

استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم- دراسة تطبيقية

إعداد

ا.م. د علي عباس كريم

نورس كاظم عبيد

استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية

ا.م. د علي عباس كريم

نورس كاظم عبيد

المستخلص

تهدف الدراسة إلى التعرف على إمكانية تطبيق نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2011-2014) من خلال تطبيق (نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية) في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و اختيار أفضلها للعينة مكونة من (14) شركة موزعة على سبعة قطاعات و لتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري و التقارير السنوية للشركات عينة البحث كذلك باستخدام معامل الارتباط و أسلوب الانحدار البسيط و توصلت الدراسة الى ان نموذج التقييم المحاسبي اظهر قدرة في التنبؤ بقيمة السهم أفضل من نموذج التوزيعات النقدية اذ بلغت قدرة النموذجين (78%) و (14%) على التوالي و كما تبين ان نموذج التقييم المحاسبي أفضل من نموذج التدفقات النقدية اذ بلغت قدرة النموذجين (78%) و(7%) وأوصت الدراسة بضرورة استخدام نموذج التقييم المحاسبي في قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وضرورة ان تحتوي التقارير السنوية للشركات على معلومات تتعلق بتوقعات الأرباح المستقبلية

Abstract

The study aims to identify the possibility of the application of the capital asset pricing models to measure and forecasting the market value of the shares at the Iraq Stock Exchange during the period (2014-2011) through the application of (the Accounting model for evaluation ,The Dividend Discount Model, The Discounted And choose the best (Cash Flow) included companies Iraq Stock Exchange To achieve (component of the sample (14) distributed on the company seven sectors the objectives of the study were relying on previous studies and theoretical framework and the annual reports of companies as well as research sample using the correlation The study concluded that the coefficient and Simple Linear Regression the accounting model for evaluation showed the ability to predict the value of the stock better than the dividend model reaching the ability of the two models (78%) and (14%), respectively, and also found that a form of accounting valuation better than and the study cash flow model, reaching the capacity the two models (78%) and (7%) recommended the use of the accounting valuation model to measure and forecasting the market value of shares in companies listed in the Iraq Stock Exchange companies, and the need to contain annual reports of the companies on the information concerning the expectations of future profits.

المقدمة

تلعب أسواق الأوراق المالية دور في عملية التنمية الاقتصادية لما لها دور مهم في جذب المستثمرين، وان نجاح هذه الأسواق يتطلب توفير اكبر قدر من البيانات و المعلومات عن الشركات ،و التي تعكس عند نشرها الوضع الاقتصادي للشركات حتى يستطيع المستثمرين الحاليين و المرتقبين و المحللين الماليين و الجهات الحكومية معرفة الوضع المالي للشركات.

تعد الأسهم العادية من أكثر الاستثمارات جاذبية و شيوعا بين المستثمرين ،و من مبررات شيوعها انها تحقق عوائد مختلفة مما يجعلها تلاؤم مختلف اهتمامات و حاجات المستثمرين، وان الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم العادية في تحديد فيما اذ كانت القيمة السوقية للأسهم مقيما بأكثر او اقل مما يجب، الامر الذي من شأنه مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية تتعلق بشراء او بيع او الاحتفاظ بالأسهم ، وان القيمة السوقية للأسهم تشكل موضع اهتمام الكثير من المستثمرين الحاليين و المرتقبين والمحللين الماليين و الجهات الحكومية والمهتمين بالشأن الاقتصادي كالباحثين والدارسين بسبب تأثرها بعوامل كثيرة سواء اقتصادية عامة أو نابعة من داخل الشركة أو من السوق المالي باذ أن هذه العوامل تلعب دوراً كبيراً في تحديد الأسعار السوقية للأسهم والتنبؤ به ،وتأتي أهمية هذه الدراسة لبحث مدى قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية (نموذج خصم التوزيعات النقدية ، نموذج خصم التدفقات النقدية ، نموذج التقييم المحاسبي) في التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم و تحديد أفضلها، و مدى إمكانية تطبيق هذه النماذج في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .

ولغرض الإحاطة بالموضوع تم تقسيم البحث الى أربعة محاور تضمن المبحث الأول منهجية البحث ، فيما ركز المبحث الثاني على الجانب النظري للبحث ،في حين تضمن المبحث الرابع إلى أهم الاستنتاجات و التوصيات التي توصل إليه الباحثين.

المبحث الأول

منهجية البحث

أولاً- مشكلة البحث

تتمحور مشكلة البحث بان تكون القيمة السوقية للأسهم عادة مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق كما تختلف هذه التنبؤات من شخص لأخر، وعليه فان هذا الاختلاف يكون سببا في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية. لذا تكون القيمة السوقية للسهم اعلي او اقل او معادلة للقيمة الدفترية ، فضلا عن ان هناك القليل من الدراسات العربية و العراقية التي تناولت اختبار و تحليل النماذج الثلاثة و اختبارها ميدانيا و هذا ما يدعوا الى المزيد من التحليل و الاختبار الإحصائي في البيئة العربية و العراقية ،لذا فان مشكلة البحث تكمن في الاتي : "عدم استخدام الشركات الصناعية المساهمة العراقية نماذج رياضية للتنبؤ بالقيمة السوقية لأسهمها ؟

ثانيا - أهداف البحث : يسعى البحث الى تحقيق الأهداف التالية :

1. تحديد أفضل نموذج من نماذج تسعير الأصول الرأسمالية ملائمة لتطبيق في الشركات الصناعية المساهمة
2. تسليط الضوء على القدرة التفسيرية لـ (نموذج التقييم المحاسبي و نموذج التدفقات النقدية و نموذج التوزيعات النقدية) في تحديد أسعار الأسهم
3. اختبار العلاقة بين الأرباح المحاسبية و العوائد السوقية لأسهم في الشركات الصناعية العراقية يساعد على معرفة أهمية قياس الأرباح المستقبلية في تلك الشركات في التنبؤ بمعدل السوقي للسهم

ثالثا - أهمية البحث : تتمثل أهمية البحث بالاتي:

١. تحفيز الشركات على قياس القيمة السوقية لأسهمها لما له دور اساسي في التنبؤ و المحافظة على قيمة سوقية لأسهمها مما يزيد من قيمة المنشأة السوقية ككل و يزيد ربحيتها المستقبلية و تحقيقها لأهدافها بفاعلية أكبر

٢. تقديم معلومات مفيدة للمستثمرين الحاليين و المتوقعين و المحللين الماليين و الجهات الحكومية الأخرى عن اسهم الشركات الصناعية تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة

رابعاً - فرضية البحث

لتحقيق أهداف الدراسة تم اختبار الفرضيات التالية :

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

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

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

خامساً - مجتمع البحث : ان مجتمع الدراسة يتمثل بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٥) و البالغ عددها (٧٦) شركة موزعة على ثمانية قطاعات مختلفة وهي قطاع المصارف (٢٢) شركة و قطاع التأمين (٤) شركة و قطاع الاستثمار (٢) شركة و قطاع الخدمات (٩) شركة و قطاع الصناعة (٢١) شركة و قطاع الفنادق و السياحة (١٠) شركة و قطاع الزراعة (٦) شركة و قطاع الاتصالات (٢) شركة

سادساً - عينة البحث : تمثل عينة الدراسة بالشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و البالغ عددها (١٤) شركة موزعة على سبعة قطاعات

سابعاً - حدود البحث

المكانية: تتمثل مجتمع البحث في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و تم اختيار ١٤ شركات منها

الزمانية : تم اعتماد البيانات المالية للفترة من ٢٠١١-٢٠١٢-٢٠١٣-٢٠١٤-٢٠١٥ للنتيؤ بسنة ٢٠١٥

المبحث الثاني

التنبؤ بالأرباح

اولاً- مفهوم التنبؤ بالأرباح

يعتبر التنبؤ بالأرباح من اهم الانجازات التطور في الفكر و التطبيق المحاسبي لما له اهمية في ترشيد قرارات الاستثمار و تحديد قيمة الاستثمارات المختلفة و لا شك ان أهمية التنبؤ بالربح تعتمد على مستوى الدقة التي يتم بها اذ ان عدم الدقة في التنبؤ يترتب عليه ضياع للموارد بالإضافة الى عدم الاستخدام الامثل للإمكانيات

المتاحة مما يؤدي الى عدم مقدرة المشروعات على تحقيق اهدافها سواء تمثلت في تحقيق اقصى ربح ممكن او في اداء خدمات بأفضل صورة ممكنة (الأمين، ٢٠٠٠: ٣٥)

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

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

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

ثانياً- نماذج تسعير الأصول الرأسمالية

١. نموذج التقييم المحاسبي Ohlson model

قدم هلسون (Ohlson) نموذجاً عرف بنموذج التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافاً لنموذجي التقييم اللذان كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية و لا يسمح منهما بدراسة اثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من اذ ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلاً من ترحيل إلى قائمة الدخل (النواجحة، ٢٠١٤: ٧٧)

ويعتمد النموذج على الافتراضات الآتية :

- ان القيمة السوقية للمنظمة تتحدد وفقاً للقيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل: (2014: Cheng, et, al،37)
- ان مقسوم الأرباح يخفض القيمة الدفترية لحق الملكية دون التأثير على الأرباح الحالية و هو ما يسمى بالفائض الصافي clean surpluses وبموجب هذه العلاقة يتقرر توزيع جزء من الأرباح والباقي يرحل الى حق الملكية (اما الاحتياطات او الأرباح المحتجزة) و كلاهما يمثل جزء من القيمة الدفترية لحق الملكية(جبر، ٢٠١٢: ١٦٧)
- ان الربح الباقي عبارة عن الأرباح غير الاعتيادية مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة مضروباً في القيمة الدفترية في بداية الفترة(Martinez, et, al،2012:77)

يتم احتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا لنموذج التقييم المحاسبي من خلال المعادلة الآتية: (Pirie & Smith, 2005 : 6)

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

اذ ان :

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

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

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

$$\alpha_1 \alpha_2 = \text{معاملات النموذج}$$

$$V = \text{المعلومات الأخرى}$$

٢. نموذج التوزيعات النقدية The Dividend Discount Model

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

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

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

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

اذ ان :

$$V_j : \text{قيمة السهم العادي } j$$

$$D_t : \text{التوزيعات خلال الفترة } t$$

$$K : \text{معدل العائد المطلوب للسهم } j$$

٣. نموذج خصم التدفقات النقدية The Discounted Cash Flow

ان نموذج خصم التدفقات يعتمد على مبدا خصم التوزيعات الارباح المتوقعة للاستثمارات و الاوراق المالية و بالرغم من بساطته الا انه يعتمد بشكل اساسي على احد ابعاد القرار الاستثماري فقط و هو العائد او التدفق

النقدي المتوقع و لا يتناول او يهتم بالبعد الاخر لأي قرار استثماري او تمويلي و هو المخاطرة (Risks) المرافقة للاستثمارات المالية و ان قيمة السهم العائد وفق هذا النموذج هي مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة (توزيعات الارباح المتوقعة مضافاً لها القيمة الحالية لسعر البيع المتوقع للسهم بالمستقبل وفق المعادلة التالية (العلي، ٢٠١٠، ص٣١٠، ٣٢٠)

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

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

اذ ان :

CF_t : التدفقات النقدية في فترة t

r: معدل خصم التدفقات النقدية

المبحث الثالث - الجانب العملي

مقارنة نتائج النماذج الثلاثة مع القيمة السوقية الفعلية

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

يوضح الجدول رقم (١) يوضح نتائج قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي و مقارنة تلك القيمة مع متوسط القيمة السوقية من اجل تحديد نتائج التقييم فيما اذ كان سعر السهم في السوق مقيماً بقيمة اعلى او اقل مما يجب ، ومنه يتبين ان التسعير كان مضخماً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم اعلى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي و الذي ظهر في (شركة الامين للتأمين، شركة دار السلام للتأمين، شركة الخياطة الحديثة، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك)

اذ ظهرت متوسط القيمة السوقية للسهم في كل منها (1.618، 2.37، 2.653، 46.625، 15.438) دينار على التوالي بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي في كل منها (1.916، 2.208، 1.397، 12.767، 40.023) دينار على التوالي. فيما كان التسعير مخفضاً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم ادنى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التقييم المحاسبي و الذي ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي ، مصرف بابل ، شركة العراقية للنقل البري ، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية، شركة الزوراء للاستثمار المالي، شركة الوائم للاستثمار المالي ، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات ، شركة فنادق كربلاء)

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

الجدول (١)

مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التقييم المحاسبي مع متوسط القيمة السوقية للأسهم

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

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

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

يوضح الجدول رقم(٢) يوضح نتائج قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية و مقارنة تلك القيمة مع متوسط القيمة السوقية من اجل تحديد نتائج التقييم فيما اذ كان سعر السهم في السوق مقيما بقيمة اعلى او اقل مما يجب ، ومنه يتبين ان التسعير كان مضحما اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم اعلى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية و الذي ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي ، شركة العراقية للنقل البري ،شركة المعمورة للاستثمارات العقارية ، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات ، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك) اذ بلغ متوسط القيمة السوقية في كل

منها (0.983، 3.63، 4.052، 10.225، 4.5، 46.625، 15.438) دينار على التوالي فيما بلغ متوسط القيمة وفق نموذج التوزيعات النقدية في كل منها (0.317، 2.653، 3.017، 2.401، 4.293، 32.966، 11.946) دينار على التوالي

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

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

الجدول (٢)

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

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التوزيعات النقدية	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين قيمتين	نتائج التقييم للشركات عينة البحث
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.317	0.983	-0.666	اعلى مما يجب
2	مصرف بابل	1.307	0.67	-1.98	اقل مما يجب
3	شركة العراقية للنقل البري	1.071	3.63	-2.559	اعلى مما يجب
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	3.017	4.052	1.035	اعلى مما يجب
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	3.271	1.285	-1.986	اقل مما يجب
6	شركة الوثام للاستثمار المالي	2.444	1.715	-0.729	اقل مما يجب
7	شركة الامين للتأمين	2.76	1.618	-1.142	اقل مما يجب
8	شركة دار السلام للتأمين	2.823	2.37	-0.453	اقل مما يجب
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية	2.401	10.225	7.824	اعلى مما يجب
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	4.293	4.5	0.207	اعلى مما يجب
11	شركة الخياطة الحديثة	2.959	2.653	-0.306	اقل مما يجب
12	شركة فنادق كربلاء	2.979	2.538	-0.421	اقل مما يجب
13	فندق بابل	32.966	46.625	13.659	اعلى مما يجب
14	شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك	11.946	15.438	3.492	اعلى مما يجب

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

ثالثاً- مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التدفقات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للأسهم

يوضح الجدول رقم (٣) يوضح نتائج قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية و مقارنة تلك القيمة مع متوسط القيمة السوقية من اجل تحديد نتائج التقييم فيما اذ كان سعر السهم في السوق مقيماً بقيمة اعلى او اقل مما يجب و منه يتبين ان التسعير كان مضخماً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم اعلى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية و الذي ظهر في (مصرف الاستثمار العراقي ، شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة دار السلام للتأمين، شركة العراقية لانتاج و تسويق المنتجات الزراعية، شركة العراقية للسجاد و المفروشات، شركة الخياطة الحديثة، شركة فنادق كربلاء، فندق بابل، شركة الشرق الاوسط لانتاج و تسويق الاسماك) اذ بلغ متوسط القيمة السوقية في كل منها (1.715،0.983، 1، 3.63، 46. 625، 4.5، 2.653، 4.5، 10.225، 15.438، 4.5) دينار على التوالي فيما بلغ متوسط القيمة وفق نموذج التدفقات النقدية في كل منها(0.609،0.375،1.09، 3.802،1.838،1.138،0.877،30.796،9.197) دينار على التوالي

فيما كان التسعير مخفضاً اي ان متوسط القيمة السوقية للسهم ادنى من متوسط قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية و الذي ظهر في (شركة الوثام للاستثمار المالي ، شركة الامين للتأمين) اذ ظهرت متوسط القيمة السوقية للسهم في الشركة (1.618،1.715) دينار على التوالي بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية في الشركة (1. 423،3.583) دينار على التوالي ،بينما ظهرت قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية سالبة في كل من (مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية) اذ بلغ متوسط القيمة السوقية في كل منها (4.052،1.177،0.67) دينار على التوالي بينما قيمة السهم السالبة وفق نموذج التدفقات النقدية (-1.905،-1.071،-0.239) دينار على التوالي

الجدول (٣)

مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق نموذج التدفقات النقدية مع متوسط القيمة السوقية للأسهم

ت	اسم الشركات	قيمة السهم وفق نموذج التدفقات النقدية	متوسط القيمة السوقية	الفرق بين القيمتين	نتائج التقييم للشركات عينة البحث
1	مصرف الاستثمار العراقي	0.609	0.983	0.374	اعلى مما يجب
2	مصرف بابل	-0.239	0.67	0.909	اعلى مما يجب
3	شركة العراقية للنقل البري	-0.063	3.63	3.693	اعلى مما يجب
4	شركة المعمورة للاستثمارات العقارية	-1.905	4.052	5.957	اعلى مما يجب
5	شركة الزوراء للاستثمار المالي	0.375	1.285	0.91	اعلى مما يجب
6	شركة الوثام للاستثمار المالي	3.583	1.715	-1.868	اقل مما يجب
7	شركة الامين للتأمين	1.795	1.618	-0.177	اقل مما يجب
8	شركة دار السلام للتأمين	1.09	2.37	2.28	اعلى مما يجب
9	شركة العراقية لانتاج و تسويق	3.802	10.225	6.423	اعلى مما يجب

				المنتجات الزراعية	
10	شركة العراقية للسجاد و المفروشات	1.838	4.5	2.662	اعلى مما يجب
11	شركة الخياطة الحديثة	1.138	2.653	1.515	اعلى مما يجب
12	شركة فنادق كربلاء	0.877	2.538	1.161	اعلى مما يجب
13	فندق بابل	30.796	46.625	15.829	اعلى مما يجب
14	شركة الشرق الأوسط لإنتاج و تسويق الأسماك	9.197	15.438	6.241	اعلى مما يجب

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

سابعا - النموذج الملائم للشركات عينة البحث

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

و ترى الباحثون ان نموذج التقييم المحاسبي قابل للتطبيق في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لان النموذج يعتمد على عاملين تؤثران على اسعار الاسهم و هما القيمة الدفترية للسهم و الفائض الربح قابل للتوزيع بالإضافة الى المعلومات الاخرى عن الشركة في حالة توفرها مثل (الاستقرار السياسي للبلد، مؤشرات اقتصادية ترتبط بالشركة او بالصناعة او الاقتصاد ككل، معلومات عن الارباح المستقبلية عن الشركة) و ان القيم المستخرجة وفق النموذج قريبة من متوسط القيمة السوقية للاسهم بنسبة %79 ككل او بنسبة %86 كل نموذج على حده. اما نموذج التوزيعات النقدية غير قابل للتطبيق في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لان النموذج يعتمد على توزيعات الارباح فقط تؤثر على اسعار السهم و ان الشركات المدرجة في سوق العراق لا تقوم بتوزيع الارباح باستمرار و بالتالي فان النموذج غير ملائم في هذه الشركات او تكون نتائج ليست قريبة من القيمة السوقية للسهم بنسبة %14 ككل او %43 على حده. وان نموذج التدفقات النقدية ايضا غير قابل في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لان النموذج يقوم على ان فقط صافي التدفقات النقدية تؤثر على سعر السهم و عندما تكون صافي التدفقات النقدية سالبة بسبب كون التدفقات الداخلة اقل من التدفقات الخارجة و هذا سوف ينعكس على قيمة السهم فتصبح سالبة و هذا الشي غير منطقي بنسبة %7 ككل او %29 على حده.

ثامنا - اختبار فرضيات البحث

يتمثل اختبار فرضيات البحث باختبار فرضية الرئيسية و الفرعية فظهرت نتائج البحث إمكانية تطبيق فرضية البحث الرئيسية المتمثلة في (يؤدي استخدام نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الى قياس الارباح المستقبلية

وصولاً إلى القيمة السوقية للسهم) من خلال تطبيق النماذج الثلاثة في الشركات عينة البحث و مقارنة قيمة السهم وفق النماذج الثلاثة مع متوسط القيمة السوقية لاسهم الشركات عينة البحث . اما اختبار الفرضية الفرعية المتمثلة في الأتي :الفرضية الأولى: ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. الفرضية الثانية: ان نموذج التقييم المحاسبي يستطيع قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم بدرجة أفضل من نموذج خصم التوزيعات النقدية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

المبحث الرابع - الاستنتاجات و التوصيات

أولاً- الاستنتاجات

1. ان استخدام مفهوم التنبؤ بالأرباح يعتبر حجر اساس في قياس قيمة السهم لان القيمة النظرية لأسهم الشركة هي القيمة المتوقعة لأرباحها المستقبلية، وعليه فان الزيادة في هذه الأرباح تمثل انعكاساً لزيادة قيمة اسهم الشركة، بينما يدل التراجع في الأرباح على تراجع هذه القيمة.
2. عدم تطبيق النماذج الثلاثة (نموذج التقييم المحاسبي ،نموذج التوزيعات النقدية ،نموذج التدفقات النقدية) من قبل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم .لعدم الإشارة إليه في تقاريرها الصادرة والمصادق عليها
3. اظهر نموذج التقييم المحاسبي قدرة في التنبؤ بقيمة السهم افضل من نموذج التوزيعات النقدية اذ بلغت قدرة النموذجين (78%) و (14%) على التوالي و كما تبين ان نموذج التقييم المحاسبي افضل من نموذج التدفقات النقدية اذ بلغت قدرة النموذجين (78%) و(7%).
4. ان نموذج التوزيعات النقدية لا يعكس بالضرورة قيمة اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خاصة الشركات التي لا تقوم بتوزيع ارباح نقدية كما ان سعر السهم لا يتوقف على عامل واحد فقط وهو التوزيعات النقدية و انما هناك عدة عوامل تؤثر على اسعار الاسهم مثل القيمة الدفترية للسهم و اسعار الفائدة السوقية و الأوضاع الاقتصادية العامة للبلد مما يعني عدم ملائم هذا النموذج في قياس و التنبؤ بقيمة سهم في تلك الشركات.
5. ان نموذج التدفقات النقدية لا يعكس قيمة السهم لان صافي التدفقات النقدية للشركة في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية ستكون سالبة و في هذه الحالة سيكون سعر السهم سالب و هذا الشيء غير منطقي و هذا يظهر في(مصرف بابل، شركة العراقية للنقل البري، شركة المعمورة للاستثمارات العقارية) اذ بلغت قيمة السهم وفقاً للنموذج في كل منها (-0.239،-1.071،-0.239) مما يعني عدم ملائم هذا النموذج في قياس و التنبؤ بقيمة سهم في تلك الشركات.

ثانياً - التوصيات

١. أهمية ان تحتوي التقارير السنوية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على معلومات تتعلق بتوقعات الارباح المستقبلية و ذلك لمساعدة المستثمرين في عملية التنبؤ و اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة
٢. ضرورة قيام هيئة العراق للأوراق المالية بالزام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بتطبيق احد النماذج الثلاثة في قياس و التنبؤ بقيمة الاسهم
٣. ضرورة قيام الشركات في اختبار النماذج الثلاثة و اختيار الانسب منها من اذ ملائمة النموذج لطبيعة وظروف الشركة
٤. استخدام نموذج التقييم المحاسبي في سوق العراق للأوراق المالية لانه اكثر النماذج قدرة على قياس و التنبؤ بالقيمة السوقية للاسهم
٥. ضرورة قيام الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والتي لا تقوم بتوزيع الارباح بتبني سياسة توزيع الارباح و العمل على زيادة نسبة التوزيع لان اول ما ينظر المستثمر عند استثماره في اسهم شركة معينة هي العوائد التي تحققها هذه الشركة و التي تعود عليه بالنفع كذلك السياسة التي تتبعها هذه الشركة من اذ نسبة توزيع الارباح و كذلك طريقة تصرف الشركة بهذه العوائد

المصادر

١. تقارير البنك المركزي العراقي السنوية للفترة (2011-2014) وتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2011-2014) وتقارير السنوية للشركات عينة البحث للفترة (2011-2014)
١. العلي، اسعد حميد "الادارة المالية الاسس العلمية و التطبيقية" دار وائل للنشر "الطبعة الاولى، ٢٠١٠
٢. عبيدات، سامر فخري "استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية" جامعة ال البيت، الاردن، ٢٠٠٨
٣. يوسف، علي "أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية: دراسة تطبيقية" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد ٢٨ - العدد الثاني-٢٠١٢، ص٢٢٣-٢٥٤
٤. بابكر، بابكر إبراهيم، الصديق، الزين عبدالله " الاستحقاقات المحاسبية وعلاقتها بالأرباح المستقبلية" مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد ١٦، العدد ١، ٢٠١٥، ص٩٢-١٠٦
٥. النواجحة، فؤاد عبد الحميد "قدرة نماذج تسعير الأصل الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين" جامعة اسلامية، غزة، ٢٠١٤
٦. ابو الخير، مدثر طه " ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير اسعار الاسهم في سوق الناشئة : دراسة ميدانية"، ٢٠٠٦
٧. جبر، شذى عبد الحسين "اختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم - دراسة تطبيقية"مجلة الادارة و الاقتصاد، السنة ٣٥، العدد ٩١، ص:١٦١-١٨٣

8.Martínez, Pedro، Rialp، Diego، Prior، Josep "The Price of Stocks in Latin American Financial Markets Archest: an Empirical Application of The Ohlson Model ODEL" The International Journal of Business and Finance Research، Volume 6، Number 4، 2012

9. Pirie, Scott, & Smith, Malcolm "Relationships between Stock Prices and Accounting Information: A Review of the Residual Income and Ohlson Models" 2005
10. Olweny, obias "The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common Stock at the Nairobi Stock Exchange" International Journal of Business and Social Science, Vol. 2 No. 6, April 2011
11. Chang, Hsu-Ling, Chen, Yahn-Shir, Su, Chi-Wei, and Chang, Ya-Wen "The Relationship between Stock Price and EPS: Evidence Based on Taiwan Panel Data." Economics Bulletin, Vol. 3, No. 30 pp. 1-12, 2008
12. Karlsson, Anders, & Josefsson, Niklas "Stock Price Valuation" 2011
13. Ming, Shann Tsai, Jiun, Lin Chen, Shih, Cheng Lee "An Empirical Investigation of the Ohlson Model—A Panel Cointegration Approach" Australasian Accounting Business and Finance Journal, 2014