

## تقييم القيمة العادلة باستخدام مؤشر مضاعف الربحية: دراسة تحليلية لمصرف

بغداد للمدة من 2012-2021

### Evaluation of the fair value using the profitability multiplier indicator (an analytical study of the Bank of Baghdad for the period from 2012-2021)

أ.م. د يوسف عبد الله / مشرف

Yusuf Abdullah

Yousif\_alani2000@uomustansiriyah.edu.iq

ميسلون عامر سعد/باحث

Mayslon Amer Saad

maysalounma@gmail.com

كلية الادارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية

الكلمات الرئيسية، مؤشر مضاعف الربحية، تقييم القيمة العادلة.

**Keywords: profitability index, fair value evaluation.**

#### المستخلص

يهدف البحث الى بيان الدور الذي يؤديه مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة للأسهم وجاءت مشكلة البحث في ابتعاد قيمة الأسهم العادية عن قيمتها العادلة وذلك بسبب عدم انعكاس المعلومات (العامة والخاصة) في اسعار الأسهم وهذا ما يؤدي الى ضعف كفاءة السوق وعدم تحقيق القيمة العادلة وفي النهاية عدم اتخاذ القرار الاستثماري السليم وهذه تؤثر في تحقيق الارباح التي يهدف اليها المستثمر، وجاءت فرضية البحث في ان مؤشر مضاعف الربحية له دور فعال في استخراج القيمة العادلة للأسهم والتي تعكس جميع المعلومات الواردة الى سوق العراق للأوراق المالية، وكان ابرز استنتاج توصلت اليه الباحثة هو ضرورة استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة للأسهم العادية وذلك لإثباته صلاحيته في قياس القيمة العادلة للأسهم والحصول على نتائج ملحوظة في عملية التقييم فهو من المؤشرات الاساسية في سوق الاوراق المالية.

#### Abstract

The research aims to explain the role played by the profitability multiplier index in evaluating the fair value of shares. The research problem came in the divergence of the value of ordinary shares from their fair value, due to the lack of reflection of information (public and private) in stock prices, and this leads to weak market efficiency and failure to achieve fair value. The end is not making the right investment decision, and this affects the achievement of the profits that the investor aims for, and the hypothesis of the research came in that the profitability multiplier index has an effective role in extracting the fair value of the shares, which reflects all the information received from the Iraqi market for securities, and the conclusion reached by the researcher is The possibility of using the profitability multiplier indicator in evaluating the fair value based on the results it reached in the evaluation process, and the Bank of Baghdad was used as a main sample in the research

## المقدمة

تحتل عملية تقييم الأسهم أهمية بالغة كونها حجر الأساس في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتعلقة بالأسهم من قبل المستثمرين، وتستمد أهميتها من أهمية الاستثمارات في تعزيز رأس المال من خلال جذب الأموال وتوظيفها في الوحدات الاقتصادية. وتتصف عملية تقييم الأسهم بعدم السهولة كون قيم الأسهم في تغير مستمر، فحتى أكثر الناس خبرة واختصاصاً قد يخونهم السوق ويتجه عكس توقعاته أحياناً، لذا فإن تحديد القيمة العادلة للأسهم يوفر المعلومات المناسبة والقابلة للاعتماد عليها من قبل المستثمرين الحاليين والمرقبين فيما يتعلق بشراء الأسهم وبيعها أو الاحتفاظ بها بهدف تحقيق الأرباح وتجنب الخسائر المحتملة.

### المحور الاول، منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة

#### اولاً، منهجية البحث

١- مشكلة البحث، ابتعاد قيمة الأسهم العادية عن قيمتها العادلة وذلك بسبب عدم انعكاس المعلومات (العامة والخاصة) في اسعار الأسهم وهذا ما يؤدي الى ضعف كفاءة السوق وعدم تحقيق القيمة العادلة وفي النهاية عدم اتخاذ القرار الاستثماري السليم وهذه تؤثر في تحقيق الارباح التي يهدف اليها المستثمر وتكمن مشكلة البحث في التساؤل الآتي:

ما مدى امكانية استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة لاسهم المصارف المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية وهل ان تقييم القيمة العادلة وفق مؤشر مضاعف الربحية له دور فعال في اتخاذ القرارات السليمة من قبل المستثمرين للاستثمار بالاسهم من خلال ما نلاحظه في عدد الصفقات المقبلة الى المصرف.

٢- اهمية البحث، يعد تقييم الأوراق المالية للشركات من الأمور التي تستحق الاهتمام والتحليل والمتابعة وبالأخص تقييم الأسهم العادية للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، كما الهدف الأساسي لأي شركة هو تعظيم ثروة المساهمين وذلك من خلال تعظيم قيمة الشركة والذي ينعكس في قيمة أسهمها، وتكمن أهمية البحث في كونه يبين تقييم القيمة العادلة لأسهم الشركات بغية تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين والمحللين الماليين تساعدهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

#### ٣- هدف البحث، يهدف البحث الى تحقيق الامور الآتية:

١- تسليط الضوء القيم المختلفة للسهم ومفهوم القيمة العادلة ومفهوم مؤشر مضاعف الربحية.

٢- مفهوم القرارات الاستثمارية واثرها على القيمة العادلة.

٣- تقييم القيمة العادلة للأسهم باستخدام مؤشر مضاعف الربحية لمصرف بغداد.

٤- فرضية البحث، ان لمضاعف الربحية دور فعال في استخراج القيمة العادلة للأسهم العادية والتي تعكس جميع المعلومات الواردة الى سوق العراق للأوراق المالية، وان القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تمثل قيمة عادلة (حقيقية)، بما ان القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة فان السوق المالية في العراق كفاء بالشكل القوي، وباعتبار ان السوق كفاء فلا وجود لاسهم عادية خاطئة التسعير اي ان القيم السوقية جميعها قيماً عادلة.

ثانياً، بعض الدراسات السابقة

أ- الدراسات العربية:

ت	الباحث والسنة	عنوان الدراسة	هدف الدراسة	اهم الاستنتاجات
1	المشهداني، 1995	تحليل وتقويم الاستثمار بالاسهام العادية - دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية.	تقييم الاسهام العادية فيما اذا شهدت تسعيراً مضمخاً أو منخفضاً	ان نتائج تقويم الاسهم العادية للشركات اظهر تفاوتاً بين القيمة الحقيقية للاسهم وقيمتها في السوق ولم يكن هذا التفاوت عند حدود الشركات فقط وانما تقده الى القطاع والسوق المالية اذ بلغت نسبة الشركات التي ابتعدت قيمة اسمها في السوق عن قيمتها المقبولة من مجموع عينة البحث 9072 اذ سعت اسهما تسعيراً مضمخاً وهذه النتيجة تدعم وبشكل كبير فرضية الدراسة.
2	دراسة الحسنوي 1997	"اختبار كفاءة السوق المالية- دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية"	استهدفت هذه الدراسة اختبار كفاءة سوق بغداد المالية والذي يمثل البعد التطبيقي للمشكلة وهو البعد الاساس لهذه الدراسة ويتمثل هدف الدراسة بالاستدلال على شكل كفاءة سوق بغداد للأوراق المالية.	سوق بغداد للأوراق المالية غير كفوءة بالشكل الضعيف ما دام كذلك فهي غير كفوءة بالشكلين شبه القوي والقوي وهذا يتعارض مع فرضياته الدراسة الاولى والثانية والثالثة على التوالي. - ان مدخل التحليل الفني يعد الاستراتيجية الافضل (من حيث التكلفة والمنفعة) في تحليل وتقويم الاستثمار باسهم سوق بغداد للأوراق المالية ما دام السوق غير كفوءة. - ان الاستفادة من التحركات السعرية القصيرة الامد تعود للمشارك في السوق بعوائد تفوق عموماً العوائد المتحققة من الاستثمار طويل الامد (سنة فأكتر). - ان اسعار الاسهم بسوق بغداد للأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية وبالتالي فان جزءاً من راس المال يخصص بشكل غير صحيح.

ب- الدراسات الاجنبية :

ت	الباحث والسنة	عنوان الدراسة	هدف الدراسة	اهم الاستنتاجات
1	Hodder, et al, 2014	بحث تجريبي نظري	مناقشة القضايا العملية والمفاهيمية المتعلقة بقياس القيمة العادلة في التقارير المالية وتقييم بعض جوانب تصميم البحوث في البحوث التجريبية التي تحقق في خصائص المعلومات لقياس القيمة العادلة، سواء بالمعنى المطلق ام بالمقارنة مع غيرها من قواعد القياس.	ان الاولوية المفاهيمية لتحديد الاصول والالتزامات مستقلة تماماً عن اي اساس قياس سواء كان ذلك بالقيمة العادلة ام الكلفة التاريخية ام بعض قواعد القياس الاخرى، وان خصائص المعلومات الخاصة بالقياس القيمة العادلة تميزها من قواعد القياس الاخرى، وان تطبيق القياس بالقيمة العادلة والافصاح عنها قد ازداد بشكل ملحوظ خلال العقد الاخيرين.
2	(Danbolt & Rees)	Test of fair value Accounting under extreme conditions	هدف البحث الى اختبار ملائمة محاسبية القيمة العادلة في نوعين من الشركات في المملكة المتحدة وهما شركات العقار وشركات الاستثمار، ودراسة العلاقة ما بين اسعار الاسهم للشركات والمتغيرات المحاسبية للشركات المذكورة انفاً.	ان محاسبة القيمة العادلة اكثر ملائمة من تلك المقدمة في ظل المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً (GAAP) لكلا نوعي الشركات وتكون ملائمتها افضل في شركات الاستثمار وتكون تأثير متغيرات الدخل اقوى عند التقييم بالقيمة العادلة في حالة توفر اخبار جيدة عن النشاطات الشركات وبالعكس في حالة توفر اخبار سيئة.

المحور الثاني، الجانب النظري

١- القيمة المختلفة للسهم: هنالك عدة مصطلحات لعملية التقييم استناداً الى من يقوم بالتقييم

والهدف من عملية التقييم:

١.١ القيمة الاسمية: وهي تسمى ايضاً قيمة الاكتتاب او قيمة الإصدار والتي تتقرر وفق نظم عامة او

خاصة بكل مؤسسة وتستعمل لغرض تحديد نسبة الربح الموزع على المشاركين من حملة الاسهم العادية وان تقديم الاسهم بقيمة اسمية صغيرة غالباً يعود الى هدف توفير القدر المعقول من السيولة لهذه الاسهم وهذا يعمل على جذب عدد كبير من المستثمرين من اصحاب الدخل الضئيلة (Brealey,etal.,2007:53).

٢.١ القيمة السوقية: تمثل سعر السهم في اطار التداول في سوق الأوراق المالية والذي يتحدد بظروف العرض والطلب (Brealey,etal.,2007:53).

وهناك الكثير من العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم:

1-طبيعة عمل المؤسسة وحجمها.

2-نوع الموجودات المستخدمة.

3-درجة الرافعة المالية.

4-ظروف السيولة وتقلباتها.

وان هذه العوامل بدورها تؤثر في العائد المتوقع ودرجة المخاطر المحتملة والتي بدورها تؤثر على القيمة السوقية للسهم. (الزبيدي،2008:39)

٢.١ القيمة الدفترية: تمثل حق الملكية للمشاركين في المؤسسة والتي يسمح اقتنائها اذا بيعت

جميع الاصول للمؤسسة بسعر معادل لقيمتها الدفترية وجرى سداد التزاماتها من ضمنها الاسهم الممتازة ولزيادة اسعار الاسهم فان القيمة الدفترية تزداد في مرور الوقت وهي تساوي اجمالي حقوق المساهمين مطروحاً منها حقوق مالكي اصحاب الأسهم الممتازة وحصيلتها تقسم على عدد الأسهم العادية. (Joehnk,2009:385)

٤.١ القيمة التصفية: تمثل قيمة الاسهم في المؤسسة عندما يتم تصفيته وهي تساوي القيمة السوقية للأصول مطروحاً منها الديون وحصيلتها يتم تقسيمها على عدد الأسهم (Smart&Megginson,2008:225).

٥.١ القيمة العادلة: تعود نشأة القيمة العادلة الى الستينيات من القرن العشرين وتزايد الاهتمام باستخدامها لثبوت عدم كفاءة استخدام التكلفة التاريخية في تطورات الاحداث المستقبلية لأنها تعبر عن احداث وظروف من الماضي ومن الممكن ان تطبق الواقع الحالي بنسبة لكن لا يمكن التنبؤ بها للمستقبل. وقد عرفت لجنة المعايير المالية (FASB) القيمة العادلة بأنها القيمة الحقيقية للمطلوبات والموجودات اذ يتم من خلالها عقد الصفقات المالية بين المتعاملين في السوق المالية (Landsman,2006). وعرفت بانها المقابل الذي يتم دفعه من المشتري الى البائع لقاء حصوله على اصل ما او دفعه لتسديد التزام ما في عقد العمل الذي جرى بينهما (Landsman,2006:٢). وعرفت ايضا بانها الأموال الملقاة من بيع اصل في عملية اتفاق بين اطراف معينة في عملية تجارية او هي اجراء يحدث بين جانبيين مستعدين للبيع والشراء. وتأسس هذا المبدأ لمعالجة العجز في التكلفة التاريخية التي لم يكن بإمكانها التعبير عن حقيقة المركز المالي وما يطرأ عليه من تغيرات مما ادت الى اللجوء الى مقياس القيمة العادلة. ويعد هذا المنهج من المناهج التي عرفت حديثاً لشموله بمعلومات ملائمة لاتخاذ القرارات المناسبة فهو يتيح للمستفيدين من القوائم المالية معلومات مفيدة لاعتمادها في المجالات التجارية الحديثة وعلى هذا الاساس تتوافر رغبة في التعامل مع المستويات المختلفة وان الغاية من تطبيق هذا المنهج هو ابراز القيم المختلفة للبند بقيمتها الاصلية. وللقيمة العادلة صلاحية كبيرة في معالجة الاحداث الاقتصادية الحالية من خلال قدرتها على التنبؤ لأنها تعكس الأحداث الاقتصادية الجارية، ووفقاً للأدبيات المالية فان القيمة العادلة لشركة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية.

خطوات استخراج القيمة العادلة تبدأ من المعادلة التالية:

$$V = \frac{m \times E}{1+k}$$

لإيجاد كل من (m) و (E) و (k)

1- استخراج ربحية السهم من المعادلة الآتية:

$$E = \frac{NP}{CAM}$$

اذ ان:

NP = صافي الربح

CAM = عدد الأسهم

2- استخراج معدل العائد المطلوب من المعادلة الآتية:

$$Rfr (Rm-Rfr) k = \beta_+$$

اذ ان:

k = معدل العائد المطلوب

Rfr = معدل العائد الخالي من المخاطرة

Rm = معدل عائد سوق العراق للأوراق المالية

$\beta$  = معامل بيتا

ويتم استخراج معامل بيتا من المعادلة الآتية:

$$\beta = \frac{cov(Rs Rm)}{\delta_{Rm}^2}$$

حيث ان معامل بيتا يتم احتسابه من الخطوات الآتية:

استخراج عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$Rm = \frac{T2-T1}{T1}$$

حيث ان:

Rm = عائد السوق العراق للأوراق المالية الشهري

T2 = عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للفترة الثانية

T1 = عائد مؤشر سوق العراق للأوراق المالية للفترة الأولى

استخراج عائد سهم الشركة من المعادلة الآتية:

$$Rs = \frac{P1-P0+Dij}{P0}$$

اذ ان:

Rs = عائد السهم

P0 = سعر الإفتتاح

P1 = سعر الإغلاق

Dji = توزيعات الأرباح

استخراج معدل عائد سهم الشركة من المعادلة الآتية:

$$\overline{Rs} = \frac{1}{n} \sum Rs$$

استخراج معدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$\overline{Rm} = \frac{1}{n} \sum Rm$$

استخراج معامل الارتباط بين معدل عائد سهم الشركة ومعدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$r_{Rs \cdot Rm} = \frac{\sum (Rs - \overline{Rs})(Rm - \overline{Rm})}{\sqrt{\sum (Rs - \overline{Rs})^2 \sum (Rm - \overline{Rm})^2}}$$

(الزبيدي، ٢٠١٢ ص ٥٥)

استخراج الانحراف المعياري لمعدل عائد سهم الشركة من المعادلة الآتية:

$$\sigma Rs = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum (Rs - \overline{Rs})^2}$$

استخراج الانحراف المعياري لمعدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$\sigma Rm = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum (Rm - \overline{Rm})^2}$$

استخراج معامل التباين المشترك بين معدل عائد سهم الشركة ومعدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$cov(Rs, Rm) = r_{Rs \cdot Rm} \sigma Rs \sigma Rm$$

استخراج تباين معدل عائد سوق العراق للأوراق المالية من المعادلة الآتية:

$$\sigma_{Rm}^2 = \frac{1}{n-1} \sum (Rm - \overline{Rm})^2$$

وبالتالي يتم استخراج معامل بيتا من خلال المعادلة الآتية:

$$\beta = \frac{cov(Rs, Rm)}{\sigma_{Rm}^2}$$

٢- **القرارات الاستثمارية واثرها على القيمة العادلة:** هو قرار ينجم عن تفضيل الاختيار بين أنواع مختلفة من الأدوات المالية ويتشكل هذا الاختيار بين اقتناء نقود او اصول مالية ومادية من صنف محدد او اصناف اخرى او اقتناء اسهم مختلفة، كما يمكن تعريف القرار الاستثماري انه القرار الذي يبني على اختيار بديل استثماري يمنح عائد أكبر للمستثمر من بديلين على الأقل ويتم اختيار القرار بعد اجراء تقييمات تختتم باختيار البديل المناسب وفقاً لطبيعة الاستثمار واهدافه. وان الاستثمار يتطلب معرفة وخبرة بجوانب سوق الاوراق المالية وكيفية تحقيق عوائد وارباح باقل درجة من المخاطرة، كذلك ان عملية التوقيت مهمة في تحقيق الاستثمار المناسب لانها ينتج عنها خسارة او ربح للمستثمر وان المعرفة باختيار التوقيت للبيع والشراء يستلزم خبرة ومعرفة، وان الهدف الرئيسي من الاستثمار تحقيق عوائد على الاموال المستثمرة.

٣- **انواع القرارات الاستثمارية:** يقابل المستثمر مواقف عدة تتطلب منه اتخاذ القرار الاستثماري السليم وان هذا القرار سوف يطبقه على العلاقة بين القيمة السوقية للسهم المستثمر فيه من جهة وقيمته العادلة من جهة اخرى وتتضمن قرارات الاستثمار ثلاث انواع:

**الاول، قرارات الشراء:** يتخذ المستثمر هذا القرار عندما يملك معلومات بان اسعار هذه الاسهم سوف تزيد عن قيمتها العادلة مما يولد لديه حافز للشراء لتحقيق ارباح رأسمالية من ارتفاع القيمة السوقية لهذه الأسهم عند بيعها.

**ثانياً، قرارات البيع:** يتخذ المستثمر هذا القرار عندما يمتلك معلومات تقول بان القيمة السوقية للاسهم اقل من قيمتها العادلة وهذا ما يجعله يتخذ قراراً بالبيع لان عند الاحتفاظ بالأسهم سوف يعرضه لخسارة.

**ثالثاً، قرارات عدم التداول:** يتخذ المستثمر هذا القرار عندما تصله معلومات بان القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها العادلة وبهذا يصبح السوق في حالة توازن وفيها يتم التوقف عن الشراء كذلك التوقف عن البيع لان المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع الارتفاع او الهبوط وهذا يعني ليس لديه توقع لتحقيق مكاسب رأسمالية كذلك ليس لديه توقعات عن المخاطرة في الوقت الراهن. لقد أجرى الكثير من الباحثين دراسات واختبارات اثبتت وجوب استخدام القيمة العادلة في تقييم القرارات الاستثمارية حيث قدمت دراسة (Rrinstein,1998&Green) وجوب تنفيذ المؤسسات استعمال القيمة العادلة كاستدلال للتقييم المحاسبي للأصول والالتزامات المالية. فيما بين (Rogerson,2000) أن استعمال منفذ القيمة العادلة في يدعم المؤسسات على اعداد القوائم المالية حول العالم ويطلب المؤسسات التي تهدف الى استعمال القيمة العادلة بتحديد الأصول والالتزامات تطرح لإعادة التقييم وغير ذلك في قوائمها المالية (Macve,2000:3&Horton)

اثبتت دراسة (Bradbury,2001) على وجوب تقييم الاصول المالية بالقيمة العادلة والاقرار بأي تذبذبات في هذه القيم في قائمة الدخل بغض النظر عن واقع تلك المنافع او الخسائر. وقد اوضحت دراسة الاتحاد الاوربي الى ضرورة التوجه الى اسلوب القيمة العادلة كأداة لارتقاء النشاط في المصارف والشركات مما يمنح تنفيذها صحة ووضوح أكثر للأوضاع المالية وطرق عملها اكثر من منهج التكلفة التاريخية. وقد نصح (Ebling,2001) بوجوب استعمال منفذ القيمة العادلة في تقييم الاصول والالتزامات للمؤسسات عوضاً عن التكلفة التاريخية سواء اكانت هنالك اخطاء في التقييم والتوقيت أم لم تكن ((Sapra,2004:2&Plantin).

**٥- مفهوم مؤشر مضاعف الربحية:** تعد نسبة سعر السهم الى ربحيته التي تسمى في اغلب الاحيان بنسبة مضاعف الربحية من المقاييس الاكثر استعمالاً بين مستخدمي القوائم المالية لمعرفة المعلومات لدى المؤسسة لمساعدتهم في عملية التقييم ومن هؤلاء المستخدمين المحللين الماليين والمستثمرين وغيرهم من المستخدمين لهذه القوائم وهذه النسبة تمثل القيمة السوقية للسهم الى ربحيته او عدد السنوات التي يمكن للمستثمر فيها ان يسدد مبلغ استثماره في سهم معين من خلال الربحية التي يحصل عليها في سنوات الاستثمار.

### المحور الثالث: تحليل بيانات مصرف بغداد الدولي واستخراج القيمة العادلة

اولاً: نبذة عن مصرف بغداد:

**مصرف بغداد:** تأسس مصرف بغداد كشركة مساهمة عراقية خاصة في (18 شباط 1992) برأسمال ابتدائي قدره (100 مليون دينار عراقي). وبدأ العمل بالبورصة في (12 سبتمبر 1992 م. مارس مصرف بغداد الأعمال المصرفية التجارية فقط. بعد ذلك، تم تعديل النظام الأساسي للبنك من قبل

البنك المركزي العراقي. سُمح له بممارسة خدمات مصرفية كاملة وشاملة، ونتيجة لذلك شهد البنك توسعاً وزيادة في رأس المال. في (2005) أصبح بنك الخليج المتحد والشركة العراقية القابضة مساهمين رئيسيين. في عام (2005) زاد رأس المال بشكل أكبر، مما سمح للبنك بتوسيع عملياته المصرفية الدولية داخل وخارج العراق. في عام 2009 استحوذ بنك برقان على حصة بنك الخليج المتحد، ليصبح أكبر مساهم. عززت المشاركة القيمة لبنك برقان من مكانة البنك في التنوع في الخدمات المصرفية الدولية مع التركيز على التكنولوجيا والخدمات التنافسية. في عام (2010) حصل مصرف بغداد على الموافقة النهائية الرسمية من كل من مصرف لبنان والبنك المركزي العراقي في تموز (يوليو) (2010) لفتح فرع يعمل بكامل طاقته في لبنان. مما وفر روابط أقوى للعمليات التجارية الدولية وأصبح مركزاً إقليمياً للتوسع المستمر للبنك. افتتح بنك بيروت رسمياً فرع بيروت عام (2010) (Bankofbag Baghdad.com.iq/our history).

**ثانياً: استخراج وتحليل بيانات مصرف بغداد:** يتم استخراج وتحليل بيانات مصرف بغداد كما في المعادلة الآتية:

$$V = \frac{m \times E}{1+K} \quad \text{لايجاد كل من (m) و (E) و (k)}$$

1- **ربحية السهم (E):** كانت ربحية السهم لسنة (0.263) في سنة 2012 وارتفعت الى (0.344) في سنة 2013 بسبب ارتفاع صافي الربح مع ثبات عدد الأسهم اما في سنة 2014 انخفضت ربحية السهم الى (0.188) وذلك لزيادة عدد الأسهم المصدرة انذاك، وانخفضت ربحية السهم الى (0.05) في سنة 2015 وذلك لانخفاض صافي الربح مع زيادة عدد الأسهم المصدرة لهذه السنة وارتفعت ربحية السهم في سنة 2016 الى (0.081) بالنسبة للسنة التي تسبقها وذلك لارتفاع صافي الربح مع ثبات عدد الأسهم المصدرة، وفي سنة 2017 انخفضت ربحية السهم الى (0.024) وذلك لإنخفاض صافي الربح مع ثبات عدد الأسهم المصدرة، وانخفضت ربحية السهم في سنة 2018 الى (0.017) وذلك لإنخفاض صافي الربح مع ثبات عدد الأسهم المصدرة وارتفعت ربحية السهم في 2019 بالنسبة للسنة التي تسبقها الى (0.029) وذلك لارتفاع صافي الربح مع ثبات عدد الأسهم المصدرة، في سنة 2020 ارتفعت ربحية السهم الى (0.081) بسبب ارتفاع صافي الربح لهذه السنة مع ثبات عدد الأسهم المصدرة، وارتفعت ربحية السهم لسنة 2021 الى (0.120) وذلك لإرتفاع صافي الربح مع ثبات عدد الأسهم المصدرة.

جدول (1) ربحية السهم

السنة	الربح القابل للتوزيع (الربح الصافي) مليون دينار	عدد الأسهم (مليون سهم)	ربحية السهم (E)
2012	29,638	112,900	0.263
2013	38,797	112,900	0.344
2014	32,847	175,000	0.188
2015	13,261	250,000	0.053
2016	20,245	250,000	0.081
2017	6,122	250,000	0.024
2018	4,152	250,000	0.017
2019	7,299	250,000	0.029
2020	20,200	250,000	0.081
2021	29,980	250,000	0.120

المصدر (من اعداد الباحثان بناء على بيانات هيئة الاوراق المالية العراقية).



2- تحليل مؤشر مضاعف الربحية (m): كان افضل مضاعف ربحية في سنة 2020 اذ بلغ (10.891) وكانت القيمة التالية كأفضلية في سنة 2021 اذ بلغ (17.178) وتدرج القيمة الثالثة كأفضلية في سنة 2013 اذ بلغ (11.989) والقيمة الرابعة كأفضلية في سنة 2012، اذ بلغ (13.714) والقيمة الخامسة في سنة 2014 اذ بلغ (16.516)، وكانت قيمة مضاعف الربحية كأفضلية سادسة (20.552) في سنة 2019 والافضلية السابعة في سنة 2016، اذ بلغ (22.475) والافضلية الثامنة كانت في 2018 اذ بلغ (34.922) والافضلية التاسعة في سنة 2015 اذ بلغ (44.115) وكانت القيمة العاشرة له كأفضلية في سنة 2017 اذ بلغ (49.816).

جدول (2) مضاعف الربحية

السنة	القيمة السوقية للسهم	مضاعف قيمة السهم	ربحية السهم	مضاعف الربحية (m)
2012	1	3.6	0.263	13.714
2013	2.060	4.12	0.344	11.989
2014	1.550	3.1	0.188	16.516
2015	1.170	2.34	0.053	44.115
2016	0.910	1.82	0.081	22.475
2017	0.610	1.22	0.024	49.816
2018	0.290	0.58	0.017	34.922
2019	0.300	0.6	0.029	20.552
2020	0.440	0.88	0.081	10.891
2021	1.030	2.06	0.120	17.178

المصدر (من اعداد الباحثان بناءً على مخرجات الحاسبة الالكترونية).

3- تحليل معدل العائد المطلوب (K)، يبدأ تحليل معدل العائد المطلوب في جدول (6) من تحليل معدل عائد السوق في جدول (3) وعائد السهم في جدول (4) ومعامل بيتا في جدول (5) اذ ان اعلى معدل عائد للسوق كان في 2021 واقل معدل كان في 2015 وان هذا الاختلاف في العوائد جاء نتيجة الاختلاف بين حركات الاغلاق الفصلية لمؤشر سوق العراق لسنوات البحث وان اعلى معدل عائد للسهم في مصرف بغداد كان في سنة 2021 واقل عائد للسهم في 2018 وجاء هذا الاختلاف في العوائد نتيجة الاختلاف في اسعار الاغلاق والافتتاح لمصرف بغداد وكان معامل بيتا في سنوات 2012 و2013 و2014 و2015 و2016 و2017 و2018 و2019 و2021 اكبر من الواحد الصحيح مما يعني ان عائد السهم معاكساً لعائد السوق وان عائد السهم اكبر من عائد السوق مما يعني ان مخاطرة هذه الاسهم اكبر من مخاطرة السوق وان معدل العائد المطلوب لهذه الاسهم اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة (سالباً) وهذا يعني ان الاستثمار بهذه الاسهم يعد مخاطرة كبيرة ولا يكفي معدل العائد المطلوب لتحمل هذه المخاطرة وهذا يجعل المستثمر غير منجذباً لهذا الاستثمار، وفي سنة 2020 كان معامل بيتا اقل من الواحد الصحيح مما يعني ان عائد السهم اقل من عائد السوق لكن معدل العائد المطلوب اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة (سالباً) وهذا لا يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار.

جدول (3) عائد السهم السنوي (Rs)

السنة	سعر الإغلاق P1	سعر الإفتتاح P0	توزيعات الأرباح Dig	عائد السهم الفصلي (Rs)	معدل عائد السهم السنوي (Rs)
2012-3-31	2.600	3.480		-0.253	
2012-6-30	2.300	2.600		-0.115	
2012-9-31	1.450	2.300		-0.370	
2012-12-31	1.800	1.450	0	0.241	-0.124
2013-3-31	1.820	1.800		0.011	
2013-6-31	2.000	1.820		0.099	
2013-9-31	1.550	2.000		-0.225	
2013-12-31	2.060	1.550	0	0.329	0.054
2014-3-31	1.920	2.060		-0.068	
2014-6-31	1.540	1.920		-0.198	
2014-9-31	1.700	1.540		0.104	
2014-12-31	1.550	1.700	0.11	-0.024	-0.046
2015-3-31	1.270	1.550	0.08	-0.129	
2015-6-31	1.580	1.270		0.244	
2015-9-31	1.500	1.580		-0.051	
2015-12-31	1.170	1.500	0	-0.220	-0.039
2016-3-31	0.810	1.170		-0.308	
2016-6-31	0.790	0.810		-0.025	
2016-9-31	0.760	0.790		-0.038	
2016-12-31	0.910	0.760	0	0.197	-0.043
2017-3-31	0.950	0.910		0.044	
2017-6-31	0.670	0.950		-0.295	
2017-9-31	0.760	0.670		0.134	
2017-12-31	0.610	0.760	0.07	-0.105	-0.055
2018-3-31	0.620	0.610		0.016	
2018-6-31	0.420	0.620		-0.323	
2018-9-31	0.410	0.420		-0.024	
2018-12-31	0.290	0.410	0	-0.293	-0.156
2019-3-31	0.240	0.290		-0.172	
2019-6-31	0.340	0.240		0.417	
2019-9-31	0.300	0.340		-0.118	
2019-12-31	0.300	0.300	0	0.000	0.032
2020-3-31	0.300	0.300		0.000	
2020-6-31	0.350	0.300		0.167	
2020-9-31	0.370	0.350		0.057	
2020-12-31	0.440	0.370	0	0.189	0.103
2021-3-31	0.650	0.440		0.477	
2021-6-31	0.620	0.650		-0.046	
2021-9-31	0.810	0.620		0.306	
2021-12-31	1.030	0.810		0.272	0.252

المصدر (من اعداد الباحثان بناءً على النشرات الفصلية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية العراقية).

جدول(4) معامل بيتا

السنة	معدل عائد السهم السنوي (Rs)	معدل عائد السوق السنوي (Rm)	الانحراف المعياري لعائد السهم	الانحراف المعياري لعائد السوق	تباين عائد السوق	معامل الارتباط	التباين المشترك	معامل بيتا
2012	-0.124	-0.019	0.26488	0.07214	0.00520	0.57388	0.01097	2.10712
2013	0.054	-0.025	0.22901	0.01535	0.00024	0.62790	0.00221	9.36965
2014	-0.046	-0.049	0.12454	0.06962	0.00485	0.89965	0.00780	1.60946
2015	-0.039	-0.087	0.20095	0.16114	0.02597	0.90129	0.02918	1.12396
2016	-0.043	-0.020	0.20672	0.15528	0.02411	0.94928	0.03047	1.26377
2017	-0.055	-0.025	0.18765	0.07329	0.00537	0.92927	0.01278	2.37942
2018	-0.156	-0.030	0.17666	0.08132	0.00661	0.56559	0.00812	1.22872
2019	0.032	-0.005	0.26657	0.09270	0.00859	0.88674	0.02191	2.54977
2020	0.103	0.010	0.08980	0.09192	0.00845	0.30650	0.00253	0.29943
2021	0.252	0.030	0.21832	0.06123	0.00375	0.56188	0.00751	2.00339

المصدر (من اعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج spss).

جدول (5) معدل العائد المطلوب

السنة	معدل عائد السوق	معامل بيتا	معدل العائد الخالي من المخاطرة (Rf)	معدل العائد المطلوب (K)
2012	-0.019	2.107	0.04	-0.084
2013	-0.025	9.370	0.04	-0.565
2014	-0.049	1.609	0.04	-0.103
2015	-0.087	1.124	0.04	-0.103
2016	-0.020	1.264	0.04	-0.035
2017	-0.025	2.379	0.04	-0.116
2018	-0.030	1.229	0.04	-0.045
2019	-0.005	2.550	0.04	-0.074
2020	0.010	0.299	0.04	0.031
2021	0.030	2.003	0.04	0.020

المصدر ( من اعداد الباحثة بناءً على مخرجات الحاسبة الإلكترونية)

#### 4- استخراج وتحليل القيمة العادلة لمصرف بغداد الدولي باستخدام مؤشر مضاعف الربحية:

ويتضح من خلال تطبيق مؤشر مضاعف الربحية ان القيمة العادلة للسهم ولجميع سنوات البحث اكبر من القيمة السوقية للسهم لمصرف بغداد ومن المناسب في هذه الحالة شراء الأسهم وذلك لتوقع المستثمر ان تصل القيمة السوقية الى قيمتها العادلة وهي تحقق للمستثمر بهذه الأسهم الربح في حال الاحتفاظ بها، لكن تحقق خسارة في حالة بيعها ويتضح تأثير تطبيق القيمة العادلة في عدد الصفقات (عدد العقود) اذ ان عدد العقود في 2012 و2013 و2014 و2021 و2016 و2017 و2018 ازدادت بالنسبة للسنوات التي تسبقها وهذا اختيار كفاء من المستثمرين لان القيمة العادلة اكبر من القيمة السوقية اما في سنة 2015 و2019 و2020 تراجعت عدد العقود بالنسبة للسنة التي تسبقها وقد يعود ذلك الى قلة الوعي الاستثماري للمستثمرين او اسباب اقتصادية ادت الى عدم الاقبال الى هذه الاسهم في هذه السنوات.

جدول (6) القيمة العادلة

السنة	مضاعف الربحية (m)	ربحية السهم (E)	معدل العائد المطلوب (K)	القيمة العادلة (V)	القيمة السوقية للسهم	عدد الصفقات
2012	13.714	0.263	-0.084	3.930	1	7494
2013	11.989	0.344	-0.565	9.465	2.060	9594
2014	16.516	0.188	-0.103	3.454	1.550	9760
2015	44.115	0.053	-0.103	2.609	1.170	7634
2016	22.475	0.081	-0.035	1.887	0.910	9745
2017	49.816	0.024	-0.116	1.380	0.610	10002
2018	34.922	0.017	-0.045	0.608	0.290	10949
2019	20.552	0.029	-0.074	0.648	0.300	6183
2020	10.891	0.081	0.031	0.853	0.440	6892
2021	17.178	0.120	0.020	2.019	1.030	10072

المصدر (من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات الحاسبة الإلكترونية).

#### الاستنتاجات والتوصيات

##### الاستنتاجات:

١- نلاحظ انخفاض القيمة السوقية لأسهم المصارف عينة البحث مقارنة مع القيمة العادلة لها وهذا ما يوضح ان هذه الأسهم مقيمة بأقل مما ينبغي وان هذا الأمر يعكس بدوره ضعف كفاءة سوق العراق للأوراق المالية.

٢- ان تحليل القيمة العادلة للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية أكد وجود انحرافات كبيرة بينهما في مصرف بغداد وهي تدل على وجود اخطاء كبيرة في تسعير الأسهم أي ان الأسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة.

٣- اثبت مؤشر مضاعف الربحية اهميته لدى استخدامه في عملية تقييم القيمة العادلة للأسهم في مصرف بغداد كونه يتحدد بجميع المتغيرات المتعلقة بنشاط المصرف والتي انعكست في النهاية في القيمة العادلة.

#### التوصيات:

1- وضع لجنة في سوق العراق للأوراق المالية وظيفتها تحليل قيم اسهم الشركات على مدد متقاربة (٦) اشهر تكون على اطلاع على ما اذا كانت القيم السوقية متقاربة او متساوية مع القيم العادلة لها وهذا سينفع المستثمرين المقبلين على الاستثمار في هذه الشركات ويزيد ثقتهم باحتمال عدم حدوث خسائر مستقبلية لانهم على دراية بنشاطات الشركة وان الاسهم مقيمة بالشكل الصحيح لها كونها ليست اعلى أو ادنى من القيم العادلة لها، فضلا عن امكانية الافصاح عن القيمة العادلة للشركات المدرجة ضمن نشرات وتقارير السوق.

2- على ادارة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ان تضع موظفين كفاء موثوقين في المراكز المهمة في الشركة وذلك لحماية الشركة من تسريب المعلومات المتعلقة بها بما يؤدي الى انحراف القيم السوقية عن قيمها العادلة.

3- ضرورة استخدام مؤشر مضاعف الربحية في تقييم القيمة العادلة للأسهم العادية وذلك لإثباته صلاحيته في قياس القيمة العادلة للأسهم والحصول على نتائج ملحوظة في عملية التقييم فهو من المؤشرات الاساسية في سوق الاوراق المالية.

#### المصادر/العربية References

#### أ- الكتب

- 1- الزبيدي، حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للطباعة والنشر، عمان ٢٠٠٢.  
ب- الاجنبية

#### A- Books

- 1- Brealey, Richard A, Myers, Stewart C. & Allen, Franklin, Principle of Corporate Finance, 8thed, McGraw – Hill Irwin, 2007.  
2- Landsman, W., Fair Value Accounting for Financial Instruments: some Implications for bank Regulation, 2006.  
3-Joehnk,MichaelD.,&LawrenceJ.,Gitman,PLANINGYOUR PERSINAL FINANCES, 11th ed,South-Western,2008.  
4-Horton, Joanne & Macve, Richard, Fair Value for Financial Instruments Howe Rasing Theory Lading Too Unworkble Global Accounting Standars for Perform Abc Rereporting, Vol. 11, No2, 2000.  
5- Plantin, Guillaume & Hareh, Sagra, Fair Value Reporting Standards and Market Volatility, London School of Economics, 2004.