003
19. Ross, Stephen, Westerfield, Randolph, Jaffe, Bradford "Corporate Finance" Sixth Edition, McGraw-Hill Primis, 2003
20. Ross, Westfield and Jordan, "Fundamentals of Corporate Finance" Irwin McGraw Hill, Ninth edition, 2010
21. Vance, David E "Financial Analysis & Decision Making" , McGraw Hill, USA, 2003
22. Watson, Denzil, Head, Antony "Corporate Finance Principles & Practice" fourth edition, Pearson Education Limited, 2007
23. Welch, Ivo "Corporate finance : an introduction" Pearson Education, 2009

## B. Periodicals

1. Ajao, Owolabi, & Solomon Small "Liquidity Management and Corporate Profitability: Case Study of Selected Manufacturing Companies Listed on the Nigerian Stock Exchange" *Business Management Dynamics*, Vol.2, No.2, Aug 2012, pp.10-25
2. Catarina, Freixinho "Reporting Earnings per Share: Evidence from Portuguese Annual Reports" *Degree in Finance from the NOVA - School of Business and Economics*, 2012
3. Chang, Hsu-Ling, Chen, Yahn-Shir, Su, Chi-Wei, and Chang, Ya-Wen "The Relationship between Stock Price and EPS: Evidence Based on Taiwan Panel Data." *Economics Bulletin*, Vol. 3, No. 30 pp. 1-12, 2008
4. Chen, Peter, Zhang, Guochang, Darrat, Ali F., Maosen Zhong, 2001 "Ousting the random walk hypothesis: a model-comparison approach". *The Financial Review* "Profitability (ROE), Earnings and Book Value in Equity Valuation: A Geometric View and Empirical Evidence" *Current Version*, 2004
6. Francis, Jennifer, Olsson, Per, Oswald, Dennis "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates" *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1 (Spring, 2000), pp. 45-70
7. Fortnum, N.R. and Ivern, W. Staton, "Quantitative forecasting Methods" Boston RWS- Kent, 1982

8. Froidevaux ,Pascal. "Fundamental equity valuation stock selection based on discounted cash flow"Doctor of Economics and Social Sciences, he University of Fribourg (Switzerland)
9. Hou, Kewei, Karolyi ,G. Andrew, Kho,Bong Chan" "What Factors Drive Global Stock Returns" USC FBE FINANCE SEMINAR,2007
- 10.Jerotich ,VIOLA "The Validity Of The Dividend Discount Model In Determination Of Growth Stock Performance The Nairobi Securities Exchange "2014
- 11.Karlsson, Anders , Josefsson, Niklas, "Stock Price Valuation" 2011
- 12.Lesáková , Lubica," "Uses and Limitations of Profitability Ratio Analysis in Managerial Practice" International Conference on Management, Enterprise and Benchmarking 5th, Budapest, Hungary, 2007
- 13.Martin,Kris Rowland "The Effect of Accounting Method Choice on Earnings Quality: A Study of Analysts' Forecasts of Earnings and Book Value" Virginia Polytechnic Institute and State University,2002
- 14.Martínez, Pedro ,Rialp ,Diego ,Prior ,Josep "The Price of Stocks in Latin American Financial Markets Archest: an Empirical Application of The Ohlson Model ODEL" The International Journal of Business and Finance Research ,Volume 6 , Number 4 , 2012
- 15.McClure, Ben "Discounted Cash Flow Analysis" 2007  
<http://www.investopedia.com/university/dcf/>

16. Ming, Shann Tsa, Jiun Lin, Chen, Shih, Cheng Lee " An Empirical Investigation of the Ohlson Model—A Panel Cointegration Approach" 'Australasian Accounting Business and Finance Journal', 2014
17. Ota, Kogi (2002) "A Test of The Ohlson (1995) Model : Empirical Evidence From Japan" ,The International Journal of Accounting 37, p 157-182
18. Olweny, Obias "The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at the Nairobi Stock Exchange" International Journal of Business and Social Science, Vol. 2 No. 6, April 2011
19. Pirvu, Daniela & et. al., (2012), " Intelligent Financial Forecasting, The key for a Successful Management ", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. (2), Issue (3), P: (192-206).
20. Pirie, Scott, Smith, Malcolm "Relationships between Stock Prices and Accounting Information: A Review of the Residual Income and Ohlson Models" 2005
21. Remorov, Alexander (2010), " H H IF Lecture Series Discounted Cash Flow Model", University of Toronto, available at: [http://www.mit.edu/~alexrem/DCFS\\_lides.pdf](http://www.mit.edu/~alexrem/DCFS_lides.pdf)
22. Tsa, Ming Shann, Chen, Jiun Lin, Cheng, Shih Lee " An Empirical Investigation of the Ohlson Model—A Panel Cointegration Approach" 'Australasian Accounting Business and Finance Journal', 2014
23. Tugas, Florenz C, CISA, CPA "A Comparative Analysis of the Financial Ratios of Listed Firms Belonging to the

Education Subsector in the Philippines for the Years 2009-2011" ، International Journal of Business and Social Science Vol. 3 No. 21،November 2012

24.Tulvinschi ،Mihaela "The accounting Profit a measure of the Performance of the Business Entity "The USV Annals of Economics and Public Administration،Volume 13،Issue 1(17) ، 2013

25.Vomacka ،Jaromir, " The Association of Total Quality Management and Financial Performance in Selected South African Information Technology Organizations "Master of Science in Engineering،University of Witwatersrand, Johannesburg،2008

ثالثا- مواقع الانترنت

- mahfaza @mahfaza.com.jo
- www.BOOKS4ALL.com

الملاحق

(مرفق بقرص مرن CD)

## **Abstract**

The study aims to identify the possibility of the application of the capital asset pricing models to measure and forecasting the market value of the shares at the Iraq Stock Exchange during the period (2014-2011) To predict the year 2015 through the application of (the Accounting model for evaluation ,The Dividend Discount Model, The Discounted Cash Flow) included companies Iraq Stock Exchange and choose the best, And represents a major assumption in the study leads to used the capital asset pricing models to predict future profits down to the market value of the shares.

And branching out from this premise hypotheses subset represents the first hypothesis that the accounting valuation model can measure and predict the market value of shares much better than the cash flows discount model of the shares of companies listed in the Iraq Stock Exchange companies ,The second hypothesis represents in the accounting valuation model can measure and predict the market value of shares much better than the discount cash model distributions to contribute shares listed on the Iraq Stock Exchange industrial companies

Hypotheses were tested on a sample Component of (14) distributed on the company seven sectors ,To achieve the



objectives of the study were relying on previous studies and theoretical framework and the annual reports of companies as well as research sample using the correlation coefficient and Simple Linear Regression. The study concluded that the the accounting model for evaluation showed the ability to predict the value of the stock better than the dividend model reaching the ability of the two models (79%) and (14%), respectively, and also found that a form of accounting valuation better than cash flow model, reaching the capacity the two models (79%) and (7%), and the study recommended the use of the accounting valuation model to measure and forecasting the market value of shares in companies listed in the Iraq Stock Exchange companies, and the need to contain annual reports of the companies on the information concerning the expectations of future profits.

Ministry of Higher Education  
& Scientific Research  
University of AL-Qadisiyah  
College of Administration & Economics  
Accounting Department



# **Using Forecasting Profits Models to Measuring The Market Value of Share - Applied Study in A Sample of Companies listed on the Iraq Stock Exchange**

A Thesis

Submitted to the Council of the College of Administration and  
Economics-University of Qadisiyah, in a Partial Fulfillment of  
Requirements for the M.Sc. Degree in Accounting

By

Nawras kazem ubeed alarthy

Supervised By

Ass .Prof.

Dr. Ali Abas Kreem alkhafagy

1438

2017