

## التنبؤ بعوائد الأسهم بأستعمال القيمة الاقتصادية المضافة لتفسير قيمتها الحقيقية (دراسة تطبيقية)

شيماء صلاح حسن

شذى عبد الحسين جبر الزبيدي

الكلية التقنية الادارية / بغداد

shaimaasalah@gmail.com

dr.shatha2017@mtu.edu.iq

### الخلاصة

يسعى هذا البحث الى اختبار النموذجين في تقييم الأسهم العادية وهما (نموذج النقد المعادل ، ونموذج القيمة الاقتصادية المضافة) لتفسير القيمة الحقيقية للسهم الواحد ، والمقارنة بين النموذجين لمعرفة مدى دقة النموذج الثاني للقيمة الاقتصادية المضافة في تفسير العوائد على الأسهم واستخدامه بدلاً من نموذج النقد المعادل ، واستخدام العوائد كمقياس لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة. وقد شملت عينة البحث (9) مصرف كان مدرجاً في سوق العراق للأوراق المالية وحيث توفرت فيه جميع شروط البحث للفترة (2014-2018) ، وكما توصل الي البحث الى مجموعة من الاستنتاجات ومن أهمها استعمال نموذج القيمة الاقتصادية المضافة كان الأفضل في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم العادية والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولكونه أعطى قدرة تفسيرية عالية، وذلك لاختلاف سعر السهم.

الكلمات المفتاحية: عوائد الأسهم، القيمة الاقتصادية.

## Forecasting Revenues Using the Economic Value Added to Explain Their Real Value (Applied study)

Shatha Abdul Hussein Jaber

Shaima Salah Hassan

Technical College of Management / Baghdad

### Abstract:

This research seeks to test the two models in the evaluation of ordinary shares, which are (the equivalent cash model, and the economic value added model) to explain the true value of one share, and a comparison between the two models to see how accurate the second model of economic value added is in the interpretation of returns on stocks and its use instead of the equivalent cash model, and the use of returns as a measure of the value model The economic sample added, the research sample included (9) banks that were listed on the Iraq Stock Exchange and where all the terms of the research were available for the period (2014-2018). The research reached a set of conclusions, the most important of which is the use of the economic value added model as the best in determining the real value of the ordinary shares listed in the Iraq Stock Exchange and because it gave a high explanatory ability, due to the difference in the stock price.

**Keywords:** Forecasting Revenues, Economic Value.

## المقدمة

تعد الأسواق المالية من المرافق الاقتصادية المهمة والمؤسسات الحيوية في معظم دول العالم لما لها من دور كبير في نشاط الشركات وأصحاب المصالح والمستثمرين إذ تهيئ الأسواق المالية فرص النمو للشركات وإتاحة الفرص للمستثمرين في السوق المالية فمن خلالها يمكن لأصحاب الشركات تمويل شركاتهم عند الحاجة إلى تمويل المشروعات الاستثمارية عن طريق إصدار الموجودات المالية كالأسهم والسندات وبيعها للمستثمرين في الأسواق المالية ويلجأ المستثمرون لاستثمار أموالهم في السوق المالي في شراء تلك الموجودات المالية وبيعها لتحقيق عائد مالي.

وعلى وفق ذلك توجه الباحثون الى اكتشاف أدوات قياس حديثة تتأثر بالتقلبات الاقتصادية الحاصلة في بيئة الاعمال وفي اللحظة نفسها تقيس عوائد الأسمه ومن هذه الادوات مؤشر أو نموذج القيمة الاقتصادية (EVA) ، ويتميز هذا المقياس بأنه يأخذ في الحسبان التكلفة الكلية لرأس المال المقترض والمملوك ، كما أن حسابه يتطلب اجراء العديد من التسويات على بعض البنود المحاسبية ، كما أنه يختلف عن مقاييس الربح المحاسبي أنه يختلف عن مقاييس الربح المحاسبي (NP) ، ومعدل العائد على الاستثمار (ROI) ، في الهدف والمفهوم ، إذ أن ارتفاع قيمة كل منهما لا تعني تحقيق القيمة لحملة الأسمه ، فهذه كل منهما يتمثل في زيادة الأرباح المحاسبية بينما يتمثل هدف القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بالثبوت في تحقيق القيمة لحملة الأسمه ، كما أن هذين المقياسين لا يأخذان تكلفة رأس المال المملوك في الحسبان ، اما بالنسبة لنموذج الدخل المتبقي فعلى الرغم من اتفاهه مع مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في الهدف ، فهو يختلف عنه في مجموع التسويات او التعديلات التي اقترحها Stern و Stewart وذلك لقدرة هذا المقياس من قياس القيمة الاقتصادية المضافة في التنبؤ بعوائد الأسمه

المستقبلية واستخدامها كقاعدة لاتخاذ قرارات الاستثمار الناجح في العديد من الشركات . وعلى أساس ما تقدم تم تجسيد موضوع البحث في أربعة مباحث ، يتضمن المبحث الأول منهجية البحث والدراسات السابقة ، ويتناول المبحث الثاني الخلفية النظرية العامة و يتضمن الأسهم العادية ، القيمة الاقتصادية المضافة ونماذج تقييم الأسهم العادية ، ويتضمن المبحث الثالث للاطار العملي ، واخيرا المبحث الرابع يتضمن اهم الاستنتاجات التي توصل اليها البحث واهم التوصيات.

## المبحث الأول / منهجية البحث

## اولاً: مشكلة البحث

يهتم الباحثون والدارسون الماليون بدراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد للأسهم منذ منتصف القرن الماضي ، وقد بينت معظم النتائج الخاصة في ضعف العلاقة بينهما ، ومن هنا فأنه من الافضل دراسة واختبار العلاقة بين التنبؤ بعوائد الأسهم ومتغير احدث نسبياً الا وهو ( القيمة الاقتصادية المضافة) والذي يمثل مقياساً للأداء المالي للشركات ، ولذلك يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية ينعكس بشكل أفضل من خلال توقعات القيمة الاقتصادية المضافة ، وعلية يمكن تلخيص مشكلة البحث في التساؤلات الاحصائية الاتية :

1. هل يوجد تأثير ذات دلالة احصائية بين عوائد الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، ومنها تنبؤ الفرضيات الفرعية الاتية:
- أ. هل يوجد تأثير ذات دلالة احصائية بين معدل العائد المطلوب للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- ب. هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل العائد المتوقع للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة في سوق العراق للأوراق المالية.

**رابعاً: فرضيات البحث**

يستند البحث على فرضية رئيسية واحدة تنص على الاتي: (يساهم استعمال القيمة الاقتصادية المضافة للتنبؤ بعوائد الأسهم في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم بشكل افضل وفق النماذج التقليدية).

**خامساً : مجتمع وعينة البحث**

يكون مجتمع البحث الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتم اختيار قطاع المصارف، لكونه يعد القطاع الاكثر فاعلية ( نشاطاً) من حيث كبر حجم التداول، وعدد الإسهام المتداولة مقارنة بالقطاعات الأخرى في أثناء مدة الدراسة الممتدة بين ( 2014-2018) على وفق البيانات المنشورة في دليل سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن ان حساباتها الختامية متاحة للسنوات المشمولة بالبحث ( 2014-2018) وسيتم اختيار عينة البحث على وفق الشروط الاتية :-

1- ان يكون المصرف مدرجاً في السوق في أثناء مدة البحث.

2- ان يكون المصرف قد توافرت بياناته المالية في أثناء مدة البحث.

3- ان لا يكون المصرف قد انقطع عن تداول الأسهم في أثناء مدة البحث.

4- ان يكون المصرف قد حقق ارباحاً في أثناء مدة البحث.

وقد انطبقت الشروط اعلاه في تسعة مصارف من القطاع المصرفي البالغ عددها اثنان وعشرون مصرفاً وتمثل ( 50%) من مجموع المصارف والجدول (1) يعرض معلومات عن المصارف التي مثلت عينة البحث.

ج. هل توجد علاقة بين معدل العائد المتوقع للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة في سوق العراق للأوراق المالية

2. هل أن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة يحسن من التنبؤ بعوائد الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية قياساً بالمؤشرات التقليدية .

**ثانياً: أهمية البحث**

تأتي أهمية البحث من خلال الاتي :-

1.المستثمرون في السوق يركزون على المؤشرات التي تدفعهم الى شراء الاسهم .

2.من اهم المؤشرات هو النمو الذي يمكن يستند اليه المستثمر ليدفعا لشراء السهم .

3. عوائد الاسهم يمكن ان تعكس المعلومات المالية المتمثلة بالقيمة الاقتصادية المضافة .

4. القيمة الاقتصادية المضافة تستند على دور اساسي مهم في اظهار الفائض (الربح) الاقتصادي الحقيقي للمنشأة.

**ثالثاً: أهداف البحث**

1. قياس وتحليل معدل العائد الفعلي للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

2. قياس وتحليل معدل العائد المتوقع للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

3. تحليل عائد محفظة سوق العراق للأوراق المالية وفق عوائد العينة المستخدمة.

4.تحليل بيتا السهم وفق العوائد الفعلية المحسوبة.

## جدول (1) عينة البحث

ت	المصارف	الرمز المختصر	سنة التأسيس	سنة الإدراج	رأس المال الإدراج
1	المصرف التجاري العراقي	أهلي	1992	2004	4000,000,000
2	مصرف بغداد	بغداد	1992	2004	5,280,000,000
3	مصرف الشرق الاوسط للاستثمار	أوسط	1993	2004	7500,000,000
4	مصرف الاستثمار العراقي	أثمار	1993	2004	5,760,000,000
5	المصرف الاهلي العراقي	نخيل	1995	2004	1,143,000,000
6	مصرف الائتمان العراقي	كريدت	1998	2004	1,600,000,000
7	مصرف سومر التجاري	سومر	1999	2004	6000,000,000
8	مصرف بابل	بليبنك	1999	2004	6,300,000,000
9	مصرف الخليج التجاري	خليج	1999	2004	4,120,000,000

## سادساً: بيانات البحث

أ. الجانب النظري: جرى جمع المعلومات للجانب النظري بالاعتماد على مجموعة من المصادر العربية والاجنبية فضلاً عن الرسائل والأطاريح الجامعية، والبحوث، والدراسات السابقة وشبكة الانترنت .

ب. الجانب العملي: اعتمد البحث في التحليل على البيانات المالية الشهرية والسنوية والحسابات الختامية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في أثناء المدة الممتدة (2014-2018) .

سابعاً: الاساليب المالية والاحصائية المستخدمة في التحليل

أ- مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة وطرق قياسها:-

1. القيمة الاقتصادية المضافة:- مقياس محاسبي لاداء التشغيل الجاري وهو يمثل الدخل المتبقي بعد حصول

المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في الوحدة ، وتحسب على وفق المعادلة الآتية:

$$EVA = NOPAT - (WACC * IC) \dots\dots\dots 1$$

إذ أن:

*EVA*: القيمة الاقتصادية المضافة .

*NOPAT*: صافي الدخل التشغيلي بعد الضرائب ، ويحسب من خلال { ناتج طرح الإيرادات من المصروفات المرتبطة في العمليات التشغيلية } .

*WACC*: التكلفة المرجحة لرأس المال، وتحسب من خلال {حاصل ضرب اسعار الفائدة \* (1-نسبة الضريبة ) \* معدل العائد المطلوب} .

*IC*: مقدار الاستثمار في الشركة ، وتحسب من خلال {حاصل ضرب كلفة رأس المال التي استخرجت بموجب

نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في مجموع الاستثمار المتمثل بمجموع الموجودات}.

وتحسب الكلفة المرجحة لرأس المال وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما في المعادلة الآتية :-

$$ER = RF + Beta * (E(RM) - RF) \dots\dots\dots 2$$

اذ ان :-

$ER$  = العائد المتوقع من اي مخاطر على الموجودات

$RF$  = العائد على الموجودات الخالي من المخاطر

$E(RM)$  = العائد المتوقع على الاسهم السوقية

$Beta$  = معدل المخاطر على عوائد الاسهم بالنسبة

للسوق وتختلف من شركة الى اخرى ، ويحسب معامل

بيتا كما في المعادلة الآتية:-

$$Bi = \frac{Q1}{QM} *$$

$$Corr. (RiRM) \dots\dots\dots 3$$

اذ ان :-

$Q1$  = الانحراف المعياري لعائد الاصل

$QM$  = الانحراف المعياري لعائد السوق

$Corr. (RiRM)$  = معامل الارتباط بين عائد الاصل

وعائد السوق ويتضح

من خلال المعادلة اعلاه ان البيتا تعتمد على ثلاثة

متغيرات هي:-

1-التغير في عائد السهم .

2- التغير في عائد السوق (ويقاسان كلاهما

بالانحراف المعياري ) .

3- الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق .

2- نصيب السهم الواحد من صافي الربح (EPS)

لقد استعمل المحللون الماليون في العقود الماضية عدة

مؤشرات محاسبية مالية كمقياس اداء داخلي تؤثر في

ثروة المساهمين ومن اكثر هذه المقاييس شهرة هي

ربحية السهم الواحد والذي يحسب على وفق المعادلة

الآتية:-

$$EPS = \frac{NI}{S} \dots\dots\dots 4$$

اذ ان :

$EPS$  = ربحية السهم الواحد.

$NI$  = صافي الدخل

$S$  = صافي عدد الاسهم العادية القائمة

3 - العائد على حق الملكية (ROE)

$$ROE = \frac{NI}{NW} \dots\dots\dots 6$$

اذ ان :

$ROE$  = معدل العائد على حق الملكية.

$NW$  = مجموع حقوق الملكية للشركة.

ب . احتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقاً للعوائد

المنتبأ بها وفق القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة

و يحسب هذا النموذج على نفس المعادلة في

الفقرة (7) وعلى النحو الآتي :

أ. تقسيم القيمة الاقتصادية المضافة على عدد

الأسهم للتخلص من مشكلة الحجم المتخلص من

الشركات بسبب سيطرة الشركات كبيرة الحجم من

الصيغة وتسبب قيماً شاذة وتؤدي الى توزيع غير

طبيعي للمشاهدات داخل الصيغة ، فضلاً عن

اي قياس يرتبط بالحجم يؤدي الى نتائج متميزة

للاختبارات ، وذلك وفق المعادلة الآتية :

$$\frac{\text{القيمة الاقتصادية المضافة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة}$$

ب. تحسب العوائد المنتبأ بها وفق القيمة الاقتصادية

على وفق المعادلة الآتية:

$$\frac{\text{القيمة الاقتصادية الحالية} - \text{العوائد المنتبأ}}{\text{القيمة الاقتصادية السابقة}} = \text{القيمة الاقتصادية السابقة}$$

ج. احتساب معامل بيتا للعوائد المنتبأ بها .

د. احتساب معدل العائد المطلوب للمصارف وفق القيمة

الاقتصادية المعدلة والعوائد المنتبأ بها .

## المبحث الثاني / الجانب النظري للدراسة

الأسهم العادية: مفهومها، عوائدها، مخاطرتها

أولاً: مفهوم الأسهم العادية

**Concept common stock**

تعد الأسهم العادية شكل من اشكال الأسهم تعطي لحاملها حق امتلاك جزء من الشركة ، والأسهم العادية ليس لديها تاريخ استحقاق ويعبر عنها بورقة مالية ، ولا توزع الأسهم العادية نسبة أرباح ثابتة على المساهمين ، والأسهم العادية تعتبر وثيقة مالية تصدر من شركات مساهمة ثابتة ، وتتضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولي حيث يسمح لها التداول في السوق الثانوي ، وتخضع قيمتها السوقية إلى تغيرات مستمرة وتقييمات متباينة.[1]

ثانياً : خصائص الأسهم العادية

**Characteristics Stock**

هناك خصائص عديدة منها مايلي:[2]

1- المسؤولية محدودة : أن لكل سهم من الأسهم قيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم ، والقيمة الاسمية تمثل الحد الأقصى لمبلغ كل سهم ويمكن للمساهمين ان يتحملوهذه المسؤولية إذ اصبحت الشركة معسرة غير قدرة على سداد ديونها.

2- يحق للمساهمين بيع جزء أو جميع الأسهم التي يمتلكونها ، ولا يحق لهم بالمطالبة بقيمة السهم قبل التصفية.

ثالثاً : مزايا وعيوب الأسهم العادية:

هناك مزايا عديدة منها:[3]

1- الأسهم العادية لديها سيولة عالية للغاية ويمكن نقلها بسهولة من مستثمر الى مستثمر اخر .  
2- تكاليف المعاملات مع الأسهم العادية المعنية تكون منخفضة نسبياً .

وهناك عيوب للأسهم العادية كما يلي:[9]

1- ليس هناك أ جل محدد لتسديد للسهم العادي ولايلزم المنظمة رد قيمة السهم في الموعد المحدد.

2-ان نسبة حجم الأموال من القروض تقل عند زيادة حجم الاعتماد على الأسهم العادية وهذا يضمن للمنظمة مقدرتها على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بمزيد من القروض.

رابعاً: أنواع الأسهم العادية

**Type Common Stock**

لا تكون جميع الأسهم العادية ذات حقوق وامتيازات بل توجد فروقات بين العوائد وتوزيعات الأرباح فضلاً إلى حجم التداول في الأسواق المالية والمخاطر المصاحبة لحيازتها وذلك باختلاف انواعها التي يمكن توضيح أنواع الأسهم العادية.[4]

1- الأسهم الدورية **Cyclical Stocks**

تتحرك أسعار الأسهم الدورية مع الاقتصاد وغالباً ماتصل الأسهم الدورية إلى نقاطها المرتفعة والمنخفضة قبل الذروة والهبوط للاقتصاد في حالة الركود ، وأن هذه الأسهم تشهد انخفاضاً في المبيعات والأرباح خلال فترة التوسع وتتمو هذه الأسهم بشكل كبير في المبيعات والأرباح ، ومن الأمثلة على الأسهم الدورية هي الأسهم التي تصدرها شركات تصنيع المعدات الرأسمالية ، وشركات صناعة السيارات ، وشركات العاملة في القطاعات الأخرى المرتبطة بثروات الاقتصاد ككل.[5]

2- أسهم المضاربة **Speculative Stocks**

تتمتع أسهم المضاربة بإمكانية تحقيق عوائد أعلى من المتوسط ، ولكنها تحمل أيضاً مخاطر أعلى من المتوسط إذا كانت الشركة تعمل بشكل سيئ أو افلست ، وتعتبر أسهم المضاربة أسهم تصدرها الشركات التي لديها احتمال ضئيل لزيادات كبيرة في أسعار أسهمها ، ولاتملك هذه الشركات سجلات أرباح وتعتبر ذات درجة عالية من المخاطرة.[6]

**3- أسهم الدخل Income Stock:**

تتمتع أسهم الدخل بمقسوم أرباح كبير، وعادة تكون شركات أسهم الدخل في المراحل الناضجة من دورات حياتها الصناعية ، ويمكن تعريف أسهم الشركات التي أنشأت نمطاً لدفع أرباح أعلى من المتوسط بأنها أسهم دخل ، وتميل أسهم الدخل إلى عدم ارتفاع أسهم الشركات الكبرى لأن شركات الدخل أكثر نضجاً ولا تنمو بالسرعة نفسها التي تحققها الشركات الكبرى.[7]

**4- أسهم النمو Growth Stocks [8]**

غالبا ما يشار إلى أسهم النمو على أنها أسهم عالية في الأرباح والخسائر لأن أفاق نموها الأكبر تجعل المستثمرين أكثر رغبة في شرائها بأسعار أعلى ، بحيث لا يتلقى المستثمرون عوائد في شكل توزيعات أرباح ، لذلك يشترون هذه الأسهم لرفع قيمة رأس المال المحتمل ، وأن أسهم النمو تصدر بواسطة الشركات التي تملك معدلات عالية من نمو المبيعات والأرباح.

**5- أسهم القيمة Value Stocks**

هي اسهم ذات قيمة أقل مقارنة بقيمتها الأساسية (نمو المبيعات ، والأرباح)، وتميل أسهم القيمة إلى أن تكون نسب التوزيع إلى الأرباح منخفضة ، ونسب السعر إلى التوزيع المنخفضة أيضا ، وعوائد الأرباح العالية.[9]

**خامساً : عوائد الأسهم العادية[10]**

العائد بشكل عام هو الهدف الأساسي للاستثمار سواء كان للشركات أو الأفراد المستثمرون الذين يرغبون في تحقيق عوائدهم المستقبلية ، ويمثل العائد مقياساً أساسياً للقيمة الإضافية المتولدة من الاستثمار على رأس المال المستثمر، ويعرف العائد بأنه تلك الأموال التي يستخدمها المستثمرون للحصول على وفورات أكثر كفاءة في المستقبل لذلك فانه الأرباح والخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية معينة كما انه يمثل المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل الأموال التي وظفها لاستثمار الاسهم.

**سادساً: مخاطرة الاستثمار بالأسهم العادية****Investment Stocks Common Risk**

توصف المخاطرة بالتقلب في عوائد الأسهم خلال فترة زمنية معينة (مطر ، 2009:66) ، وتعرف كذلك بأنها فرصة أو احتمال الخطر أو الخسارة أو الأصابة أو غيرها من العناصر الضارة ، وأن المخاطرة يمكن أن تؤثر على مكونات العائد من خلال التقلبات في عوائد الدخل ، وتقلبات في تغيرات أسعار الاستثمار ، وتقلبات في معدلات إعادة استثمار العائد ، والهدف من المخاطرة هو المساعدة في اتخاذ القرارات وكذلك مساعدة المستثمرين على تطوير آليات الحماية اللازمة لضمان الحد الأدنى للاستثمار ، ، وتشير المخاطرة إلى درجة عدم اليقين الموجودة عند وقوع حدث في المستقبل، وعادة ما يكون هدف إدارة المخاطر هو تأمين الاستثمارات التي يبدو أنها تنطوي على قدر ضئيل من المخاطر.[11]

**القيمة الاقتصادية المضافة****Economic Value Added:**

**أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA:**  
يعد مقياس القيمة الاقتصادية EVA من أكثر المقاييس انتشاراً ، وبالرغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الافكار الاقتصادية منذ القرن الاقتصادي الكلاسيكي، ويمثل مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة التغير في صافي الدخل من الأنشطة التشغيلية بعد الضريبة بعد استبعاد كلفة رأس المال المستخدم في إنتاج هذا الدخل، وتعتمد القيمة الاقتصادية المضافة على فكرة الربح الاقتصادي المعروف أيضا بأسم (المتبقي للدخل) ، وتخلق الشركة قيمة عندما يغطي المشروع الاستثماري تكاليف التشغيل وتكلفة رأس المال ، والقيمة الاقتصادية المضافة لا تنظر فقط إلى نوع التكلفة وإنما تنظر أيضا إلى الفائدة وإلى تكلفة الأسهم فقط إذا كان معدل العائد أعلى من تكلفة رأس المال.[12]

ثانياً : أهمية القيمة الاقتصادية المضافة في الشركة:

يمكن تلخيص أهميتها بالنقاط الآتية: [16]

1- أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لها تحسين مستمر وحقيقي وكذلك تعظم ثروة المساهمين .

2- أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعد مقياساً فعلياً للأداء التشغيلي.

### المبحث الثالث / تقييم الأسهم العادية

#### Common Stock valuation

أولاً : قيم الأسهم العادية

#### (Values of Common Stocks):

من المصطلحات الشائع استعمالها عند تداول الأسهم العادية ، هو مصطلح قيمة (Value) وبهذا الصدد يمكن تمييز القيم الآتية للأسهم العادية: [13]

1. القيمة الاسمية (Par Value): - وهي القيمة التي

يصدرها السهم ، أي القيم المدونة في وثيقة السهم عند الاصدار ، أي بمعنى آخر تعتبر قيمة نظرية للتسجيل في حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية وليس لها قيمة اقتصادية من جانب المستثمرين ولا يمكن للشركة أن تصدر الأسهم الجديدة بأقل من قيمتها.

2. القيمة السوقية (Market Value) : تتمثل القيمة

السوقية للسهم ، بالقيمة الذي يتداول بها السهم العادي في سوق الأوراق المالية والتي تتمثل بالأسعار التي تحددها الباعة المشترين عند المتاجرة في الأسهم ، وتحسب القيمة السوقية من خلال ضرب سعر السهم العادي في عدد الأسهم المصدر. [1]

3. القيمة الحقيقية (Intrinsic Value) : وهي

القيمة المخضومة للنقد الذي يمكن استخراجها من العمل خلال فترة زمنية معينة وتمثل القيمة الحقيقية (القيمة العادلة) والتي تعبر عن قيم السهم من خلال التدفقات النقدية المستقبلية. [14]

4. القيمة الدفترية (Book value) : وتشير القيمة

الدفترية إلى قيمة حقوق المساهمين الموضوعه في الميزانية العمومية ، وعادة ما توفر القيمة الدفترية القيمة الحقيقية للسوق وتكون بشكل متحفظ ، وأحياناً تكون أقل من القيمة السوقية وعادة جزئية بسبب أن القيمة الدفترية لا تتضمن معلومات حول إمكانات انشاء التدفقات النقدية في المستقبل. [15]

5. - قيمة التصفية (Liquidation value) : هي

المبلغ الفعلي للسهم الواحد ، وتعد هذه القيمة اكثر واقعية من القيمة الدفترية لأنها تستند إلى القيمة السوقية الحالية ، وهي تمثل قيمة السهم الخاص بالشركة عند المشروع بتصفيتها وعادة ما تكون مساوية للقيمة السوقية مطروحاً منها ديونها بقسمة النتيجة على مجموع الأسهم. [16]

### المبحث الثالث / الجانب العملي للدراسة

أولاً: تحليل معامل بيتا للعوائد المتنبأ بها وفق القيمة الاقتصادية المضافة:

يبين الجدول (28) نتائج تحليل معامل بيتا ( المخاطرة النظامية ) للعوائد المتنبأ بها وفق القيمة الاقتصادية المضافة كما في المعادلة الآتية { التباين المشترك بين عوائد السوق وعوائد الأسهم مقسوماً على التباين عوائد السوق } [17] ، وتعتبر (المخاطرة النظامية ) هي جوهر نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ، ومنه يتضح ان مصرف الشرق الاوسط حقق اعلى قيمة لمعامل بيتا بلغت ( 67.254 ) ، وهذا يعكس الدرجة العالية لعوائد الأسهم في المصارف مقابل التغير في عائد محفظة السوق [18]، ويتمتع هذا المصرف بمعدل الخالي من المخاطرة حيث بلغ (0.004) ، وبمعدل مطلوب بلغ (0.27) ، بينما حقق مصرف بغداد معامل بيتا حيث بلغ (9.318) ويعتبر اقل مصرف الشرق الاوسط الذي بلغ (67.254) ، وحيث يتمتع هذا المصرف بمعدل مطلوب إذ بلغ ( 0.041 ) ، كما حقق مصرف الاهلي معامل بيتا حيث بلغت (4.854)

وبعائد السوق الذي بلغ (-0.008) ، وبمعدل مطلوب حيث بلغ (0.008) ، كما حقق مصرف بابل معامل بيتا حيث بلغ ( 1.068 ) ، وبمعدل مطلوب حيث بلغ (0.008) ، وبمعدل خالي من المخاطرة حيث بلغ (0.004) ، وعائد السوق حيث بلغ (-0.008) ، وبمعدل المطلوب حيث بلغ (0.008) ، بينما حقق المصرف التجاري ادنى معامل بيتا بلغ (0.627) ، وهذا يعكس درجة الحساسية مقابل التغير في عائد السوق. [19]

[18]، وبمعدل مطلوب إذ بلغ (0.023) ، وعائد السوق الذي بلغ (-0.008) ، وبمعدل الخالي من المخاطرة الذي بلغ (0.004) ، كما حقق مصرف الائتمان معامل بيتا حيث بلغ (2.854) ، والذي يعد اقل من المصارف السابقة ، ويتمتع هذا المصرف بمعدل مطلوب حيث بلغ (0.015) ، كما حقق مصرف سومر معامل بيتا حيث بلغ (1.7) ، وبمعدل مطلوب الذي بلغ ( 0.011 ) ، بينما حقق مصرف الخليج معامل بيتا إذ بلغ (1.013) ، وبمعدل الخالي من المخاطرة الذي بلغ ( 0.004 ) ،

**جدول (2) نتائج تحليل معامل بيتا للعوائد المتنبأ بها وفق القيمة الاقتصادية المضافة للمصارف عينة البحث للفترة (2014-2018)**

ت	المصارف	Rf	Rm	B	Km
1	المصرف التجاري العراقي	0.004	-0.008	0.627	0.065
2	مصرف بغداد	0.004	-0.008	9.318	0.041
3	مصرف الشرق الاوسط	0.004	-0.008	67.254	0.27
4	مصرف الاستثمار العراقي	0.004	-0.008	1.386	0.095
5	مصرف الاهلي العراقي	0.004	-0.008	4.854	0.023
6	مصرف الائتمان العراقي	0.004	-0.008	2.854	0.015
7	مصرف سومر التجاري	0.004	-0.008	1.7	0.011
8	مصرف بابل	0.004	-0.008	1.068	0.008
9	مصرف الخليج التجاري	0.004	-0.008	1.013	0.008

بلغ الفرق بين القيمتين (-0.009) [20] ، وكما بلغت نسبة القيمة الحقيقية الى سعر السهم (82%) ، وكان هذا المصرف مسعراً تسعيراً مضخماً ، كما حقق مصرف بغداد قيمة حقيقية قد بلغت (0.039) دينار ، وذلك من خلال مقارنتها في سعر السهم البالغة (0.09) ، وقد بلغ الفرق بين القيمتين (-0.051) دينار ، اما نسبة القيمة الحقيقية الى سعر السهم قد بلغت (43%) ، وحيث كان التسعير في هذا المصرف مضخماً ، وكما حقق مصرف الشرق الاوسط قيمة حقيقية قد بلغت (0.032) دينار [21] ، وذلك للمقارنة في سعر السهم البالغة (0.04) ، وقد بلغ الفرق بين القيمتين (0.279) ، وحيث كان التسعير مضخماً في هذا المصرف ،

**تانياً: تحليل القيمة الحقيقية للسهم الواحد وفق نموذج القيمة الاقتصادية المضافة:**

يبين الجدول (2) نتائج تحليل القيمة الحقيقية لأسهم المصارف المبحوثة والتي حسبت بموجب نموذج القيمة الاقتصادية المضافة ومقارنتها بقيمتها سعر السهم للاغلاق لتحديد الفرق بين القيمتين. [20] ويلاحظ منه أن مصرف الاستثمار حيث حقق أعلى قيمة حقيقية بلغت (1.047) دينار ، وذلك مقارنة بقيمته سعر السهم البالغة (0.06) ، فقد بلغ الفرق بين القيمتين (0.987) دينار ، ويلية المصرف المصرف الاهلي الذي حقق قيمة حقيقية بلغت ( 0.041 ) دينار . وذلك مقارنة بقيمة سعر السهم البالغة (0.05) ، وقد

القيمة الحقيقية الى اسعر السهم البالغة (7%) وحيث كان التسعير في هذا المصرف مضخماً ، وحقق مصرف الائتمان قيمة حقيقية بلغت ( 0.04) دينار ، وذلك للمقارنة مع القيمة سعر السهم البالغة (0.06) ، والفرق بين القيمتين حيث بلغ (-0.02) ، اما نسبة القيمة الحقيقية للسعر السهم حيث بلغت (67%) ، وقد كان التسعير في هذا المصرف مضخماً .  
فيما حقق المصرف التجاري العراقي أدنى قيمة حقيقية إذ بلغت ( 0.02) دينار مقارنة بقيمته سعر السهم البالغة (0.05)، والفرق بين القيمتين بلغ (-0.03)، دينار إذ بلغت النسبة الحقيقية للسهم إلى سعر السهم (40%). [23].

حقق هذا المصرف نسبة القيمة الحقيقية الى سعر السهم البالغة (17%) ، كما حقق مصرف الخليج قيمة حقيقية حيث بلغت ( 0.025) دينار مقارنة مع سعر السهم البالغة (0.5) ، والفرق بين القيمتين (-0.475) ، اما نسبة القيمة الحقيقية الى سعر السهم (5%) ، وكان التسعير في هذا المصرف مضخماً، وكما نلاحظ ان مصرف سومر حقق قيمة حقيقية حيث بلغت ( 0.023) دينار وذلك للمقارنة مع سعر السهم البالغة (0.09) ، والفرق بين القيمتين حيث بلغ (-0.067) ، ونسبة القيمة الحقيقية الى سعر السهم بلغت (25%)، والتسعير كان مضخماً في هذا المصرف ، كما حقق مصرف بابل قيمة حقيقية بلغت ( 0.021) دينار [22]، وذلك لمقارنه مع سعر السهم البالغة (0.3) ، امانسبة

**جدول (3) نتائج تحليل القيمة الحقيقية للسهم الواحد وفق نموذج القيمة الاقتصادية للمصارف عينة البحث**

ت	المصارف	متوسط القيمة الحقيقية للسهم (دينار )	متوسط سعر السهم للاغلاق	الفرق بين القيمتين (دينار)	نسبة القيمة الحقيقية الى سعر السهم للاغلاق (%)	التسعير
1	المصرف التجاري العراقي	0.02	0.05	-0.03	40	مضخم
2	مصرف بغداد	0.039	0.09	-0.051	43	مضخم
3	مصرف الشرق الاوسط	0.32	0.04	-0.279	8	مضخم
4	مصرف الاستثمار العراقي	1.047	0.06	-0.987	17	مضخم
5	مصرف الاهلي العراقي	0.041	0.05	-0.009	82	مضخم
6	مصرف الائتمان العراقي	0.04	0.06	-0.02	67	مضخم
7	مصرف سومر التجاري	0.023	0.09	-0.067	25	مضخم
8	مصرف بابل	0.021	0.3	-0.279	7	مضخم
9	مصرف الخليج التجاري	0.025	0.5	-0.475	5	مضخم
10	المتوسط	0.18	0.14	0.04	129	مضخم

مرتفعة وهذا يدل على كفاءة اداء المصارف وحسن ادارتهما في تحقيق العوائد عن طريق أسهمهما المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية .  
2. اتضح من خلال تحليل العائد المتوقع ان الارتفاعات كانت مستمرة في اسعار الأسهم لمعظم المصارف

#### المبحث الرابع / الاستنتاجات والتوصيات

##### اولاً: الاستنتاجات

1. تحليل العائد الفعلي لأسهم المصارف عينة البحث تبين وجود انخفاضات مستمرة في اسعار الأسهم لمعظم المصارف خلال فترة البحث ومعظمها كانت

في أثناء فترة البحث وهذا يدل على ان هذه المصارف كفوءة .

3. من تحليل معامل بيتا ( المخاطرة النظامية ) الذي يعكس درجة الحساسية العالية لعائد سهم المصرف اتجاه التغير في عائد محفظة السوق، وهذا يبين ارتفاع المخاطرة للأسهم او انخفاضها اي ان عائد اسهم المصارف العراقية عينة البحث تتسم بتقلبات أكبر من عائد محفظة السوق كما لوحظ أن معامل بيتا لجميع المصارف هو أكبر من واحد صحيح وهذا يعكس مخاطرتها قياساً بالسوق .

4. من خلال تحليل معدل العائد المطلوب تبين ارتفاع هذا المتغير في اغلب مصارف العينة، والسبب يعود الى انخفاض في المخاطرة النظامية (معامل بيتا ) .

5. أظهرت نتائج تحليل القيمة الاقتصادية المضافة في المصارف عينة البحث ان معظم المصارف حققت قيمة اقتصادية موجبة وهذا يشير الى الريح التشغيلي في هذه المصارف اكبر من كلفة التمويل وهو من المؤشرات الايجابية للمصارف عينة البحث والتي يمكن ان يميزها على باقي المصارف او باقي الشركات في القطاعات المختلفة ، ومن خلال القدرة على تحقيق كلف التمويل قياساً بالإرباح المحققة .

#### ثانياً: التوصيات

1. اعتماد القيمة الحقيقية للأسهم العادية بموجب نموذج القيمة الاقتصادية المضافة والذي يعد افضل من نموذج النقد المعادل .
2. تحفيز الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية الاستثمار بمشاريع تؤدي الى تحقيق عوائد إيجابية لغرض تحفيز المستثمرين على شراء الأسهم وارتفاع أسعار أسهم العوائد .
3. الاهتمام بكفاءة تسعير سوق العراق للأوراق المالية لكي تعكس الاسعار في القيمة الحقيقية للسهم الواحد.

4. ضرورة الاهتمام (بنموذج القيمة الاقتصادية المضافة) ، لانه يعد أكثر تأثيراً على عوائد الأسهم.
5. حث المصارف عينة البحث والشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على زيادة نسب التوزيع على المساهمين لتشجيعهم على اقتناء الأسهم ، وكذلك ايجاد بدائل تمويل بديلة من الإرباح المحتجزة لتنشيط السوق المالية.

#### المصادر

- 1- الدوري ، مؤيد عبد الرحمن ،أدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ،عمان ، 2010.
- 2- الزبيدي ، حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الثانية ، الورق للنشر والتوزيع ، عمان - الاردن ، 2008 .
- 3- الشواورة ، فيصل محمود ، مبادئ الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2013.
- 4- العامري ، محمد علي ابراهيم ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الأولى ، اثناء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010 .
- 5- العامري ، محمد علي ابراهيم ، ادارة محافظ الاستثمار ، الطبعة الأولى ، اثناء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2012
- 6- العامري ، محمد علي ابراهيم ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان ، 2007.
- 7- جويحان ، سلطان سليمان ، اثر القيمة الاقتصادية المضافة على الاسعار السوقية للأسهم - دراسة تحليلية مقارنة مع اثر المؤشرات المالية التقليدية الربح المتبقي ، والعائد على الاستثمار ، رسالة ماجستير ، جامعة الشرق الاوسط ، كلية الاعمال ، 2015.
- 8- الغانمي ، حسام علي حسين ، أثر احتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق

- Management, 11<sup>th</sup>.ed., Thomson learning, Inc., 2007.
- 16- Brigham, Eugene F. and Gapenski, Louis C., "Financial Management: Theory and Practice", 5<sup>th</sup>.ed., N.Y. The Dryden Press Co., 1988.
- 17-Froideraux, "Fundamental Equity Valuation Stock Selection based and discounted Cash Flow " University of Fribourg SwitzerLand, 2015.
- 18- Giva, "The ReLationship between Risk and Return for firms Listed At Nairobi Securities Exchange " , University of Supervisor, 2015.
- 19- Goral", "Implementing Economic Value Added as Performance and Mangament System in Small and Medium – sized Enterprises" ,University of Vienna, 2012.
- 20-Levisauskaite, " Investment Analysis and Portfolio Management " , University Vytautas Magnus, 2010.
- 21-Mairura, "Evaluating Forest Recovery Dynamics Under Natural and Aided Regeneration" ,University Mount Kenya, 2013.
- 22-Mukhacheva, Galina, "CPM And its Application in practice", University Masarykova Ekonomicko – Spravni Fakuita , 2012.
- 23- Al- Qaisi , Al- Batayneh, "Corporate Systematic Risk and Capital Assets Pricing Model Analysis: Evidence from Istanbul Stock Exchange" , University Amman Arab, Vol.9, No.1, 2018.
- العراق للأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، جامعة كربلاء ، كلية الإدارة والاقتصاد ، 2015.
- 9- العارضي ، نورس كاظم عبيد ، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم – دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، جامعة القادسية ، كلية الادارة والاقتصاد ، 2017.
- 10- محمد، ياسر نوري، انعكاس تكامل الدخل المحاسبي والقيمة الاقتصادية المضافة على قرارات المستثمرين، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، مجلد 20، العدد 75، 2014.
- 11- الشمري ، سحر ناجي خلف ، تحليل العوائد غير العادية وعلاقتها بمعدل العائد على الاستثمار ومتوسط القيمة السوقية تبعاً لربحية وحجم الشركة – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الادارة والاقتصاد ، مجلد 40، العدد مئة وعشرة ، 2017.
- 12 – Berle , Adolf A. & Means , Gardiner , "The Modern Corporation and Private Property" , 10<sup>th</sup> edition , Transaction publishers , Brunswick , New Jersey , 2009.
- 13- Bodie , Zvi Kane, Alex & Marcus, Alan J. " Investments" 10<sup>th</sup> edition , McGraw-Hill, 2014 .
- 14- Brealey, Richard A. & Myers, Stewart, Marcus, Alen , Funamental of Corporate Finance, 3<sup>rd</sup>ed, Mc-Graw-Hill, INC, 2001.
- 15- Brigham , Eugene .F. and Houston , Joel F. , Fundamentals of Financial

## الملاحق

ملحق (1) العائد الفعلي لأسهم المصارف عينة البحث للفترة (2014-2018)

المتوسط	2018	2017	2016	2015	2014	المصارف
-0.003	-0.002	-0.008	0.016	-0.004	0.013	المصرف التجاري العراقي
-0.002	-0.055	-0.029	-0.016	-0.014	0.007	مصرف بغداد
0.007	-0.079	-0.010	-0.007	-0.006	0.138	مصرف الشرق الاوسط
-0.018	-0.032	-0.026	-0.003	-0.029	0.001	مصرف الاستثمار
-0.006	-0.002	0.019	-0.019	-0.037	0.007	مصرف الاهلي العراقي
-0.010	-0.04	-0.006	-0.028	-0.038	0.060	مصرف الائتمان العراقي
-0.001	0	0.000	-0.004	-0.004	0.002	مصرف سومر التجاري
-0.013	-0.054	-0.002	0.018	-0.013	0.024	مصرف بابل
-0.019	-0.053	-0.007	-0.007	-0.040	0.008	مصرف الخليج التجاري
-0.008	-0.035	-0.007	-0.009	-0.020	0.029	المتوسط

ملحق (2) كلفة الاستثمار للمصارف عينة الفترة (2014-2018) بالدينار العراقي

المتوسط	Wacc*IC2018	Wacc*IC2017	Wacc*IC2016	Wacc* IC2015	Wacc *IC 2014	اسم المصرف
438,508,581	443,945,613	460,616,311	423,819,261	414,889,153	449,272,568	التجاري
135,623,146	111,353,855	109,015,264	120,042,411	154,953,669	182,750,532	بغداد
708,182,843	800,749,802	748,131,340	633,833,084	675,123,601	683,076,386	الشرق الاطوسط
573,810,307	607,084,862	573,706,556	577,870,247	551,734,351	558,655,517	الاستثمار
571,916,816	525,757,058	603,980,329	578,847,033	535,764,591	615,235,071	الاهلي
545,684,016	497,694,366	476,638,010	513,382,999	615,517,645	625,187,059	الائتمان
388,337,704	409,535,591	390,176,183	351,772,887	369,588,387	420,615,472	سومر
335,936,448	0	328,532,782	344,486,645	358,698,930	312,027,435	بابل
722,224,346	578,336,518	603,312,989	802,022,034	810,971,493	816,478,697	الخليج
494,710,929	496,807,208	477,123,307	482,897,400	498,582,424	518,144,304	المتوسط

## ملحق (3) ربحية السهم الواحد للمصارف عينة البحث للفترة (2014-2018) بالدينار العراقي

ت	المصارف	2014	2015	2016	2017	2018	المتوسط
1	مصرف التجاري العراقي	0.059	0.076	0.039	0.026	0.031	0.046
2	مصرف بغداد	0.01	0.018	0.088	0.017	0.01	0.029
3	مصرف الشرق الاوسط	0.045	4.781	0.058	-8.22	-0.049	0.677
4	مصرف الاستثمار	0.53	0.011	0.093	0.036	3.173	0.769
5	مصرف الاهلي العراقي	0.057	7.823	0.047	0.012	-0.054	1.577
6	مصرف الائتمان العراقي	0.099	0.066	0.081	0.058	0.024	0.066
7	مصرف سومر التجاري	3.655	7.047	0.065	2.509	5.649	3.785
8	مصرف بابل	5.239	0.054	0.011	0.01	0	1.063
9	مصرف الخليج التجاري	0.011	0.666	0.01	0.011	0.0143	1.342
10	المتوسط	1.078	2.949	0.055	-0.016	0.978	0.889

## ملحق (4) معدل العائد على حق الملكية للمصارف عينة البحث (%)

ت	المصارف	2014	2015	2016	2017	2018	المتوسط
1	المصرف التجاري العراقي	58.71	63.3	70.35	66.52	34.96	59
2	مصرف بغداد	16.5	16	17.33	23.56	25.4	19
3	مصرف الشرق الاوسط	26.19	44.95	41.02	42.93	-	39
4	مصرف الاستثمار العراقي	35.8	50.79	1.12	1.16	49.3	28
5	مصرف الاهلي العراقي	31.07	42.76	48.6	47.31	47.31	43
6	مصرف الائتمان العراقي	32.68	46.41	48.8	59.76	-	47
7	مصرف سومر التجاري	63.25	61.91	71.33	77	68.58	68
8	مصرف بابل	49.04	60.94	68.23	77	-	64
9	مصرف الخليج التجاري	38.9	42.37	39.66	39.62	-	40
10	المتوسط	39	48	45	48	45	45