

اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم دراسة تطبيقية

م. د. شذى عبد الحسين جبر*

المستخلص:

يهدف البحث الحالي الى اختبار نموذج التقييم المحاسبي لغرض تفسير القيمة الحقيقية للسهم الواحد ومقارنته مع نموذج النقد المعادل للسهم الواحد ومن ثم مقارنة نتائج النموذجين مع القيمة السوقية للسهم الواحد ، وقد تم تطبيق النموذجين على عينة مكونة من ستة عشر مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (2004-2007).

وتوصل البحث الى عدد من الاستنتاجات أهمها ان تطبيق نموذج التقييم المحاسبي يعطي نتائج أفضل من أنموذج النقد المعادل للسهم في تفسير الفروقات في القيمة السوقية للسهم الواحد في سوق العراق للأوراق المالية .

Abstract

The present research aimed the Accounting Efor the purpose of interpreting the real value per share and compared with the model cash equivalents per share and then compare the results of the two models with the market value per share, has been applied to the two models on a sample of sixteen of the banks listed in the Iraqi market for securities Finance for the period (2004 -2007).

The research found a number of conclusions that the most important application of the accounting evehiatiem model gives better results than the model cash equivalents gives per share, in the interpretation of differences in market value per share in the Iraqi market for finance .

المقدمة:

يلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية ، لما يمثله من عامل جذب لمدخرات المستثمرين ، لذلك فان نجاح ذلك السوق يتطلب توفير قدر اكبر من البيانات ، والمعلومات المحاسبية عن الشركات مع نشر المعلومات والمؤشرات التي تعكس الحالة الاقتصادية للشركات حتى يتسنى للمتعاملين اختيار افضل الاستثمارات المتاحة من ناحية ، وتخفيض عملية المضاربة من ناحية اخرى . وتعد عملية تقييم المعلومات المحاسبية لاغراض اتخاذ القرارات احد الاهداف الرئيسية للتقارير المالية ، وتلعب

* الكلية التقنية الإدارية/قسم التقنيات المالية والمحاسبية

مقبول للنشر بتاريخ 2011/10/19

المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في عملية ادارة الوحدات الاقتصادية ، اذ تقوم بتزويد جميع الاطراف سواء كانوا داخل او خارج هذه الوحدات بمعلومات تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وبالنظر لتطور وسائل القياس وتشغيل وتحليل البيانات باستخدام أنظمة الكمبيوتر ادى الى اتاحة العديد من النماذج المختلفة والتي تستخدم لأغراض عديدة منها التنبؤ بأسعار الاوراق المالية وخاصة الاسهم التي يمكن ان يستفاد منها المستثمرين عند شراء او بيع تلك الاسهم ، وكذلك زيادة قدرة البيانات والمعلومات المحاسبية على الوفاء بالاحتياجات المطلوبة من المعلومات عند اتخاذ قرار الاستثمار بالاسهم .

ويمثل التقييم على اساس خصم المقسوم النقدي الاساس النظري الملائم لتفسير العلاقة بين المعلومات المحاسبية واسعار الاسهم ، اذ يفترض النموذج وجود علاقة ارتباط قوية بين الارباح المحاسبية من ناحية ومقسوم الارباح النقدي من ناحية اخرى ، ولكنه لايعتمد على قيم محاسبية اصلية ، ولغرض الاستفادة من القيم المحاسبية الموجودة قدم الباحث (Ohlson,1995) نموذج محاسبي لتقييم الاسهم يعتمد على الارباح وحق الملكية ، وهذا النموذج يربط الارباح والقيمة الدفترية لحق الملكية بالقيمة الحقيقية للاسهم.

ويعتمد البحث على تقدير القيمة الحقيقية لاسهم عينة من المصارف العراقية باستخدام نموذج (خصم الارباح) او النموذج المحاسبي للتقييم او مايسمى بنموذج (Ohlson,1995)، وربطها بأسعار الاسهم السوقية مقارنة القيمة الحقيقية للسهم وذلك للتعرف على مايمكن ان تضيفه القيم المحاسبية المتمثلة بالارباح والقيم الدفترية للاسهم لتفسير القيمة الحقيقية للاسهم . ويعتمد النموذج على احلال القيم المحاسبية لحق الملكية وصافي الربح محل القيم المالية المتمثلة في مقسوم الارباح للسهم الواحد وذلك لاننتاج نموذج محاسبي لتقييم الاسهم.

ولاجل تحقيق اهداف البحث تم تقسيمه الى اربعة مباحث ، الاول يتناول منهجية البحث والمبحث الثاني تم تخصيصه لتناول متغيرات ونماذج البحث نظريا ، وخصص المبحث الثالث للتحليل التطبيقي واختبار فرضية البحث ، اما المبحث الرابع فقد خصص للاستنتاجات والتوصيات الخاصة بالبحث .

المبحث الاول

أولاً : مشكلة البحث :

تتمن مشكلة البحث في ضرورة اختبار مدى ملائمة الأنموذج المحاسبي الذي يعتمد على القيم المحاسبية كالإرباح والقيم الدفترية للأسهم لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم والقيم الحقيقية لها لانها تعكس أداء الشركات بصورة أفضل مما يعكسه مقسوم الإرباح للسهم الواحد لتفسير القيم الحقيقية لها. فضلاً عن ذلك هناك القليل من الدراسات العربية والعراقية التي تناولت دراسة وتحليل النموذج المحاسبي لتقييم الأسهم الذي قدمه (Ohlson,1995) واختباره ميدانياً وهذا ما يدعو الى المزيد من التحليل والاختبار الميداني في البيئة العربية عموماً والعراقية بصورة خاصة.

لذلك تتمثل مشكلة البحث الحالي في الإجابة عن التساؤل الآتي :

(هل تفسر المعلومات المحاسبية المتمثلة (بالنموذج المحاسبي في التقييم) القيمة الحقيقية للسهم العادي أفضل مما تفسره المعلومات المالية المتمثلة بنموذج النقد المعادل للسهم (النموذج التقليدي في التقييم) في السوق المالية العراقية؟)

ثانياً : أهداف البحث :

يهدف البحث الآتي الى تحقيق ما ياتي:

1. تقديم النموذج المحاسبي للتقييم وتحليل الجوانب النظرية والرياضية له وعلاقته بنموذج النقد المعادل للسهم (التقليدي) المستمدة من نظرية الاستثمار.
2. تحليل القيم المحاسبية المتمثلة في الإرباح للسهم الواحد والقيمة الدفترية للسهم الواحد للشركات عينة البحث.
3. تطبيق نماذج القيمة الحقيقية للأسهم العادية (النموذج التقليدي والنموذج المحاسبي) في البيئة المالية العراقية المتمثلة في سوق العراق للأوراق المالية.
4. تقدير القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث باستخدام النموذج التقليدي (نموذج النقد المعادل للسهم).
5. تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث باستخدام النموذج المحاسبي للتقييم (النقد المعادل للسهم)
6. تحديد العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية باستخدام النموذجين .

7. اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في البيئة الاستثمارية العراقية المتمثلة بسوق العراق للاوراق المالية.
8. تفسير القيمة الحقيقية لاسهم الشركات عينة البحث من خلال مقارنته مع القيمة السوقية للنموذجين.

ثالثاً : أهمية البحث :

تعد سوق الأوراق المالية من أهم الركائز الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية فهي تمثل حلقة الوصل التي تمر من خلالها مدخرات الأفراد وتقديمها للوحدات الاقتصادية ليتم توظيفها في إنتاج السلع والخدمات ذات المنفعة الاقتصادية ويرتكز نجاح أداء تلك الأسواق على كفاءة السوق من حيث دقة المعلومات المتوفرة للمستثمر والشركات والدولة في ان واحد.

وتعتمد سوق الاوراق المالية في تغذية نظام المعلومات بها على مدى توافر المعلومات الاقتصادية عن الشركات وذلك بهدف مساعدة المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية الخاصة بالاسهم وتتعدد مصادر الحصول على هذه المعلومات ومن اهمها المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم والتقارير المالية للشركات المساهمة.

وتلعب المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في خدمة وتطوير سوق الاوراق المالية وذلك عن طريق توفير كافة المعلومات التي تهتم المتعاملين في السوق المالية كما تمثل المعلومات المحاسبية جزءاً أساسياً من المعلومات التي تساهم في انشاء هيكل الاسعار النسبي للاوراق المالية ، كما تلعب دوراً هاماً في تخفيض الموارد المحدودة بين المشروعات الاستثمارية المختلفة وفي توزيع الاوراق المالية بين المستثمرين وكذلك تستخدم بعد معالجتها بنماذج رياضية واحصائية لقياس مخاطر الادارة الاوراق المالية ولتقييم الاسعار الحقيقية للاسهم.

رابعاً : فرضية البحث :

للبحث فرضية رئيسية واحدة تنص على:-
(تفسر المعلومات المحاسبية المتمثلة (بالنموذج المحاسبي في التقييم) القيمة الحقيقية للسهم العادي افضل مما تفسره المعلومات المالية المتمثلة (بنموذج النقد المعادل للسهم الواحد) في السوق المالية العراقية ؟).

خامساً : الأساليب المستخدمة في البحث :

1. الأساليب المالية:

أ. أنموذج النقد المعادل للسهم (النموذج التقليدي): ويحسب من خلال المعادلة (1) الاتية
(Dennis & French , 1984: 3):

$$1. P = \frac{CEPS_{t+1}}{K + gCEPS}$$

اذ ان:

$P =$ القيمة الحقيقية للسهم.

$CEPS =$ النقد المعادل للسهم الواحد المتوقع

$gCEPS =$ معدل النمو في النقد المعادل للسهم ، ويحسب g وفق الصيغة (2) الاتية:

$$2. g = \frac{gEPSt - gCEPSt-1}{gCEPSt-1}$$

$K =$ معدل العائد المطلوب ، ويحسب وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الراسمالية في المعادلة (3) ، وهو نفسة يستخدم في النموذجين الحاليين للبحث (Weston, et:al, 1996: 578):

$$3. K = RF + Bi(Rm^- - Rf)$$

اذ ان : $Rf =$ معدل العائد الخالي من المخاطرة ، واحتسب وفق معدل الفائدة على ودائع التوفير في المصارف العراقية كمعدل فائدة خالي من المخاطرة وبلغ متوسطها (7%) خلال مدة البحث .

$Bi =$ معامل بيتا ويحسب وفق المعادلة (4) الاتية (Levy & Sarent, 1988: 19):

$$Cov(Rit , Rmt)$$

$$4. \beta = \frac{\text{Cov}(R_{it}, R_{mt})}{\delta^2 m}$$

أذ ان :

$\text{Cov}(R_{it}, R_{mt})$ = التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق

$\delta^2 m$ = تباين عائد محفظة السوق

R_{it} = معدل عائد السهم العادي | في السنة t

R_{mt} = معدل عائد محفظة السوق في السنة t ، وبحسب وفق المعادلة (5) الآتية :

$$\sum R_j$$

$$5. R_m = \frac{\sum R_j}{n}$$

أذ ان : n = عدد الشركات

R_j = مجموع العوائد الشهرية للشركات مجال الدراسة وبحسب وفق الصيغة (6) الآتية (العلي، 1997، 14)

$$E(R_{jt}) = \frac{\sum_{t=1}^n R_{jt}}{n} \quad 6.$$

n = عدد الأشهر الخاضعة للتحليل .

R_{it} = معدل العائد المتوقع للسهم الواحد وبحسب وفق المعادلة (7) الآتية (Siegel & Shim , 1986:120)

$$7. R_{it} = D_{it} + \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}}$$

R_{it} = عائد السهم i للفترة t .

D_{it} = مقسوم الأرباح لسهم الشركة i للفترة t .

P_{it} = السعر السوقي لسهم الشركة i للفترة t .

P_{i0} = السعر السوقي لسهم الشركة i للفترة 0 .

ب. نموذج التقييم المحاسبي: وبحسب وفقا للصيغة (8) الآتية (Ohlson ,1995: 613-614)

$$8. \left[V_t = P_0 = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [X_t^a]}{(1+r)^i} \right]$$

bt = القيمة الدفترية للاسهم في نهاية السنة t وبحسب وفق الصيغة (9) الآتية (Siegel & Shim , 1986: 65)

$$9. bt = \frac{NE}{n}$$

X_t^a = الربح المتبقي للسهم الواحد في نهاية السنة المالية وبحسب وفق الصيغة (10) الآتية (Stickney (and Weil,2000,88

$$10. X_t = \frac{NI}{n}$$

أذ ان :

NI = صافي ربح الشركة خلال السنة .

n = عدد الفترات الخاضعة للتحليل (أشهر السنة) .

r = معدل العائد المطلوب وهو نفسه يستخدم في احتساب نموذجي البحث .

2. الاساليب الاحصائية:

أعتمد البحث في تحليل البيانات على مجموعة من الاساليب الاحصائية لتحقيق أهدافه وأختبار صحة فرضياته ومنها الانحراف المعياري (S) وأنموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير المعاملات ومعامل الارتباط لتحديد العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم الواحد ومعامل التحديد (R^2) لتفسير اختلافات اسعار الاسهم للمصارف عينة البحث مرة على اساس القيمة الحقيقية المحسوبة وفق نموذج التقييم

المحاسبي ، ومرة على اساس نموذج النقد المعادل للسهم الواحد ، والاختبار (F و T) لاختبار فرضيات البحث وقياس معنوية النموذجين وقد تمت معالجة البيانات احصائيا لاستخراج النتائج بأستخدام البرنامج الاحصائي الجاهز (SPSS) .

ساساً : مجال البحث :

اختير سوق العراق للاوراق المالية كمجتمع للبحث ، وتم اختيار قطاع المصارف كعينة للبحث ذلك لانه الاكثر نشاطاً من القطاعات الاخرى خلال مدة الدراسة الممتدة بين (2004 - 2007) وفقاً للبيانات المنشورة في دليل سوق العراق للاوراق المالية ، كما ان حساباتها متاحة للسنوات المشمولة بالبحث (2007-2004). وقد شملت العينة المصارف في الجدول الاتي:

اسم المصرف	ت	اسم المصرف	ت
مصرف سومر التجاري	9	مصرف الاستثمار العراقي	1
مصرف بغداد	10	مصرف الاقتصاد والاستثمار	2
مصرف بابل	11	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	3
مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	12	المصرف الاهلي العراقي	4
مصرف دار السلام للاستثمار	13	مصرف الائتمان العراقي	5
مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	14	مصرف الخليج التجاري	6
المصرف التجاري العراقي	15	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	7
المصرف العراقي الاسلامي	16	مصرف الشمال	8

وقد تم استبعاد مصرفي كوردستان ومصرف اشور الدولي لانها ادرجت بالسوق عام 2006 ، وكذلك مصرف الاتحاد العراقي للاستثمار لعدم اكتمال بياناته خلال مدة التحليل .

سابعاً : الدراسات السابقة:

1. دراسة Ohlson 1995 (Earnings, book values, and dividends in) (equity valuation)

هذه الدراسة كانت تحت عنوان (الارباح ، القيمة الدفترية ، المقسوم في تقييم الملكية) واعتمدت على ربط الارباح والمقسوم والقيمة الدفترية لحق الملكية مع القيمة الحقيقية للسهم ، وذلك للوصول الى مدى ملائمة النموذج لتفسير التغيرات التي تطرأ على اسعار الاسهم. واسفرت نتائج الدراسة عن ان المعلومات المحاسبية تنعكس في القيمة الحقيقية للاسهم بشكل افضل مما تعكسه المعلومات الاخرى غير المحاسبية، وقد اثبت التحليل ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج الذي يعتمد على القيمة الدفترية للسهم ويعد نموذج Ohlson احد نماذج الدخل المتبقي لفهم العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقيمة الشركة.

2. دراسة Myers 1999 (Implementing residual income valuation with linear information dynamics)

عنوان هذه الدراسة هو (تأثير تقييم الربح المتبقي مع تحركات المعلومات الخطية) اختبرت الدراسة اربعة نماذج للتنبؤ بالربح المستقبلي واستخدام نتيجة كل نموذج في تقدير القيمة الحقيقية للسهم . وتم اختبار القوة التفسيرية للقيمة الحقيقية لكل نموذج مع القوة التفسيرية للقيمة الدفترية والربح معاً. اعتمدت على المعلومات غير المحاسبية المتاحة في السوق وافترضت ان المعلومات غير المحاسبية وتطور الانتاج وغيرها من المعلومات الاقتصادية تؤثر في الارباح المستقبلية وحسب طبيعة المعلومة ، واذا ما تم عزل اثر هذه المعلومات عن الارباح المتوقعة بموجب المعلومات المحاسبية الماضية فان ذلك يساعد في قياس المعلومات الاخرى. واثبتت النتائج ان القوة التفسيرية للنموذج المبني على القيمة الحقيقية المقررة وفقاً للنموذج.

3. دراسة Weal 2004 (Market Reaction to Annual Earnings Announcements: The Case of Euronext Paris)

عنوان (ردة فعل الاسواق للاعلان عن الارباح السنوية) وتناولت الدراسة دور المعلومات المحاسبية لتلك المعلومات وذلك من خلال وسرعة استجابة اسعار الاسهم لتلك المعلومات وذلك من خلال مقارنة الارباح للسهم وعدد المحللين الماليين الذين يغطون اي مقارنة الارباح للسهم الواحد ،

وصنفت الدراسة الاحداث الخاصة بالارباح الى ثلاثة انواع من الانباء هي جيدة وغير جيدة ومعذومة وذلك وفقاً لتوقعات المحللين بالارباح . وتوصلت الدراسة الى ان الاستجابة السريعة للاسعار تعكس انباء جيدة والاستجابة غير السريعة تعكس انباء غير جيدة.

4. دراسة Cheng 2005 (What determines residual income)

قدمت هذه الدراسة بعنوان (ماذا يحدد الربح المتبقي) ، و أكد الباحث على ان قيمة الشركة هي دالة للقيمة الدفترية لحق الملكية (راس المال المستثمر) والقيمة الحالية للدخل المتبقي المتوقع وعلى وفق الصيغة (9) الآتية:

$$V_t = B_v t + P_v (RI) \dots (9)$$

أذ ان :

V = قيمة الشركة للفترة t

$B_v t$ = القيمة الدفترية لحق الملكية للفترة t

$P_v(RI)$ = القيمة الحالية للدخل المتبقي

وتوصلت الدراسة ان النموذج المقترح للتقييم هو نموذج مفضل على النماذج السابقة ولكن تعميمه في بيانات اخرى.

المبحث الثاني الجانب النظري

أولاً : نموذج النقد المعادل للسهم

قدم Merrett & Newbould عام 1982 نموذج النقد المعادل للسهم الذي استخدم فيه ربحية السهم الواحد ESP بدلاً من مقسوم الارباح للسهم الواحد (Merrett & Newbould, 1982:5) ، اي انه اخذ الارباح المحتجزة بنظر الاعتبار بالاضافة الى مقسوم الارباح وذلك لتوفير مقاييس دقيقة في التحليل العلمي للاستثمار او تمثل الارباح المحتجزة مصدر من مصادر التمويل منخفض الكلفة مقارنة بمصادر التمويل الاخرى وهي تعادل كلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك الاموال في مجالات اخرى بالاضافة الى انه ليس لها كلف اصدار (Brealey & Myers, 1996: 364) . ويؤدي استخدامها الى زيادة ربحية راس المال وزيادة العائد على السهم الواحد ، كما توفر مصدرًا جاهزاً للنقد وتحسب القيمة الحقيقية للسهم وفقاً لنموذج النقد المعادل للسهم الواحد من خلال الصيغة (10) الآتية (Dennis & French , 1984 : 3) :

$$P_0 = \frac{CEPS_{t+1}}{K - g_{CEPS}}$$

أذ ان : P_0 = القيمة الحقيقية للسهم

$CEPS_{t+1}$ = النقد المعادل للسهم الواحد المتوقع (ويمثل ربحية للسهم الواحد)

K = معدل العائد المطلوب

g_{CEPS} = معدل النمو في النقد المعادل للسهم الواحد

يستهدف النموذج تقدير التدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار في ورقة مالية والتي تخصم بمعدل خصم يتلائم مع درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار وذلك لتحديد القيمة الحقيقية لتلك الورقة المالية (Jones , 1994: 272) ، ويقوم هذا النموذج على ان القيمة الحقيقية لاي استثمار لاتخرج عن كونها القيمة المالية للمكاسب المستقبلية (Aragon, 1989: 146) . ويتطلب تقدير القيمة الحقيقية للسهم (P_0) تحديد كلاً من حجم التدفقات النقدية المتوقعة وتوقيتها ومعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ليتم بعد ذلك مقارنة القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته السوقية ليتم في ضوء تلك المقارنة اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه (Jones , 1996 : 440).

معدل العائد المطلوب:

عبارة عن المعدل المؤكد الحصول عليه ، اي انه لا يحمل اي درجة من درجات عدم التحقق ، او هو عبارة عن المقدار الذي يطلبه المستثمر ثمناً للمخاطرة المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا او ذلك الاستثمار او هو عبارة عن العائد الاضافي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة مقابل التضحية بالاستهلاك المالي (الشوورة، 2008 : 39).

وبذلك يكون معدل العائد المطلوب دالة لمعدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة ويمثل العائد الخالي من المخاطرة بالعائد على سندات الخزنة ، اما علاوة المخاطرة فهي التعويض الاضافي الذي يطلبه المستثمر عن شراءهم الموجودات ذات المخاطرة (Jones, 2000: 405) ، ويستخدم نموذج تسعير

الموجودات الراسمالية لحساب معدل العائد المطلوب وفقاً لنموذج تسعير المصحة ذات الاسمالية فر الصيغة
(11) الاتية (Weston, et:al, 1996: 578):

$$r(K) = R_t + \beta (R^m - R_f) \dots \dots (11)$$

اذ ان :

$r(K)$ = معدل العائد المطلوب على السهم الواحد

R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة

R^m = معدل عائد المحفظة

ويطلب احتساب معدل العائد على الاستثمار في الاسهم العادية وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الراسمالية تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة ، وكذلك علاوة مخاطرة السوق المالية ومعامل المخاطرة النظامية للسهم العادي (بيتا) ويقاس معدل العائد الخالي من المخاطرة لمعدل العائد على الاستثمارات الحكومية او معدل العائد على ودائع التوفير (Sharp & Alexander, 1990 : 16)

اما معامل بيتا فيمثل التباين المشترك بين عائد السهم العادي وعائد محفظة السوق مقسوماً على تباين عائد محفظة السوق وفق الصيغة (12) الاتية: (Levy & Sarent, 1988: 19)

$$\beta = \frac{COV(X_1, X_m)}{\delta^2 m} \dots \dots (12)$$

اذ ان :

$COV(X_1, X_m)$ = التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق

$\delta^2 m$ = تباين عائد محفظة السوق

$X_i t$ = معدل عائد السهم العادي | في السنة t

$X_m t$ = معدل عائد محفظة السوق في السنة

ثانياً : نموذج التقييم المحاسبي :

قدم (Ohlson, 1995) نموذج محاسبي لتقييم الاسهم العادية يعتمد على حق الملكية وبالإضافة الى انه يعكس القياسات المحاسبية صراحة فانه يربط الارباح والتوزيعات والقيمة الدفترية لحق الملكية بالقيمة الحقيقية للسهم (Richardson & Tinaikar, 2004: 223-255). والصيغة الأكثر عمومية للنموذج هو أن قيمة الشركة دالة إلى القيمة الدفترية لحق الملكية (رأس المال المستثمر) والقيمة الحالية للدخل المتبقي المتوقع (Penman, 2004, 165). ويعتمد النموذج على الافتراضات الاتية (Ohlson : 1995: 613-614):

1. ان القيمة السوقية للمنظمة تتحدد وفقاً للقيمة الحالية لمقسوم الارباح المتوقع في المستقبل ويعبر عن هذا النموذج بالعلاقة (13) الاتية :

$$\left[P_0 = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [X_{t+i}]}{(1+r)^i} \right]$$

2. ان مقسوم الارباح يخفض القيمة الدفترية لحق الملكية دون التأثير على الارباح الحالية وهو ما يسمى بالفائض الصافي **clean surpluses** وبموجب هذه العلاقة يتقرر توزيع جزء من الارباح والباقي يرحل الى حق الملكية (اما الاحتياطيات او الارباح المحتجزة) وكلاهما يمثل جزء من القيمة الدفترية لحق الملكية ويعبر عن الفائض الصافي بالعلاقة (14) الاتية: (ابو الخير ، 2006 : 8)

$$b_t = b_{t-1} + X_t - d_t \dots \dots (14)$$

اذ ان :

bt = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة المالية t

$bt-1$ = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة السابقة t-1

Xt = صافي الربح للفترة الحالية t

dt = التوزيعات المقرر او الموزعة عن الفترة الحالية t

وبموجب الافتراضات فان قيمة الشركة هي دالة للقيمة الدفترية الحالية والارباح غير الاعتيادية المتوقعة وعلى وفق الصيغة (15) الاتية: (الجبوري ، 2006 : 79)

$$V_t = P_0 = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [X_{t+i} - r b_{t+i-1}]}{(1+r)^i}$$

اذ ان :

V_t : القيمة الحقيقية للسهم للفترة t

bt : القيمة الدفترية للسهم للفترة t

$E_t [X_{t+i} - r b_{t-i-1}]$: عامل التوقع للفترة t

X_{t+i} : ربحية السهم الواحد للفترة t+i

r : معدل العائد المطلوب

وباحلال الربح الباقي في المعادلة (16) في بسط المعادلة (15) تنتج الصيغة (16) الآتية لنموذج التقييم المحاسبي للاسهم العادية :

$$\left[V_t = P_0 = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t [X_t^a]}{(1+r)^i} \right]$$

وعند مراجعة المعادلة رقم (10) المعبرة عن نموذج خصم المقسوم (النموذج التقليدي) لتقسيم الاسهم يلاحظ انه تم احلال القيم المحاسبية المتمثلة بالقيمة النقدية للسهم في الفترة t والقيمة المتوقعة للربح الباقي لعدد لانتهائي من الفترات الزمنية محل مقسوم الارباح للسهم.

3. استخدام الربح الباقي **residual income** كبديل عن الارباح غير الاعتيادية ، وتمثل الارباح غير الاعتيادية للفترة الحالية مطروحا منها معدل العائد الخالي من المخاطرة⁽¹⁾ مطروبا في القيمة الدفترية في بداية الفترة وذلك وفق الصيغة (17) الآتية: (ابو الخير ، 2006 : 99)

$$Xt^a = Xt - r * bt-1 \dots\dots\dots (17)$$

اذ ان :

Xt^a = الربح الباقي في نهاية الفترة t.

Xt = الارباح غير الاعتيادية للفترة t.

r = معدل العائد المطلوب

$bt-1$ = القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t

القيمة الدفترية لحق الملكية:

تساوي القيمة الدفترية لحق الملكية القيمة الدفترية في بداية الفترة مضافاً اليها الارباح المحاسبية التي تم احتجازها لتلك الفترة على افتراض عدم وجود تغييراً في عدد الاسهم القائمة اثناء الفترة وعلى وفق الصيغة (18) الآتية: (ابو الخير ، 2006 : 8)

$$Bt = Bt-1 + E^a t - Dt \dots\dots\dots (18)$$

اذ ان

Bt = القيمة الدفترية لحق الملكية

$Bt-1$ = القيمة الدفترية لحق الملكية للفترة t-1

$E^a t$ = الارباح المحاسبية

Dt = مقسوم الارباح

ميررات استخدام القيمة الحقيقية (الحقيقية) في التقييم

تتمثل ميررات استخدام القيمة الحقيقية لتقييم الموجودات في أهم الخصائص المتعلقة بمفهوم القيمة الحقيقية الآتية (www.dlld.com)

- 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 الإعتماد على أسعار السوق لتحديد القيمة الحقيقية.

- في حالة عدم وجود سوق نشط يمكن الإعتماد 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.

وفي ضوء الخصائص اعلاه فقد تحول مجلس معايير المحاسبة المالية FASB من استخدام نموذج التكلفة التاريخية التقليدي إلى المحاسبة المعتمدة على القيمة الحقيقية (العادلة) Fair Value Accounting ، وبدأ باستخدام القيمة الحقيقية في المعيار رقم 12 سنة 1975 إلى ان وصل إلى

⁽¹⁾ يستخدم معدل العائد المطلوب نفسه الذي يستخدم في حساب القيمة الحالية .

استخدامها في الإصدارات المستحدثة من المعايير ، مثل المعيار رقم 107 سنة 1991 والمعيار رقم 115 سنة 1993 والمعيار رقم 133 سنة 1998 ، اتخذ مجلس معايير المحاسبة المالية في عام 2000 قراراً أساسياً بوصف القيمة الحقيقية بأنها من أكثر الخصائص ملائمة للأدوات المالية (211: FASB) ، وبذلك يرى المجلس ضرورة الاعتراف أو الإفصاح بالقيم الحقيقية حتى يمكن توفير نتائج ذات دلالة وموضوعية للموجودات والالتزامات ، وعلية فانه وفي جميع الأحوال يجب الإشارة إلى أن القيمة الحقيقية ليست القيمة السوقية ، فالقيمة السوقية يصعب الوصول إليها في غياب سوق كفاء في الواقع العملي ، ولكن يمكن الوصول إليها إذا ما أحسن اختيار الجهة المؤهلة القادرة على إجراء عمليات التقييم لتحقيق الأهداف المرجوة منها .

بالإضافة الى تعدد نماذج قياس القيمة الحقيقية للموجودات والمطلوبات في الفكر المحاسبي بشكل واضح إذ يمكن تبويبها من منظور إعادة التقييم لإغراض أحداث متوقعة تتمثل في القيمة السوقية ، أو تعديل القيمة السوقية بسعر أعلى ، أو تعديل القيمة الدفترية بقيمة تقترب من القيمة السوقية (الشيرازي ، 1990 : 214) هذا ويمكن تبويبها من حيث النطاق الزمني للقياس إلى نماذج تتعلق بالماضي (التكلفة التاريخية) ، ونماذج تتعلق بالحاضر (القيمة السوقية الجارية وتكلفة الاستبدال) وأخرى تتعلق بالمستقبل (القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية أو القيمة المرسلمة) . من ناحية أخرى يمكن تبويبها حسب التصرفات المنشئة للأحداث إلى مقاييس تهتم بواقعة حيازة الموجود أو نشأة الإلتزام (نموذج التكلفة التاريخية أو التكلفة الاستبدالية) ، ومقاييس تهتم بواقعة التخلص من الموجود أو سداد الإلتزام (صافي القيمة القابلة للتحقق) كذلك يمكن تبويبها من زاوية طبيعة الواقعة المستهدف قياسها إلى نماذج تهتم بالأحداث الفعلية وهي التكلفة التاريخية ونماذج تهتم بالأحداث المتوقعة وهي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ، ونماذج تركز على الأحداث الافتراضية تتمثل في نموذج تكلفة الإحلال وصافي القيمة القابلة للتحقق وأخيراً يمكن تبويبها من منظور جمع البيانات لأغراض تقدير قيمة المصرف المستهدف دمجه إلى المدخل المحاسبي (الدفترية) الذي ينظر إلى قيمة المصرف على أنها مساوية لإجمالي أصول المصرف الظاهرة بالميزانية العمومية ، أو مدخل السوق الذي ينظر إلى قيمة المصرف على أنها تعادل تكلفة تملك بديل مرغوب بنفس الدرجة ، أو مدخل الذي ينظر إليه على أن قيمة المصرف مساوية للقيمة الحالية الصافية للمنافع الاقتصادية المستقبلية (www.dlld.com-p-u) .

ويرتبط على ماسبق أن القيمة الحقيقية للموجودات والالتزامات في المحاسبة Fair Value يعني بها واحدة من ثلاث ، الأولى هي القيمة التي تم الاعتراف بها مبدئياً وتم تخصيصها بالفعل (التكلفة الدفترية أو التاريخية) ، الثانية هي مايساويه قيمة الموجود أو الإلتزام من وحدات نقدية في أسواق مبادلة وحقيقية وموثوق بها في ظل افتراض سوق كفاء ، أما الثالثة فهي قيمة الدفعات النقدية المستقبلية المستلمة مخصومة باستخدام أسعار السوق السائدة للفائدة لأصل أو الإلتزام مماثل للعملة والفترة وسعر الفائدة والعوامل الأخرى (AISC,1999) وعلى ذلك فإن القيمة الحقيقية للموجود أو الإلتزام بعد إعادة تقييمه لأغراض مستقبلية تصبح مساوية أو أكبر أو أقل من قيمته الدفترية قبل إعادة تقييمه (طاحون ، 2001 : 50-52) .

ميررات استخدام النموذج المحاسبي بدلا من النموذج التقليدي
يعد النموذج التقليدي (نموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية) المدخل الأكثر استخداماً وشيوعاً في مجال التقييم المحاسبي للمنظمة المستمرة لأغراض تحديد القيمة الحقيقية (عبد الحميد ، 1999 : 422) . ونظراً لأن هذا النموذج لا يتقيد بمبدأ التحقق المحاسبي ، وعدم ثبات وحدة النقد ، فإن القياس وفقاً له لا ينطوي على أي خطأ من أخطاء التوقيت أو أخطاء القياس، ويؤكد على أن هذا النموذج هو المدخل الأمثل لمتخذ القرار الإستثماري لأنه الأكثر ملائمة عند تحديد القيمة الحقيقية لمنظمة الأعمال المستمرة لأنه خال من الأخطاء، كما أن نموذج التدفقات النقدية المتوقعة المخصومة هو المدخل الأمثل للوصول إلى القيمة الحقيقية لمنظمة الأعمال المستمرة وخاصة في حالة الإندماج أو الخصخصة أو الاستحواذ، حيث يمكنه من مقارنة التقييم للمنظمة بالقيمة السوقية لوحدات مماثلة أو بالأسعار المدفوعة بواسطة مشتريين آخرين في صفقات مماثلة حديثاً .

وعلى الرغم من تعدد مزايا هذا النموذج فيما يتعلق بالقياس والتقييم المحاسبي ، إلا أنه يواجه بعض الإنتقادات أهمها إعتماده على تنبؤات تتعلق بالمستقبل قد يشوبها عدم التأكد في معظم الأحيان نتيجة عوامل داخلية أو خارجية وبصفة خاصة إذا ما امتدت هذه التنبؤات إلى فترات طويلة فضلاً مشكلة تحديد معدل الخصومات المناسبة وبعكس جميع المخاطر المستقبلية ، كذلك صعوبة تحديد قيمة التدفقات النقدية لكل موجود منفرداً، لذلك يمكن استخدام بعض النماذج الرياضية والإحصائية عند التنبؤ بقيمة التدفقات النقدية المستقبلية وذلك لما لها من دقة في التنبؤ وسرعة في إعداد التقديرات عن الفترة المقبلة (ندا ، 1997 : 21).

المبحث الثالث الجانب التطبيقي

أولاً : تحليل المتغيرات الدائمة لمتابعي البحث

1. تحليل متغيرات نموذج النقد المعادل للسهم الواحد للشركات عينة البحث

أ. تحليل النقد المعادل للسهم الواحد المتوقع للشركات عينة البحث
يمثل النقد المعادل للسهم الواحد التدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار في ورقة مالية والمتمثلة بالأرباح للسهم الواحد ، ويشير الجدول (1) الى نتائج حساب النقد المعادل لاسهم الشركات مجال الدراسة :

ومنه يتبين ان النقد المعادل للسهم لمتوسط السوق بلغ (0.090) دينار وان اعلى نقد معادل للسهم تحقق في مصرف الخليج التجاري وبلغ المتوسط فيه (0.515) دينار وتراوح النقد المعادل للمصرف بين اعلى قيمة له عام 2004 وبلغ (1.943) دينار فيما تحققت ادنى نقد معادل للسهم عام 2005 وبلغت (0.024) دينار ، ويلاحظ ان ارتفاع متوسط النقد المعادل للسهم في هذا المصرف كان نتيجة ارتفاعه عام 2004 فقط ، اما السنوات (2005، 2006، 2007) فكان منخفضا جدا وبلغ (0.024، 0.032، 0.062) دينار على التوالي ، وهذا يشير الى شدة تشتت النقد المعادل للسهم الواحد للمصرف والذي يقاس بواسطة الانحراف المعياري لذلك ظهر الانحراف المعياري لهذا المتغير مرتفعا جدا قياسا بمتوسطه وبلغ (0.824) فيما بلغ متوسط الانحراف المعياري (0.055) وهو اعلى انحراف لهذا المتغير بين المصارف عينة البحث. اما ادنى نقد معادل للسهم فقد تحقق في مصرف دار السلام للاستثمار وبلغ متوسطه (0.002) دينار وتراوح النقد المعادل للسهم بين اعلى قيمة له عام 2006 وبلغ (0.006) دينار وادنى قيمة له عام 2004 وبلغ (-) 0.007 دينار ، والقيمة السالبة هنا تشير الى تحقيق المصرف لخسائر في هذا العام، ويلاحظ ان النقد المعادل للسهم الواحد في هذا المصرف كان منخفضا طيلة مدة البحث لذلك انخفض تشتته والذي يقاس بواسطة الانحراف المعياري اذ بلغ (0.005) وهو منخفض جدا مقارنة بالمتوسط العام.

وارتفعت متوسطات مصارف (الاقتصاد ، والائتمان ، والوركاء) عن المتوسط العام وبلغ المتوسط في كل منها (0.173 ، 0.408 ، 0.173) على التوالي ، فيما انخفضت المتوسطات في مصارف (الاستثمار العراقي ، البصرة الدولي ، الاهلي العراقي ، الموصل ، الشمال ، سومر ، بغداد ، بابل ، الشرق الاوسط ، التجاري العراقي ، العراقي الاسلامي) وبلغ المتوسط في كل منها (0.010، 0.010، 0.007، 0.011، 0.006، 0.008، 0.045، 0.008، 0.025، 0.039، 0.006) على التوالي.

جدول (1)

النقد المعادل للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة 2004-2007 (بالدينار العراقي)

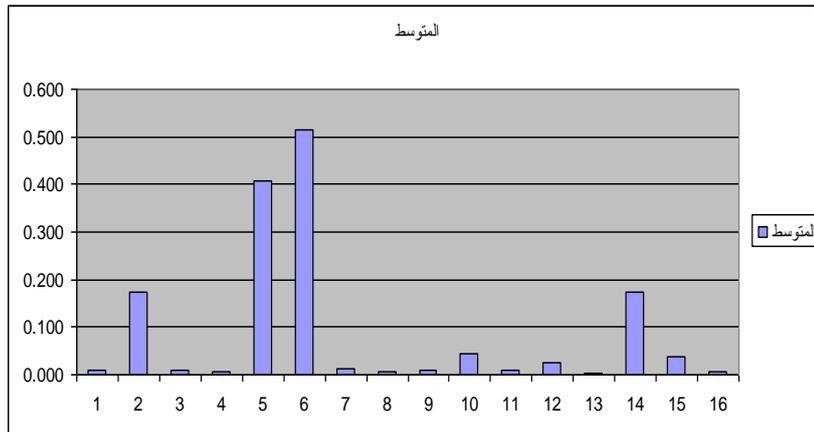
ت	الشركات	2004	2005	2006	2007	المتوسط	الانحراف المعياري
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.013	0.010	0.004	0.012	0.010	0.004
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	0.004	0.364	0.102	0.221	0.173	0.134
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	0.011	0.012	0.007	0.010	0.010	0.002
4	المصرف الاهلي العراقي	0.011	0.003	0.011	0.005	0.007	0.003
5	مصرف الائتمان العراقي	0.214	0.440	0.317	0.662	0.408	0.167
6	مصرف الخليج التجاري	1.943	0.024	0.032	0.062	0.515	0.824
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.004	0.002	0.019	0.020	0.011	0.008
8	مصرف الشمال	0.001	0.003	0.020	0.002	0.006	0.008
9	مصرف سومر التجاري	0.004	0.004	0.019	0.007	0.008	0.006
10	مصرف بغداد	0.057	0.020	0.031	0.074	0.045	0.021
11	مصرف بابل	0.010	0.004	0.007	0.013	0.008	0.003
12	الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	0.036	0.031	0.015	0.018	0.025	0.009
13	مصرف دار السلام للاستثمار	-0.007	0.003	0.006	0.005	0.002	0.005
14	الوركاء للاستثمار والتمويل	0.601	0.058	0.025	0.008	0.173	0.248
15	المصرف التجاري العراقي	0.027	0.118	0.003	0.009	0.039	0.046
16	المصرف العراقي الاسلامي	0.002	0.009	0.003	0.008	0.006	0.003
	المتوسط	0.183	0.069	0.039	0.071	0.090	0.055

المصدر : من أعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

كما يلاحظ ان الانحراف المعياري في اغلب المصارف كان اقل من الانحراف المعياري لمتوسط السوق للنقد المعادل للسهم الواحد مما يعكس استقرار هذه العوائد في هذه الشركات قياسا بمتوسط السوق ، ماعدا مصارف (الاقتصاد ، والائتمان ، والخليج التجاري ، والوركاء) وبلغ الانحراف المعياري في كل منها (0.134 ، 0.167 ، 0.824 ، 0.248) ، وقد تحقق ادنى تقلب للنقد المعادل للسهم في مصرف البصرة الدولي وبلغ (0.002) وهو منخفض عن متوسط السوق بنسبة (96.4%) . والشكل (1) يبين متوسط النقد المعادل للسهم للمصارف مجال البحث خلال مدة التحليل :

شكل (1)

المخطط البياني متوسط النقد المعادل للسهم وانحرافها المعياري للمصارف عينة البحث



المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي لتحليل بيانات البحث

ب. معدل العائد المطلوب

يمثل معدل العائد المطلوب ادنى معدل عائد يطلبه المستثمر ليعوضه عن المخاطرة المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا الاستثمار ومقابل تضحيته بامواله . ويحسب وفقا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والذي يتطلب لاحتسابه تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة والمعبر عنه بمعدل الفائدة على ودائع التوفير في المصارف العراقية والتي بلغ متوسطها للسنوات الخاضعة للبحث (7%) كما حددها المصرف المركزي العراقي ، فيما تم عرض عائد الاستثمار بالسهم وعائد محفظة السوق في الملحق (2) ويعرض الجدول (2) نتائج حساب معدل العائد المطلوب للمصارف عينة البحث .

يلاحظ من الجدول (2) انخفاض معدل العائد المطلوب في جميع المصارف عن المتوسط العام ماعدا معدل العائد في مصرف بغداد وبلغ (2.397) مقارنة بمتوسطه البالغ (1.716) ، وهذا يشير الى ارتفاع مخاطرة الاستثمار في هذا المصرف وهذا ما عكسه معامل بيتا الذي يقيس المخاطرة النظامية وبلغ (5.401) وهو اعلى معامل بين معاملات المصارف مقارنة بمتوسط المخاطرة النظامية للسوق البالغ (1.692) . اما ادنى عائد مطلوب للاستثمار فكان في المصرف العراقي الاسلامي وبلغ معدل العائد المطلوب فيه (0.019) وقد يكون نتيجة عمل المصرف ذو الطبيعة الاسلامية في الاستثمار ، وكذلك انخفاض معامل بيتا للمصرف وبلغ (0.972) . ويلاحظ ارتفاع المخاطرة النظامية في مصارف (الاستثمار العراقي ، الشمال ، سومر ، الوركاء) وبلغ معامل بيتا في كل منها (2.272 ، 1.739 ، 3.181 ، 2.114) على التوالي .

جدول (2) معدل العائد المطلوب للمصارف مجال البحث

ت	الشركات	معامل بيتا	معدل العائد المطلوب
1	مصرف الاستثمار العراقي	2.272	1.414
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	0.750	0.936
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	0.894	0.981
4	المصرف الاهلي العراقي	0.141	0.744
5	مصرف الائتمان العراقي	0.186	0.759
6	مصرف الخليج التجاري	0.732	0.930
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.950	0.999
8	مصرف الشمال	1.739	1.246
9	مصرف سومر التجاري	3.181	1.700
10	مصرف بغداد	5.401	2.397
11	مصرف بابل	1.383	1.135
12	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	0.320	0.801
13	مصرف دار السلام للاستثمار	1.052	1.031
14	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	2.114	1.364
15	المصرف التجاري العراقي	0.784	0.152
16	المصرف العراقي الاسلامي	0.973	0.019
	المتوسط	1.692	1.716

المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

2. تحليل متغيرات النموذج المحاسبي للتقييم

أ. تحليل القيمة الدفترية للسهم الواحد

يبين الجدول (3) نتائج تحليل القيمة الدفترية للسهم الواحد في المصارف مجال البحث

وللمدة (2004-2007) ،

ويتضح ان اعلى متوسط للقيمة الدفترية قد ظهر في مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل وبلغ (2.075) دينار وعند تتبع تطور القيمة الدفترية للسهم خلال مدة البحث في هذا المصرف نلاحظ انها كانت بانخفاض مستمر فاعلى قيمة لها تحققت عام (2004) وبلغت (3) دينار فيما بدأت بالانخفاض للسنوات (2005،2006،2007) وبلغت القيمة الدفترية لكل سنة (1.95 ، 1.875 ، 1.475) دينار على التوالي ، كما يلاحظ التشتت العالي للقيمة الدفترية لهذا المصرف مقارنة بالمصارف الاخرى وهذا ما عكسه الارتفاع في الانحراف المعياري للقيم الدفترية فقد بلغ (0.651) وهو اعلى انحراف معياري مقارنة بمتوسطه البالغ (0.189) ، وكانت اسهم مصرف الشرق الاوسط ذات قيمة دفترية مرتفعة ايضا وبلغ متوسطها (1.644) دينار .

اما ادنى متوسط للقيمة الدفترية بين المصارف فقد تحقق في مصرف الخليج التجاري وبلغ (0.931) دينار وهو المصرف الوحيد الذي انخفضت فيه القيمة الدفترية للسهم عن قيمته الاسمية ، فيما ارتفع الانحراف المعياري للقيمة الدفترية للمصرف خلال مدة البحث ليعكس ارتفاع تشتتها اذ بلغ (0.313) ، وكانت القيمة الدفترية للسهم قريبة جدا من قيمته الدفترية في مصرف البصرة الدولي ، ودار السلام ، والتجاري العراقي ، والعراقي الاسلامي وبلغ متوسطاتها (1.075 ، 1.013 ، 1.94 ، 1.019) دينار على التوالي .

جدول (3)

القيمة الدفترية للسهم الواحد للمصارف عينة البحث للفترة 2007-2004 (بالدينار العراقي)

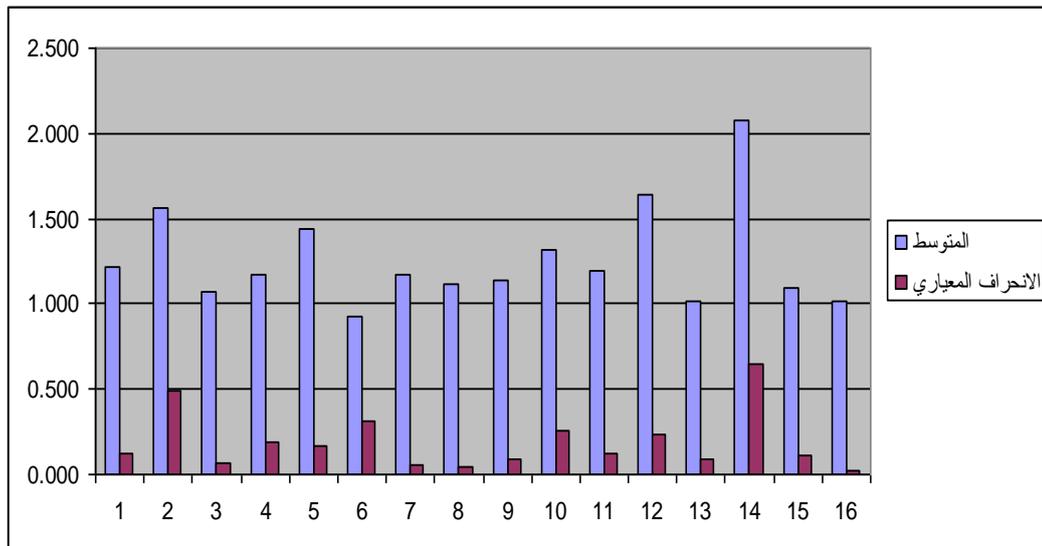
ت	الشركات	2004	2005	2006	2007	المتوسط	الانحراف المعياري
1	مصرف الاستثمار العراقي	1.3	1.225	1.05	1.3	1.219	0.118
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	1.05	2.225	1.6	1.375	1.563	0.496
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	1.1	1.15	1.05	1	1.075	0.065
4	المصرف الاهلي العراقي	1.45	1.075	1.05	1.125	1.175	0.186
5	مصرف الائتمان العراقي	1.6	1.25	1.35	1.55	1.438	0.165
6	مصرف الخليج التجاري	0.475	1.175	1.075	1	0.931	0.313
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	1.15	1.1	1.225	1.225	1.175	0.061
8	مصرف الشمال	1.1	1.1	1.075	1.175	1.113	0.043
9	مصرف سومر التجاري	1.1	1.1	1.075	1.275	1.138	0.092
10	مصرف بغداد	1.625	1.075	1.125	1.425	1.313	0.259
11	مصرف بابل	1.35	1.05	1.2	1.175	1.194	0.123
12	الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	1.8	1.825	1.325	1.625	1.644	0.230
13	مصرف دار السلام للاستثمار	1.125	1.025	0.9	1	1.013	0.092
14	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	3	1.95	1.875	1.475	2.075	0.651
15	المصرف التجاري العراقي	1.25	1.05	1.075	1	1.094	0.109
16	المصرف العراقي الاسلامي	1.05	1.025	1	1	1.019	0.024
	المتوسط	1.345313	1.275	1.190625	1.232813	1.261	0.189

المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

كما يشير الجدول الى انخفاض تشتت القيمة الدفترية للسهم في المصارف عينة البحث والذي تم قياسه بواسطة الانحراف المعياري اذ يلاحظ انه انخفض عن متوسطه في مصرف (الاستثمار العراقي ، والبصرة الدولي ، والاهلي العراقي ، والائتمان العراقي ، والموصل للتنمية ، والشمال ، وسومر التجاري ، وبابل ، ودار السلام ، والتجاري العراقي ، والعراقي الاسلامي) وبلغ المعامل في كل منها (0.118، 0.065، 0.186، 0.165، 0.061، 0.043، 0.092، 0.123، 0.109، 0.092) على التوالي . ويبين الشكل (2) متوسط القيمة الدفترية للسهم وانحرافها المعياري للمصارف مجال البحث خلال مدة البحث :

الشكل (2)

المخطط البياني لمتوسط القيمة الدفترية للسهم وانحرافها المعياري للمصارف مجال البحث



المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي لتحليل بيانات البحث

ب. تحليل الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد
يعرض الجدول (4) نتائج تحليل الفائض القابل للتوزيع في المصارف مجال البحث والذي يمثلته ربحية السهم الواحد ، ومنه يتبين ان اعلى قيمة للفائض القابل للتوزيع قد بلغت (0.299) دينار للسهم الواحد في مصرف الائتمان العراقي مقارنة بمتوسطه البالغ (0.052) ، فيما تمثل ادنى قيمة للفائض القابل

للتوزيع في المصرف العراقي الاهلي والتجاري العراقي فاشتركا في نفس المتوسط البالغ (0.003) دينار ، فيما اختلف الانحراف المعياري بينهما فبلغ لاول (0.008) ولثاني (0.002) وهما منخفضان جدا عن متوسطهما البالغ (0.059) ، وكذلك انخفض متوسط الفائض القابل للتوزيع عن متوسطه في مصرف الاستثمار العراقي ، والبصرة الدولي ، التجاري ، والموصل للتنمية ، والشمال ، وسومر التجاري ، وبابل ، والشرق الاوسط ، والعراقي الاسلامي ، وبلغ المتوسط في كل منها (0.007 ، 0.013 ، 0.01 ، 0.007) ، وبلغ (0.015 ، 0.027 ، 0.01) دينار على التوالي ، اما المصارف التي ارتفع فيها الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد فهي مصرف الاقتصاد العراقي ، والخليج التجاري ، والوركاء للاستثمار وبلغ في كل منها (0.125 ، 0.081 ، 0.203) دينار على التوالي ، فيما تساوى متوسط الفائض القابل للتوزيع مع المتوسط العام في مصرف بغداد وبلغ (0.052) دينار ، اما في مصرف دار السلام للاستثمار فقد ظهر متوسط الفائض سالبا وبلغ (-0.033) دينار وهذه النتيجة تشير الى تحقيق المصرف لخسارة وهذا ما عكسه الفائض القابل للتوزيع عام (2006) البالغ (-0.145) دينار .

ويلاحظ من الجدول انخفاض تقلب الفائض القابل للتوزيع في معظم المصارف فانخفاض تشتته في مصرف الاستثمار العراقي ، والبصرة الدولي ، والاهلي العراقي ، والموصل للتنمية ، والشمال ، وسومر التجاري ، ومصرف بغداد ، ومصرف بابل ، والشرق الاوسط ، والتجاري العراقي ، والعراقي الاسلامي وبلغ معامل الانحراف المعياري في كل منها (0.007 ، 0.006 ، 0.008 ، 0.011 ، 0.011 ، 0.009 ، 0.026 ، 0.004 ، 0.010 ، 0.002 ، 0.022) على التوالي .

جدول (4)

الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة 2004-2007 (بالدينار العراقي)

ت	الشركات	2004	2005	2006	2007	المتوسط	الانحراف المعياري
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.014	0.012	0.001	0.001	0.007	0.007
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	0.004	0.364	0.108	0.026	0.125	0.165
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	0.012	0.015	0.013	0.002	0.010	0.006
4	المصرف الاهلي العراقي	0.012	0.004	-0.006	0.001	0.003	0.008
5	مصرف الائتمان العراقي	0.234	0.513	0.372	0.076	0.299	0.187
6	مصرف الخليج التجاري	0.199	0.027	0.036	0.061	0.081	0.080
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	0.005	0.003	0.022	0.023	0.013	0.011
8	مصرف الشمال	0.002	0.000	0.023	0.002	0.007	0.011
9	مصرف سومر التجاري	0.004	0.004	0.023	0.008	0.010	0.009
10	مصرف بغداد	0.062	0.025	0.036	0.084	0.052	0.026
11	مصرف بابل	0.011	0.005	0.008	0.015	0.010	0.004
12	الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	0.038	0.033	0.016	0.020	0.027	0.010
13	مصرف دار السلام للاستثمار	0.003	0.004	-0.145	0.006	-0.033	0.075
14	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	0.681	0.066	0.030	0.033	0.203	0.320
15	المصرف التجاري العراقي	0.001	0.005	0.002	0.005	0.003	0.002
16	المصرف العراقي الاسلامي	0.049	0.004	0.003	0.005	0.015	0.022
	المتوسط	0.083	0.068	0.034	0.023	0.052	0.059

المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

ثانياً : تحليل نماذج البحث

1. تحليل القيمة الحقيقية للسهم بموجب نموذج النقد المعادل للسهم الواحد

يوضح الجدول (5) نتائج تحليل القيمة الحقيقية لاسهم المصارف عينة البحث على وفق نموذج النقد المعادل للسهم الواحد ومقارنة تلك القيمة مع القيمة السائدة في السوق لكل سهم من اجل تحديد الفرق بين القيمتين وتأشير فيما اذا كانت اسهم هذه المصارف قد سعت تسعيراً مضخماً ام مخفضاً في ضوء ما تسفر عنه نتائج التحليل ، ويتضح من الجدول تفاوتات القيمة الحقيقية لاسهم المصارف والذي يعزى بدوره الى التفاوت في قيمة النقد المعادل للسهم الواحد وفي معدل العائد المطلوب .

ويتبين من خلال التحليل ان اعلى قيمة حقيقية بلغت (17.711) دينار وذلك في مصرف الوركاء وذلك نتيجة لارتفاع النقد المعادل للسهم التي تم تحليله في الجدول (1) وقد عكست القيمة الحقيقية للسهم (301%) من القيمة السوقية والبالغة (5.875) دينار مشيرة الى التسعير المخفض للقيمة السوقية بنسبة (201%) كما يلاحظ ان الفارق بين القيمتين في هذا المصرف تعد الاعلى ايضا بين المصارف اذ بلغ الفارق (11.836) دينار ، اما ادنى قيمة حقيقية للسهم فهي القيمة في مصرف دار السلام وبلغت (7.135)

ديناروهي منخفضة عن القيمة السوقية بفارق قدره (9.945) دينار ونسبة (42%) من القيمة السوقية والتي بلغت (17.08)دينار وهو المصرف الوحيد بين المصارف الذي كان فيه التسعير مضخما بنسبة (58%) .

جدول (5)

نتائج تحليل القيمة الحقيقية لاسهم المصارف عينة البحث وفقا لنموذج النقد المعادل للسهم الواحد (بالدينار العراقي)

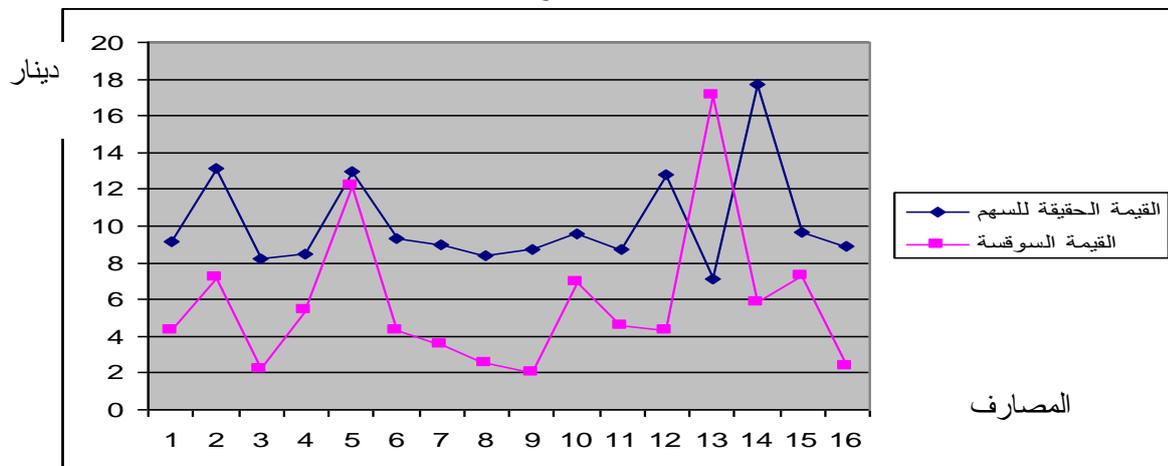
ت	الشركات	متوسط القيمة الحقيقية للسهم	متوسط القيمة السوقية للسهم	الفرق بين القيمتين	نسبة القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية	نسبة التضخيم (التخفيض)
1	مصرف الاستثمار العراقي	9.150	4.313	-4.837	212	(112)
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	13.105	7.188	-5.917	182	(82)
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	8.247	2.163	-6.084	381	(281)
4	المصرف الاهلي العراقي	8.458	5.45	-3.008	155	(55)
5	مصرف الائتمان العراقي	12.925	12.21	-0.715	106	(6)
6	مصرف الخليج التجاري	9.286	4.338	-4.948	214	(114)
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	8.976	3.563	-5.413	252	(152)
8	مصرف الشمال	8.398	2.525	-5.873	333	(233)
9	مصرف سومر التجاري	8.687	2.038	-6.649	426	(326)
10	مصرف بغداد	9.580	6.95	-2.630	138	(38)
11	مصرف بابل	8.767	4.55	-4.217	193	(93)
12	الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	12.828	4.288	-8.540	299	(199)
13	مصرف دار السلام للاستثمار	7.135	17.08	9.945	42	58
14	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	17.711	5.875	-11.836	301	(201)
15	المصرف التجاري العراقي	9.647	7.325	-2.322	132	(32)
16	المصرف العراقي الاسلامي	8.934	2.413	-6.521	370	(270)
	المتوسط	11.495	5.766	-5.729	199	(99)

المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

كما توضح نتائج التحليل ان اسهم جميع المصارف قد سعت تسعيرا مخفضا اي ان قيمتها السوقية كانت ادنى من قيمتها الحقيقية ، ماعدا التسعير في مصرف دار السلام للاستثمار فكان التسعير مضخما ، وتحققت ادنى نسبة تخفيض في اسهم مصرف الائتمان العراقي وبلغت (6%) فقط وذلك بسبب تقارب القيمتين الحقيقية والسوقية وبلغتا (12.21 ، 12.925) دينار على التوالي بفارق قدره (0.715) دينار ومثلت القيمة الحقيقية للسهم (106%) من قيمته السوقية. كما يتبين من التحليل ان اثنتي عشرة شركة تمثل (75%) من المصارف عينة البحث كان القيمة الحقيقية فيها اقل من المتوسط البالغ (11.495) دينار . ويوضح الشكل (3) القيمة السوقية والحقيقية لاسهم كل شركة من الشركات ضمن عينة البحث

شكل (3)

المخطط البياني للقيمة السوقية والحقيقية وفق نموذج النقد المعادل للسهم



المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي لتحليل بيانات البحث

2. تحليل القيمة الحقيقية للسهم بموجب نموذج التقييم المحاسبي

اسفرت نتائج تحليل القيمة الحقيقية لاسهم المصارف مجال البحث التي احتسبت وفق نموذج التقييم المحاسبي والمبينة في الجدول (6) ان تسعير الاسهم لعشر شركات وتمثل (63%) تقريبا من العينة كان التسعير فيها مضخما اي ان القيمة السوقية للسهم فيها كان اعلى من قيمته الحقيقية وهذه المصارف هي (الاستثمار العراقي ، البصرة الدولي ، الاهلي العراقي ، الموصل للتنمية ، الشمال ، سومر التجاري ، بغداد ، بابل، الشرق الاوسط ، التجاري العراقي) وبلغ متوسط القيمة الحقيقية للسهم في كل منها (1.518 ، 1.602 ، 1.327 ، 1.831 ، 1.417 ، 1.498 ، 2.843 ، 1.646 ، 3.13 ، 1.382) دينار على التوالي ، فيما بلغ متوسط القيمة السوقية للسهم في كل منها (3.563 ، 5.45 ، 2.163 ، 4.313) ، اما نسب التضخيم فكانت لكل منها (65% ، 36% ، 76% ، 24% ، 151% ، 118% ، 51% ، 56% ، 74% ، 44% ، 36% ، 59% ، 41% ، 36% ، 73% ، 27% ، 96% ، 181% ، 19% ، 105% ، 72% ، 28%)

جدول (6)

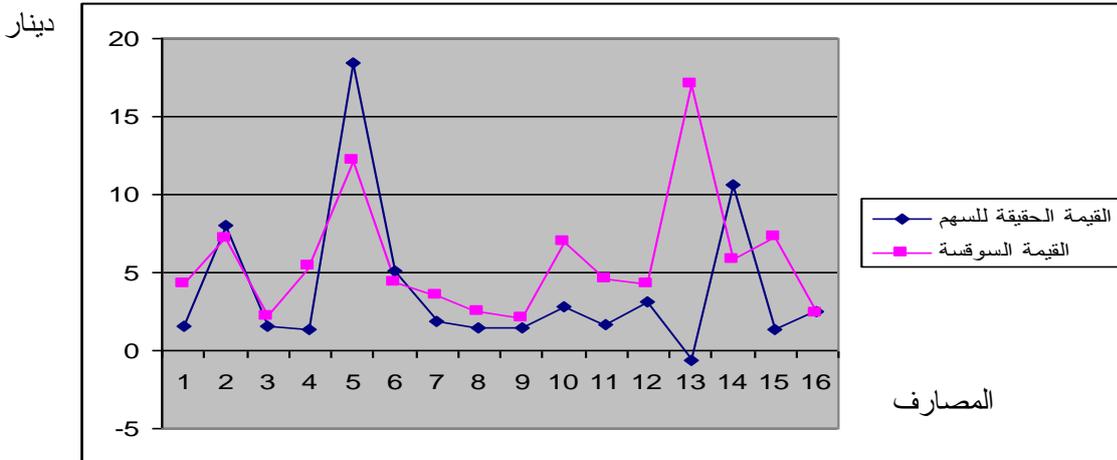
نتائج تحليل القيمة الحقيقية للسهم بموجب نموذج التقييم المحاسبي (بالدينار العراقي)

ت	الشركات	متوسط القيمة الحقيقية للسهم (دينار)	متوسط القيمة السوقية للسهم (دينار)	الفرق بين القيمتين (دينار)	نسبة القيمة الحقيقية الى القيمة السوقية (%)	نسبة التضخيم (التخفيض) (%)	التسعير
1	مصرف الاستثمار العراقي	1.518	4.313	2.795	35	65	مضخم
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	8.046	7.188	-0.858	112	(12)	(مخفض)
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	1.602	2.163	0.561	74	36	مضخم
4	المصرف الاهلي العراقي	1.327	5.45	4.123	24	76	مضخم
5	مصرف الائتمان العراقي	18.437	12.21	-6.227	151	(51)	(مخفض)
6	مصرف الخليج التجاري	5.116	4.338	-0.778	118	(18)	(مخفض)
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	1.831	3.563	1.732	51	49	مضخم
8	مصرف الشمال	1.417	2.525	1.108	56	44	مضخم
9	مصرف سومر التجاري	1.498	2.038	0.540	74	36	مضخم
10	مصرف بغداد	2.843	6.95	4.107	41	59	مضخم
11	مصرف بابل	1.646	4.55	2.904	36	64	مضخم
12	الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	3.13	4.288	1.158	73	27	مضخم
13	مصرف دار السلام للاستثمار	-0.618	17.08	17.698	-4	96	مضخم
14	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	10.645	5.875	-4.770	181	(81)	(مخفض)
15	المصرف التجاري العراقي	1.382	7.325	5.943	19	81	مضخم
16	المصرف العراقي الاسلامي	2.533	2.413	-0.120	105	(5)	(مخفض)
	المتوسط	3.897	5.766	1.869	72	28	مضخم

المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

ويوضح الشكل (4) القيمة السوقية والحقيقية لسهم كل شركة من الشركات ضمن عينة البحث
شكل (4)

المخطط البياني للقيمة السوقية والحقيقية وفق نموذج التقييم المحاسبي



المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي لتحليل بيانات البحث

كما يلاحظ عدم منطقيّة نتائج التحليل في مصرف دار السلام للاستثمار إذ ظهرت القيمة الحقيقية للسهم فيه سالبة وبلغت (-0.618) دينار وهذه النتيجة لا يمكن قبولها على المستوى الأكاديمي والتطبيقي إذ لا يمكن ان تكون قيمة السهم سالبة او صفر ، وان سبب ظهور هذه القيمة السالبة وفقا لنموذج التقييم المحاسبي هو ان القيمة الدفترية للسهم الواحد اكبر من الفائض القابل للتوزيع للسهم الواحد و اكبر من معدل العائد المطلوب . وكانت القيمة الحقيقية للسهم قريبة من قيمته السوقية في خمسة مصارف هي (الاقتصاد ، البصرة الدولي ، الخليج التجاري ، سومر التجاري العراقي الاسلامي) وبلغت الفروقات بين القيمتين في كل منها (-0.858 ، 0.561 ، -0.778 ، 0.540 ، -0.120) دينار على التوالي . كما تبين نتائج التحليل في الجدول ان التسعير كان مخفضا في خمس مصارف إذ انخفضت القيمة السوقية للسهم فيها عن قيمتها الحقيقية وهذه المصارف هي (الاقتصاد، الانتمان، الخليج، الوركاء، العراقي الاسلامي) وبلغت نسبة الخفيض في كل منها (12% ، 51% ، 18% ، 81% ، 5%) على التوالي .

ثالثا : اختبار فرضيات البحث

تتضمن هذه الفقرة اختبار مدى تحقق فرضية البحث من خلال تحليل علاقات الارتباط والانحدار بين القيمة السوقية للسهم المصارف مجال البحث وقيمتها الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذجي البحث (نموذج النقد المعادل للسهم الواحد ، ونموذج التقييم المحاسبي) ، وقد تم استخدام معامل التحديد لتفسير اختلافات اسعار اسهم المصارف مرة على اساس القيمة الحقيقية المقدرة باستخدام نموذج النقد المعادل للسهم الواحد ، ومرة على اساس القيمة الحقيقية المقدرة على اساس النموذج المحاسبي للتقييم . ويعرض الجدول (7) نتائج اختبار نموذجي التقييم للمصارف عينة البحث ، ومنه يتبين ان النموذج المحاسبي للتقييم معنوي في جميع المصارف بدرجة ثقة (95%) . كما يلاحظ ان جميع علاقات الارتباط بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية المحسوبة بموجب النموذج المحاسبي للتقييم كانت طردية وقوية وذات دلالة احصائية (معنوية) إذ كان معامل الارتباط قويا جدا في وبلغ متوسط المعامل (0.711) وعند اختبار المعامل باختبار (f) وجد ان المحسوبة لها كانت اعلى من الجدولية البالغة (2.91) في جميع المصارف ، كما ان معاملات الانحدار بموجب النموذج وبلغ متوسطه (2.481) وكانت معنوية ايضا بدرجة ثقة (95%) وعند اختبار نموذج الانحدار باختبار (t) وجد ان المحسوبة لها اعلى من الجدولية ، كما يتضح ان القوة التفسيرية للنموذج كانت كبيرة جدا إذ بلغ متوسط (R²) الذي يفسر التغير في القيمة السوقية الناشئة عن التغير في القيمة السوقية (0.659) اي ان مانسبته (65.9%) من التغير في القيمة السوقية تعود اسبابه الى التغير في القيمة الحقيقية وان ما نسبته (34.1%) فقط من التغير في القيمة السوقية لسهم تعود الى اسباب اخرى غير القيمة السوقية.

اما بالنسبة لنموذج النقد المعادل للسهم الواحد فيلاحظ ان النموذج لم يكن معنويا في جميع المصارف وان علاقة الارتباط بين المتغيرين (النقد المعادل والتقييم المحاسبي) كانت عكسية في معظم المصارف لذلك ظهر متوسط معامل الارتباط سالبا وبلغ (-0.399) .

جدول (7)

اختبار نموذج النقد المعادل ونموذج التقييم المحاسبي للمصارف عينة البحث للفترة 2004-2007 (بالدينار العراقي)

ت	الشركات	النموذج	R معامل الارتباط	معامل الانحدار بيتا β	معامل التحديد R^2	F قيمة المحسوبة	t قيمة المحسوبة
1	مصرف الاستثمار العراقي	التقليدي	-0.733	0.713	0.537	71.2	0.347
		المحاسبي	0.836	7.571	0.699	0.2	27.244
2	مصرف الاقتصاد والاستثمار	التقليدي	0.200	0.745	0.040	50.5	3.990
		المحاسبي	0.722	0.736	0.521	52.5	80.131
3	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	التقليدي	-0.637	0.716	0.406	2.2	11.194
		المحاسبي	0.864	6.769	0.746	15.3	26.484
4	المصرف الاهلي العراقي	التقليدي	-0.781	0.699	0.610	54.3	21.678
		المحاسبي	0.948	2.774	0.899	0.2	28.971
5	مصرف الائتمان العراقي	التقليدي	-0.720	0.573	0.518	10.1	43.675
		المحاسبي	0.789	0.736	0.623	47.8	15.784
6	مصرف الخليج التجاري	التقليدي	-0.359	0.707	0.129	82	74.352
		المحاسبي	0.740	0.770	0.548	60.2	69.466
7	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	التقليدي	-0.399	0.730	0.159	20.4	92.452
		المحاسبي	0.971	-1.916	0.943	4.3	34.313
8	مصرف الشمال	التقليدي	0.162	0.748	0.026	1.6	63.707
		المحاسبي	0.741	-1.763	0.548	26.5	15.827
9	مصرف سومر التجاري	التقليدي	-0.306	0.733	0.093	2.3	47.597
		المحاسبي	-0.712	-7.078	0.507	7	48.040
10	مصرف بغداد	التقليدي	-0.749	0.708	0.561	73.1	31.625
		المحاسبي	0.880	0.459	0.774	11.2	28.343
11	مصرف بابل	التقليدي	-1.000	0.707	1.000	85.3	10.594
		المحاسبي	0.422	-3.335	0.194	9.007	39.712
12	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	التقليدي	-0.483	0.731	0.233	15.5	2.229
		المحاسبي	0.989	2.203	0.978	8.6	27.908
13	مصرف دار السلام للاستثمار	التقليدي	-0.528	0.723	0.279	44.8	0.790
		المحاسبي	0.745	0.761	0.555	21.2	7.091
14	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	التقليدي	0.516	0.861	0.266	18.3	0.185
		المحاسبي	0.897	0.736	0.806	12.3	45.797
5 1	المصرف التجاري العراقي	التقليدي	0.137	0.798	0.019	1.9	0.021
		المحاسبي	0.838	29.410	0.702	9.545	26.015
16	المصرف العراقي الاسلامي	التقليدي	0.003	0.743	0.000	39.5	0.005
		المحاسبي	0.710	0.866	0.504	42.2	92.959
	المتوسط	التقليدي	-0.399	0.727	0.379		
		المحاسبي	0.711	2.481	0.659		

المصدر : من اعداد الباحثة اعتمادا على البيانات المنشورة عن المصارف مجال البحث

اما معاملات الانحدار التي بلغ متوسطها (0.727) فلم تكن معنوية في ستة مصارف هي (الاستثمار ، والشرق الاوسط ، ودار السلام ، والوركاء ، والتجاري العراقي ، والعراقي الاسلامي) فظهر باختبار (t) ان المحسوبة لها ادنى من الجدولية .
كما يتضح ايضا ان القوة التفسيرية لنموذج الانحدار وفقا (لنموذج النقد المعادل للسهم الواحد) كانت ضعيفة جدا وبلغ متوسطها (0.379) وهذا يعني ان القيمة الحقيقية للسهم الواحد في هذه المصارف تفسر (37.9%) فقط من التغيير الحاصل في قيمته السوقية اي ان ما نسبته (62.1%) من التغيرات في القيمة السوقية تعود اسبابها الى متغيرات اخرى غير القيمة الحقيقية .

النتائج اعلاه تشير الى تحقق فرضية البحث التي تنص على (تفسر المعلومات المحاسبية المتمثلة بالنموذج المحاسبي في التقييم" القيمة الحقيقية للسهم العادي بشكل افضل مما تفسره المعلومات المالية المتمثلة "بنموذج النقد المعادل للسهم الواحد" في السوق المالية العراقية ؟) ، اي ان النموذج المحاسبي للتقييم هو الافضل لتفسير اختلافات اسعار الاسهم في المصارف العراقية .

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات

أولاً : الاستنتاجات

1. اظهرت نتائج تحليل معدل النقد المعادل للسهم الواحد ان هذا المتغير كان مستقرا خلال مدة البحث لاغلب المصارف عينة البحث وهذا ما عكسه انخفاض الانحراف المعياري له.
2. يتضح من نتائج تحليل المخاطرة النظامية لاسهم المصارف عينة البحث المحسوبة وفقا لمعامل بيتا للاسهم، ان ارتفاع هذا المعامل انعكس في ارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين لتلك الاسهم.
3. بينت نتائج تحليل الفانص القابل للتوزيع ، ان هذا المتغير كان مستقرا لاغلب المصارف نتيجة لانخفاضه المستمر لاغلب المصارف ، وهذا ما اظهره انخفاض الانحراف المعياري خلال مدة البحث.
4. بينت نتائج تحليل القيمة الحقيقية للاسهم المحسوبة وفقا لنموذجي البحث ، تباين القيمة الحقيقية وفق كل نموذج ، وذلك نتيجة لتباين المتغيرات الحاكمة لها .
5. اشارت نتائج تحليل القيمة الحقيقية لاسهم المصارف مجال البحث والتي احتسبت وفق نموذج النقد المعادل للسهم الواحد ان التسعير كان مفضا في معظم المصارف اذ ان قيمتها الحقيقية كانت اعلى من قيمته السوقية ما عدا مصرف واحد فان التسعير كان فيه مضخما وهو سعر مصرف دار السلام للاستثمار .
6. اشارت نتائج تحليل القيمة الحقيقية لاسهم المصارف مجال البحث والتي احتسبت وفق نموذج التقييم المحاسبي ان التسعير كان مضخما في معظم المصارف ومثلت عشرة مصارف بنسبة (63%) تقريبا من العينة ، اذ ان قيمتها الحقيقية فيها كانت ادنى من قيمته السوقية ، فيما كان التسعير مفضا في خمس مصارف مثلت (31%) تقريبا من العينة اذ كانت قيمة السهم الحقيقية فيها اعلى من السوقية ، وكانت النتائج غير منطقية في مصرف واحد مثل (6%) من العينة اذ ظهرت القيمة الحقيقية سالبة فيه .
7. اظهرت نتائج اختبار فرضية البحث ان النموذج المحاسبي للتقييم هو افضل للتطبيق في المصارف العراقية لانه يفسر التغير في اسعار الاسهم بشكل يفوق نموذج النقد المعادل للسهم الواحد .

ثانياً : التوصيات

1. استخدام نموذج التقييم المحاسبي في تقييم الاسهم المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية لانه اكثر قوة في تفسير الاختلافات في اسعار الاسهم .
2. اعتماد مؤشرات القيمة الحقيقية للاسهم والمحسوبة وفقا لنموذج التقييم المحاسبي لانه يأخذ بالحسبان متغيرات لا يأخذها النموذج التقليدي ، فضلا عن انه يأخذ معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر بنظر الاعتبار .
3. ضرورة اعتماد الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية على عمليات التحليل المالي التي تساعدها في التنبؤ بالارباح السنوية في ضوء المعلومات المتاحة المحاسبية وغير المحاسبية .
4. حث الباحثان على عمل دراسات مشابهة باستخدام نماذج تقييم اخرى لتقييم الاسهم ومقارنتها مع نموذج التقييم المحاسبي للتأكد من حقيقة الاعتماد على نموذج التقييم المحاسبي التي توصل اليها البحث الحالي.
5. يتوجب على الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية تقديم حساباتها الختامية بعد انتهاء السنة المالية للاستفادة منها من قبل محلي الاوراق المالية والباحثين والمستثمرين .

المصادر

المصادر العربية :-

اولا: البحوث

1. ابو الخير ، د. مدثر طه ، " ملانمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير اسعار الاسهم في سوق الناشئة : دراسة ميدانية" ، 2006.
2. عبد الحميد ، ممدوح " اثر السياسات المحاسبية لادارة الارباح على اسعار الاسهم بالتطبيق على الاسهم المتداولة في سوق الاوراق المالية المصرية" ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، القاهرة ، العدد الثاني ، 1999 .
3. www.d11d.com "مبررات الإعتماد على مفهوم (مدخل) القيمة العادلة لتحديد قيمة البنوك المستهدف دمجها" ، 1993.

ثانيا: الرسائل والاطاريح الجامعية

4. الجبوري ، اياد طاهر محمد "تأثير محتوى معلومات الارباح في قيمة الاسهم العادية : دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية " ، اطروحة دكتوراه في إدارة الاعمال، غير منشورة، مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة بغداد، 2006
5. العلي، اسعد حميد، " بناء المحفظة الكفوءة من الأسهم العادية " ، رسالة ماجستير في إدارة الاعمال، غير منشورة، مقدمة إلى كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة بغداد، 1997.

ثالثا : الكتب

1. الشوارة ، فيصل محمود ، "الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ، الاسس النظرية والعلمية " دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان الاردن ، 2008.

المصادر الأجنبية

اولا : البحوث

1. Cheng, Q. 2005. "What determines residual income", The Accounting Review, 80, (1).
2. FASB , Financial Accounting Standards Board , 2000.
3. Merrett, A.J and ,Gerald D Newbould "CEPS The illusion of corporate growth", The Jurnal of Portfolio Management , 1982, Vol. 9, No, 1 .
4. Myers, J. " Implementing residual income valuation with linear information dynamics , The Accounting Review , 1999 , 74 .
5. Nilsson, Henrik, "Essays on the Value Relevance of Financial Statement Information", Department of Business Administration, Umea University, 2003.
6. Ohlson, James A "Earnings, book values, and dividends in equity valuation" , Contemporary Accounting Research; Spring 1995; 11, 2.
7. Richardson, G. and S. Tinaikar. 2004, "Accounting based valuation models: what have we learned?", Accounting and Finance (44).
8. Wael, Louhichi, "Market Reaction to Annual Earnings Announcements: The Case of Euronext Paris", louhichi@univ-perp.fr, 2004.

ثانيا : الكتب

1. AISC, Accounting. International Standards Committee, 1999.
2. Aragon, George A., " Financial Management", Allyn and Bacon, USA, 1989.
3. Brealey , Richard A.,& Myers , Stewart C. "Principles of Corporate Finance" : 5th ed ., N.U., Mc Graw Hell Co. Inc., 1996.

4. Jones, C. "Investment: Analysis & Management", 4th ed., N.Y.: John Wiley & Sons, 1994.
5. Jones , Charles P. "Investment Analysis & Management " 5th ed., John Wiley & Sons., Inc ., 1996 .
6. Levy, Hain & Sarnat . Marshall, " Principles of Financial Management " 10th ed., U.S.A., Prentice Hall, Inc ., 1988 .
7. Penman, Stephen H., " Financial Statement Analysis Security Valuation", Second Edition, McGraw – Hill Co., New York, 2004.
8. Siegel Joel G. and Shim ,Jae K, "Investment : Aself teaching Guide" , N.Y.: John Wiley & Sons, Inc, 1986.
9. Sharpe , William F. , & Alexander , Gordon J. , "Investment" 4th . ed. , N.J. , Prentice Hell Inc. , 1990 .
10. Stickney, Clyde P., and Weil, Roman L., " Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses", Ninth Edition, Harcourt Inc., America, 2000.
11. Van Horne, James C., "Financial Management & Policy", 11th ed., N.Y. : Prentice – Hall, Inc., 1998 .
12. Weston, J. Fred, Besley , Scott & Brigham , Eugene F., "Essentials of Managerial Finance" ,11th ed., Orland the Dryden Press Co., 1996.

الملاحق

ملحق (1) اسعار الاسهم للمصارف عينة البحث للفترة 2004-2007 (دينار عراقي)

2007	2006	2005	2004	اسم المصرف
1.30	1.30	3.90	10.75	مصرف الاستثمار العراقي
3.00	1.95	15.00	8.80	مصرف الاقتصاد للاستثمار والتمويل
1.65	1.15	2.70	3.15	مصرف البصرة الدولي
1.05	1.05	3.95	15.75	المصرف الاهلي العراقي
3.60	10.50	18.75	16.00	مصرف الائتمان العراقي
2.65	1.35	6.85	6.50	مصرف الخليج التجاري
1.05	2.00	6.50	4.70	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار
3.90	1.85	1.95	2.40	مصرف الشمال
0.90	1.45	3.40	2.40	مصرف سومر التجاري
3.10	2.00	6.40	16.30	مصرف بغداد
1.25	1.00	2.45	13.50	مصرف بابل
2.50	1.80	5.85	7.00	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار
12.30	7.50	23.75	24.75	مصرف دار السلام للاستثمار
1.40	1.70	9.60	10.80	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل
2.10	1.30	20.00	5.90	المصرف التجاري العراقي
2.20	0.85	4.10	2.50	المصرف العراقي الاسلامي للاستثمار والتنمية

ملحق (2) معدل العائد للمصارف عينة البحث للفترة 2004-2007

الاحتراف المعياري	المتوسط	2007	2006	2005	2004	الشركات	ت
1.291	1.491	0.000	-0.667	-0.637	7.269	مصرف الاستثمار العراقي	1
3.346	0.971	0.538	-0.870	0.705	3.513	مصرف الاقتصاد والاستثمار	2
1.836	16.539	0.435	-0.574	-0.143	1.739	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	3
36.177	5.811	0.000	-0.734	-0.749	14.000	المصرف الاهلي العراقي	4
8.686	1.082	-	-0.440	0.172	0.524	مصرف الائتمان العراقي	5
2.685	1.022	0.963	-0.803	0.054	3.815	مصرف الخليج التجاري	6
1.737	0.318	-	-0.692	0.383	1.350	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	7
0.896	0.297	1.108	-0.051	-0.188	0.297	مصرف الشمال	8
0.504	0.083	-	-0.574	0.417	0.655	مصرف سومر التجاري	9
0.531	1.298	0.550	-0.688	-0.607	7.150	مصرف بغداد	10
3.311	2.527	0.250	-0.592	-0.819	12.500	مصرف بابل	11
5.636	0.990	0.389	-0.692	-0.164	2.889	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	12
1.620	0.641	0.640	-0.684	-0.040	2.300	مصرف دار السلام للاستثمار	13
1.129	0.977	-	-0.823	-0.111	5.353	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	14
2.501	1.317	0.615	-0.935	2.390	3.538	المصرف التجاري العراقي	15
1.715	0.844	1.588	-0.793	0.640	1.941	المصرف العراقي الاسلامي	16
1.058	1.014	0.337	0.663-	0.081	4.302	المتوسط	

ملحق (3) النمو في النقد المعادل للسهم الواحد للمصارف مجال البحث للسنوات 2004-2007

الاحتراف المعياري	المتوسط	2007	2006	2005	2004	الشركات	ت
1.147	0.389	2.322	-0.654	-0.201	0.089	مصرف الاستثمار العراقي	1
38.054	22.104	1.165	-0.719	88.004	-0.035	مصرف الاقتصاد والاستثمار	2
9.414	-5.396	0.371	-0.431	0.170	-	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	3
1.231	0.344	-0.551	2.382	-0.704	0.247	المصرف الاهلي العراقي	4
0.567	0.545	1.086	-0.279	1.058	0.316	مصرف الائتمان العراقي	5
8.959	5.253	0.912	0.363	-0.988	20.724	مصرف الخليج التجاري	6
3.500	0.850	0.079	6.597	-0.412	-2.863	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	7
5.483	-1.015	-0.901	4.820	1.861	-9.842	مصرف الشمال	8
2.055	1.008	-0.648	4.514	-0.181	0.347	مصرف سومر التجاري	9
0.725	0.492	1.358	0.587	-0.652	0.676	مصرف بغداد	10
2.395	-1.073	0.844	0.541	-0.554	-5.122	مصرف بابل	11
0.680	0.210	0.183	-0.517	-0.132	1.308	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	12
2.246	-1.518	-0.140	0.706	-1.470	-5.170	مصرف دار السلام للاستثمار	13
32.287	17.923	-0.673	-0.577	-0.903	73.845	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	14
1.604	1.649	2.086	-0.975	3.382	2.104	المصرف التجاري العراقي	15
1.668	0.852	1.831	-0.676	3.085	-0.833	المصرف العراقي الاسلامي	16
1.236	0.559	0.829	-0.440	-0.622	2.469	المتوسط	

ملحق (4) القيمة الحقيقية للسهم وفقا لنموذج النقد المعادل للسهم الواحد للشركات عينة البحث للفترة 2007-2004 (دينار عراقي)

الانحراف المعياري	المتوسط	2007	2006	2005	2004	الشركات	ت
4.877	9.150	13.000	10.500	12.250	0.849	مصرف الاستثمار العراقي	1
7.959	13.105	13.750	16.000	22.250	0.419	مصرف الاقتصاد والاستثمار	2
4.226	8.247	10.000	10.500	11.500	0.987	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	3
4.123	8.458	11.250	10.500	10.750	1.332	المصرف الاهلي العراقي	4
1.908	12.925	15.500	13.500	12.500	10.202	مصرف الائتمان العراقي	5
2.751	9.286	10.000	10.750	11.750	4.644	مصرف الخليج التجاري	6
4.976	8.976	12.250	12.250	11.000	0.403	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	7
4.809	8.398	11.750	10.750	11.000	0.093	مصرف الشمال	8
4.933	8.687	12.750	10.750	11.000	0.247	مصرف سومر التجاري	9
4.539	9.580	14.250	11.250	10.750	2.068	مصرف بغداد	10
4.625	8.767	11.750	12.000	10.500	0.817	مصرف بابل	11
5.639	12.828	16.250	13.250	18.250	3.560	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	12
4.553	7.135	10.000	9.000	10.250	-0.709	مصرف دار السلام للاستثمار	13
1.807	17.711	14.750	18.750	19.500	17.842	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	14
1.361	9.647	10.000	10.750	10.500	7.337	المصرف التجاري العراقي	15
1.993	8.934	10.000	10.000	10.250	5.487	المصرف العراقي الاسلامي	16
4.346	11.495	14.230	13.174	14.555	4.019	المتوسط	

ملحق (5) القيمة الحقيقية للسهم وفقا لنموذج التقييم المحاسبي للمصارف عينة البحث للفترة 2007-2004 (دينار عراقي)

الانحراف المعياري	المتوسط	2007	2006	2005	2004	الشركات	ت
0.359	1.518	1.358	1.094	1.737	1.883	مصرف الاستثمار العراقي	1
9.000	8.046	2.723	7.168	21.013	1.279	مصرف الاقتصاد والاستثمار	2
0.357	1.602	1.087	1.688	1.913	1.718	مصرف البصرة الدولي للاستثمار	3
0.608	1.327	1.158	0.705	1.287	2.159	المصرف الاهلي العراقي	4
10.507	18.437	5.864	22.528	30.438	14.919	مصرف الائتمان العراقي	5
3.829	5.116	4.183	2.935	2.579	10.766	مصرف الخليج التجاري	6
0.603	1.831	2.378	2.323	1.244	1.378	مصرف الموصل للتنمية والاستثمار	7
0.459	1.417	1.281	2.098	1.118	1.172	مصرف الشمال	8
0.315	1.498	1.562	1.919	1.253	1.259	مصرف سومر التجاري	9
0.993	2.843	3.903	2.189	1.825	3.454	مصرف بغداد	10
0.264	1.646	1.866	1.574	1.304	1.842	مصرف بابل	11
0.784	3.130	2.721	2.237	3.647	3.913	مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار	12
3.762	-0.618	1.301	-6.261	1.204	1.284	مصرف دار السلام للاستثمار	13
14.137	10.645	2.879	3.134	4.754	31.814	مصرف الوركاء للاستثمار والتمويل	14
0.121	1.382	1.403	1.232	1.526	1.367	المصرف التجاري العراقي	15
2.228	2.533	1.539	1.286	1.436	5.872	المصرف العراقي الاسلامي	16
3.021	3.897	2.325	2.991	4.892	5.380	المتوسط	