تقييم الأسهم العادية باستخدام أنموذج خصم الأرباح (DDM)
دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

أيمن جدوع فيصل الشمري **أ.م.د شذى عبد الحسين جبر**

كلية التقنية الإدارية - بغداد

أ.م.د عباس هاشم مهلهل

المعهد التقني - الكوت

المستخلص:

يتمثل هدف البحث في عرض لمفهوم أنموذج خصم الأرباح(DDM) ودراسة مدى إمكانية هذا الأنموذج في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية باعتباره من النماذج المهمة التي تستخدم في مساعدة المستثمرين لمعرفة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم العادية والقيمة الحقيقية ، ولأثبات فرضية البحث تم اختيار عينة للبحث والمتمثلة بالقطاع المالي واختيار مجموعة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية المتكونة من ثلاث عشر مصرفاً للفترة الممتدة (٢٠١٥-٢٠١٩).

إذ توصلت نتائج البحث إلى عدم قدرة أنموذج خصم الأرباح في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية لعينة البحث والخاصة بالبيئة العراقية ، كما توصلت نتائج البحث إلى أن جميع القيم التي تم قياسها وفق الأنموذج كانت أصغر من القيمة السوقية ، وفي هذه الحال لا يمكن مساعد المستثمرين من زيادة فرصتهم في تحقيق أرباح أعلى ، وكذلك يدل على أن هناك ضعف في كفاءة السوق.

Abstract:

The aim of the research is to present the concept of the Dividend Discount Model (DDM) and study the extent to which this model can measure the real value of ordinary shares, as it is one of the important models that is used to help investors to know the difference between the market value of ordinary shares and the real value, and to prove the hypothesis of the research, a sample was chosen for the research represented in The financial sector and the selection of a group of banks listed in the Iraq Stock Exchange consisting of thirteen banks for the period (2015-2019).

Where the results of the research concluded that the profit deduction model was not able to explain the true value of the ordinary shares of the research sample and the Iraqi environment, and the results of the research also concluded that all the values that were measured according to the model were smaller than the market value, and in this case it is not possible to help investors to increase Their chance of making profits is higher, as well as indicates that there is a weakness in the efficiency of the market.

١. المقدمة

عند التفكير في عالم الاستثمار، نلاحظ أن هناك عدة فئات واسعة من الأشخاص الذين يحتاجون إلى تقييم الأسهم. تشمل الدوافع لإجراء التقييم إمكانية الربح من التداول، والرغبة في وضع سياسات اقتصادية فعالة، والرغبة في فهم وإدارة الشركات بشكل أفضل، وكذلك الحاجة إلى نقل معلومات دقيقة ومبسطة إلى الجمهور. ويترتب على ذلك أن هناك العديد من الفئات المختلفة من الأشخاص الذين يحتاجون إلى فهم عملية تقييم الأسهم، بدءاً من المطلعين على الشركات الذين يديرون الشركات إلى الاقتصاديين الذين يديرون الاقتصاد.

كما تعتبر اسواق الأوراق المالية المصدر الذي يتيح للمستثمرين المعلومات التي تمكنهم من التعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة لتوظيف الاموال الفائضة الخاصة بهم، وكذلك مصدر للحصول على الاموال لمالكي الأصول المختلفة والتخلص منها وذلك عن طريق البيع، إذ تعتبر الأسهم العادية من أكثر الادوات التي يتم التبادل بها بيعاً وشراءً في اسواق الأوراق المالية، إذ تعد عملية الاستثمار بالأسهم من أحد المجالات الاستثمارية المهمة لدى المستثمرين عن طريق توظيف تلك الاموال والحصول على العائد، وإنَّ هذا النوع من الاستثمارات يتطلب الاستناد إلى بعض المعلومات والمؤشرات وكذلك المعايير لغرض الاستثمار كون هذه الاستثمارات تكون محفوفة بالمخاطر، إلا إنَّ هذه الأسهم قد تكون غير مسعرة بقيمتها الحقيقية خاصة في حالة عدم وجود اسواق مالية كفؤة، وبالتالي فأن هذه الاسواق لا تعكس المعلومات المحاسبية المتوفرة عن الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية اولاً بأول ، مما يؤدي بالمستثمرين ومالكي الأسهم بحالة عدم الثقة بهذه الاسواق مما يقلل من استثمار الاموال فيها، وإنَّ نسبة ضعف كفاءة الاسواق تستخدم نماذج قياس محاسبي مختلفة لتحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية. إذ يتجسد الهدف الرئيس من تقييم الأسهم العادية في تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق(قيمته السوقية) مقيما بأكثر أو بأقل مما يجب، ليساعد المستثمرين في الأسهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الرشيدة بما يتعلق بشراء أو بيع أو بالاحتفاظ بهذه الأسهم. وإنَّ تحديد القيمة الحقيقية للسهم العادي يسهم في توفير آلية للتقييم يمكن للمستثمر اعتمادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية يكون تسعير السهم بأكثر مما يجب ولابد للمستثمر الذي يحمل السهم أن يبيعه تجنباً للخسارة، في حين إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية يكون السهم قد سعر بأقل مما يجب، وهذا يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شراء السهم. يتناول هذا البحث توضيح قيم الأسهم العادية لما حظيت به من اهتمام كبير في الادبيات المالية بشكل عام والاستثمار بشكل خاص، وكذلك التطرق إلى النماذج المستخدمة في تقييم الاسهم العادية.

٢. منهجية البحث

٢,١. مشكلة البحث:

تواجه أسواق الأوراق المالية في العراق بعدم قدرتها في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية وذلك نتيجة لوجود ضعف في كفأتها وبالتالي لا تستطيع أن تعكس المعلومات المناسبة عند توفرها للمستثمرين قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في السوق وبالتالي لا يتم تقييم الأوراق المالية بصورة جيدة.

ومن خلال ما تقدم تتمثل مشكلة البحث الرئيسية:-

هل يمكن تطبيق أنموذج خصم الأرباح (DDM) لتفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية في ظل المعلومات التي يوفرها سوق العراق للأوراق المالية.

٢,٢. . فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسية: يمكن تطبيق أنموذج خصم الأرباح (DDM) في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في ظل المعلومات التي يوفرها السوق.

٢,٣. أهداف البحث:

١. استخدام أنموذج خصم الأرباح في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية.
٢. مدى قدرة المعلومات التي يوفرها السوق للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم الواحد من خلال تطبيق أنموذج خصم الأرباح.
٣. عرض وتحليل الجوانب النظرية والرياضية لأنموذج خصم الأرباح.
٤. تحليل العلاقة بين القيمة الحقيقية للأسهم العادية والقيمة السوقية لعينة البحث.
٥. مساعدة المستثمر في ترشيد قراراته الاستثمارية في سوق الاوراق المالية عن طريق أتباع منهج استثماري سليم.

٢,٤. أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من خلال الآتي:

١- امكانية تطبيق أنموذج خصم الأرباح في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية.
٢- مدى استفادة الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من أنموذج خصم الأرباح في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم.
٣- مدى امكانية اعتماد المستثمرين على نتائج الدراسة لترشيد قراراتهم الاستثمارية في سوق الأسهم.

٢,٥. مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لقطاع المصارف، أما عينة البحث فشملت (١٣) مصرف مدرج في سوق العراق للأوراق والتي انطبقت عليها شروط البحث.

٢,٦.اساليب جمع البيانات والمعلومات:

٢,٦,١. بيانات الجانب النظري :

تم الاعتماد في جمع البيانات والمعلومات للجانب النظري على الكتب العربية والاجنبية وكذلك الرسائل والاطاريح والبحوث العلمية والدراسات المنشورة وغير المنشورة سواء كانت عربية أم اجنبية، والاستعانة بشبكة الانترنت.

٢,٦,٢. بيانات الجانب العملي :

اعتمد البحث على البيانات المالية الشهرية والسنوية والحسابات الختامية لعينة من الشركات في قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة (٢٠١٥-٢٠١٩).

٢,٧. الأساليب المالية والمحاسبية المعتمدة في التحليل والتطبيق:

٢,٧,١ الاساليب المالية:

١- أنموذج تقييم الأسهم العادية: والمتمثل بأنموذج خصم الأرباح(DDM) ويحسب وفق الصيغة الآتية:

$$\text{Value of stock} = P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

P_0= القيمة الحقيقية للسهم.

D_t= مقسوم الأرباح.

R= معدل العائد المطلوب.

إذ إنَّ معدل العائد المطلوب يحسب وفق أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) حسب الصيغة الاتية :

$$R = RF + \beta i\,(RM - RF) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

RF = معدل العائد الخالي من المخاطر.

RM = معدل العائد على اسهم السوق.

βi = معدل المخاطرة على عوائد الأسهم، ويحسب معامل Beta وفق الصيغة الاتية :

$$\beta = \frac{Cov(Ri_t, Rm_t)}{\sigma^2 Rm} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

إذ إنَّ :

$Cov\,(Ri_t, Rm_t)$ = التباين المشترك بين عائد السهم وعائد محفظة السوق.

σRm^2 = تباين عائد محفظة السوق.

Ri_t = معدل عائد السهم العادي في السنة t.

٣. دراسات سابقة:

٣,١. دراسة Amiri,A.Ravanpaknodezh,H.&Jelodari,A.2016

"Comparison of stock valuation models with their intrinsic value in Tehran Stock Exchange"مقارنة نماذج تقييم الأسهم بقيمتها الحقيقية في بورصة طهران

كان الهدف من هذه الدراسة هو تحديد النموذج المطبق في تكوين أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية لإيجاد نموذج القيمة السوقية المناسب بين نماذج التقييم على أساس القيمة. لاختبار نماذج تقييم الأسهم ، تم استخدام انحدار المربعات الصغرى العادية. أيضا ، تم استخدام برنامج E Views لمزيد من تحليل البيانات. شملت العينة جميع الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٣. بناءً على العينات العشوائية الطبقية ، تم اختيار كل صناعة كفئة وباستخدام معادلة كوكران ، تم تحديد حجم العينة المكون من ٤٠ مشاركاً من كل فئة. أشار تحليل البيانات إلى أن نسبة السعر إلى الدفتر (نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية) كان لها أعلى عامل تعديل وتم تحديدها كأفضل نموذج لتقييم الأسهم.

٣,٢. دراسة Kusumanisita& Minanti,2021

"Stock valuation analysis of dividend discount model, free cash flow to equity and Walter model in investment decision"تحليل تقييم الأسهم لنموذج خصم الأرباح ، التدفق النقدي إلى حقوق الملكية ونموذج والتر في قرار الاستثمار"

هدفت هذه الدراسة إلى(١) اختبار تأثير تقييم الأسهم باستخدام طريقة نموذج خصم الأرباح(DDM) على قرارات الاستثمار، (٢) اختبار تأثير تقييم الأسهم باستخدام طريقة التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية(FCFE) على قرارات الاستثمار، و(٣) اختبار تأثير تقييم الأسهم باستخدام طريقة Walter Model على قرارات الاستثمار في شركات صناعة السلع الاستهلاكية المدرجة في ISSI للفترة 2016-2019 . تم أخذ عينات من ٢٤ شركة في قطاع صناعة السلع

الاستهلاكية في هذه الدراسة. البيانات المستخدمة كانت بيانات ثانوية. تظهر نتائج هذه الدراسة أن نموذج خصم الأرباح (DDM) له تأثير إيجابي كبير على قرارات الاستثمار، في حين أن أساليب التدفق النقدي الحر إلى حقوق الملكية (FCFE) وطريقة Walter النموذجية لا تؤثر بشكل كبير على قرارات الاستثمار.

٣,٣. دراسة Febriani,D. Lupikawaty,M.&Salman,2022

"Stock Price Valuation Using The Dividend Discount Model on IDX Mining Period 2011-2020"تقييم سعر السهم باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح في فترة تعدين2011-2020 IDX

يمكن للمستثمرين إجراء تقييمات الأسهم لتقليل مخاطر الاستثمار. تهدف الدراسة إلى ١) معرفة القيمة الحقيقية لأسهم تعدين IDX من ٢٠١١ إلى ٢٠٢٠ ، ٢) تحديد ما إذا كانت الأسهم تعتبر مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية أم مقيمة بشكل صحيح أم مبالغاً في قيمتها. ٣) اتخاذ قرارات الاستثمار الصحيحة بناءً على ظروفها. تستخدم طريقة البحث نموذج خصم الأرباح. تم استخدام أخذ العينات الهادفة في أخذ العينات، لذلك كانت العينة من ٣ شركات وهي ADRO و ITMG و PTBA. توفر تقييمات الأسهم قيمة حقيقية ، والتي سيتم استخدامها لتحديد ما إذا كان الأسهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية أو قيمتها بشكل صحيح، أو مبالغ فيها. مقومة بأقل من قيمتها هي شرط عندما تكون القيمة الحقيقية أعلى من سعر السهم ثم يتم تقييمها بشكل صحيح عندما تكون القيمة الحقيقية هي نفسها مع سعر السهم، في حين أن المبالغة في التقييم هي شرط عندما تكون القيمة الحقيقية أقل من سعر السهم.

٤. الجانب النظري من البحث:

٤,١. مفهوم وتعريف الأسهم العادية The concept and definition of common stock:

تتعدد مفاهيم وتعاريف الأسهم العادية فهناك من عرفها على أنها أداة ملكية يمكن تداولها، تعطي لمالك السهم الحق في تلقي الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها من الشركة المصدرة، عند تصفية التزاماتها اتجاه الآخرين (Makruf,et,al.2021:114). كما عرفت الأسهم العادية بأنها استثمار في رأس المال الذي يمثل ملكية الشركة، ويتوافق مع حساب رأس المال للملكية الفردية أو رأس المال الذي يساهم به كل شريك في الشركة (Shim,et,al.2012:684). وتعرف أيضاً بأنها الأسهم التي لا تعطي لحاملها أي ميزة تفضله عن غيره من المساهمين سواء كان في أرباح الشركة في اثناء مدّة بقائها أم في موجوداتها عند تصفيتها(اسماعيل وصالح،٢٠١٦: ٦).

٤,٢. خصائص الأسهم العادية Characteristics of common stock:

تتمتع الأسهم العادية ببعض الخصائص وهي كما يأتي **(Taillard,2022:42)**:-

١. تمكن مالك السهم من التصويت في أي قرارات تتعلق بسياسة الشركة، ومجلس الإدارة.
٢. يمنح امتلاك الأسهم العادية أيضاً حقوقاً في حصة من مدفوعات الأرباح.
٣. يمنح امتلاك الأسهم العادية الحق في تلقي تقارير أو معلومات متخصصة للشركة عند الطلب.

وبما أن جميع الأسهم المصرح بها تتمتع بالحقوق والخصائص نفسها، يُطلق عليها أسم الأسهم العادية. إلا أن الشركات تصدر أحياناً أكثر من فئة واحدة من الأسهم، بما في ذلك الأسهم الممتازة، حيث هناك فئات مختلفة من الأسهم العادية ففي بعض الحالات، يتم تصنيفها لتلبية الاحتياجات الخاصة للشركة. بشكل عام، فعند استخدام التصنيفات الخاصة، يتم تعيين نوعين من الأسهم العادية واحد للفئة (أ)، وآخر للفئة (ب)، والاختلاف الرئيسي هو أن سهم الفئة (أ) يحصل فيها المستثمرون الذين يشترون هذه الفئة من الأسهم على أي توزيعات أرباح تدفعها الشركة، لكن لن يكون لديهم حق التصويت إلا بعد مرور خمس سنوات على إصدار السهم. بينما الفئة (ب) يكون لأصحاب هذه الفئة من الأسهم حق التصويت الكاملة لمدة خمس سنوات، لكن لن يحصلوا على أرباح الأسهم حتى تثبت الشركة قدرتها على الكسب بزيادة الأرباح المحتجزة إلى مستوى معين**(Wild,et,al.2018:493)**.

٤,٣. تصنيف الأسهم العادية Common Stock Classification:-

يمكن أن تصنف الأسهم العادية إلى ما يلي:-

١. الأسهم المدافعة Defensive Stocks: يعد هذا النوع من الأسهم التي يتوقع بقاء اسعارها مستقرة ومأمونة، ولكن تتزايد في أثناء حصول ركود اقتصادي وحدوث تدهور للأعمال، أو نتيجة التقلبات الحادة التي تحدث للأسواق المالية، أي إنها تبقى محافظة لا تتأثر نسبياً بمدة التراجع في دورات الاعمال، حيث يمكن وصفها بأنها مقاومة للركود، ويعد هذا النوع من الأسهم للكثير من المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على العائد الآمن والمؤكد. وهناك مفهومان متقاربان ومترابطان لهذا النوع من الأسهم : الأول أن معدل العائد على السهم المدافع غير متوقع انخفاضه في حال حدوث انخفاض كلي للسوق. أما الآخر فأنه وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية تعد المخاطر النظامية لهذا السهم مقاسة بمعامل (بيتا) تكون منخفضة.(العامري، ٢٠١٠ :٤٧٣).

٢. الأسهم الدورية Cyclical Stocks: وهي الأسهم التي يكون مستوى أرباحها وأسعارها مرتبط تماماً بالحالة الاقتصادية العامة، أي أن هذه الأسهم تعود للشركات التي تتأثر سريعاً بالتغير الاقتصادي، وأن اسعارها تتقلب بصورة مباشرة وبدرجة كبيرة من معظم الأسهم نتيجة تحرك الاقتصاد بين التدهور والازدهار، أي أن أرباح هذه الشركات تكون عالية واسعار أسهمها مرتفعة في حال أن الظروف الاقتصادية تكون بحالة جيدة، لكن عندما تتعرض الظروف الاقتصادية إلى تدهور فأن مبيعات الشركات الدورية تتدنى بحدة وتتناقص أرباحها بشكل كبير. ويشار لهذه الأسهم بالمجازفة حيث تكون عوائدها أكثر تقلباً من كل السوق أي أن لها مخاطرة (بيتا) عالية.(حسين وحافظ، ٢٠١١: ١٩٧).

٣. الأسهم المضاربة Speculative Stock: تعتبر الأسهم المضاربة على أنها الأكثر خطورة لأنه لا يوجد طلب ثابت على منتجات الشركة، وفي الواقع، قد لا يكون هناك منتج قابل للبيع على الإطلاق. لأنها عادةً ما تكون منخفضة السعر (غالباً بالسنت بدلاً من الدولار). عادة ، تعمل الشركة بخسارة ولا تدفع أي أرباح. وغني عن القول ، غالباً ما يتقّلب السعر بشكل كبير، لذا فهي متقلبة وقد يتم كسب أو خسارة مبالغ كبيرة من خلال تداول الأسهم. عادة ما يكون التداول قصير الأجل لتحقيق أرباح سريعة، بدلاً من الاستثمار على المدى الطويل كما هو معتاد مع الأسهم الممتازة أو الأسهم الخضراء أو الأنواع الدفاعية من الأسهم(Kinsky,2020,88).

٤. **الأسهم الناجحة أو الرابحة Blue-Chip stocks:** الأسهم الناجحة هي الأسهم التي تصدرها شركات راسخة وذات رأس مال سوقي، التي تتمتع بأداء مالي سليم ولمدّة طويلة(Kim,et,al.2020:2). ويمكن تعريفها أيضاً هي أسهم الشركات الرائدة مع الإدارة الجيدة والأداء المالي القوي. كما من المعروف أن هذه الأسهم لديها القدرة على البقاء في ظروف السوق الصعبة وتوفير عوائد عالية في ظروف السوق الجيدة. واستناداً إلى تاريخ بيانات السوق المالية، تتمتع الأسهم الناجحة بتقلب ثابت في أسعار الأسهم وحركة مشتركة، ولها تأثير قوي على مؤشرات أسعار الأسهم(Maruddani&Trimono,2021:501).

٥. أسهم الدخل Income Stocks: يسعى بعض المستثمرين أساساً إلى شراء أسهم الدخل لغرض الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، قد يمثل هذا الدخل للبعض حافزاً أساسياً للاستثمار في الأوراق المالية، وأن الأشخاص الذين يستثمرون مقابل الحصول على الدخل يبحثون عن الأوراق المالية التي تعطي شكلاً منتظماً لتوزيعات الدخل وقابلاً للتنبؤ، وعليه فأن المستثمرون يهتمون إلى تقليل مخاطرة أصل الاستثمار لذا عليهم أن يركزوا على الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها(العامري، ٢٠١٠: ٤٧٥).

٦. أسهم النمو Growth Stock: أسهم النمو وهي الأسهم التي تمثل الشركات التي تشهد نمواً سريعاً في الإيرادات والأرباح، وعادة ما يكون لديها أسعار أسهم مرتفعة مقارنة بأرباحها الحالية أو قيم الأصول (الدفترية). تميل هذه الشركات إلى إعادة استثمار معظم أرباحها في بنيتها التحتية لتغذية التوسع المستقبلي، وبالتالي، فإن أسهم النمو عادة ما تدفع أرباحاً منخفضة(Tyson, 2019:207).

٧. أسهم القيمة Value shares: تعد الحصة ذات قيمة جيدة عندما يُنظر إليها على أنها تتداول بخصم من قيمتها الحقيقية. ربما لا تحظى الأسهم بشعبية أو يتجاهلها المستثمرون وهذا ينتج عن احتمالية نمو الأرباح في المستقبل بصورة تبدوا منخفضة. في بعض الأحيان يُنظر إلى العمل على أنه "ممل" ويبحث المستثمرون والمتداولون عن آفاق أكثر إثارة. غالباً ما يكون للأسهم ذات القيمة أرباحاً جيدة وتكون جذابة للمستثمرين الذين يسعون للحصول على دخل من توزيعات الأرباح(Kinsky,2020,12).

٤,٤. تقييم الأسهم العادية Common Stocks Valuation:

تقيم الأسهم العادية حسب مفهوم كل منها وكما يلي:-

١. القيمة الأسمية Par Value: القيمة الاسمية للأسهم العادية هي قيمة تعسفية تم إنشاؤها للأغراض القانونية في ميثاق الشركة الخاص بالشركة ويتم تحديدها بشكل عام منخفضة للغاية، وغالباً ما تكون ١ دولار أو أقل (Gitman &Zutter,2015:320). أي هي القيمة المعلنة للسهم الواحد. بمعنى أن المبلغ الذي يتم تعيينه لكل سهم من الشركة في مجموعتها، يتم تحديد مبلغ لهذا السهم في ميثاق الشركة، ولكن ليس له معنى اقتصادي يذكر. أي أنه في حقيقة الأمر رقم قانوني يظهر في شهادة الأسهم، ولكن ليس له أي تأثير على قيمة الأسهم، حتى في لحظة الإصدار(Young,et,al.2019:298).

٢. القيمة الدفترية Book Value: هي مقدار قيمة أصول الشركة لكل سهم من الأسهم العادية التي تحدد استناداً إلى السجلات المحاسبية للشركة. حيث يتم احتسابها بقسمة إجمالي حقوق المساهمين على إجمالي الأسهم المصدرة، ويمكن أن تتغير هذه القيمة باستمرار وذلك لاعتمادها بصورة عامة على ربحية الشركة وبصورة خاصة على الأرباح المحتجزة (العامري، ٢٠١٣: ٥١٠).

٣. **القيمة السوقية Market Value:** القيمة السوقية للسهم الواحد هي السعر الذي يتم به بيع الأسهم وشرائها في الأسواق المالية. حيث تؤثر الأرباح المستقبلية المتوقعة وأرباح الأسهم والنمو وعوامل الشركة والعوامل الاقتصادية الأخرى على القيمة السوقية للسهم (Wild,et,al.2018:493).

٤. **القيمة التصفوية Liquidation Value:** قيمة التصفية للسهم الواحد هي المبلغ الفعلي للسهم الواحد من الأسهم العادية التي يتم استلامها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية، وتم دفع الالتزامات والأسهم المفضلة، وتم تقسيم أي أموال متبقية بين المساهمين العاديين. هذا المقياس أكثر واقعية من القيمة الدفترية، لأنه يعتمد على القيمة السوقية الحالية لأصل الشركة، لكنه ما يزال يفشل في النظر في قوة كسب تلك الأصول(Zutter&Smart,2022:383).

٥. **القيمة البديلة Substitution Value:** تتمثل هذه القيمة بقيمة ورقة مالية ومقارنتها مع قيمة ورقة مالية أخرى لشركة أخرى، كما أن القيمة البديلة يعاب عليها عدم قدرتها على تحديد الشركات التي يمكن أن تستخدمها في حالة المقارنة. وذلك لصعوبة وجود شركة بديلة مناسبة، ويعود السبب في ذلك لاختلاف أساليب إدارة الشركات، وكذلك حقوق براءة الاختراع، والعوامل البيئية التي تواجه الشركة وغيرها (عبيدات، ٢٠٠٨: ٥٧).

٦. **القيمة الحقيقية Intrinsic Value:** وهي القيمة التي يمكن أن تبررها الحقائق المالية والاقتصادية، والمتمثلة بقيمة الموجودات في الشركة وتوزيعات مقسوم الأرباح وربحية السهم الواحد ومعدلات النمو المتوقعة. أي تعد بأنها القيمة المخصومة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من المستثمرين الناتج عن الاستثمار. ويطلق عليها أحياناً بالقيمة العادلة Fair Value (النعيمي و التميمي،٢٠٠٩: ١٠٣).

٤,٥. نماذج تقييم الأسهم العادية Common Stock Valuation Models:-

١. أنموذج خصم الأرباح Dividend Discount Model (DDM):-

صمم أنموذج خصم الأرباح (DDM) الذي اقترحه لأول مرة Williams سنة (١٩٣٨). وهو ببساطة تطبيق لتحليل القيمة الحالية، الذي يؤكد أن السعر العادل للأصل هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة (Fabozzi&Drake,2009:238)، كما يعد أنموذج خصم الأرباح (DDM) أحد أبسط الطرق الكلاسيكية وأكثرها شيوعاً لتحديد السعر العادل للأسهم، إذ يعد أنموذج تقييم يستند إلى افتراض أن قيمة السهم هي المبلغ المخصوم لجميع مدفوعات الأرباح المستقبلية أو أن القيمة العادلة للسهم هي القيمة الحالية لأرباح الأسهم المستقبلية المخصومة بمعدل العائد المطلوب(Sutjipto,et,al.2020:1844)، كما يجب في هذا الأنموذج على المحللين الماليين أن يقدروا توزيعات الأرباح للسهم العادي لأنها تعد المحدد الرئيسي لتقييم الشركات، ومعدل العائد المطلوب، وكذلك معدل نمو الأرباح، والمدّة الزمنية التي يتوقع استمرار توزيع الأرباح فيها (مداح و حلوش،٢٠١٩: ٣٤)، ومن خلال ما تم ذكره فأن أنموذج خصم الأرباح يظهر من خلال المعادلة الآتية (Brigham&Houston,2019:p325):

$$\textbf{Value of stock} = \mathbf{P_0} = \frac{\mathbf{D_1}}{(\mathbf{1}+\boldsymbol{r_s})^{\mathbf{1}}} + \frac{\boldsymbol{D_2}}{(\mathbf{1}+\boldsymbol{r_s})^{\mathbf{2}}} + \cdots + \frac{\boldsymbol{D_\infty}}{(\mathbf{1}+\boldsymbol{r_s})^{\infty}}$$

$$= \sum_{\boldsymbol{t=1}}^{\infty} \frac{\boldsymbol{D_t}}{(\mathbf{1}+\boldsymbol{r_s})^{\boldsymbol{t}}} \dots\dots\dots\dots\dots (\mathbf{4})$$

إذ إنَّ:

$\mathbf{P_0}$ = القيمة الحقيقية للسهم

$\boldsymbol{D_t}$ = مقسوم الأرباح المستقبلي

$\boldsymbol{r_s}$ = معدل العائد المطلوب

تنص المعادلة (٤) على إن سعر السهم من المفترض أن يساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المستقبلية المتوقعة كافة، كما تركز المعادلة على أرباح الأسهم وتتجاهل أرباح رأس المال لأن هناك جزء منها يعاد استثمارها، وبالتالي فأن هذه التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون تعد قسماً من العوائد التي يحققها السهم، أما القسم الآخر فهو نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والتي بدورها تنعكس على القيمة السوقية وعند بيع السهم يحصل عليها المستثمر على شكل أرباح رأسمالية، وبهذا يكون استخدام ربحية السهم الواحد أنسب من استخدام التوزيعات في حساب القيمة الحقيقية(الكشوان والعامري، ٢٠١٦،٥).

٢. أنموذج التدفق النقدي Cash Flow Model:-

أساس عمل هذا الأنموذج هو أن الأرباح الواردة من الأصول تتجسد في تدفقات نقدية قادمة من هذه الأصول، إذ إنَّ الكثير من المحللين الماليين يذهبون نحو التدفقات النقدية على أنها تتمثل بتكاليف غير نقدية مثل (الاندثار وتكاليف الديون

المشكوك في تحصيلها) وربحية السهم أو صافي الربح بعد الضريبة. ويظهر هذا الأنموذج للأسهم العادية على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة الآتية (زياد، ٢٠١٤: ٥٠):-

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+K)^t} \text{ ..... (5)}$$

إذ إنَّ :

C_t = الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

٣. أنموذج تقييم الارباح Earnings Valuation Model:-

يعتمد أنموذج تقييم الارباح الذي يعد أنموذجاً آخراً لتقييم الأسهم العادية على أساس ربحية السهم، إذ يمكن حساب أرباح السهم الواحد من طريق قسمة الأرباح المتحققة للسهم على عدد الأسهم المصدرة. إذ أنَّ تقييم الأسهم على وفق هذا الأنموذج يعني الموافقة على فكرة التي قام بتقديمها المعارضون أن الأرباح المتحققة تكون من حق أصحاب الأسهم، فيجب أن تقييم الأسهم يكون على أساس الأرباح المستقبلية وليس توزيعات الأرباح المتحققة (الكرعاوي، ٢٠١٩: ٤٤). بالمعادلة الآتية نعرض فكرة موديكلياني وميلير الذي يعبر عن أنموذج تقييم الأسهم العادية استناداً إلى الأرباح (العبيدات، ٢٠٠٨: ٦٤):-

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - I_t}{(1+K)^t} \text{ ..... (6)}$$

إذ إنَّ:

E_t = ربحية السهم المتوقعة في نهاية المدّة t من الاستثمارات الجديدة .

I_t = الأرباح المحتجزة في المدّة t لاستثمارات الشركة المستقبلية .

٤. أنموذج والتر Walter Model:-

والتر (Walter) في هذا الأنموذج سعى إلى تقييم الأسهم العادية بتقديم أطار على أساس الافتراض أن سياسة توزيع الأرباح تكون من خلال غاية أو هدف لتعظيم إيرادات مالكي الأسهم العادية، وذلك عن طريق الاعتماد على العلاقة التي تكون بين احتجاز الأرباح وإدخالها في مشاريع مستقبلية للاستثمار، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وهنا قد أخذ والتر(Walter) في الاعتبار الأرباح المحتجزة والموزعة، والسبب كونهما عاملان لهما تأثير كبير في عملية تحديد القيمة الحقيقية للسهم(نصر، ٢٠١٥: ٣٤). أن القيمة الحقيقية للسهم يمكن معرفتها عن طريق هذا الأنموذج من خلال المعادلة الآتية(Kusumanisita&Minanti,2021,86):-

$$P_0 = \frac{D}{K} + \frac{r(E-D)/K}{K} \text{ ..... (7)}$$

إذ إنَّ:

E = ربحية السهم الواحد

K= معدل العائد المطلوب

r= معدل العائد على الأرباح المحتجزة _معدل النمو

D= توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

٥. أنموذج مضاعف الربحية P/E Ratio Model:-

يعرف أنموذج مضاعف الربحية بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو مضاعف، وفي هذا الأنموذج يتم احتساب قيمة السهم لمعرفة ما إذا كان المستثمر مستعداً للدفع والحصول على سهم الشركة. وحساب هذا المضاعف يتم بسعر السهم السوقي على ربحيته. أي بمعنى أن المستثمر يكون مستعداً لدفع قيمة السهم اضعاف ربحيته، أما في حال كانت النسبة معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة للسهم في المستقبل، فأن القيمة الحقيقية للسهم يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه في الأسواق المالية(إسماعيل وصالح، ٢٠١٦: ١٣)، ويمكن توضيح الأنموذج بالمعادلة الآتية:-

$$V = \sum_{t=0}^{n} \frac{M(E_n)}{(1+k)^n} \text{ ..... (8)}$$

إذ أن:

V= القيمة الحقيقية للسهم.

M= مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته.

E= ربحية السهم.

K= معدل العائد المطلوب.

٥. الجانب العملي من البحث:

يتناول الجانب العملي في هذا البحث تحليل القيمة الحقيقية للسهم وفق أنموذج خصم الأرباح للسهم الواحد للمصارف عينة البحث وتحليل متغيراته المتمثلة بتحليل ربحية السهم الواحد وتحليل العائد المطلوب الذي يمكن استخراجه وفق أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) وكما يأتي:-

٥,١. تحليل المتغيرات الحاكمة لأنموذج البحث:

٥,١,١. تحليل ربحية السهم الواحد:

وتحسب هذه النسبة من خلال تقسيم صافي الربح بعد الضرائب على عدد الأسهم المصدرة. كما يبين الجدول (١) نسب العينة المختارة لمعدل العائد على السهم (EPS) لفترة التحليل الممتدة (٢٠١٥-٢٠١٩) .

الجدول (١)

النسب الخاصة بربحية السهم الواحد (EPS) لعينة البحث وللفترة (٢٠١٥ - ٢٠١٩)

ت	السنة / أسم المصرف	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	المعدل السنوي
١	المصرف التجاري العراقي	0.0294	0.0303	0.0397	0.0435	0.0261	0.0338
٢	مصرف بغداد	0.0229	0.0810	0.0245	0.0166	0.0292	0.0348
٣	المصرف العراقي الإسلامي	0.0307	0.0278	0.0284	0.0202	0.0477	0.0310
٤	مصرف الشرق الأوسط	0.0217	0.0470	-0.0023	-0.0092	0.0003	0.0115
٥	مصرف الاستثمار العراقي	0.0700	0.0407	0.0160	0.0014	0.0001	0.0256
٦	المصرف الاهلي العراقي	0.0092	0.0940	0.0119	-0.0317	0.0367	0.0240
٧	مصرف الائتمان العراقي	0.0466	0.0199	0.0268	0.0232	-0.0205	0.0192
٨	مصرف سومر التجاري	0.0144	0.0150	0.0016	0.0037	0.0040	0.0078
٩	مصرف الخليج	0.0329	0.0196	0.0141	0.0020	-0.0131	0.0111
١٠	مصرف الموصل للاستثمار	0.0013	0.0139	0.0194	0.0102	0.0135	0.0117
١١	مصرف كوردستان	0.1059	0.1178	0.1037	0.0178	0.0050	0.0701
١٢	مصرف آشور الدولي	0.0431	0.0590	0.0540	0.0189	0.0242	0.0398
١٣	مصرف المنصور	0.0790	0.0576	0.0593	0.0847	0.0331	0.0627
١٤	المتوسط السنوي	0.0390	0.0480	0.0305	0.0155	0.0143	0.0295

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

وعند ملاحظة الجدول (١) نجد أن هناك تذبذب وتباين واضح بين نسبة العائد على السهم للمصارف التجارية عينة البحث للمصرف الواحد خلال فترة التحليل مع المصارف الأخرى ، حيث حقق مصرف كوردستان الدولي أعلى متوسط بلغ (0.0701) دينار للسهم خلال فترة التحليل مقارنة ببقية المصارف ، أما مصرف سومر التجاري فقد حقق أدنى معدل لربحية السهم بلغت (٠,٠٠٧) دينار للسهم ، وللمقارنة مع المعدل العام الذي بلغ (٠,٠٢٩٥) دينار للسهم نجد أن (٦) مصارف حققت مبلغ أعلى من المعدل الكلي وهي (مصرف التجاري العراقي، مصرف بغداد، مصرف العراقي الإسلامي، مصرف كوردستان الدولي، مصرف آشور، مصرف المنصور) بقيم بلغت (0.0338 ، ٠,٠٣٤٨ ، ٠,٠٣١٠ ، ٠,٠٧٠١ ، ٠,٠٣٩٨ ، ٠,٠٦٢٧) دينار للسهم على التوالي ، و(٧) مصارف حققت قيم أدنى من المعدل الكلي أي أكثر من نصف العينة وهي (مصرف الشرق الاوسط، مصرف الاستثمار العراقي، مصرف الاهلي العراقي، مصرف الائتمان العراقي، مصرف سومر التجاري، مصرف الخليج، مصرف الموصل) بقيم بلغت لكل منها (٠,٠١١٥ ، ٠,٠٢٥٦ ، ٠,٠٢٤٠ ، ٠,٠١٩٢ ، ٠,٠٠٧٨ ، ٠,٠١١١ ، ٠,٠١١٧) دينار للسهم على التوالي.

٥,١,٢. معدل العائد المطلوب(r):-

يمثل هذا العائد أدنى معدل عائد يطلبه المستثمر للتعويض عن المخاطر النظامية المتوقعة نتيجة اختياره للاستثمارات والتضحية بأمواله من اجلها، ومن الواضح في الجدول (٢) نجد أن معدل العائد المطلوب متذبذب وأن هذا التذبذب مرتبط مع تذبذب معامل بيتا عند ارتفاعه وانخفاضه، حيث سجل أعلى متوسط سنوي لمعدل العائد المطلوب للسهم مصرف سومر التجاري بنسبة موجبة بلغت (٠,٠٢٠٢)، أما أدنى نسبة كانت سالبة بلغت (-٠,٠٤١١) والتي قد حققها مصرف الموصل للاستثمار، وللمقارنة مع المتوسط الكلي لفترة البحث الذي بلغت نسبته (-٠,٠١٥١) نجد ستة مصارف حققت نسبة أعلى من المتوسط وهي مرتبة حسب ارتفاع النسبة تنازلياً (مصرف سومر التجاري، مصرف كوردستان الدولي، المصرف العراقي الاسلامي، مصرف المنصور، مصرف الائتمان العراقي، مصرف الاستثمار العراقي) بنسب موجبة وسالبة بلغت (٠,٠٢٠٢ ، ٠,٠١٢٤ ، ٠,٠٠١٣ ، -٠,٠٠٩٧ ، -٠,٠١٢٨ ، -٠,٠١٣٠) على التوالي. أما المصارف السبعة الباقية لعينة البحث فقد حققت نسب أدنى من المتوسط وهي (مصرف آشور الدولي، المصرف التجاري العراقي، مصرف الخليج، مصرف الشرق الاوسط، المصرف الاهلي العراقي، مصرف بغداد، مصرف الموصل للاستثمار) بنسب جميعها سالبة بلغت (-٠,٠١٥٨ ، -٠,٠١٨٤ ، -٠,٠٢١٥ ، -٠,٠٢٢٢ ، -٠,٠٣٧٦ ، -٠,٠٣٧٧ ، -٠,٠٤١١) على التوالي. أما أعلى سنة حققت فيها المصارف عينة البحث معدل عائد مطلوب هي سنة (٢٠١٦) قياساً بالسنوات الأخرى لفترة البحث حيث كان متوسط هذه السنة قيمة موجبة بلغت (٠,٠٠٦٥)، أما أدنى سنة حققت فيها مصارف العينة كانت سنة (٢٠١٨) بقيمة سالبة بلغت (-٠,٠٣٤٧)، وللمقارنة مع المعدل السنوي الكلي البالغ (-٠,٠١٥١) نجد أن سنة (٢٠١٦ ، ٢٠١٧ ، ٢٠١٩) حققت معدل عائد مطلوب أعلى من المعدل السنوي الكلي بنسب موجبة وسالبة بلغت (٠,٠٠٦٥ ، -٠,٠١٢٣ ، -٠,٠٠٤١) على التوالي، أما سنة (٢٠١٥ ، ٢٠١٨) قد حققت نسبة أدنى من المعدل بلغت (-٠,٠٣٠٨ ، -٠,٠٣٤٧) على التوالي. وكما مبين بالجدول التالي:-

الجدول (٢)

تحليل بيانات معدل العائد المطلوب عينة البحث للمدة (٢٠١٥ – ٢٠١٩)

ت	السنة / أسم المصرف	2015	2016	2017	2018	2019	المتوسط
١	المصرف التجاري العراقي	-0.0644	0.0184	-0.0265	-0.0234	0.0038	-0.0184
٢	مصرف بغداد	-0.0776	0.0028	-0.0175	-0.0402	-0.0557	-0.0377
٣	المصرف العراقي الاسلامي	0.0267	0.0132	-0.0106	-0.0353	0.0125	0.0013
٤	مصرف الشرق الاوسط	-0.0553	0.0001	-0.0340	-0.0470	0.0250	-0.0222
٥	مصرف الاستثمار العراقي	-0.0101	-0.0008	-0.0090	-0.0003	-0.0450	-0.0130
٦	المصرف الاهلي العراقي	0.0110	0.0041	-0.0302	-0.1467	-0.0264	-0.0376
٧	مصرف الائتمان العراقي	-0.0789	0.0103	0.0003	-0.0018	0.0063	-0.0128
٨	مصرف سومر التجاري	0.0414	0.0238	0.0200	0.0179	-0.0019	0.0202
٩	مصرف الخليج	-0.0428	0.0069	-0.0204	-0.0554	0.0040	-0.0215
١٠	مصرف الموصل للاستثمار	-0.1254	-0.0212	0.0041	-0.0717	0.0088	-0.0411
١١	مصرف كوردستان	0.0120	0.0097	0.0036	0.0159	0.0208	0.0124
١٢	مصرف آشور الدولي	-0.0161	-0.0018	-0.0364	-0.0340	0.0092	-0.0158
١٣	مصرف المنصور	-0.0207	0.0186	-0.0029	-0.0290	-0.0144	-0.0097
١٤	المتوسط	-0.0308	0.0065	-0.0123	-0.0347	-0.0041	-0.0151

المصدر :- إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

٥,٢. تحليل أنموذج خصم الأرباح(DDM):-

يشير الجدول (٣) إلى نتائج احتساب أنموذج خصم الأرباح لأسهم المصارف عينة البحث، ومنه تبين أن متوسط العام للسوق بلغ (٠,٠٢٩٧) دينار للسهم كما أن أعلى متوسط للقيمة الحقيقية وفق الأنموذج قد حققه مصرف كوردستان الدولي بقيمة بلغت (٠,٠٦٩٤) دينار للسهم حيث تتراوح هذه القيمة للمصرف في سنوات البحث (٢٠١٥–٢٠١٩) بين أعلى قيمة بلغت (٠,٠٦٩٤) دينار في سنة (٢٠١٦) وأدنى قيمة له سنة (٢٠١٩) إذ بلغت (٠,٠٠٤٩) دينار للسهم وأن هذا الارتفاع

كان بسبب ارتفاع السنوات الثلاثة في بداية المدّة وهي سنة (٢٠١٥، ٢٠١٦، ٢٠١٧) بقيمة بلغت (٠,١٠٤٧، ٠,١١٦٧، ٠,١٠٣٤) دينار على التوالي أما سنة (٢٠١٨، ٢٠١٩) فكانت منخفضة جداً حيث وصلت إلى (٠,٠١٧٥، ٠,٠٠٤٩) دينار وأن هذا التغير يشير إلى وجود تشتت في حساب القيمة العادلة للسهم الواحد لهذا المصرف وهذا التشتت يمكن قياسه بالانحراف المعياري الذي سجل أعلى قيمه له في هذا المصرف قياساً بعينة البحث بنسبة بلغت (٠,٠٥٣٦) الذي يعد أعلى بكثير من متوسط الانحراف المعياري العام لسوق العينة البالغ نسبته (٠,٠٢٢٦). أما أدنى متوسط للقيمة الحقيقية للسهم وفق الأنموذج فقد حققه مصرف سومر التجاري بقيمة بلغت (٠,٠٠٧٦) دينار للسهم الواحد للمصرف حيث تتراوح هذه القيمة في سنوات البحث المحددة بين أعلى قيمة بلغت (٠,٠١٤٧) دينار في سنة (٢٠١٦) وأدنى قيمة بلغت (٠,٠٠١٦) دينار للسهم ويلاحظ أن القيمة الحقيقية للسهم كانت منخفضة طول مدة البحث وأن هذا الانخفاض يمكن قياسه من خلال الانحراف المعياري والذي بلغ (٠,٠٠٦٢) كما يعد أدنى انحراف معياري قياساً بالمصارف عينة البحث وأدنى بكثير من المتوسط العام للانحراف. ولمقارنة المتوسطات لقيمة السهم مع المتوسط العام للعينة للمدّة المحددة نجد أن ستة مصارف حققت متوسطات أعلى من المتوسط العام وهي (مصرف كوردستان الدولي، مصرف المنصور، مصرف آشور الدولي، مصرف بغداد، المصرف التجاري العراقي، المصرف العراقي الاسلامي) وبقيم متفاوتة بلغت (٠,٠٦٩٤، ٠,٠٦٣٥، ٠,٠٤٠٥، ٠,٠٣٥٧، ٠,٠٣٤٥، ٠,٠٣٠٨) على التوالي، كما أن عدد المصارف التي حققت قيمة أدنى من المتوسط العام هي سبعة (مصرف الشرق الاوسط، مصرف الاستثمار العراقي، المصرف الاهلي العراقي، مصرف الائتمان العراقي، مصرف سومر التجاري، مصرف الخليج، مصرف الموصل للاستثمار) بقيم بلغت (٠,٠١١٦، ٠,٠٢٥٨، ٠,٠٢٣١، ٠,٠٢٠٠، ٠,٠٠٧٦، ٠,٠١١٤، ٠,٠١١٩)على التوالي. ويبين الجدول الآتي نتائج القيمة الحقيقية للسهم وفق أنموذج خصم الأرباح لعينة البحث خلال المدّة (٢٠١٥– ٢٠١٩):

الجدول (٣)

القيمة الحقيقية للسهم الواحد للشركات عينة البحث للمدّة (٢٠١٥– ٢٠١٩) بالدينار العراقي

ت	السنة / أسم المصرف	2015	2016	2017	2018	2019	المتوسط	الانحراف المعياري
١	المصرف التجاري العراقي	0.0315	0.0298	0.0408	0.0445	0.0260	0.0345	0.0078
٢	مصرف بغداد	0.0248	0.0808	0.0249	0.0173	0.0309	0.0357	0.0256
٣	المصرف العراقي الاسلامي	0.0299	0.0275	0.0287	0.0209	0.0471	0.0308	0.0098
٤	مصرف الشرق الاوسط	0.0230	0.0470	-0.0024	-0.0096	0.0003	0.0116	0.0232
٥	مصرف الاستثمار العراقي	0.0707	0.0408	0.0161	0.0014	0.0001	0.0258	0.0300
٦	المصرف الاهلي العراقي	0.0091	0.0936	0.0122	-0.0371	0.0377	0.0231	0.0478
٧	مصرف الائتمان العراقي	0.0505	0.0197	0.0268	0.0232	-0.0204	0.0200	0.0256
٨	مصرف سومر التجاري	0.0139	0.0147	0.0016	0.0036	0.0040	0.0076	0.0062
٩	مصرف الخليج	0.0343	0.0194	0.0144	0.0021	-0.0131	0.0114	0.0179
١٠	مصرف الموصل للاستثمار	0.0015	0.0143	0.0193	0.0110	0.0134	0.0119	0.0065
١١	مصرف كوردستان	0.1047	0.1167	0.1034	0.0175	0.0049	0.0694	0.0536
١٢	مصرف آشور الدولي	0.0438	0.0591	0.0560	0.0196	0.0240	0.0405	0.0181
١٣	مصرف المنصور	0.0807	0.0565	0.0595	0.0872	0.0336	0.0635	0.0213
١٤	المتوسط	0.0399	0.0477	0.0309	0.0155	0.0145	0.0297	0.0226

المصدر :- إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية.

٥,٣. تحليل القيمة الحقيقية للسهم الواحد وفق أنموذج خصم الأرباح (DDM):-

وبعد تحليل المتغيرات الخاصة بالأنموذج التقليدي (أنموذج خصم الأرباح) نتطرق الآن إلى تحليل النتائج الخاصة بالأنموذج للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية ومعرفة ما إذا كانت القيمة الحقيقية مضخمة أو مخفضة عن القيمة السوقية، ولكي يتم أخذ المتوسطات للقيمة الحقيقية والقيمة السوقية لابد من حسابها لكل سنة، وقد تم حساب القيمة الحقيقية وفق الأنموذج لكل سنة من مدّة البحث وكذلك استخراج القيمة السوقية من البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية . وبعد أخذ المتوسط السنوي لكل مصرف من عينة البحث في أثناء المدّة (٢٠١٥ - ٢٠١٩)

للقيمة السوقية وكذلك متوسط القيمة الحقيقية للأنموذج ومقارنة تلك النتائج، ومعرفة أن كان هناك تبايناً بين القيمتين، وقد تبين من الجدول (٤) أن جميع نتائج المصارف عينة البحث كانت مضخمة أي بسعر أعلى من القيمة الحقيقية للأنموذج، أي أن الأسهم كانت مسعرة بأعلى مما يجب. ومن ملاحظة الجدول(٤) نجد أن أعلى متوسط للقيمة الحقيقية حققها مصرف كوردستان الدولي بقيمة بلغت (٠,٠٦٩٤) دينار للسهم، وبالوقت ذاته قد حقق أيضاً أعلى قيمة سوقية بقيمة بلغت (١,٢٣٦٠) دينار مقارنة مع باقي المصارف عينة البحث، حيث عكست القيمة الحقيقية للسهم نسبة (٥,٦٪) من القيمة السوقية مشيرة إلى أن التسعير مضخم للقيمة السوقية بنسبة (٩٤,٤٪) كما يعد أعلى المصارف تحقيقاً للفارق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية بلغ (١,١٦٦٦). أما أدنى قيمة حقيقية سجلها مصرف سومر التجاري بقيمة بلغت (٠,٠٠٧٦) دينار حيث كان منخفضاً عن القيمة السوقية بفارق قدره (٠,٨٢٤٤) دينار كما عكست نسبة القيمة الحقيقية (٠,٩٪) عن القيمة السوقية البالغة (٠,٨٣٢٠) دينار حيث اشارت هذه النتيجة إلى أن التسعير المضخم للقيمة السوقية بلغ أعلى نسبة مقارنة ببقية المصارف عينة البحث بلغت (٩٩,١٪). كما يبين الجدول الآتي الفارق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية:

الجدول(٤)

نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم المصارف عينة البحث وفقاً لنموذج خصم الأرباح للسهم الواحد (بالدينار العراقي)

ت	اسم المصرف	متوسط القيمة الحقيقية	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين القيمتين	نسبة القيمة الحقيقية إلى القيمة السوقية	نسبة التضخيم (التخفيض)	التسعير
١	المصرف التجاري العراقي	0.0345	0.4620	0.4275	0.075	0.925	مضخم
٢	مصرف بغداد	0.0357	0.6560	0.6203	0.054	0.946	مضخم
٣	المصرف العراقي الاسلامي	0.0308	0.4820	0.4512	0.064	0.936	مضخم
٤	مصرف الشرق الاوسط	0.0116	0.3040	0.2924	0.038	0.962	مضخم
٥	مصرف الاستثمار العراقي	0.0258	0.4500	0.4242	0.057	0.943	مضخم
٦	المصرف الاهلي العراقي	0.0231	0.4760	0.4529	0.049	0.951	مضخم
٧	مصرف الائتمان العراقي	0.0200	0.5700	0.5500	0.035	0.965	مضخم
٨	مصرف سومر التجاري	0.0076	0.8320	0.8244	0.009	0.991	مضخم
٩	مصرف الخليج	0.0114	0.3360	0.3246	0.034	0.966	مضخم
١٠	مصرف الموصل للاستثمار	0.0119	0.2900	0.2781	0.041	0.959	مضخم
١١	مصرف كوردستان	0.0694	1.2360	1.1666	0.056	0.944	مضخم
١٢	مصرف آشور الدولي	0.0405	0.3080	0.2675	0.132	0.868	مضخم
١٣	مصرف المنصور	0.0635	0.7900	0.7265	0.080	0.920	مضخم
١٤	المتوسط	0.0297	0.5532	0.5235	0.054	0.946	مضخم

المصدر:- إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية .

وكما نلاحظ من الجدول (٤) هناك تفاوت واضح وكبير إذ أنَّ جميع المصارف قد سعرت تسعيراً مضخماً أي إنَّ قيمتها السوقية كانت أعلى من قيمتها الحقيقية وأن التسعير المضخم هذا يسبب انخفاضاً للقيمة الحقيقية للأسهم في الأسواق المالية مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها. كما إن أدنى فارق بين القيمتين قد سجله مصرف اشور الدولي بفارق قدره (٠,٢٦٧٥) دينار إذ كانت القيمة السوقية والحقيقية (٠,٣٠٨٠، ٠,٠٤٠٥) على التوالي بنسبة بلغت فيها القيمة الحقيقية (١٣,٢٪) من القيمة السوقية. وهذا التفاوت بين القيمتين يؤدي بالمستثمرين (حملة الاسهم) إلى تكبدهم خسائر مالية، لأن التقييم الخاطئ للسهم يؤدي بالمستثمر إلى أتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، فالمستثمرون في أسهم هذه المصارف عند أتخاذهم القرار لشراء تلك الأسهم سيكون هذا القرار غير مناسب وغير رشيد، وعليه فأن المستثمرين الذين يرغبون بشراء هذه الأسهم كان من الممكن أن يحقق كلفة أقل في حالة أن السهم كان مقيم بسعر أقل من السعر الذي اشتراه. كما أن

هذا الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ناتج عن وجود ضعف كبير في كفاءة سوق العراق للأوراق المالية لأن سعر السهم لا يعكس حالة التوازن في السوق ليؤشر على مدى استجابة السوق المالي للمعلومات الحديثة لكي يتسنى تصحيح اتجاهات حركة اسعار الأسهم السوقية باتجاه قيمتها العادلة.

٦. الاستنتاجات والتوصيات:

٦,١. الاستنتاجات:-

١- أثبت نتائج البحث صحة الفرضية أنه يمكن تطبيق أنموذج خصم الأرباح في سوق العراق للأوراق المالية للمصارف التجارية(عينة البحث) المدرجة، واثبات قدرته في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية.

٢- أن القيمة الحقيقية وفق الأنموذج كانت أدنى من القيمة السوقية في جميع المصارف العراقية المدرجة في السوق (عينة البحث) ، وهذا يعني أن تلك الأسهم مسعرة بأعلى مما يجب وهذا بدوره يعكس ضعف كفاءة السوق.

٣- أن ابتعاد القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية بهذا الفارق يدل على وجود حالة سلبية في هذا السوق والذي بدوره انعكس على نتائج القيمة الحقيقية والسوقية للأسهم العادية.

٤- أما على المستوى الفردي لم نجد هناك تقارب بين القيمتين لأي شركة من الشركات وهذا يدل على أن أنموذج خصم الأرباح لا يمكن الاعتماد علية من قبل المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

٦,٢. التوصيات:-

من خلال الاستنتاجات التي توصل إليها البحث يمكن تقديم مجموعة من التوصيات المتمثلة بالاتي :

١- ضرورة زيادة كفاءة أداء سوق العراق للأوراق المالية من خلال زيادة درجات الافصاح عن المعلومات واهتمام الشركات بالكشوفات المالية وكذلك اضافة المؤشرات التي يمكن أن تفيد الباحثين والمستثمرين في عملهم وعدم اظهار المعلومات الاساسية فقط.

٢- يمكن للقيمة الحقيقية للأسهم أن تقدم معلومات أكثر مدلولاً في التعبير عن قيمة السهم مقارنة بباقي القيم للسهم ، وبالتالي من الضروري أن يتم التثقيف للمستثمرين بالاعتماد على القيمة الحقيقية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

٣- من المهم اجراء تطبيق هذا الأنموذج على باقي القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كون هذا الموضوع مهم بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

٤- كذلك ضرورة إجراء تطبيق نماذج أخرى في قياس القيمة الحقيقية للأسهم والتي تكون قابلة للتطبيق داخل البيئة العراقية في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم العادية أفضل من هذا الأنموذج.

٧. المصادر:

٧,١. المصادر العربية:-

١. إسماعيل ، إبراهيم ، وصالح ، " **إمكانية تطبيق القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية** " ، مجلة العلوم الاقتصادية ، المجلد ١٧ ، العدد ٠٢ ، ٢٠١٦.

٢. حسين ، السيد ، وحافظ ، " **استخدام اسعار الأسهم العادية في قياس كفاءة الإدارة المالية في عينة من الشركات العراقية** " ، مجلة البحوث العلمية ، المجلد ٠٦ ، العدد ١٧ ، ٢٠١١.

٣. العامري ، محمد علي إبراهيم ، **"الادارة المالية الحديثة"** ، الطبعة الأولى ، دار وائل للطباعة ، عمان – الاردن ، ٢٠١٣.

٤. العامري ، محمد علي ابراهيم ، **"الادارة المالية المتقدمة"** ، الطبعة الأولى ، اثراء للنشر والتوزيع ، عمان – الاردن ، ٢٠١٠.

٥. عبيدات ، سامر فخري ، **"استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في بورصة عمان"** ، رسالة ماجستير كلية إدارة المال والأعمال ، جامعة آل البيت ، عمان – الأردن ، ٢٠٠٨.

٦. الكرعاوي ، محمد سلمان ، **"القياس بالقيمة العادلة لتحسين شفافية الإبلاغ المالي وتأثيره في دعم القرارات الاستثمارية – بحث تطبيقي في مصرفي بغداد والخليج التجاريين"** ، رسالة ماجستير كلية الإدارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، ٢٠١٩.

٧. الكشوان ، علي ، والعامري ، محمد علي إبراهيم ، " **استخدام نموذج خصم المقسوم *DDM* في تقييم الأسهم بإطار التضخم دراسة تطبيقية** " ، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية ، المجلد ١١ ، العدد ٣٥ ، ٢٠١٦.

٨. مداح ، فوزية ، وحلوش ، **"مدى انعكاس القيمة الحقيقية للأسهم في تسعيرة بورصة الجزائر"** ، رسالة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد البشير الإبراهيمي ، برج بوعريريج ، الجزائر ، ٢٠١٩.

٩. نصر ، خالد جمال ، **"أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"** ، رسالة ماجستير كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة ، عمان – الأردن ، ٢٠١٥.

١٠. النعيمي ، عدنان تايه والتميمي ، أرشد فؤاد ، **"الإدارة المالية المتقدمة"** ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان – الاردن ، ٢٠٠٩.

١١. هيأة الأوراق المالية *https://www.isc.gov.iq/index.php?lang=ar*.

١٢. سوق العراق للأوراق المالية *www.isx-iq.net*.

7.2. **Foreign References:-**

13. Amiri, A. Ravanpaknodezh, H. & Jelodari, A. **"Comparison of stock valuation models with their intrinsic value in Tehran Stock Exchange"** , Marketing and Branding Research, Vol. 3, 2016.
14. Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. **"Fundamentals of Financial management"** , 10th edition, Cengage Learning, Inc, Boston, USA, 2020.
15. Fabozzi, Frank J. **" Finance : capital markets, fi nancial management, and investment management"** , John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, Canada, 2009.
16. Febriani,et,al. **"Stock Price Valuation Using The Dividend Discount Model on IDX Mining Period 2011-2020"**, Advances in Social Science, Education and Humanities Research, volume 641, 2022.
17. Gitman, Lawrence J. & Zutter, Chad J., **"Principles of Managerial Finance"**, Fourteenth Edition, Pearson Education Limited, England, 2015.
18. Kim, C.F. Tian, Y.S. & Sen, Y.C. **"Development of stock market prediction mobile system in blue chip stocks for Malaysia share Market using deep Learning Technique"** , INTI JOURNAL, eISSN:2600-7320, Vol. 42, 2020.
19. Kinsky, Roger **"Teach yourself about shares"** Third Edition, John Wiley & Sons Australia, Ltd 2020.
20. Kusumanisita, A.I. & Minanti, F.H. **"Stock valuation analysis of dividend discount model, free cash flow to equity and walter model in investment decision"** , Jurnal Ekonomi dan Bisnis Volume, 5 (1), 2021.
21. Makruf, I.B. Supriyanto, T. & Priyatno, P.D. **"Analysis of Factors Affecting Investor Behavior in Investing in Sharia Stock in Jakarta"** , Islamiconomic: Jurnal Ekonomi Islam, Volume 12 No. 2, December, 2021.
22. Maruddani, D.& Trimono, T. **"Valuation of Portfolio Risk and Performance of Several Blue Chip Stocks in Indonesia using Value-at-Risk based on n-Dimensional Geometric Brownian Motion"** , Thailand Statistician, Vol. 19, No.3, pp.٥٠١-٥١٠ , July 2021.
23. Shim, Jae K. & Siegel, Joel G. & Shim, Allison I. **"CFO Fundamentals"** , John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, Canada, 2012.
24. Sutjipto, E. Setiawan, W. Ghozali, I. **"Determination of Intrinsic Value: Dividend Discount Model and Discounted Cash Flow Methods in Indonesia Stock Exchange"** , International Journal of Management (IJM), Volume 11, Issue 11, pp. 1842-1852. November 2020.
25. Taillard, Michael. **"Corporate Finance For Dummies "**, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, Canada, 2022.
26. Tyson, Eric. **"Personal Finance"** , 9th Edition, John Wiley & Sons, Inc, Canada, 2019.
27. Wild, John J. & Shaw, Ken W. & Chiappetta, Barbara. **"Financial and Managerial Accounting"** , 7th edition, McGraw-Hill Education, 2 Penn Plaza, New York, USA, 2018.
28. Young, S. David, & Cohen, Jacob. & Bens, Daniel A. **" Corporate Financial Reporting and Analysis "**, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc, 2019.
29. Zutter, Chad J. & Smart, Scott B., **" Principles Of Managerial Finance "**, Sixteenth Edition, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2022.